信用评级公告

联合〔2021〕5063 号

联合资信评估股份有限公司通过对新凤祥控股集团有限责任公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新凤祥控股集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA，并维持“18 凤祥 01”“18 凤祥 02”和“21 凤祥 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

新凤祥控股集团有限责任公司公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
新凤祥控股集团有限责任公司	AA	稳定	AA	稳定
18 凤祥 01	AA	稳定	AA	稳定
18 凤祥 02	AA	稳定	AA	稳定
21 凤祥 01	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 凤祥 01	3.30 亿元	0.66 亿元	2023/03/29
18 凤祥 02	5.00 亿元	5.00 亿元	2021/11/01
21 凤祥 01	5.00 亿元	5.00 亿元	2024/04/15

注：上述债券仅包括由联合资信评估股份有限公司评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
有色金属企业信用评级方法	V3.0.201907
有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对新凤祥控股集团有限责任公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为国内大型铜冶炼生产和肉鸡养殖屠宰加工为主业的多领域控股型企业，其铜冶炼业务在经营规模、生产工艺及技术水平等方面具备竞争优势；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。跟踪期内，公司经营及财务状况保持稳定。同时，联合资信也关注到公司铜精矿加工费持续下降、贸易铜业务盈利空间收窄，债务结构亟待优化、面临一定短期偿付压力，以及鸡肉生产业务的经营情况易受行业景气度影响等因素对其经营及信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流、EBITDA 和现金类资产对存续期内债券覆盖能力强。

公司铜冶炼业务具有一定规模优势，产品认可度较高；同时积极发展多金属回收业务，未来公司收入规模和盈利能力有望保持。此外，子公司山东凤祥股份有限公司于 2020 年 7 月在香港交易及结算所有限公司上市，公司综合实力进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“18 凤祥 01”“18 凤祥 02”和“21 凤祥 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司作为国内大型铜冶炼企业之一，具有一定规模优势，产品认可度较高。**截至 2021 年 3 月底，公司实际电解能力和阳极板实际冶炼能力分别为 50 万吨/年和 45 万吨/年；金、银和硫酸的产能分别为 20 吨/年、600 吨/年和 170 万吨/年。
2. **公司铜冶炼板块和鸡肉生产板块的市场竞争优势明显，处于行业领先地位。**公司铜冶炼技术工艺水平领先，回收率高；鸡肉生产板块已形成完整的产业链，市场竞争优势明显。

分析师：李 晨
黄 露
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. **公司经营活动现金流、EBITDA 和现金类资产对存续期内债券覆盖能力强。**2020 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为存续期内债券待偿付金额的 1.88 倍、58.09 倍和 2.14 倍；截至 2020 年底，公司扣除货币现金受限部分，现金类资产为一年以内待偿付债券余额的 5.26 倍。

关注

1. **跟踪期内，铜精矿加工费持续下降，贸易铜业务盈利空间收窄。**铜精矿加工费（TC/RC）由 2019 年的 80.8/8.08（美元/吨、美分/磅）下降至 2021 年一季度的 59.5/5.95（美元/吨、美分/磅）；2020 年，公司铜贸易业务毛利率同比下降至 0.33%，铜冶炼毛利率同比下降至 2.73%。
2. **跟踪期内，受生鸡肉与鸡苗价格下降，以及饲料原材料成本上涨影响，公司鸡肉生产业务毛利率水平明显下滑。**2020 年，公司鸡肉生产毛利率同比下降 12.02 个百分点至 18.04%；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，将会对公司鸡肉板块经营活动产生不利影响。
3. **公司债务负担较重，短期债务占比很高，债务结构有待优化。**截至 2020 年底，公司全部债务 177.12 亿元，短期债务占 91.00%；扣除货币现金受限部分，现金类资产短期债务比为 0.16 倍，面临一定短期偿付压力。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	71.95	73.05	91.25
资产总额（亿元）	268.16	283.45	303.67
所有者权益（亿元）	95.24	104.85	116.37
短期债务（亿元）	118.66	126.63	161.18
长期债务（亿元）	39.51	42.60	15.94
全部债务（亿元）	158.17	169.23	177.12
营业收入（亿元）	474.69	481.41	518.59
利润总额（亿元）	5.53	11.02	4.28
EBITDA（亿元）	20.25	26.29	19.39
经营性净现金流（亿元）	16.53	6.38	22.08
营业利润率（%）	4.43	5.38	3.65
净资产收益率（%）	4.69	9.55	2.82
资产负债率（%）	64.48	63.01	61.68
全部债务资本化比率（%）	62.42	61.74	60.35
流动比率（%）	132.44	139.70	119.52
经营现金流动负债比（%）	12.42	4.70	12.89
现金短期债务比（倍）	0.61	0.58	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	2.41	3.03	2.33
全部债务/EBITDA（倍）	7.81	6.44	9.13
公司本部（母公司）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	66.36	73.08	72.77
所有者权益（亿元）	36.49	34.76	32.35
全部债务（亿元）	23.30	35.70	37.70
营业收入（亿元）	0.38	0.26	0.23
利润总额（亿元）	-1.07	-1.73	-2.41
资产负债率（%）	45.02	52.43	55.55
全部债务资本化比率（%）	38.97	50.67	53.82
流动比率（%）	24.73	24.88	13.35
经营现金流动负债比（%）	-79.96	-9.21	7.32

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 凤祥 01	AA	AA	稳定	2020/06/23	周 婷 樊 思	有色金属行业企业信用评级方法	阅读全文
18 凤祥 02/18 凤祥 01	AA	AA	稳定	2020/06/18	周 婷 樊 思	有色金属行业企业信用评级方法	阅读原文
18 凤祥 02	AA	AA	稳定	2018/10/19	唐玉丽 周 婷	工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文
18 凤祥 01	AA	AA	稳定	2016/12/29	唐玉丽 周 婷	工商企业信用评级方法（主体）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由新凤祥控股集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信于该公司构成委托关系外，联合资信，评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

新凤祥控股集团有限责任公司公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

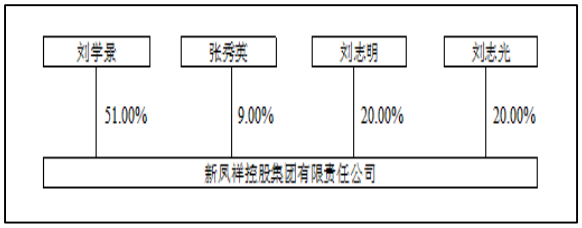
根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于新凤祥控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“新凤祥”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司于 2009 年 10 月注册成立，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 2021 年 3 月底，公司注册资本与实收资本均为 39.60 亿元，实际控制人为自然人刘学景。

截至 2021 年 3 月底，子公司祥光集团将持有的 18.92 亿元阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“阳谷祥光”）股权进行质押，质权人为中国信达资产管理股份有限公司山东省分公司。

图 1　截至 2021 年 3 月底，公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围无变化。截至 2021 年 3 月底，公司本部内设 13 个职能部门；拥有子公司 7 家；拥有在职员工 10561 人。

截至 2020 年底，公司资产总额 303.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益 16.62 亿元）合计 116.37 亿元；2020 年，公司实现营业收入 518.59 亿元，利润总额 4.28 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见表 1，募集资金均按指定用途使用完毕且按期正常付息[1]。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
18 凤祥 01	3.30	0.66	2018/03/29	3+2 年
18 凤祥 02	5.00	5.00	2018/11/01	3 年
21 凤祥 01	5.00	5.00	2021/04/15	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入

[1] 截至报告出具日，“21 凤祥 01”尚未到付息日

常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务

业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持

好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

五、行业分析

（一）铜冶炼行业

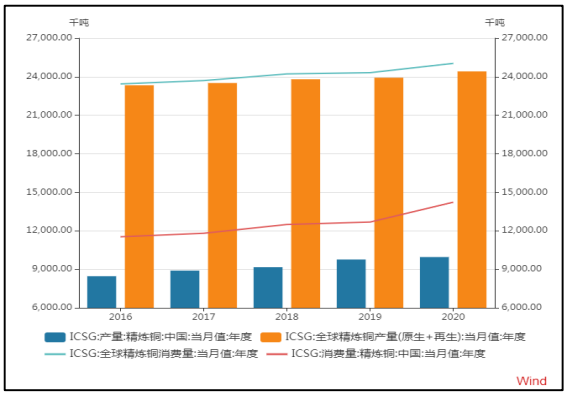
1. 行业概况

中国为全球最大的精炼铜生产国及消费国，铜矿资源匮乏，资源自给率低。

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），以及在冶炼过程中生产的铜基合金等。

中国是全球最大的精炼铜生产国，2018－2020年，中国精炼铜产量分别为902.90万吨、978.40万吨和1002.50万吨，占全球精炼铜产量比例分别为37.45%、40.89%和41.03%。同时，中国也是全球最大的铜消费市场，2018－2020年，精炼铜消费量分别为1250.06万吨、1262.39万吨和1422.95万吨，占全球精铜消费量比例分别为51.00%、51.98%和56.82%。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。

图2　全球及中国精炼铜产量及消费量情况



资料来源：Wind

中国作为铜消费大国，阳极铜、精炼铜以进口为主，出口规模较小。2018－2020年，中国精炼铜出口量分别为28.16万吨、31.65万吨和21.23万吨，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，2018－2020年，中国精炼铜进口量分别为375.30万吨、355.02万吨和466.98万吨。中国铜矿资源匮乏，资源自给率低。

2. 价格走势

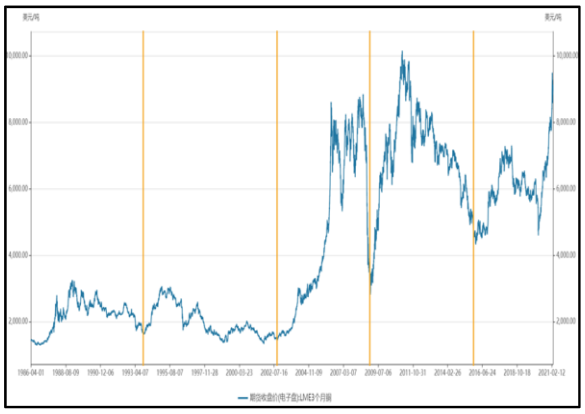
（1）铜金属价格

2019年，随着市场对于中美贸易战的担忧，铜价持续降低。2020年以来，受新冠疫情影响，世界主要经济体均实施了宽松的货币政策，供给短缺支撑铜价上涨。

从铜价走势来看，自1986年以来全球铜价经历五轮大周期，每轮大周期的持续时间大概为7~9年，具体周期情况如下：（1）第一周期自1986年4月至1993年10月末，LME3个月

铜价格由 1466 美元/吨上涨至 1622 美元/吨，期间价格波动幅度为 1954.6 美元/吨。（2）第二周期自 1993 年 10 月末至 2002 年 10 月末，LME3 个月铜价格由 1622 美元/吨下跌至 1457 美元/吨，期间价格波动幅度为 1732.5 美元/吨。（3）第三周期自 2002 年 10 月末至 2008 年 12 月末，LME3 个月铜价格由 1457 美元/吨上涨至 2860 美元/吨，期间价格波动幅度高达 7290 美元/吨。（4）第四周期自 2008 年 12 月末至 2015 年 12 月末，LME3 个月铜价格由 2860 美元/吨上涨至 4552 美元/吨，期间价格波动幅度高达 7071.75 美元/吨。（5）第五周期自 2015 年 12 月末至目前，LME3 个月铜价格由 2015 年 12 月末的 4552 美元/吨上涨至 2021 年 3 月 22 日的 9130 美元/吨，其中 LME3 个月铜价格由 2020 年 3 月 23 日的 4601 美元/吨大幅上涨 0.98 倍至 2021 年 3 月 22 日的 9130 美元/吨，在一年时间内，铜价经历大涨，铜价暴涨接近一倍。

图 3　自 1986 年以来全球铜价走势图



资料来源：Wind

（2）铜精矿加工费（TC/RC）价格

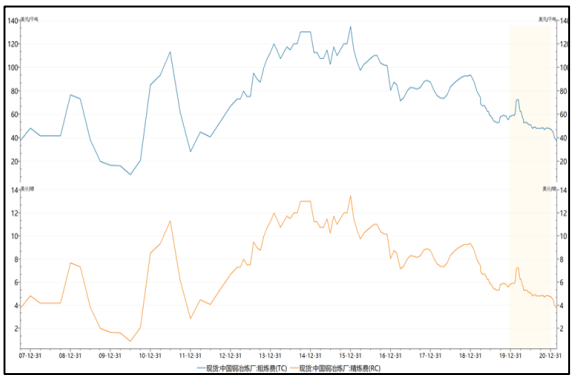
中国铜企主要涉足冶炼环节赚取加工费，加工费持续下降压缩了铜冶炼企业的盈利空间。

国内铜精矿结算价格＝上海期货交易所电解铜-体现冶炼企业的加工成本±其他调整因素（主要指具体每批次铜精矿的金属含量等指标以及其他双方商定的调整因素）。

国际铜精矿价格基于 LME 期铜结算价与 TC/RC 费用决定，铜精矿加工费（TC/RC）是决定铜冶炼企业利润的重要因素。铜加工费分为粗炼费 TC（指由 1 吨铜精矿提炼阳极铜的费用）和精炼费 RC（指由 1 磅阳极铜提炼阴极铜的费用），且 TC 与 RC 相关性极高。大体上，TC/RC 的变化反映着铜精矿供需的松紧状况，在铜精矿供不应求的情况下，TC/RC 会接近铜冶炼行业平均成本线，压薄铜冶炼企业利润。

自 2015 年以来，铜冶炼加工费 TC/RC 波动下滑，2020 年 TC/RC 已处于历史低位。截至 2020 年 12 月 18 日，铜冶炼加工费 TC/RC 为 48.0 美元/千吨和 4.8 美分/磅，较年初大幅下降 17.24%；并且自 2020 年 8 月以来，冶炼加工费 TC/RC 已超 5 月持续低于 50 美元/千吨和 5.0 美分/磅。2020 年以来维持低位水平的冶炼加工费 TC/RC 也佐证了铜矿端供给持续紧张。另外，2021 年 TC 长单价 Benchmark 敲定为 59.5 美元/吨，仍低于 2020 年上半年 TC 均价（59.7 美元/吨），低位水平的 TC/RC 显示铜矿长期趋向于短缺的供给格局。

图 4　2007 年以来铜冶炼 TC/RC 走势图



资料来源：Wind

3. 行业展望

中国宏观经济长期平稳发展，世界其他主要国家也将随着度过疫情冲击而将重心调整至经济发展，将为铜产品需求形成较强支撑，行业将稳定发展；TC/RC 的不断下降将使得冶炼环节集中度进一步提高。

国内需求方面，预计中国仍将作为全球最大的精炼铜生产国及消费国，且仍将受自给率低的影响而继续大量进口铜精矿和精铜。具备较强资本实力的企业或通过收并购不断增加国外矿产资源的掌控力度。由于铜产品下游行业

普遍为与宏观经济关联度较高的行业，中国GDP单季度和累计同比均已触底反弹，对铜产品需求形成较强支撑。国际需求方面，随着COVID-19疫苗研发的不断推进，研制出疫苗应为大概率事件，各国遏制住疫情蔓延后必将重心调整至经济发展，风电、光伏等新能源建设的推进和电气化程度的提升均为铜产品需求形成较强支撑。

产业集中度方面，受TC/RC的不断下降，冶炼环节的盈利压力持续加大，部分资源自给率较低、技术水平不足、成本控制能力较差的企业将退出市场，冶炼环节集中度将进一步提高。

（二）肉鸡养殖行业

1. 行业概况与市场情况

肉鸡饲料价格受市场供需情况影响，价格波动幅度较大，对肉鸡行业较为不利。白羽肉鸡行业已进入上行轨道，预计未来鸡肉在中国肉类消费的占比仍将不断提升。

中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。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1000万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，预计未来鸡肉在中国肉类消费的占比仍将不断提升。受到新冠疫情叠加猪肉稳定供给的影响，2020年鸡行业景气度较2019年行情有所回落。

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。2019年玉米生产价格指数102.00，2020年小幅上行至104.10；2020年以来，豆粕价格也呈震荡上行态势，上述两种饲料价格的波动未来仍将继续。

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。

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。

2. 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。

3. 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因素。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化；截至2021 年 3 月底，公司注册与实收资本均为 39.60 亿元，自然人刘学景仍为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司作为多元化发展的企业集团，目前已形成了有色金属冶炼和肉鸡产业链多元发展的产业格局。公司铜冶炼板块生产工艺水平较高，技术实力强，铜精矿回收率高，具有一定规模优势；公司鸡肉板块具备全产业链，鸡肉生产养殖效率及养殖技术水平高。

（1） 铜冶炼板块

子公司阳谷祥光是阴极铜及副产品（金、银、硫酸）生产和销售的专业化公司。截至2021年3月底，阳谷祥光阴极铜产能为40万吨/年，实际电解能力和阳极板实际冶炼能力分别为50万吨/年和45万吨/年；金、银和硫酸的产能分别为20吨/年、600吨/年和170万吨/年。

阳谷祥光是国内首家采用“闪速熔炼”和“闪速吹炼”工艺的冶炼厂，单系统产能最高可达到45万吨/年，是目前世界上单系统产能最大冶炼厂。阳谷祥光是中国铜冶炼行业技术领先企业及国家级高新技术企业，2020年，公司铜精矿回收率平均为98.87%；2021年1－3月，公司铜精矿回收率平均达到98.89%，公司可在高于付费比之外回收阴极铜及稀贵金属，获得额外收益。

（2） 鸡肉生产板块

山东凤祥股份有限公司（以下简称“凤祥股份”）为公司鸡肉生产板块的经营主体。2020年7月16日，凤祥股份作为中国最大鸡肉出口公司，正式于香港交易及结算所有限公司挂牌上市，股票代码“09977.HK”，是中国境内第一家于港股上市的全产业链鸡肉食品公司。凤祥股份总计发行3.55亿股，募集资金净额约10.18亿元，主要用于产能的进一步扩充、研发能力的进一步提升以及对现有B2C深加工鸡肉制品渠道的进一步扩展。凤祥股份成功港股上市，公司综合实力进一步增强。

截至2021年3月底，公司已建成现代化种鸡场24个，孵化场2个，肉鸡养殖场50个，肉鸡屠宰加工厂3个，熟食加工车间4个，包装加工厂1个，饲料加工厂2个。截至2021年3月底，公司年可加工肉鸡1.2亿只，禽肉熟制品12万吨，种鸡饲养规模达到214万套，年孵化鸡苗1.8亿只，公司分割鸡加工能力为年产23万吨，公司内部储存能力4万吨，年加工饲料46万吨。

研发方面，公司充分发挥“东京+上海+山东”三地研发中心协同互动的优势，并与国际领先的肉制品研发机构建立战略合作关系，实现高效协同，以市场需求为驱动力和导向，加速新品开发和转化。通过研发端不断升级，公司在品牌端实现了对“优形”品牌覆盖品类的扩充，在产品端加快了凤祥系列产品的迭代更新。2020年5月，公司获得粤港澳湾区菜篮子生产基地认证证书及奖牌；2020年9月，凤祥股份获得海关颁发的AEO高级认证企业证书。目前，公司鸡肉生产板块B2B客户主要包括食品服务或工业客户、速食餐厅以及食品零售商；B2C模式下主要销售渠道包括线上旗舰店及第三方线上销售

平台、线下超市、便利店以及中间商。

3. 企业信用记录

公司过往履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91371521669349378 9），截至 2021 年 5 月 13 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、内控体系和管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，公司高级管理人员无变动，截至 2020 年底，公司董事会、监事会成员及高管共 10 人。公司高层管理人员行业从业经历丰富，综合素质较高；公司董事长与总经理为父子关系，且均为公司股东，公司家族企业特征明显。

跟踪期内，公司在法人治理结构、内控体系和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司鸡肉生产收入保持稳定，受生鸡肉与鸡苗价格下降，以及饲料原材料成本上涨综合影响，鸡肉生产业务毛利率水平明显下滑。铜冶炼方面，受贸易铜业务规模扩大影响，公司铜冶炼收入同比增长，但贸易铜毛利率低且跟踪期内毛利率有所下降。整体看，公司综合毛利率水平仍较低。

跟踪期内，公司营业收入仍主要由两个业务板块构成。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。从收入构成看，跟踪期内，铜冶炼板块仍为公司主要收入来源，2020 年，伴随贸易铜业务规模扩大，公司该板块实现收入 478.16 亿元，同比增长 8.53%，在营业收入中的占比提升至 92.20%。同期，公司鸡肉生产业务实现收入 39.47 亿元，同比变动不大，在营业收入中的占比为 7.61%，为公司收入的有益补充。公司其他业务收入主要为咨询服务收入及财务公司利息收入，近年收入较为稳定；2020 年为 0.96 亿元，在收入构成中占比低。

毛利率方面，伴随低毛利率的铜贸易业务规模扩大以及铜精矿冶炼加工费持续走低，2020 年，公司铜冶炼板块毛利率同比下降 0.62 个百分点至 2.73%。鸡肉生产方面，生鸡肉及鸡苗价格下降，叠加玉米、豆粕等主要饲料原材料成本上涨，致该板块毛利率水平明显下滑。2020 年，公司鸡肉生产毛利率同比下降 12.02 个百分点至 18.04%。受上述因素影响，2020 年，公司综合毛利率同比下降 1.73 个百分点至 3.79%，公司整体毛利率水平仍较低。

表3 公司近年营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	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	32.81	6.91	14.95	39.86	8.28	30.06	39.47	7.61	18.04
铜冶炼	440.89	92.88	3.79	440.57	91.52	3.35	478.16	92.20	2.73
其他业务	0.99	0.21	11.88	0.98	0.20	-20.60	0.96	0.19	-49.85
合计	**474.69**	**100.00**	**4.58**	**481.41**	**100.00**	**5.52**	**518.59**	**100.00**	**3.79**

注：表中鸡肉生产收入主要为凤祥股份收入，铜冶炼板块收入主要为阳谷祥光收入；其他业务主要为合并抵消后财务公司收入
资料来源：公司提供

2. 铜冶炼板块

跟踪期内，公司铜冶炼板块仍主要包括阴极铜和贸易铜业务。2020 年，公司阴极铜产量有所下降，但受贸易铜规模扩大，以及阴极铜产品销售均价提升的影响，公司铜冶炼板块收入同比有所增长。受贸易铜毛利率下降和铜精矿加工费（TC/RC）下降的共同影响，该板块 2020 年毛利率有所下降。

公司铜冶炼板块业务主要由子公司阳谷祥光负责，该公司从事铜冶炼及其副产品的生产和销售以及铜贸易业务。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，铜精矿运输时间拉长，库存下降，公司减少投料量，导致阴极铜产量下降；同期，阴极铜产品销售均价同比提升 2.61%至 42334 元/吨；2020 年，公司阴极铜业务收入同比增长 1.19%至 169.37 亿元。贸易铜为公司铜冶炼板块重要收入来源，2020 年，贸易铜收入同比增长 15.30%至 243.19 亿元，主要系疫情影响下公司阴极铜产量减少，为满足下游客户需求及长单的及时交付，采购贸易铜增加所致。公司铜冶炼板块其他收入主要来源于生产过程中产生粗硒、硫酸铜、尾矿渣及液氧等副产品，该部分产量主要取决于铜精矿中各金属的含量，占比较小，收入规模不稳定。

毛利率方面，公司利润来源主要由铜精矿加工费（TC/RC）、销售副产品硫酸和贵金属（金、银等）所带来的利润、销售超过计费比之外提炼的阴极铜与稀贵金属等所带来的利润三部分组成，公司整体毛利率水平较低。2020 年以来，铜精矿加工费持续下降；但受国外新冠肺炎疫情扩散及国内经济先行复苏影响，国内铜需求量有所增加，铜销售价格高于国外，公司调整销售政策，铜由出口转为内销；叠加公司加大高加工费的铜精矿采购，全年阴极铜板块毛利率同比小幅下降 0.16 个百分点至 3.62%。公司以固定的利差范围为标准进行铜贸易业务，毛利率伴随铜价格的波动而变化，2020 年下降至 0.33%；同期公司硫酸毛利率回升至 33.87%，金、银产品毛利率分别同比下降至 6.28%和 6.69%。

表 4 公司近年铜冶炼板块营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
阴极铜	208.03	47.18	4.01	167.37	37.99	3.78	169.37	38.85	3.62
贸易铜	159.08	36.08	0.95	210.92	47.88	0.55	243.19	51.48	0.33
金	52.18	11.84	4.49	49.06	11.14	6.97	47.30	10.01	6.28
银	12.24	3.00	3.44	7.48	1.70	7.59	10.74	2.27	6.69
硫酸	3.56	1.00	61.40	1.46	0.33	25.88	1.18	0.25	33.87
其他	5.80	1.00	33.28	4.28	0.97	68.20	6.37	0.14	31.46
合计	**440.89**	**100.00**	**3.79**	**440.57**	**100.00**	**3.35**	**478.16**	**100.00**	**2.73**

注：此表各版块收入为合并抵消前的收入
资料来源：公司提供

（1）原材料采购

公司铜精矿的采购主要依靠进口，对上游议价能力有限；盈利模式保持稳定，同时较强的技术实力使公司在通用原材料计价公式框架下取得超额收益，行业加工费下降造成该板块盈利空间逐渐收窄。

公司营业成本主要为原材料铜精矿。2020 年和 2021 年 1－3 月，公司阴极铜产量分别为 40.23 万吨和 9.31 万吨，铜精矿采购量分别为 150.99 万吨和 40.12 万吨。公司无自有矿山，铜精矿全部外购，议价能力有限。

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，保证了公司原材料的供应量。目前，公司合作的

矿山主要分布于智利、瑞士，蒙古、澳大利亚等国家。2020 年，公司前五大供应商占比为42.09%，集中程度较上年略有下降。公司采购主要采用信用证结算，付款周期一般为6个月。

表 5　公司近年铜精矿前五名供应商情况（单位：亿元、%）

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
2018 年	1	埃斯康迪达矿业有限公司	智利	24.61	45.05
	2	嘉能可国际公司	瑞士	19.17	
	3	马克瑞士矿业有限公司	新加坡	19.09	
	4	五矿英国有限公司	英国	15.64	
	5	杰拉尔德金属公司	英国	12.46	
2019 年	1	嘉能可国际公司	瑞士	20.25	45.00
	2	埃斯康迪达矿业有限公司	智利	19.52	
	3	马克瑞士矿业有限公司	新加坡	10.36	
	4	五矿英国有限公司	英国	10.27	
	5	奥尤陶勒盖有限公司	蒙古	8.38	
2020 年	1	埃斯康迪达矿产有限公司	智利	31.13	42.09
	2	嘉能可国际公司	瑞士	14.94	
	3	必和必拓公司	澳大利亚	13.10	
	4	马克瑞士矿业有限公司	瑞士	12.10	
	5	智利国家铜公司	智利	10.30	
2021 年 1-3 月	1	必和必拓公司	澳大利亚	7.48	50.10
	2	埃斯康迪达矿产有限公司	智利	7.30	
	3	哈德贝矿业公司	加拿大	5.93	
	4	ANGLO AMERICAN MARKETING LIMITED	英国	5.16	
	5	马克瑞士矿业有限公司	瑞士	4.94	

资料来源：公司提供

铜冶炼企业原材料铜精矿每吨的计价方式为每吨阴极铜的单价*铜精矿品位（即每吨铜精矿含铜量）*铜精矿的回收率。铜精矿的品位是根据铜精矿到港后化验数据确定。铜精矿的回收率是根据铜冶炼行业的技术水平来确定，行业平均水平为 97.30%，付费标准为 96.50%，铜冶炼企业超出付费标准的回收率而多提取的阴极铜不计价。2020 年和 2021 年 1—3 月，公司铜精矿回收率分别为 98.87%和 98.93%，超额回收成为公司重要利润来源。

公司原材料的储备原则是满足生产所需安全库存量（一般至少要满足 15 天的投入量）。目前在实际业务中，公司每日采购数量都通过套期保值来规避风险。2020 年，公司铜精矿采购均价同比上涨 25.71%至 12836 元/吨；铜精矿加工费呈下降趋势，造成阴极铜板块毛利率下降。2021年一季度，公司铜精矿采购均价较2020年进一步上涨。

表 6　公司铜精矿采购情况

铜精矿	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
采购量（万吨）	181.40	149.66	150.99	40.12
采购价格（元/吨）	11133	10211	12836	15332
铜精矿加工费（TC/RC）（美元/吨、美分/磅）	82.5/8.25	80.8/8.08	62.0/6.20	59.5/5.95

注：铜精矿加工费（TC/RC）为行业指导加工费
资料来源：公司提供

（2）生产经营

公司经营规模较大，2020 年，受新冠肺炎疫情影响，阴极铜小幅减产，同期硫酸和银产量同比提升；跟踪期内，公司产能利用率维持

较高水平。

跟踪期内，公司生产模式无重大变化。

截至 2021 年 3 月底，公司阴极铜产能为 40 万吨/年，实际电解能力和阳极板实际冶炼能力分别为 50 万吨/年和 45 万吨/年；金、银和硫酸的产能分别为 20 吨/年、600 吨/年和 170 万吨/年。

2020 年，公司阴极铜产量和产能利用率分别为 40.23 万吨和 100.58%，均较 2019 年有所下降，主要系受新冠肺炎疫情影响致公司小幅减产；2021 年 1－3 月，公司阴极铜产量为 9.31 万吨，年化产能利用率为 93.10%，均较 2020 年同期有所提升。

公司金、银和硫酸的产量伴随所采购的铜精矿成分变动而变动。2020 年，公司硫酸和银产量分别为 139.15 万吨和 261767.31 千克，分别同比增长 1.61%和 45.95%；同期，公司金产量为 12113.28 千克，同比下降 22.94%。

表 7　公司产品产量情况

年度	产品	阴极铜（万吨）	硫酸（万吨）	金（千克）	银（千克）
2018 年	年产能	40.00	170.00	20000.00	600000.00
	产量	47.30	153.97	19484.00	237493.00
	产能利用率	118.25%	90.57%	97.42%	39.58%
2019 年	年产能	40.00	170.00	20000.00	600000.00
	产量	40.43	136.95	15718.69	179354.15
	产能利用率	101.08%	80.56%	78.59%	29.89%
2020 年	年产能	40.00	170.00	20000.00	600000.00
	产量	40.23	139.15	12113.28	261767.31
	产能利用率	100.58%	81.85%	60.57%	43.63%

注：产能均为设计产能
资料来源：公司提供

（3）产品销售

公司阴极铜产品产销率保持较高水平，阴极铜产品销售对象集中度较高，同时关联客户销售比例较高，存在一定的关联交易风险。公司金、银、硫酸产品销售模式较为单一，产销率较高。

“祥光”牌高纯阴极铜在伦敦金属期货交易所和上海期货交易所均获准注册，同时被中国有色金属工业协会认证为“有色金属产品实物质量金杯奖”。

表 8　公司阴极铜产品销售概况

（单位：元/吨、万吨、%）

年度	平均价格	产量	销量	产销率
2018 年	43475	47.30	47.85	101.16
2019 年	41259	40.43	40.57	100.35
2020 年	42334	40.23	40.01	99.45
2021 年 1－3 月	52932	9.31	9.25	99.36

注：表中平均价格为含税价
资料来源：公司提供

国内销售方面，公司的阴极铜销售分为长期合同销售和现货销售两种，以长期合同销售为主，约占总量的 85%。目前，公司主要产品阴极铜覆盖华北市场（包括河南、河北、山东和天津）、华东市场（包括上海、浙江、江苏、安徽和湖北）、华南市场（主要为广东和广西）和东北市场（主要为辽宁）。截至目前，公司有长单客户近 30 家，大中型现货客户 100 家，小型现货客户 10 余家。

近年来，公司利用出口资质优势，选择有利海外市场销售产品。公司是国家发展改革委发布《铜冶炼行业准入条件》的 7 家大型铜冶炼企业之一。2020 年，公司阴极铜出口量为 10.73 万吨，国内外销售比例分别为 73.18%和 26.82%；2021 年 1－3 月，公司出口量为 3.29 万吨，国内外销售比例分别为 66.96%和 33.04%。

销售客户集中度方面，2020 和 2021 年 1－3 月，公司阴极铜产品前五大客户销售额占总销

售的比重分别为 64.35%和 74.27%，下游客户集中度较高。公司对关联方客户销售比例较高，存在一定的关联交易风险。

表9　公司主要阴极铜销售对象概况

（单位：亿元、%）

年度	客户名称	国家	销售金额	占比
2020年	宁波凯通国际贸易有限公司	中国	38.48	64.35
	五矿有色金属股份有限公司	中国	29.32	
	深圳前海花万里供应链管理服务有限公司	中国	23.86	
	山东省祥瑞金属科技有限公司	中国	9.92	
	江苏金荣金属材料有限公司	中国	7.42	
2021年1-3月	BRIGHT VISION TRADING INVESTMENTS	新加坡	16.00	74.27
	珠海格力物资供应有限公司	中国	8.35	
	山东省祥瑞金属科技有限公司	中国	5.42	
	临沂金升铜业有限公司	中国	4.72	
	上海祥光金属贸易有限公司	中国	1.88	

资料来源：公司提供

其他产品方面，公司黄金交易主要依靠上海黄金交易所进行交易，公司自 2014 年 9 月 1 日起成为上海黄金交易所交易专户，可以参与上海黄金交易所各交易品种的自营交易，公司通过远程的电子盘交易，在上海黄金交易所平台上进行点价销售，交易的主要品种为 Au9995 二号金。公司生产的白银为国标 1#白银，纯度达到 99.99%以上，主要销售给国内的白银贸易商及部分终端用户，采用“款到发货，客户自提”的销售方式，产品的定价根据上海华通铂银网的每日报价、国际即时银价和国内白银现货市场情况“随行就市”报价。硫酸产品由于运输半径较短，公司的硫酸销售主要采取“厂家直销为主，经销商销售为辅”的模式，目前主要销售山东、河北和河南等 6 省市 20 多个地区的近 50 家客户，产品采取每周定价一次，非正常情况及时调整的定价模式，并对外省市或运距较远的区域，采取阶梯降价的销售策略，以扩大销售范围，增加销售量。

（4）铜贸易业务

公司铜贸易板块作为阴极铜业务的补充，为阴极铜销售带来更高灵活性。公司建立了完善、规范的贸易业务流程，运行风险较为可控。

公司铜贸易即阴极铜的直接买卖，其销售方式与公司自产阴极铜相同，结算方式为现汇。公司在现货市场采购阴极铜的同时，在期货市场进行相反操作，进行套期保值，减少铜价格波动带来风险；公司在现货市场销售阴极铜的同时，将期货市场的合约进行平仓，实现套期保值。在操作中，公司有两个利润来源：一是销售价格中的固定升水，即铜价格高出上海期货交易所或者长江有色金属网铜月度均价的固定值；二是阴极铜的基差，也就是现货和期货之间的价差，即在套期保值时，公司交易员根据内外盘之间或者内盘之间的期现货差价，计算合适的利润空间而作出的交易。公司的铜贸易业务全部为款到发货，无账期。2020 和 2021 年 1－3 月，公司铜贸易业务收入为分别为 243.19 亿元和 46.57 亿元，毛利率分别为 0.33%和 0.31%。

公司建立了完整的贸易采购客户管理体系和制度，2020 和 2021 年 1－3 月，公司铜贸易前五大供应商占比分别为 41.36%和 62.87%，集中度较高，主要系伴随合作年限的增加，公司与一些供应商建立了良好的合作关系，采购较为集中。铜贸易销售方面，公司开展铜贸易业务的主要目的是配合公司自产阴极铜的销售，即在销售合同约定的发货时点出现公司自产阴极铜库存不足时，通过以贸易方式采购阴极铜补充库存，从而满足订单供货需求，保证及时按合同供货。因此在销售方面，公司通过贸易方式采购的阴极铜与自产阴极铜的销售客户一致，定价方式、销售方式相同。公司下游客户包括铜加工厂商和贸易商。2020 和 2021 年 1－3 月，公司贸易铜销售前五名客户合计占比分别为 35.10%和 47.25%，下游集中度较高。

表 10　公司贸易铜前五名供应商与销售客户概况
（单位：亿元、%）

年份	供应商名称	采购金额	占比
2020年	上海聿晟国际贸易有限公司	44.21	41.36
	上海富冶铜业有限公司	15.04	
	江西铜业（深圳）国际投资控股有限公司	14.85	
	广东正威科城供应链有限公司	14.14	
	深圳市康年科技有限公司	12.01	
2021年1-3月	上海聿晟国际贸易有限公司	13.58	62.87
	广东正威科城供应链有限公司	7.27	
	上海华彬供应链有限公司	4.29	
	必达（厦门）国际贸易有限公司	2.17	
	山东省祥瑞金属科技有限公司	1.87	
年份	**销售客户名称**	**销售金额**	**占比**
2020年	宁波凯通国际贸易有限公司	28.33	35.10
	五矿有色金属股份有限公司	20.94	
	深圳前海花万里供应链管理服务有限公司	15.04	
	山东省祥瑞金属科技有限公司	10.57	
	江苏金荣金属材料有限公司	10.48	
2021年1-3月	五矿有色金属股份有限公司	6.17	47.25
	埃珂森（上海）企业管理有限公司	5.93	
	东证润和资本管理有限公司	4.07	
	上海聿晟国际贸易有限公司	3.99	
	托克投资（中国）有限公司	1.84	

资料来源：公司提供

3. 鸡肉生产板块

公司鸡肉生产板块业务规模较大，产业链完整，且养殖技术和养殖成本处于行业优势地位。跟踪期内，公司鸡肉生产收入保持稳定，但受生鸡肉与鸡苗价格下降，以及饲料原材料成本上涨综合影响，鸡肉生产业务毛利率水平明显下滑。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。

公司鸡肉生产板块主要由子公司凤祥股份生产经营，凤祥股份作为以鸡肉生产加工出口一体化经营为主导的农业产业化龙头企业，已形成集饲料加工、种禽繁育、肉鸡饲养、屠宰分割及禽肉熟制品为一体的完整产业链。

公司鸡肉生产收入保持稳定，2020年实现收入39.47亿元，同比变动不大。从收入构成上看，公司鸡肉生产板块中生食与熟食收入占比高，2020年分别实现收入19.23亿元和17.73亿元，同比分别增长1.80%和28.76%，主要系产品销量上涨所致。鸡苗方面，2019年肉鸡市场行情因猪肉的替代效应而大幅走高，2020年鸡肉市场价格回归正常水平，鸡苗价格下降；公司鸡苗销售收入同比大幅下降80.05%至0.85亿元。

从毛利率上看，2020年，公司生食业务毛利率同比下降12.03个百分点至14.70%，主要系市场生鸡肉价格下降，叠加玉米、豆粕等饲料原材料价格上涨所致；熟食业务毛利率同比提升2.69个百分点至21.91%，主要系公司调整产品销售结构，提升生熟转换率，拓展高利润的ToC业务渠道及研发高附加值产品所致。同期，鸡苗毛利率受市场行情影响同比大幅下降至10.41%。2020年，公司鸡肉生产板块毛利率同比下降12.02个百分点至18.04%；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。

表 11　公司近年鸡肉（包括其他农业）各产品经营概况（单位：亿元、%）

产品	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生食	18.10	55.17	10.33	18.89	47.38	26.73	19.23	48.73	14.70
熟食	10.84	33.04	11.53	13.77	34.54	19.22	17.73	44.93	21.91
调味品	0.68	2.07	27.94	0.48	1.22	20.31	0.37	0.94	22.09
鸡苗	1.72	5.24	52.91	4.26	10.70	73.71	0.85	2.15	10.41
其他	1.47	4.48	46.94	2.46	6.16	42.54	1.28	3.24	18.40
合计	**32.81**	**100.00**	**14.95**	**39.86**	**100.00**	**30.06**	**39.47**	**100.00**	**18.04**

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

公司饲料原材料成本构成主要为玉米和豆粕。2020年，伴随肉鸡产量同比提升，公司玉米和豆粕采购量均同比提升；采购单价方面，玉米单价同比增长10.00%至0.22万元/吨，豆粕单价同比增长6.67%至0.32万元/吨，饲料原材料价格的上涨对公司生食业务毛利率产生一定影响。

公司进行养殖的品种为白羽鸡，为保证鸡种的质量，公司和湖北同星科宝家禽育种有限公司（以下简称“同星科宝”）签订了战略合作合同，该公司为同星科宝和Cobb-vantress（以下简称“科宝公司”）合资成立的种禽繁育公司。科宝公司是全球最大的家禽育种公司之一，在培育优质肉鸡品种以及技术支持方面处于世界领先水平，在美国密苏里、俄勒荷马以及肯塔基州有多个研究基地以及现代化的原种场。

2020年，公司肉鸡产量同比提升14.75%至10441万只，产能利用率提升11.17个百分点至87.01%。

表 12　公司近年农业板块主要产品生产情况

项目		2018 年	2019 年	2020 年
期末父母代种鸡存栏数（万套）		146.33	164.19	166.44
肉鸡	产能（万只/年）	12000	12000	12000
	产量（万只）	9587	9099	10441
	产能利用率（%）	79.89	75.83	87.01

资料来源：公司提供

生产流程方面，公司拥有集饲料加工、种禽繁育、肉鸡饲养、屠宰分割及禽肉熟制品为一体的完整产业链。公司种鸡、肉鸡全部自养，饲料全部自产自供。公司从同星科宝购买父母代，孵化商品肉鸡，2020年，公司拥有父母代鸡166.44万套，饲养周期65周，生产周期为41周；肉鸡由父母代孵化，饲养周期不超过42天。公司饲养环境较好，鸡群的抗病能力较强。2020年，公司每只鸡的用药成本为0.4~0.5元，低于1.5元/只的行业平均用药成本。规模化管理致种鸡的平均繁殖数量高于行业平均水平，公司每只种鸡能孵育鸡苗132只，行业平均水平为120只。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60%~65%。公司平均每只肉鸡的养殖成本为14.33元，行业平均成本约为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，2020年，公司国内、国外销售占比分别为77.60%和22.40%。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，账期在一个月左右；小客户为现款和预付款的结算方式。

2020年，公司鸡肉板块经营重点为零售业务和深加工鸡肉食品业务。2020年，公司深加工鸡肉食品制品销售收入同比增长23.74%至17.73亿元；生鸡肉制品销售收入同比小幅增长至19.23亿元；鸡苗业务不再作为公司发展重心，收入同比大幅下降。公司B2C销售主要通过线上及线下平台向最终消费者销售产品，2020年，公司B2C战略持续推进，线上及线下均实现销售收入大幅增长，同比分别增长185.83%和271.34%。

2020年，公司鸡肉产品销量同比增长19.67%至27.38万吨；产销率仍维持在较高水平，为96.51%；受市场行情影响，公司鸡肉产品平均销售价格同比下降6.21%至1.36万元/吨。

表13　公司近年鸡肉产品销售量及销售价格情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
销量（万吨）	23.81	22.88	27.38
产量（万吨）	23.45	22.46	28.37
库存量（万吨）	2.08	1.66	2.65
产销率（%）	101.54	101.87	96.51
销售收入（亿元）	29.63	33.14	37.33
平均销售价格（万元/吨）	1.24	1.45	1.36

资料来源：公司提供

4.　关联交易

公司关联交易系公司开展业务需要而产生，2020 年，关联交易在公司业务中占据一定比例。

2020 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，2020 年，采购金额同比上升至 2.85 亿元，占营业成本比重低。公司关联销售交易主要为向关联方销售贸易铜以及阴极铜，2020 年，销售金额同比下降 9.72%至 91.07 亿元，占营业收入的比重为 17.56%，占比较高。

表 14　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
2018 年	7.27	1.60	86.95	18.32
2019 年	1.84	0.41	100.87	20.95
2020 年	2.85	0.57	91.07	17.56

资料来源：公司提供

5.　经营效率

公司经营效率指标表现一般，整体经营效率有待提高。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均有所上升，分别为 38.09 次、7.27 次和 1.77 次。公司经营效率指标同比均有提升。

与同行业企业对比，公司经营效率指标表现一般，整体经营效率有待提高。

表 15　2020 年有色行业公司主要经营指标对比

（单位：次）

项目	公司	北方铜业股份有限公司	云南铜业股份有限公司
销售债权周转次数	38.09	160.78	1038.92
存货周转次数	7.27	2.19	6.63
总资产周转次数	1.77	0.62	2.15

资料来源：Wind，联合资信整理

6.　在建工程

公司在建工程主要为智能高效养殖加工一体化项目，铜冶炼板块现有在建工程主要为节能环保改造和产品升级项目，资本支出压力较小。

公司主要在建项目为鸡肉生产板块智能高效养殖加工一体化项目，项目建设周期为 18 个月；截至 2021 年 3 月底，项目已完成投资 6.02 亿元，待投资金额为 4.50 亿元。

公司铜冶炼板块2020年度主要在建项目为发烟硫酸项目和废水处理及资源综合利用项目，截至 2021 年 3 月底，相关项目均已建设完成，现有在建项目待投资规模小，未来资本支出压力小。

表16　公司主要在建项目情况（单位：%、亿元）

项目名称	已完成建设进度	总计划投资额	截至 2021 年 3 月底已投资	2021 年 4—12 月计划投资
智能高效养殖加工一体化	57.24	10.52	6.02	0.94

资料来源：公司提供

7.　未来发展

公司结合企业自身情况制定了未来发展的战略规划，发展规划明确。

铜冶炼业务板块，公司致力于技术研发、高附加值产品升级及上游矿山投资。

技术研发方面，公司通过技术研发，已具备从碲化铜中提取精碲（99.99%）的能力，年产200~300吨，可增加效益1000万元左右；稀贵金属加工厂通过技术改造与提升，可以每年增加1000吨以上的外购阳极泥处理能力，年增加效益5000~6000万元。

特高纯阴极铜研发方面，公司经过近两年的原创性技术研发，已掌握了99.9999%特高纯阴极铜（6N铜）的生产技术工艺，专利正在申请中。该产品主要用于高精电子产品中银的替代，每吨可增加15万元效益，已具备1千吨的生产能力，目前公司正在积极开拓国内外市场。

精制酸及发烟酸的研发方面，公司2019年新上15万吨精制酸项目已经投产，吨酸销售利润比普通酸增加150元左右，全年可增加销售利润2250万元左右；高浓度105%硫酸（发烟酸）30万吨项目已经启动，年内已建成投产，吨酸效益比普通98%酸增加120元左右。

矿山投资方面，公司长期战略参股优质的矿山项目，以取得投资矿商的供应合同和投资

收益，目前在积极寻找优质项目。

鸡肉生产业务方面，公司规划向发展高端、高附加值的产品转型；调整市场结构，拓宽高端渠道，覆盖周边市场，开发终端渠道，参与电商，重点开发餐饮渠道，加大深加工食品比重，拓展零售业务，创造中国领先的鸡肉品牌。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司财务报表执行最新的会计准则。合并范围方面，2020年，公司合并范围内新增阳谷县新凤祥教育培训学校有限公司1家子公司；截至2021年3月底，公司合并范围较2020年底无变化，一级子公司合计7家（详见附件1-3），合并范围的变化对公司财务数据可比性影响小。

截至 2020 年底，公司资产总额 303.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益 16.62 亿元）合计 116.37 亿元；2020 年，公司实现营业收入 518.59 亿元，利润总额 4.28 亿元。

2. 资产质量

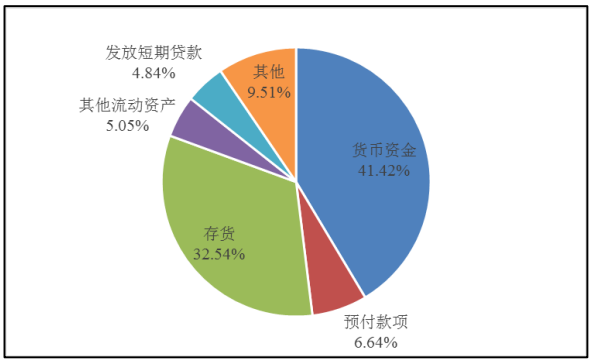
跟踪期内，公司资产规模有所增长，结构仍以流动资产为主；货币资金和存货占比高，存货变现能力较强，但由于保证金比例高，公司资产流动性一般；公司非流动资产以固定资产为主，成新率较高。公司资产结构符合铜加工企业特征，整体资产质量较好。

截至2020年底，公司资产总额303.67亿元，较上年底增长7.13%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占67.39%，非流动资产占32.61%，公司资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，流动资产 204.65 亿元，较上年底增长 7.89%，主要系货币资金增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 41.42%）、预付款项（占 6.64%）、存货（占 32.54%）、其他流动资产（占 5.05%）和发放短期贷款（占 4.84%）构成。

图 5　截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司货币资金84.76亿元，较上年底增长 29.09%，主要系其他货币资金增长所致；公司货币资金由其他货币资金（占62.17%）、银行存款（占 37.82%）、存放同业款项（占 12.34%）和少量库存现金构成；货币资金中有64.94亿元受限资金，受限比例为76.61%，主要为银行保证金、定期存款及存放央行准备金，公司货币资金受限比例很高。

截至2020年底，公司应收票据6.49亿元，较上年底减少12.17%，构成全部为银行承兑汇票。公司销售模式主要为款到发货，部分长期合作优质客户存在短暂账期；截至2020年底，公司应收账款账面价值5.24亿元，较上年底减少35.32%；账龄以一年以内为主，计提坏账准备0.15亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为4.16亿元，占比为77.11%，集中度很高。

截至2020年底，公司预付款项13.59亿元，较上年底增长7.98%，主要系预付铜采购款增加所致，期末预付款项金额前五名合计11.13亿元。

伴随新凤祥财务有限公司（以下简称“凤祥财务公司”）业务量增加，截至 2020 年底，公司发放短期贷款 9.91 亿元，较上年底增长 23.15%，主要系贷款增长所致，贷款均为正常贷款；公司计提损失准备 0.23 亿元。

截至 2020 年底，公司存货 66.60 亿元，较上年底减少 5.62%，主要系原材料和在制品减

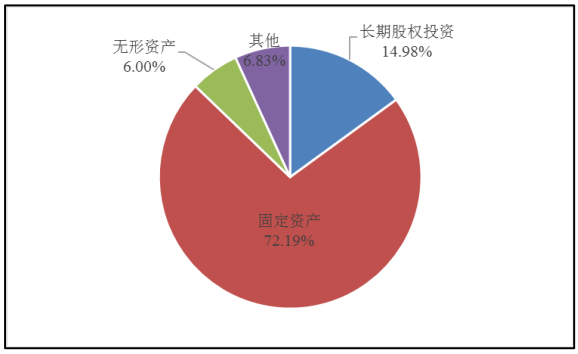
少所致；存货主要由原材料（占 25.07%）、在制品（占 39.56%）、库存商品（占 12.77%）和半成品（占 21.24%）构成。公司存货中库存商品主要为阴极铜，且原材料、在制品、半成品也能在较短时间内通过生产转换为阴极铜，具备较强的变现能力；公司采用套期保值和锁定 6 个月等来规避价格波动风险，以此来保证库存的价值安全，未计提存货跌价准备。

截至 2020 年底，公司其他流动资产 10.34 亿元，较上年底增长 9.38%，主要系同业产品投资增长所致。截至 2020 年底，公司同业产品投资 8.99 亿元，占其他流动资产 86.92%。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产99.02亿元，较上年底增长5.60%，主要系长期股权投资增长所致；非流动资产主要由长期股权投资（占14.89%）、固定资产（占72.19%）和无形资产（占6.00%）构成。

图 6　截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司长期股权投资14.74亿元，较上年底增长65.01%，主要系追加山东祥瑞贵金属有限公司，新增对聊城祥光发电有限公司、威海市商业银行股份有限公司和阳谷祥雨生物科技有限公司投资所致。截至2020年底，公司长期股权投资主要由对山东省祥瑞金属科技有限公司（1.84亿元）、对Atalaya矿业公司（5.76亿元）、对聊城祥光发电有限公司（2.15亿元）和对威海市商业银行股份有限公司（2.05亿元）投资构成。

截至2020年底，公司固定资产71.49亿元，较上年底变化不大；主要由房屋构筑物（占51.69%）和机械设备（占44.15%）构成，累计计提折旧46.22亿元；固定资产成新率60.73%，成新率较高。公司固定资产无因市价持续下跌，或技术陈旧、损坏、长期闲置等原因导致资产可收回金额低于其账面价值的情况，故公司未计提固定资产减值准备。

截至2020年底，公司无形资产5.95亿元，较上年底减少19.66%，主要系土地使用权减少所致。2020年，原公司控股企业聊城祥光发电有限公司完成股权变更，公司不再并表该公司致土地使用权减少。截至2020年底，公司无形资产主要由土地使用权（占84.75%）和软件（占13.55%）构成，累计摊销1.56亿元，未计提减值准备。

截至2021年3月底，公司资产总额316.16亿元，受限资产合计136.33亿元，占资产总额的43.12%，受限程度高。

表 17　截至 2021 年 3 月底，公司资产受限情况

（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	67.82	信用证保证金及定期存款
无形资产	2.49	抵押担保
固定资产	25.13	抵押申请银行授信
存货	40.89	质押申请银行授信
合计	**136.33**	--

资料来源：公司提供

3.　资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，伴随凤祥股份上市，公司少数股东权益增长；公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

截至2020年底，公司所有者权益116.37亿元，较上年底增长10.98%，主要系伴随凤祥股份上市，少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为85.72%，少数股东权益占比为14.28%。在所有者权益中，实收资本占34.03%、资本公积占2.02%、其他综合收益占-1.00%、未分配利润占50.69%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

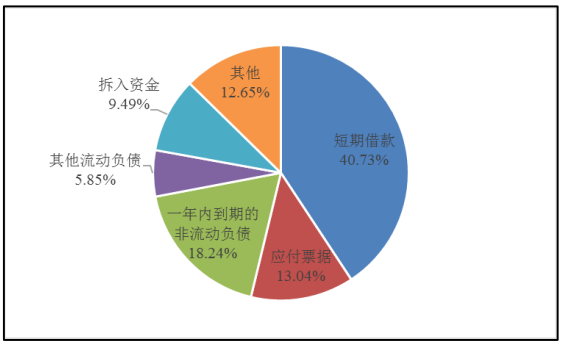
（2）负债

跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主；债务负担指标较上年底均有下降，但有息债务规模仍较大，且短期债务占比很高，面临一定集中偿付压力，债务结构有待改善。

截至2020年底，公司负债总额187.30亿元，较上年底增长4.87%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占91.42%，非流动负债占8.58%。公司负债仍以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债171.22亿元，较上年底增长26.11%，主要系一年内到期的非流动负债和拆入资金增长所致；流动负债主要由短期借款（占40.73%）、应付票据（占13.04%）、一年内到期的非流动负债（占18.24%）、其他流动负债（占5.85%）和拆入资金（占9.49%）构成。

图 7　截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司短期借款69.74亿元，较上年底增长3.97%。其中，质押借款、信用借款、抵押借款和保证借款占比分别为21.58%、19.67%、25.62%和33.13%，质押借款和抵质押借款均以公司及其股东资产作为质押物和抵押物。

截至2020年底，公司拆入资金16.25亿元，较上年底大幅增长983.33%，主要系凤祥财务公司拆入非银行业金融机构资金大幅增长所致。

截至2020年底，公司应付票据22.33亿元，较上年底增长8.86%，主要系采购阴极铜所开具银行承兑汇票增加所致。

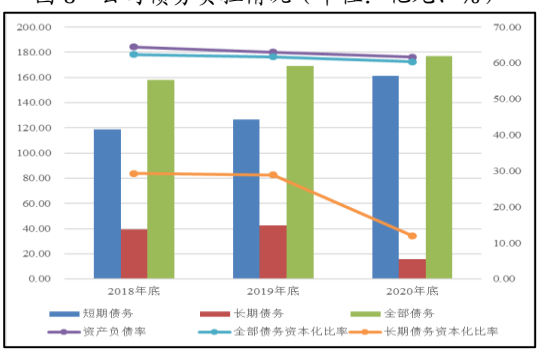
截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债31.23亿元，较上年底大幅增长240.21%。其中，一年内到期的长期借款22.91亿元，一年内到期的公司债券7.64亿元，一年内到期融资租赁款0.68亿元。

截至2020年底，公司其他流动负债10.02亿元，较上年底减少19.80%，主要系偿付超短期债券所致。截至2020年底，公司其他流动负债由“20阳谷祥光CP001”和“20阳谷祥光CP002”构成。

非流动负债方面，截至2020年底，公司非流动负债16.08亿元，较上年底大幅减少62.45%；主要由长期借款（占93.05%）构成。截至2020年底，公司长期借款14.96亿元，较上年底大幅下降54.80%。

有息债务方面，公司债务以短期债务为主。截至2020年底，公司全部债务177.12亿元，较上年底增长4.66%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占91.00%，长期债务占9.00%，债务结构以短期债务为主。其中，短期债务161.18亿元，较上年底增长27.28%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；长期债务15.94亿元，较上年底减少62.57%。从债务指标来看，截至2020年底，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61.68%、60.35%和12.05%，较上年底分别下降1.33个百分点、1.39个百分点和16.84个百分点。受益于权益规模的增长，公司债务负担指标均较上年底有所下降，但短期债务占比很高，债务结构有待调整。

图 8　公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4. 盈利能力

2020 年，公司收入规模在贸易铜业务带动下同比有所增长；期间费用率保持较低水平，费用控制能力较强；公司主要盈利指标同比均有所下降，非经常性损益对营业利润影响较大，但整体盈利能力仍很强。

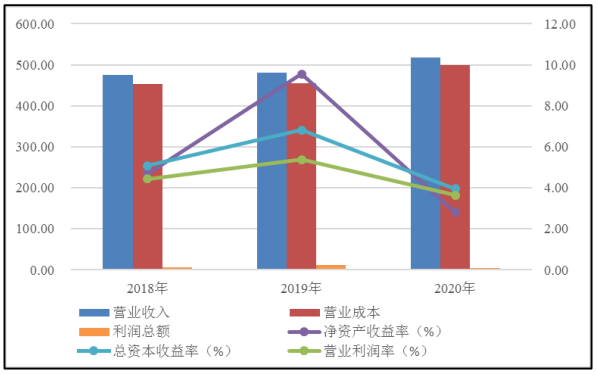
2020 年，公司实现营业收入 518.59 亿元，同比增长 7.72%，主要系贸易铜业务规模扩大所致；营业成本 498.91 亿元，同比增长 9.68%，主要系铜产品成本增长所致；同期，公司营业利润率为 3.65%，同比下降 1.73 个百分点。

从期间费用看，2020 年，公司费用总额为 16.53 亿元，同比增长 4.24%，主要系销售费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 23.99%、26.56%和 49.45%，构成以财务费用为主。其中，销售费用为 3.96 亿元，同比大幅增长 58.94%，主要系广告宣传费用增长所致；管理费用为 4.39 亿元，同比增长 4.96%，主要系品牌推广费增长所致；财务费用为 8.17 亿元，同比下降 10.95%，主要系利息收入增长所致。2020 年，公司期间费用率为 3.19%，同比下降 0.11 个百分点，公司期间用费率保持较低水平，费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2020 年，公司实现投资收益 1.57 亿元，同比大幅增长 98.94%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益所致，投资收益由理财产品收益与矿山投资收益构成，投资收益占营业利润比重为 37.04%，对营业利润影响较大；其他收益 0.40 亿元，同比变化不大，主要为政府补助。

2020年，公司利润总额4.28亿元，同比大幅下降61.16%；总资本收益率和净资产收益率分别为3.95%和2.82%，同比分别下降2.87个百分点和6.73个百分点。行业对比情况看，公司正常稳定经营。

图 9 公司主要盈利指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

表 18 2020 年有色行业公司主要盈利指标对比

（单位：%）

项目	公司	北方铜业股份有限公司	云南铜业股份有限公司
营业利润率	5.38	17.16	5.52
总资本收益率	6.82	12.50	4.32
净资产收益率	9.55	18.33	6.91

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入量有所增长，收入实现质量较好；投资规模较小，筹资活动前现金流呈净流入状态，筹资活动小规模净流出。考虑到公司全部债务中短期债务占比很高，面临一定集中偿付压力，公司仍存在较大的融资需求以对到期债务进行置换。

表 19 公司现金流情况 （单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	591.29	579.54	600.08
经营活动现金流出小计	574.76	573.16	578.01
经营活动现金流量净额	**16.53**	**6.38**	**22.08**
投资活动现金流入小计	5.36	42.92	40.12
投资活动现金流出小计	17.51	50.26	50.07
投资活动现金流量净额	**-12.15**	**-7.34**	**-9.95**
筹资活动前现金流量净额	**4.38**	**-0.96**	**12.12**
筹资活动现金流入小计	235.61	202.38	202.86
筹资活动现金流出小计	237.11	198.88	206.76
筹资活动现金流量净额	**-1.49**	**3.50**	**-3.91**
现金收入比	113.94	113.21	107.19

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 600.08 亿元，同比增长 3.54%，主要系拆入资金净增加额增长所致；经营活动现金流出 578.01 亿元，同比变化不大；公司经营活动现金净流入 22.08 亿元，同比大幅增长 246.05%。2020 年，公司现金收入比保持较高水平，为 107.19%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 40.12 亿元，同比下降 6.53%，主要系收回投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出 50.07 亿元，同比变化不大；公司投资活动现金净流出 9.95 亿元，净流出规模同比扩大。

2020 年，公司筹资活动前现金流呈净流入状态，为 12.12 亿元，经营所获现金可以满足对外投资需求。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 202.86 亿元，同比变化不大；筹资活动现金流出 206.76 亿元，同比增长 3.96%；筹资活动现金净流出 3.91 亿元，同比净流入转为净流出。考虑到公司全部债务中短期债务占比很高，仍存在较大的融资需求以对到期债务进行置换。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所下降，短期债务占比很高，面临一定偿付压力；长期偿债能力指标尚可。考虑到公司在经营规模、持续经营能力等方面的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的139.70%和87.73%下降至119.52%和80.63%；经营现金流动负债比率为12.89%，同比提高8.20个百分点；现金短期债务比为0.57倍，较上年底小幅下降；扣除货币现金受限部分，现金短期债务比为0.16倍；跟踪期内，公司短期债务占比很高，短期内面临一定偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 19.39 亿元，同比下降 26.24%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 33.40%）、计入财务费用的利息支出（占 42.85%）和利润总额（占 22.08%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.03 倍下降至 2.33 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 6.44 倍提升至 9.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。同时考虑到公司在经营规模、持续经营能力等方面的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 116.82 亿元，对外担保余额 5.70 亿元，担保比率低，被担保企业目前经营正常。

表 20　对外担保统计表（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保期限	反担保	关联方
鲁西南医院有限公司	47981.42	2017.01.24~2025.01.23	无	是
山东省祥瑞金属科技有限公司	9000.00	2020.12.21~2.21.12.20	无	是
合计	**56981.42**	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司共获得各类银行授信额度合计 312.70 亿元，已使用额度 260.31 亿元，尚未使用额度 52.39 亿元，公司间接融资渠道较为通畅且具备直接融资能力。

7. 母公司财务概况

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；2020 年，母公司利润总额为负；经营性活动现金流和筹资活动现金流均为净流入；母公司承担了部分融资职能，存在一定短期债券偿付压力。

截至 2020 年底，母公司资产总额 72.77 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产 5.31 亿元（占比 7.29%），非流动资产 67.47 亿元（占比 92.71%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 96.92%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 97.06%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 5.14 亿元；长期股权投资 65.48 亿元，均较上年底有所增长。

截至2020年底，母公司所有者权益为32.35亿元，较上年底减少6.94%。母公司所有者权益中，未分配利润持续为负，2020年为-7.25亿元。

截至2020年底，母公司负债总额40.42亿元，较上年底增长5.51%。其中，流动负债39.76亿元（占98.37%），非流动负债0.66亿元（占1.63%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占73.94%）和一年内到期的非流动负债（占19.21%）构成；非流动负债由应付债券（占100.00%）构成。2020年，母公司资产负债率为55.55%，较2019年提高3.12个百分点。有息债务方面，截至2020年底，母公司全部债务37.70亿元。其中，短期债务占98.25%、长期债务占1.75%。截至2020年底，母公司短期债务为37.04亿元，存在一定短期债券偿付压力；母公司全部债务资本化比率53.82%，母公司债务负担较重。

2020年，母公司营业收入为0.23亿元，利润总额为-2.41亿元。现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为2.91亿元，投资活动现金流净额-2.06亿元，筹资活动现金流净额0.26亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对一年以内待偿付债券的保障能力强；经营活动现金流及EBITDA对存续债券的保障能力强。

截至目前，公司存续债券余额合计10.66亿元。其中，“18凤祥02”将于2021年偿还。2020年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为存续期内债券待偿付金额的1.82倍、56.29倍和2.07倍。

截至2020年底，公司现金类资产91.25亿元，扣除货币现金受限部分，公司现金类资产为26.31亿元，为“18凤祥02”待偿付金额的5.26倍。

表21　公司存续债券概况

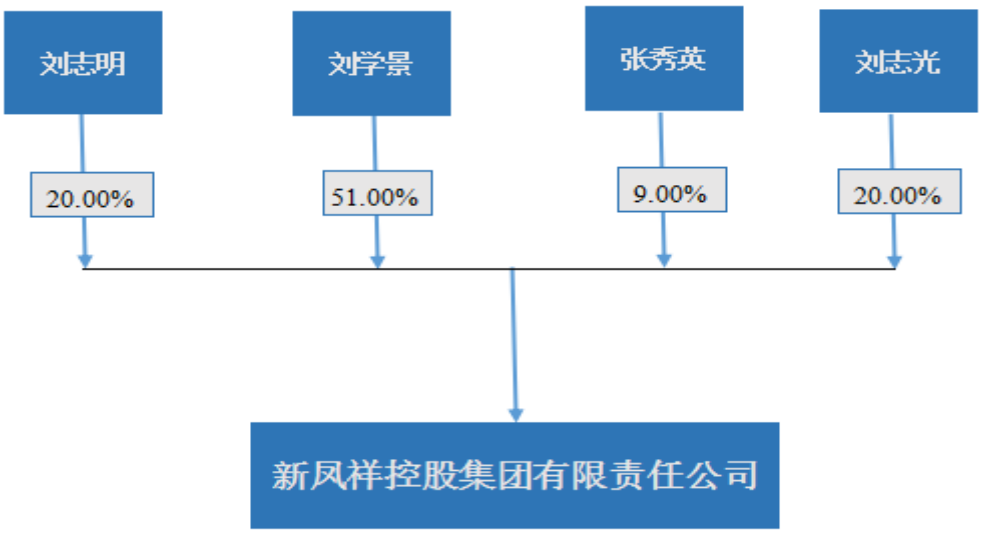
债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18凤祥01	3.30亿元	0.66亿元	2023/03/29
18凤祥02	5.00亿元	5.00亿元	2021/11/01
21凤祥01	5.00亿元	5.00亿元	2024/04/15

资料来源：Wind

十一、结论

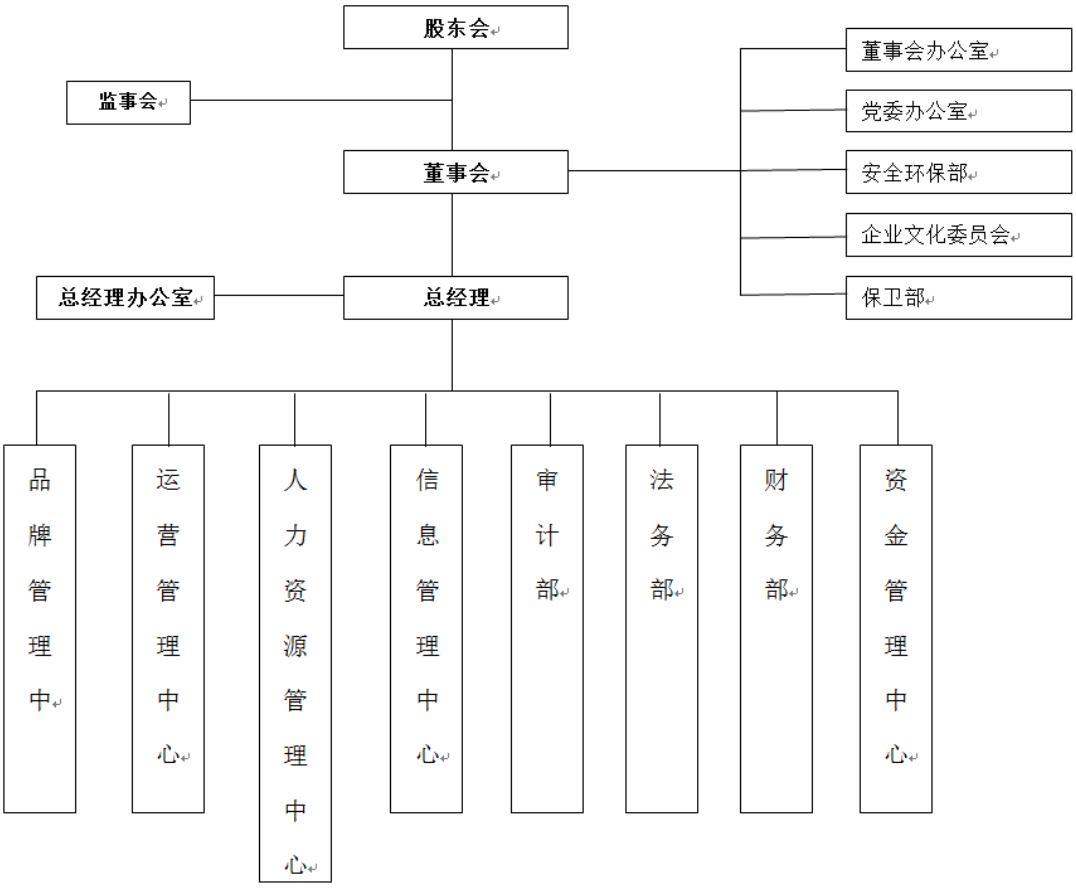
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“18凤祥01”“18凤祥02”和“21凤祥01”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月底公司合并范围内一级子公司概况

序号	子公司名称	注册地	业务性质	比例（%）		取得方式
				持股	表决权	
1	山东祥光集团有限公司	山东省阳谷县石佛镇祥光路	从事铜贸易、铜冶炼及其副产品的生产和销售	100.00	100.00	设立
2	山东凤祥(集团)有限责任公司	阳谷县安乐镇刘庙村	从事白羽鸡的饲养、加工和销售	100.00	100.00	设立
3	山东凤祥投资有限公司	山东省阳谷县安乐镇刘庙村	对农业、畜牧业、食品加工业、房地产、纺织业、饲料加工业、生物制品投资	100.00	100.00	设立
4	新凤祥财务有限公司	山东省济南市高新区舜华路2000 号舜泰广场 6 号楼 31 层	对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；经批准的保险代理业务；对成员单位提供担保；办理成员单位之间的委托贷款；对成员单位办理票据承兑与贴现；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；从事同业拆借	52.50	100.00	设立
5	新凤祥能源发展有限公司	山东省聊城市阳谷县祥光生态工业园区祥光路 6 号新凤祥大厦	新能源技术开发、技术咨询、运营管理；电力热力生产销售；城镇燃气的经营及相关技术服务；电力热力工程、水利水电工程及电力通信工程项目的建设、施工、运营管理；输电线路代维服务；电力设备、器材的经营；电动车充电设备、设施项目的建设与运营；电动车及电动车充电设备、设施的检测	100.00	100.00	设立
6	山东祥宇信息技术有限责任公司	山东省聊城市阳谷县祥光生态工业园区祥光路 6 号新凤祥大厦 6 楼	从事计算机及互联网软硬件技术领域的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务,计算机软硬件销售,企业经营咨询服务	100.00	100.00	设立
7	阳谷县新凤祥教育培训学校有限公司	山东省聊城市阳谷县安乐镇刘庙村诚信路	设备点检员、焊工（初、中级）、质检员（初、中级）、电解精炼工（初、中级）、重冶火法冶炼工（初、中级）、重冶湿法冶炼工（初、中级）、硫酸生产工（初、中级）、养老护理员、家禽饲养员的职业技能培训（凭有效期限内的办学许可证经营，有效期限以许可证为准）	100.00	100.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	71.95	73.05	91.25
资产总额（亿元）	268.16	283.45	303.67
所有者权益（亿元）	95.24	104.85	116.37
短期债务（亿元）	118.66	126.63	161.18
长期债务（亿元）	39.51	42.60	15.94
全部债务（亿元）	158.17	169.23	177.12
营业收入（亿元）	474.69	481.41	518.59
利润总额（亿元）	5.53	11.02	4.28
EBITDA（亿元）	20.25	26.29	19.39
经营性净现金流（亿元）	16.53	6.38	22.08
财务指标			
销售债权周转次数（次）	58.44	37.91	38.09
存货周转次数（次）	6.53	6.59	7.27
总资产周转次数（次）	1.80	1.75	1.77
现金收入比（%）	113.94	113.21	107.19
营业利润率（%）	4.43	5.38	3.65
总资本收益率（%）	5.08	6.82	3.95
净资产收益率（%）	4.69	9.55	2.82
长期债务资本化比率（%）	29.32	28.89	12.05
全部债务资本化比率（%）	62.42	61.74	60.35
资产负债率（%）	64.48	63.01	61.68
流动比率（%）	132.44	139.70	119.52
速动比率（%）	81.71	87.73	80.63
经营现金流动负债比（%）	12.42	4.70	12.89
现金短期债务比（倍）	0.61	0.58	0.57
EBITDA 利息倍数（倍）	2.41	3.03	2.33
全部债务/EBITDA（倍）	7.81	6.44	9.13

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.19	4.03	5.14
资产总额（亿元）	66.36	73.08	72.77
所有者权益（亿元）	36.49	34.76	32.35
短期债务（亿元）	15.00	27.40	37.04
长期债务（亿元）	8.30	8.30	0.66
全部债务（亿元）	23.30	35.70	37.70
营业收入（亿元）	0.38	0.26	0.23
利润总额（亿元）	-1.07	-1.73	-2.41
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-17.25	-2.76	2.91
财务指标			
销售债权周转次数（次）	374.60	385.51	491.08
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	*	*	*
现金收入比（%）	109.82	114.52	123.71
营业利润率（%）	68.31	73.88	55.84
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	-2.93	-4.97	-7.46
长期债务资本化比率（%）	18.53	19.27	2.00
全部债务资本化比率（%）	38.97	50.67	53.82
资产负债率（%）	45.02	52.43	55.55
流动比率（%）	24.73	24.88	13.35
速动比率（%）	24.72	24.87	13.35
经营现金流动负债比（%）	-79.96	-9.21	7.32
现金短期债务比（倍）	0.01	0.15	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债（带息部分）+拆入资金+卖出回购金融资产款+向中央银行借款+吸收存款及同业存放

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款（带息部分）

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。