

信用等级公告

联合[2018]1833 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新凤祥控股集团有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十月十日



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

公开发行 2018 年公司债券（第二期）信用评级报告

本次债券信用等级：AA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本次发行规模：不超过 20 亿元（含）
本期发行规模：不超过 5 亿元（含）
债券期限：3 年
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2018 年 10 月 19 日
主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额（亿元）	282.77	268.64	262.94	267.14
所有者权益（亿元）	86.48	85.55	87.61	92.99
长期债务（亿元）	52.59	59.60	32.83	34.50
全部债务（亿元）	160.29	160.20	155.61	155.07
营业收入（亿元）	426.87	476.07	500.69	232.70
净利润（亿元）	5.27	4.64	4.10	1.98
EBITDA（亿元）	21.48	22.25	19.92	--
经营性净现金流（亿元）	24.36	8.63	31.24	12.02
营业利润率（%）	6.26	5.06	3.65	4.27
净资产收益率（%）	6.32	5.39	4.74	2.19
资产负债率（%）	69.42	68.15	66.68	65.19
全部债务资本化比率（%）	64.95	65.19	63.98	62.51
流动比率（倍）	1.29	1.40	1.19	1.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.14	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.37	2.14	2.39	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.07	1.11	1.00	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.30	4.45	3.98	--

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 2018 年 1-6 月财务报表未经审计，指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对新凤祥控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“新凤祥”）的评级，反映了公司作为以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、生产成本控制能力、稳健套保以及交通区位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。近三年，公司经营状况良好，利润规模较为稳定，经营活动现金流状况较佳。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、铜加工费逐年下降、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。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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 我国铜冶炼行业集中度较高，公司作为国内规模较大的民营企业之一，知名度较高，具备一定的规模优势和议价能力。

2. 公司铜冶炼技术工艺水平处在行业领先地位；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，公司整体抗风险能力较强。

3. 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。

4. 公司主营业务盈利能力处于行业较高水平，经营活动净现金流规模较大。

关注

1. 目前，公司无自有铜矿，铜精矿全部依赖国外进口，若进口国运行动荡、进出口政策变化、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）是公司铜冶炼板块主要利润来源之一。近三年 TC/RC 呈下跌趋势，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

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

周 婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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。

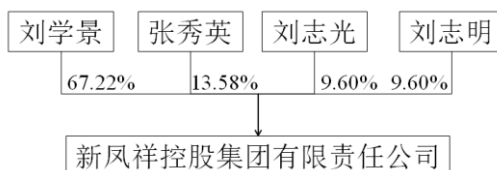
分析师：


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 67.22%、13.58%、9.60%和 9.60%的股权。截至 2018 年 6 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 6 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、计算机网络系统集成服务；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 6 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 6 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 6 月底，公司合并资产总额 267.14 亿元，负债合计 174.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 92.99 亿元，归属于母公司的所有者权益 82.76 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 232.70 亿元，净利润（含少数股东损益）1.98 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.58 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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本次债券名称为“新凤祥控股集团有限责任公司公开发行 2018 年公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），发行前根据资金需求情况和市场情况进行调

整，期限不超过 5 年（含 5 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券采用公开发行的方式，具体品种、各品种的期限、发行规模、是否设置发行人品种互拨选择权、超额配售选择权、调整票面利率选择权、赎回权或者投资者回售权等将由公司和主承销商通过市场询价协商确定。本次债券采用固定利率，单利按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券分期发行，首期债券名称为“新凤祥控股集团有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”，已于 2018 年 3 月 29 日成功发行，发行规模为 3.3 亿元。

本期债券名称为“新凤祥控股集团有限责任公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）”，拟发行规模不超过 5 亿元（含 5 亿元），期限为 3 年。采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的票面利率由公司和主承销商通过发行时市场询价协商确定。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用之后的资金用于偿还金融机构借款和补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务包括铜冶炼和肉鸡养殖等，在 2017 年营业收入中占比分别为 94.80%和 5.11%。

1. 铜冶炼行业

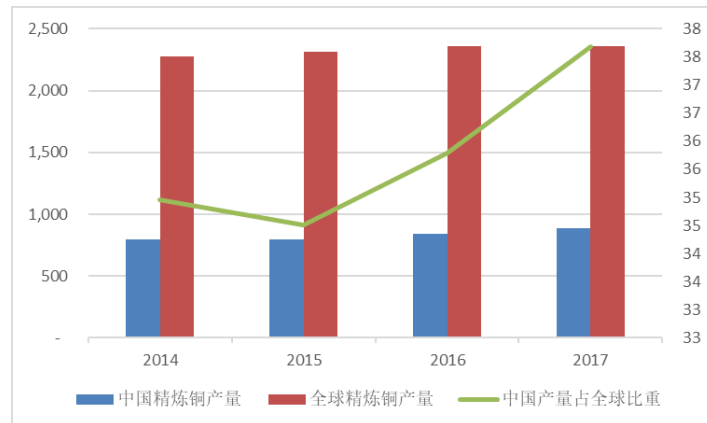
（1）行业概况

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，2015~2017 年，我国精铜产量分别为 794.06 万吨、847.65 万吨和 888.90 万吨，占全球精铜产量比例分别为 34.79%、36.32%和 37.68%。同时，我国也是全球最大的铜消费市场，2015~2017 年，精炼铜消费量分别为 1,131.27 万吨、1,171.66 万吨和 1,180.68 万吨，占全球精铜消费量比例分别为 49.51%、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。

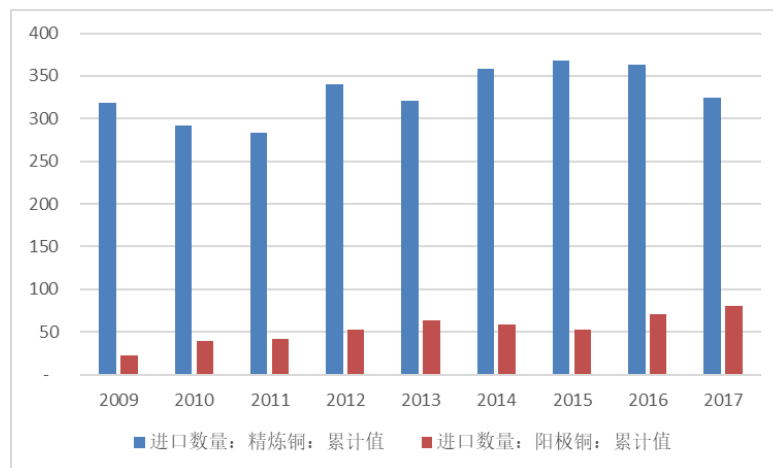
图 2 2014~2017 年全球及中国精炼铜产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

我国为铜消费大国，阳极铜、精炼铜以进口为主，出口规模较小，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，由于精炼铜进口业务持续亏损影响，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%。

图 3 2009~2017 年中国阳极铜、精炼铜进口情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

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

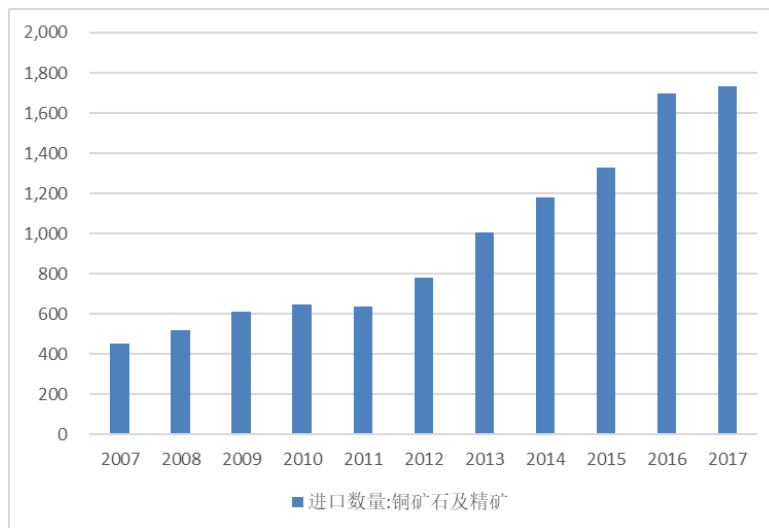
铜精矿是铜冶炼的主要原料。根据美国地质调查局美国地质勘探局 2017 年公布数据显示：全球已探明铜储量约为 7.90 亿吨，主要集中在智利（占 21.52%）、秘鲁（占 10.25%）、墨西哥（占 5.82%）等国，其中，我国铜储量约 2,700 万吨，占全球储量的 3.42% 左右。

随着世界经济的不断发展，工业和生活中对铜的需求不断增加，凭借铜矿开采技术的不断提高，全球铜矿开采呈增长趋势。2007 年前后，铜基本面良好刺激海外如非洲、南美洲和亚洲的铜企扩产。矿山基建项目建设周期为 5 年左右，2012~2013 年为铜矿企业产能大幅扩张年，全球铜精矿产量迎来增长高峰。受经济下行和产能过剩的影响，近年来产量增速有所放缓，2016 年全球铜矿产量 1,940 万吨，同比增长 1.57%，其中，智利、中国、美国、俄罗斯和澳大利亚铜矿合计产量占全球产量的

49.59%，智利铜矿占总产量的 28.35%；尽管我国铜资源储量并不突出，但旺盛的需求仍然极大地促进了国内铜矿的开采，2010 年之前，我国铜矿产量在全球排名第三，自 2010 年以后，产量位居全球第二。2017 年，我国铜矿产量为 186 万吨，占全球总产量的 9.44%。我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我国的铜矿供给紧张。

由于我国铜精矿资源有限，产量远不能满足铜冶炼行业的铜矿需求，我国铜冶炼企业自给率普遍较低，生产对进口铜精矿的依赖程度很大。我国有色金属工业“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，我国进口铜矿石及精矿数量呈增长趋势，2016 年累计进口 1,696.33 万吨，同比增长 27.60%，相比规模庞大的进口数量，我国铜矿石及精矿出口量极少，2016 年出口量仅为 0.43 万吨。2017 年，我国进口铜矿石及精矿累计进口 1,734.96 万吨，同比增长 2.28%。

图 4 近十年中国铜矿石及精矿进口数量（单位：万吨）



资料来源：Wind

总体看，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。

（3）下游消费

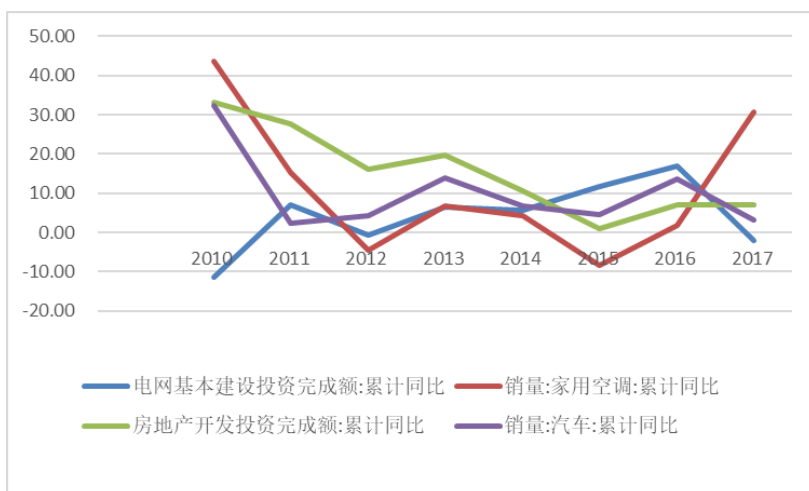
铜加工产品可分为铜和铜基合金产品。我国铜加工行业在不断发展壮大的同时，区域性产业集群效应更加明显。我国铜加工的生产主要集中在长江三角洲、珠江三角洲、渤海湾地区，如江苏、浙江、广东三省的铜材产量和消费量之和占到全国的三份之二左右。由于上述三省都不具备铜矿资源优势，随着“以资源所在地为核心的区域型产业集群”的兴起，江西、安徽等省份的铜加工产业呈现了较快的发展势头。

我国为全球铜材第一生产大国，最近十年，铜材产量仍然处于快速发展阶段，从 2007 年的 630.21 万吨增长到 2017 年的 1,861.67 万吨，增幅达 1.95 倍。2014 年以来，铜加工行业市场需求清淡，库存积压，价格倒挂，产能严重过剩。随着我国人工成本的增长，低成本优势逐渐丧失，而由于技术所限，产品不能满足高新技术领域的市场需求，附加值较低，在铜价下行通道中，行业整体低迷。

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。从消费结构上看，我国电力行业消费约占我国精铜消费的 48% 左右，系我国最主要的精铜消费领域，空调制冷约占 15%

左右，交通运输约占 10%，建筑约占 9%左右，电子行业约占 7.5%左右。

图 5 近年来中国精炼铜及下游产业产量增速（单位：%）



资料来源：Wind

电力行业方面，电力电缆工业是我国铜消费的主要需求点。2017 年我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，但随着我国电力体制改革的逐步推进，输配电升级改造已成为电力行业未来发展的重点之一，我国特高压电网已经进入全面提速大规模建设的新阶段，这将对铜行业下游电缆行业带来巨大的机遇，从而带动铜产品的需求进一步加大。

空调制冷方面，家电行业是我国铜消费的第二大主力，原铜尤其被广泛用于空调内部冷凝管的制造。ICA 数据显示，空调生产占家电行业铜消费量的 70%。过去十年，我国家电产业发展迅猛，特别是空调、冰箱行业经历了数年持续的增长，已跃居世界第一大产销国。近年来，受金融危机、气候异常等多重因素影响，内外销逐渐显现疲软，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。由于全球经济下行，与宏观经济联系紧密的船舶制造行业依然处于行业周期底部。近年来汽车制造业保持较低增速，但受益于 1.6L 以下排量乘用车购置税减半政策以及新能源汽车市场快速发展，2017 年我国汽车产量为 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 年我国汽车销量 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。我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，2015~2017 年，全国房地产开发投资分别为 9.60 万亿元、10.26 万亿元和 10.98 万亿元，投资增速整体呈下滑趋势，预计未来房地产行业对铜的需求将维持平稳增长趋势。

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%，为沿线国家打开了机遇之窗，也打开铜的消费空间。

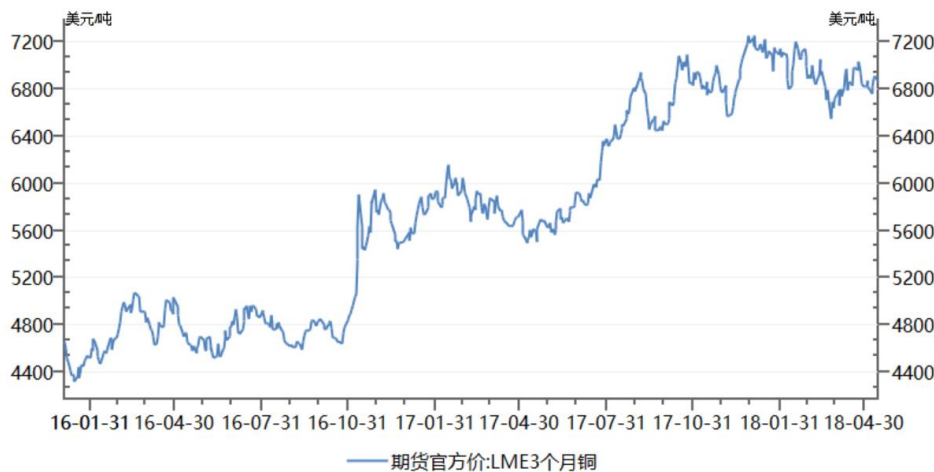
总体看，空调制造、造船业、建筑业等铜下游产业增长乏力，电力电缆行业将继续作为铜行业的主要消费支撑；长期看，我国城市化进程和工业化进程的不可逆转将继续对铜产品的中长期需求产生积极影响。

（4）价格走势

铜金属价格

从铜价走势来看，2000 年以来，铜价呈波动上涨的趋势，2008 年金融危机的爆发使得铜需求量下降，铜价降幅较大，此后在全球经济形势逐渐好转的情况下，铜价也逐渐恢复到正常水平。2010 年，全球经济预期较好，铜价延续上涨趋势；2011 年 8 月以后，随着美国主权评级下调、欧债危机加重和中国经济增速下滑等诸多因素影响，大宗商品价格普遍出现不同程度下跌，铜价在 10 月到达低点，此后铜价虽然有所反弹，但整体振幅较大。2012~2015 年，全球经济环境仍然不佳，铜价整体呈现震荡下行走势，2015 年底收于 4,689 美元/吨。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，价格在年末回升至 5,501 美元/吨。截至 2017 年底，LME3 个月铜期货官方价为 7,192 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 6 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

国内铜精矿结算价格=上海期货交易所电解铜期货月平均结算价×铜精矿计价系数±其他调整因素。其中铜精矿计价系数一般小于 1，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），粗炼费计量单位美元/吨，精炼费美分/磅，两者相加得到企业每吨铜得到的加工费。我国每年的铜精矿加工费（TC/RC）的谈判是由江西铜业集团公司（以下简称“江西铜业”）、铜陵有色金属集团控股有限公司（以下简称“铜陵有色”）等企业组成的我国铜原料联合谈判小组（CST 小组）代表我国铜冶炼商与必和必拓、力拓、自由港等国外铜精矿供应

商谈判确定。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。由于国际铜精矿基于铜冶炼加工费的定价机制，铜冶炼企业所面临的行业波动风险要弱于下游铜加工行业。

2012 年以来，随着全球铜精矿供应逐步增加，以及未来废铜供应量和利用量的增加，铜加工费呈现逐步回升的态势：2013 年底，我国第一大铜冶炼企业江西铜业与必和必拓达成协议，2014 年上半年的铜加工费提高约 41%；2014 年底，市场普遍预测铜精矿会出现供过于求，江西铜业与美国自由港麦克墨伦铜金公司就 2015 年铜精矿长单粗炼费/精炼费(TC/RC)达成一致，为 107 美元/吨和 10.7 美分/磅，创 10 年来最高水平，较 2014 年水平上升 16%（长单价基本为一年期），对行业整体的铜加工费起到了一定程度的带动作用。2015 年底，江西铜业与智利矿业公司安托法加斯塔就 2016 年世界铜加工费协议价达成一致，确定 2016 年铜加工粗炼费/精炼费（TC/RC）为 97.35 美元/吨和 9.735 美分/磅，较 2015 年下降 9.02%。2016 年江西铜业与 Freeport-McMoRan 公司达成协议，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 5%，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，受全球经济环境仍然不佳，近五年铜价整体呈现震荡下行，2017 年以来铜价大幅回升后呈宽幅震荡，未来走势仍有待观望；2015 年以来，铜加工费逐年下降，对铜冶炼企业盈利水平形成一定不利影响。

（5）行业竞争

竞争要素

影响铜冶炼企业竞争力的竞争要素主要为以下三方面。

回收率和现金冶炼比决定企业盈利能力

铜冶炼加工费是影响铜冶炼企业收入水平的直接因素，然而单个铜冶炼企业通常议价能力较低，对铜价和加工费影响能力较小，是价格的接受者。因此，对铜冶炼企业而言，回收率和现金冶炼比是决定盈利能力的关键。现金冶炼比指的是冶炼的付现成本，即除折旧等需固定摊销的成本外需要进行现金支出的成本。企业通过提高冶炼技术、加强管理等方式提高冶炼回收率、降低现金冶炼比、降低单位能耗，能直接影响企业的毛利率从而影响公司的经济效益。

区域位置影响原材料及产品运输成本、副产品销售

铜冶炼企业需要大量采购铜精矿并向外运输精炼铜，离港口距离的远近影响企业的运输成本从而影响企业的盈利水平；同时，硫酸作为铜冶炼生产的主要副产品，不宜长期存储和长途运输，靠近销售地能减少企业处置成本增加企业收入。

经营策略稳健性决定公司受铜价波动风险的程度

从铜精矿离岸到完成冶炼周期一般为 6 个月，作价月为离岸后 1~4 个月不等，铜冶炼企业一般通过期货业务实现套期保值目的来规避剩余月份铜价波动风险。经营策略的稳健性，即期货业务执行是否进行投机操作以及是否覆盖所有头寸决定了铜冶炼企业的风险敞口，铜价剧烈波动时，风险敞口较大的企业经营风险较大。

竞争格局

我国精炼铜产量占全世界精炼铜产量的约 35%。全球按冶炼能力排名前 20 家企业中，分布在我国冶炼能力达到 200 万吨/年，约占前 20 家企业的 25%。

截至 2017 年底，我国产量为 888 万吨，江西铜业、铜陵有色、金川集团三足鼎立，其电解铜总产量超 300 万吨，且各自都拥有从矿山开采到铜产品深加工的完整产业链。我国铜冶炼产业集中度

较高，前十家铜冶炼企业铜产量占全国产量的 75%以上。

国内排名前五的企业精炼铜产量如下表所示，由于近几年冶炼加工费处于较高水平，2015 年，虽然精炼铜产量仍然呈上升水平，但增速明显小于 2014 年；2016 年，铜陵有色和江西铜业精炼铜产量已呈小幅下降；2017 年，铜陵有色继续呈小幅下降，江西铜业和云南铜业有所增长。

表 1 我国前五大铜冶炼企业精炼铜近三年产量情况（单位：万吨）

企业名称	2015 年	2016 年	2017 年
铜陵有色金属集团控股有限公司	131.51	129.79	127.85
江西铜业集团公司	125.85	121.05	137.42
金川集团股份有限公司	79.14	--	--
云南铜业股份有限公司	53.73	58.24	62.61
大冶有色金属集团控股有限公司	50.40	--	--
合计	440.63	--	--

资料来源：公开资料，联合评级搜集整理。

总体看，影响铜冶炼企业竞争力的因素主要可以包括成本控制和风险控制两方面；我国铜冶炼产量为世界第一，行业集中度较高，资源自给率较低是行业发展的最大瓶颈。

（6）行业政策

2017 年，中国有色金属工业协会再生分会接到通知，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。

（7）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。

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更长更短等因素，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，海外收购面临的各種政治、经济、法律风险也逐渐成为行业关注的焦点之一。

（8）行业发展

未来，我国仍将保持全球最大的铜消费市场和铜冶炼产量世界第一的地位。资源自给率较低仍将是行业发展的最大瓶颈。一直以来无论是铜加工、铜冶炼还是铜矿环节，依靠自身的生产并不能完全满足国内终端消费对铜的需求，国内资源供给率不足 25%，大部分铜精矿依赖进口，对国际市场依赖较强。未来，铜市场对外依赖度不会有根本的改变，因此，这些环节的进口贸易市场将保持活跃。同时，为解决资源自给率过低这个瓶颈问题，不少国内企业纷纷开展了海外资源收购，特别在政府支持鼓励海外资源收购的大背景下，海外资源收购已成为我国铜冶炼行业的一种趋势。

随着国家产业政策推动铜工业结构调整和产业升级，我国铜冶炼行业将朝着淘汰落后产能、提升资源综合利用率和节能环保水平的方向发展。

电力行业消费约占我国精铜消费的 48% 左右，随着我国电力体制改革的逐步推进，输配电升级改造将成为电力行业未来发展的重点之一。这将对铜行业下游电缆行业带来巨大的机遇，从而带动铜产品的需求进一步加大。长期看，我国城市化进程和工业化进程的推进将继续对铜产品的中长期需求产生积极影响。

总体看，铜冶炼行业未来市场需求仍有一定保障，对进口依赖较高的局面难以发生根本性的改变，部分有实力的企业将开展海外资源收购；在政策的引导下，铜冶炼企业将朝着淘汰落后产能、提升工艺和环保水平的方向平稳发展。

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，是人类动物蛋白质的主要来源之一，具有高蛋白、低胆固醇、低脂肪和低热量等特点，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。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：2014 年，我国白羽肉鸡祖代种鸡引种量已由历史高峰的 154 多万套下降至 118 万

套，环比降幅超过 20%；2015 年，由于美国和法国先后发生禽流感，我国对美国 and 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。

总体看，我国肉鸡养殖处于起步发展阶段，尚不具备祖代鸡培育能力，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。

（2）市场情况

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。2013~2014 年，中国玉米价格较为平稳，2015 年，受玉米库存不断增加，酒水等玉米消费需求下降，国内外玉米价格倒挂严重等因素影响，价格下滑幅度较大，跌至近几年最低水平；2013~2015 年，受美国大豆连年丰产，对中国的出口量不断加大，国产大豆连年丰收等因素影响，国内豆粕价格下降明显。2017 年以来，玉米价格有所回升，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，近年来玉米、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。

（3）行业竞争

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。

总体看，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，那些具有技术、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。

（4）行业政策

为加快实现我国农业现代化，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。

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。

（5）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。

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发生，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

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。

从长期来看，目前我国年人均鸡肉消费量仍低于 12.7 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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为一个多元化发展的大型企业集团，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。其中，子公司祥光集团从事铜贸易、铜冶炼及其副产品的生产和销售；子公司凤祥集团从事白羽鸡的饲养、加工和销售。截至 2017 年底，公司资产规模 262.94 亿元，净资产 87.61 亿元，2017 年实现营业收入 500.69 亿元，实现净利润 4.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.80 亿元。

（1）铜冶炼板块

阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“祥光铜业”）作为祥光集团重要的经营实体，是中国第一家采用“闪速熔炼”和“闪速吹炼”工艺的铜冶炼厂，该技术由公司从芬兰奥托昆普公司—美国肯尼柯特公司引进。在此基础上，祥光铜业自主开发一种高效率、低能耗、高环保的空间旋浮铜冶炼新工艺和装备“旋浮铜冶炼工艺”，满足祥光铜业年产 45 万吨高产能需求。此前，“闪速熔炼”工艺其关键技术、核心技术基本被国外垄断，“旋浮铜冶炼工艺”打破了国外对“双闪”核心技术的长期垄断，大幅度提升了铜冶炼技术的整体水平与核心竞争力，已经获得发明专利和实用新型专利。公司先进的冶炼技术对铜精矿回收率的提高效果明显，截至 2018 年 6 月底公司铜精矿回收率为 98.72%，比铜冶炼计价金属比例 96.60%高出约 2.12 个百分点，此部分成为公司的重要利润来源。在成本控制方面，公司根据效益原则挑选利润较高的铜精矿进行冶炼，并采取套期保值策略应对铜价波动风险。公司较高的铜回收率和较强的成本控制能力导致公司的盈利能力在同行业内处

于较高水平。

节能环保方面，祥光铜业作为第一批被国家发改委列入符合《铜冶炼行业准入条件》的七家企业之一，被国家环保部评定为“国家环境友好工程”，被国家商务部、海关总署列入获准铜精矿加工贸易的七家企业之一，被国家工信部、科技部、财政部联合评定为第一批“资源节约型和环境友好型试点企业”。2013年2月，国家环保部、商务部和科技部三部委联合发文《关于批准上海化学工业经济技术开发区、山东阳谷祥光生态工业园区和临沂经济技术开发区为国家生态工业示范园区的通知》（环发〔2013〕25号）批准以祥光铜业为龙头的阳谷祥光生态工业园为国家生态工业示范园区。2016年，祥光集团获得“2016年度中国企业社会责任绿色环保奖”，祥光铜业进入国家质量监督检验检疫总局公布的“生态原产地保护产品名单”。

科研及专利方面，目前，祥光铜业拥有442名科研人员，本科以上人员占86%，其中教授级高级工程师12人，高级工程师36人，中级工程师133人。公司同中南大学、中国瑞林工程技术有限公司、北京矿冶研究总院、昆明贵金属研究所等国内著名科研院所建立了良好的长期合作关系。公司先后承担了国家火炬计划、国家发改委重大专项、国家发改委节能专项、山东省、市科研攻关计划，山东省火炬计划，山东省科技成果转化重大专项，山东省经济贸易委员会技术创新项目等12项国家级和省级课题。截至目前，公司拥有授权发明专利54件（国际专利18件），授权实用新型专利37件，18项国际发明专利分别被德国、美国、日本、澳大利亚、加拿大等国家专利局授权。公司主持或参与制定国家、行业标准27项，已发布实施5项。公司企业技术中心被山东省经济和信息化委员会认定为“山东省企业技术中心”。2016年，祥光铜业申报的《有色冶金工业伴生稀散稀贵金属清洁高效提取关键技术及应用》获中国有色金属工业科学技术一等奖。

（2）鸡肉生产板块

凤祥集团作为公司鸡肉生产板块的经营主体，曾获国家重点龙头企业、中国食品工业百强、中国肉类屠宰加工业十强、全国食品安全十强企业等称号，是山东省肉制品行业和乳制品行业标准化生产示范基地、省循环经济示范单位、省清洁生产先进企业等多项奖项。

凤祥集团从源头到终端对产品进行有效控制，目前已建立了HACCP食品安全管理体系、ISO9001质量管理体系、产品标识和可追溯体系。公司已建成现代化种鸡场22个，孵化场2个，肉鸡养殖场56个，肉鸡屠宰加工厂4个，熟食加工车间3个，包装加工厂1个，饲料生产线4条。目前公司年可加工肉鸡1亿只，禽肉熟制品4万吨，种鸡饲养规模达到160万套，年孵化鸡苗1.5亿只，公司分割鸡加工能力为年产20万吨，公司内部储存能力1.5万吨，年加工饲料60万吨。

凤祥集团自主研发的实时数据信息平台，可对鸡舍内的温度、湿度、静压、采食量、饮水量、通风等关键指标，进行24小时不间断远程管控，确保鸡群在稳定适宜的环境中生长。由于饲养环境的改善，最大限度减少了人工，避免了人员交叉感染带来的风险，鸡群的抗病能力大大增强，商品鸡成活率和生产成本居全国同行业前列。养殖效率也得到提高，由原来3,000只/人提高到8万只/人。由于公司鸡肉质量较高，为国内肯德基、麦当劳等企业的主要供应商之一，并出口到日本等地。

2016年12月15日，公司下属山东凤祥股份有限公司（以下简称“凤祥股份”）进入“山东省2016年第一批拟认定高新技术企业名单”。2017年1月17日，占据全球肉鸡种禽行业50%份额的美国科宝公司为凤祥股份颁发了“父母代种鸡群培育最佳成就”（Top Parent Flock），表明公司肉鸡的繁育结果已经刷新了全球同期企业的养殖纪录，繁育技术上达到全球种鸡养殖的最高水平。

总体看，公司经营规模较大，拥有较高水平的科研团队，较为重视对专利权的开发和保护。铜冶炼板块技术水平较高，在生产效率与环保等多方面处于行业领先水平；鸡肉生产养殖效率及养

殖技术水平高。

2. 人员素质

截至 2018 年 6 月底，公司董事会、监事会成员及高管共 10 人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长刘学景先生，1951 年出生，高级经济师。刘学景先生于 1983 年 3 月至 1985 年 12 月任阳谷县谷山贸易公司经理；1985 年 12 月至 1991 年 9 月任阳谷县植物油加工厂厂长；1991 年 9 月至 1994 年 6 月任阳谷县畜牧实业公司经理；1994 年 6 月发起成立凤祥集团；2005 年 1 月任祥光铜业董事长；2014 年至今任公司董事会董事长。刘学景先生历任第九、十、十一、十二届全国人大代表，全国优秀企业厂长，全国劳动模范。

总经理刘志光先生，1980 年出生，本科毕业于中央财经大学国际金融专业，在英国布里斯托大学、英国剑桥大学获双硕士学位。刘志光先生于 2005 年 9 月至 2006 年 12 月任祥光铜业总经理助理；2007 年 1 月至 2008 年 12 月任祥光铜业副总经理；2009 年 1 月起任祥光铜业总经理；2010 年起任公司总经理；2015 年 9 月至今任公司副董事长。先后被评为“聊城市劳动模范”、“东亚青年经济新锐人物”、“山东省优秀企业家”称号。2008 年当选聊城市政协委员，2012 年当选山东省十二届人大代表。

截至 2018 年 6 月底，从学历上看，公司拥有硕士及以上学历 176 人，占员工总数 1.25%；大学（包括大专）学历 2,630 人，占员工总数的 18.72%；高中及以下学历 11,245 人，占员工总数的 80.03%。从职能上看，公司拥有管理人员 951 人，占员工总数的 6.77%；研发人员 735 人，占员工总数的 5.23%；销售人员 247 人，占员工总数的 1.76%；生产人员 10,812 人，占员工总数的 76.95%；其他人员 1,306 人，占员工总数的 9.29%。从年龄上看，公司 30 岁以下员工 4,110 人，占员工总数的 29.25%；30~50 岁员工 9,159 人，占员工总数的 65.18%；50 岁以上员工 782 人，占员工总数的 5.57%。

总体看，公司高层管理人员大都具有较长的行业从业经历和丰富的专业知识，综合素质较高；公司职工岗位构成、年龄结构合理，符合公司所处行业的特征；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。

3. 区域优势

公司所在地山东省以及临近的河北省、山西省、河南省、北京市、天津市，目前每年的精铜消费量约为 90 万吨；邻近的江苏省、上海市、浙江省，每年的精铜消费量约为 150 万吨，共计约 240 万吨/年，占中国精铜消费量的比重较大。从国内主要铜业公司的区域位置看，主要大型铜冶炼厂大都座落于长江以南，除西北、东北地区以外，长江以北的广大中原地区，山东、河北、山西、河南、北京、天津地区，目前没有大型冶炼厂。另外，公司内建有铁路直通青岛港，极大的节省了公司铜的运输成本。

公司所处聊城及周边地区是农业主产区，农业生产需要大量的化肥，而硫酸是生产化肥的主要原料，加之硫酸不宜长期存储和长途运输，公司的区域优势使硫酸销售渠道畅通。目前公司的硫酸客户群覆盖了整个山东市场、河北的大部分地区及河南部分地区，其覆盖地区的硫酸总消耗量约为 900 万吨，当地硫酸总产量大约在 850 万吨，所缺的硫酸量 50 万吨由进口硫酸和国内其他省份进入补充公司的硫酸客户群的硫酸的总需求量约 240 万吨，公司硫酸产品已占客户群的硫酸总需求量的 67.00%。

总体看，公司所在区域交通便利，在铜和硫酸的销售上有地域优势，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、公司治理

1. 公司治理

公司按照《公司法》等有关法律、法规的要求和《公司章程》的有关规定，开展公司治理工作，不断完善公司法人治理结构和公司各项内部管理制度。公司经营决策体系是由股东会、董事会、监事会和其他高管人员组成。

根据公司章程，股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构。

公司设董事会，对股东会负责。董事会由 5 名董事组成，由股东会议选举产生，每届任期为三年，任期届满，可连选连任，董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生，每届任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事长为公司法定代表人。

公司设监事会，监事会由 3 名监事构成，其中 2 名监事由股东选举产生，1 名职工监事由职工代表大会选举产生。监事对股东会负责，监事任期每届 3 年，任期届满，可连选连任。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘，总经理任期三年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，负责公司日常经营管理工作。

总体看，公司法人治理结构符合《公司法》及《公司章程》的规定，运行情况较好。

2. 管理体制

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，各部门整体形成了定位清晰，权责明确，协同有序的运营管理体系。公司在财务管理、内部审计、资金管理、安全生产、节能环保、对外担保及关联交易方面建立了较为完善的管理制度，为公司的稳定运营提供了保证。

财务管理方面，公司制订了财务部组织结构、财务部员工岗位职责说明书、会计工作交接制度，明确财务部门的职责和分工，保证财务部工作正常、有序和高效运行；制订了基础会计核算制度、期货业务会计核算制度、外汇业务会计核算制度、合并报表核算制度、会计档案管理制度，规范会计核算工作，保证会计核算的及时性、准确性与完整性；实行全面的预算管理制度，将年度经营计划细化并层层落实到各预算责任中心，从而保证年度经营计划的实现；建立了财务报告分析制度，定期对财务报表和其他经营数据进行系统的分析和研究，评价企业的经营成果、财务状况及其变动情况，为改进内部管理和经营决策提供决策依据。

内部审计方面，公司建立了内部审计工作管理制度，明确了审计部的组织结构和岗位分工，规定了内部审计工作的程序，确保公司内部审计工作的规范性和流程性；另外，公司还在离任审计、绩效审计和财务审计等方面制订了相应的实施细则，细化了相关审计内容，以达到维护公司资产安全、降低经营管理控制风险、杜绝各种违法、违规行为的目的。

资金管理方面，公司通过子公司新风祥财务公司（以下简称“财务公司”）进行资金管理并制订了相应资金管理制度，制度涵盖账户管理、计划管理、投融资管理、结算管理、风险管理、管理责任等方面；另外，公司还针对以上内容制订了相应的细则，细化了资金管理工作的内容；投资方面，投资活动应按照规模、风险进行相应的授权审批，坚持安全性、流动性、收益性原则，保证资

金的安全；融资方面，融资方案应报授信委员会进行审批，财务公司对审批意见形成纪要并跟踪授信的使用情况，起到提高融资工作效率，降低融资成本，防范融资风险的作用；资金结算方面，全部子公司结算使用新凤祥资金系统结算，内部结算须通过在财务公司内部账户实现，以降低资金风险、加速资金周转效率。

安全生产方面，公司制订了安全生产责任手册，针对下属重要子公司的具体情况分别制订了详细的安全生产责任体系，明确了责任体系的组织架构和人员责任，尤其是明确了具体高级管理人员的安全问题问责制度，保证了公司的安全生产。

环保方面，公司制订了“三废”污染物管理规定，明确了不同污染物的处理责任主体并制定了相应处理方法，另外，公司还在每季度对各子公司“三废”治理管理的落实情况进行督导检查，各部门实施情况列入日常考核，并监督其处置后所有废弃物都有符合性相关手续资料，确保环保规定的有效执行，以起到节能降耗，有效保护环境的作用。

对外担保方面，公司制定了担保管理细则，要求对外担保由财务公司按照授权审批统一办理，其他任何公司或部门不得对外提供担保，公司对外担保以控制风险为原则，要求被担保公司提供足以覆盖担保风险的反担保措施，以加强担保风险的防范。

关联交易方面，公司制定了关联交易管理办法，规定了关联交易的定价原则，还规定了关联交易审查决策程序，按照关联交易规模，分别由公司相关职能部门将关联交易情况以书面形式报告总经理，由总经理审查批准后实施；由公司总经理将关联交易情况以书面形式报告董事会，由董事会审议通过后实施，提高了关联交易的规范性。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

2015~2017 年，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。2015~2017 年，公司营业收入年均复合增长 8.30%，主要系铜冶炼板块收入规模逐年增长所致。2017 年，公司实现营业收入 500.69 亿元，较上年增长 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 11.55%，主要系铜精矿加工费(TC/RC)下跌所致。

表 2 2015 年~2018 年上半年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 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	26.36	6.17	13.62	28.21	5.93	15.95	25.58	5.11	12.19	14.19	6.10	8.85
铜冶炼	400.34	93.78	5.77	447.51	94.00	4.38	474.68	94.80	3.34	218.23	93.78	4.16
其他业务	0.17	0.05	--	0.35	0.07	--	0.43	0.09	16.84	0.29	0.12	-14.82
合计	426.87	100.00	6.29	476.07	100.00	5.11	500.69	100	3.80	232.71	100	4.42

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，近三年，公司铜冶炼板块在营业收入中的占比变化不大，分别为 93.78%、94.00%和 94.80%，实现营业收入分别为 400.34 亿元、

447.51 亿元和 474.68 亿元，呈逐年增长态势。2016 年收入增长主要系一方面公司于 2015 年进行设备冷修，冷修完毕后，设备生产线运行情况良好，产量增加，另一反面公司铜贸易业务量也同比增加所致；2017 年该板块收入增长主要系铜价上涨所致。2015~2017 年，公司营业收入中鸡肉生产板块占比逐年下降。近三年，鸡肉生产板块分别实现营业收入 26.36 亿元、28.21 亿元和 25.58 亿元，收入规模波动下降。2016 年收入增加主要系公司新增鸡苗业务所致；2017 年收入减少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，2015~2017 年，公司铜冶炼板块毛利率逐年下降，分别为 5.77%、4.38%和 3.34%，主要系铜精矿加工费（TC/RC）逐年下降及毛利率较低的贸易铜占比上升所致。2015~2017 年，公司鸡肉生产板块毛利率波动下降，分别为 13.62%、15.95%和 12.19%，2016 年毛利率的提高是因为公司养殖模式转型（肉鸡来源由部分外购、部分自养向全部自养转型）后，随着产能的逐渐释放，成本控制水平逐步提高，同时，该板块产品结构调整（新增鸡苗业务）使得毛利率有所提升；2017 年毛利率下降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，2015~2017 年，公司综合毛利率逐年下降，分别为 6.29%、5.11%和 3.80%。

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 232.71 亿元，同比减少 5.45%，主要系铜冶炼板块产品中的贸易铜销售量同比减少以及银的销售收入同比减少所致；归属于母公司净利润 2.09 亿元，同比增加 107.21%，主要系由于产品结构调整，铜冶炼板块整体毛利同比增加以及鸡肉生产板块行情好于去年同期所致；综合毛利率为 4.42%，较 2017 年小幅上升，主要系铜冶炼板块毛利率上升所致。

总体看，铜冶炼板块是公司收入和利润的主要来源，近三年，随着贸易铜业务规模的扩大和铜价的上涨，公司的收入规模逐年增长，但受铜精矿加工费（TC/RC）逐年下降的影响，该板块毛利率逐年下降；公司鸡肉生产板块对公司的收入和利润形成有效补充，但易受肉鸡行业景气度及疫情影响，公司通过成本控制和产品结构调整应对行业波动，近三年整体经营平稳。

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，2015~2017 年，作为铜冶炼板块的主要收入之一，阴极铜收入分别为 127.71 亿元、144.49 亿元和 175.12 亿元，2016 年的增长主要系通过 2015 年的停炉冷修，设备运行效率提高使得产量提升所致，2017 年的增长主要系铜价上涨所致，阴极铜占比三年分别为 31.90%、32.29%和 36.89%。

同时，公司开展贸易铜业务，一方面为配合公司自身产品阴极铜销售，在公司阴极铜库存不足时，以贸易铜进行调剂补充，满足客户市场需求；另一方面是利用闲余资金，通过做短期的铜贸易来获取利润。2015~2017 年，贸易铜收入分别为 161.59 亿元、192.61 亿元和 199.67 亿元，变化主要受铜贸易行情和铜价格变化共同影响所致，占比分别为 40.36%、43.04%和 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，近三年黄金营业收入呈上升趋势，分别实现收入 54.38 亿元、51.35 亿元和 51.32 亿元，占比为 13.58%、11.47%和 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 3 2015 年~2018 年上半年公司铜冶炼板块营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 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	127.71	31.90	7.53	144.49	32.29	6.51	175.12	36.89	4.63	105.40	48.30	4.27
贸易铜	161.59	40.36	3.88	192.61	43.04	2.60	199.67	42.06	1.35	74.51	34.14	0.85
金	54.38	13.58	5.73	51.35	11.47	5.52	51.32	10.81	4.25	26.20	12.01	4.15
银	23.56	5.89	7.17	34.04	7.61	3.02	23.92	5.04	2.76	7.13	3.27	3.23
锌锭	20.03	5.00	-0.06	8.62	1.93	1.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
镍	4.27	1.07	-0.68	10.47	2.34	1.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
硫酸	3.60	0.90	53.46	2.21	0.49	45.34	2.84	0.60	54.85	1.57	0.72	57.82
其他	5.19	1.30	10.05	3.73	0.83	2.84	21.82	4.60	2.96	3.42	1.57	50.28
合计	400.34	100.00	5.77	447.51	100.00	4.38	474.68	100.00	3.34	218.23	100.00	4.16

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。2015~2017 年，公司阴极铜毛利率呈波动持续下降趋势，分别为 7.53%、6.51%和 4.63%，主要系近三年铜精矿加工费（TC/RC）持续下降所致。同期，公司贸易铜的毛利率分别为 3.88%、2.60%和 1.35%，毛利率逐年下降主要系随着相关部门的监管，市场上通过贸易铜融资的现象逐渐减少使得高价差的套利机会减少所致，公司贸易铜的毛利率基本回归正常水平，毛利较小。硫酸为公司毛利率较高的产品，2015~2017 年，分别为 53.46%、45.34%和 54.85%，主要系受硫酸价格影响所致。整体看，近三年公司铜冶炼板块综合毛利率持续下降，分别为 5.77%、4.38%和 3.34%。

2018 年 1~6 月，公司炼铜板块实现营业收入 218.23 亿元，同比减少 6.94%，主要系贸易铜的销售量较去年同期减少所致；综合毛利率 4.16%，较去年同期增加 2.75 个百分点，主要系阴极铜的销量较去年同期增长，且阴极铜的毛利率高于贸易铜，造成综合毛利率较去年同期增加所致。

（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。

2015~2017 年，公司分别采购铜精矿 140.84 万吨、180.54 万吨和 178.48 万吨，2015 年采购数量较少主要系年内冶炼设备维修，计划采购量减少所致。

表 4 2015 年~2017 年公司铜精矿采购情况

铜精矿	2015 年	2016 年	2017 年
采购量（万吨）	140.84	180.54	178.48
采购价格（元/吨）	10,175.00	9,421.04	10,228.00
铜精矿加工费（TC/RC）（美元/吨、美分/磅）	112.00/11.20	97.50/9.75	92.50/9.25

资料来源：公司提供

从采购价格上看，铜冶炼企业购买每吨铜精矿的最终价格是在未来同笔铜精矿完成冶炼时，在伦敦金属交易所（LME）铜均价基础上计算的计价值扣减加工费所得，铜精矿加工费（TC/RC）是由每年各大型铜冶炼企业与矿山和经销商开会谈判决定，一年制订一次，各铜冶炼企业以此为基准，有一定的上下浮动。每吨铜精矿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，目前一般为 96.60%，铜冶炼企业超出回收率而多提取的阴极铜不计价。公司冶炼技术优势明显，铜精矿的回收率一般为 98.72%，超出计价回收率 2.12%，此部分成为公司的重要利润来源。铜精矿加工费近三年逐年下降，对公司盈利产生一定不利影响。

价格风险管理方面，从铜精矿离岸到完成冶炼周期一般为 6 个月，但由于议价能力有限且铜价波动较大，大多数矿山仅承担四个月内的铜价波动风险，所以一般采用离岸后 4 个月的价格计价，为了应对剩余 2 个月的铜价波动，公司执行“不投机、全保值”的套期保值策略来规避风险（具体套期保值内容见“产品销售”部分）。

在选矿方面，公司一般遵循两个原则，一是设定矿物中各成分比重范围，以规避设备耗损过大或需要添加其他辅料，导致生产成本大幅增加的风险；二是不追求高品位铜精矿，随着公司冶炼技术的发展，回收其他副产品和处理杂质的能力有所提高，公司会根据效益原则挑选利润较高的铜精矿进行冶炼。

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。2015~2017 年，公司前五大供应商占比分别为 64.62%、55.24%和 39.30%，集中度逐年下降，主要是因为公司不断拓展上游客户，以避免采购集中风险和提价能力。

表 5 2015~2017 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
2015 年	1	奥尤陶勒盖有限责任公司	蒙古	248,879	64.62
	2	马克瑞士矿业有限公司	瑞士	227,352	
	3	必和必拓公司	澳大利亚	160,857	
	4	美国自由港麦克莫兰铜金矿公司	美国	155,135	
	5	托克贸易公司	瑞士	133,874	
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

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，公司认购塞浦路斯 EMED 矿业有限公司发行的可转债，债券期限为 18 个月。截至目前，该笔可转债已转换为塞浦路斯 EMED 矿业有限公司 21.93%的股权，公司成为其第二大股东，并拥有董事会席位。EMED 拥有西班牙最大

的铜矿力拓（RioTinto）铜矿 100%的股权。

公司贸易铜业务方面，贸易铜即成品阴极铜的直接买卖，其销售方式与公司自产阴极铜相同。结算方式上，国内为采用先款后货模式，国外为信用证模式，一般六个月左右向银行付款赎单。公司开展贸易铜业务一方面为配合公司自身产品阴极铜销售，在公司阴极铜库存不足时，以贸易铜进行调剂补充，满足客户市场需求；另一方面是为利用闲余资金，通过做短期的铜贸易来获取利润。公司按照“以需定购”、“套期保值”，并保持合理库存的原则开展贸易铜业务。公司所采购贸易铜均为在上海交易所交易的 A 级铜，大部分为实物交易，价格参考当前市场价格。

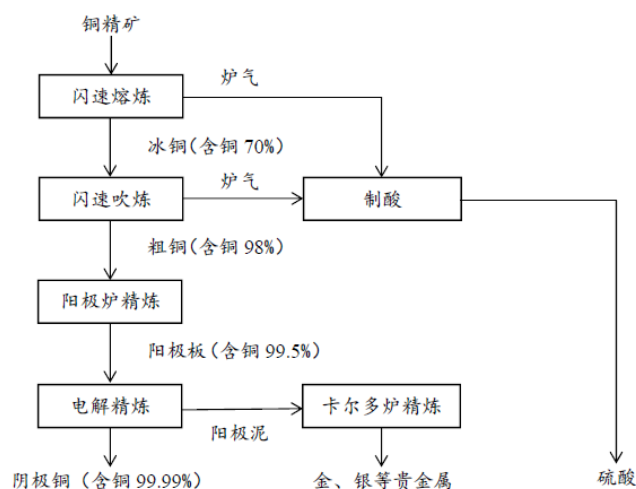
总体看，公司精铜矿的采购主要依靠国外进口，近三年供应商集中度逐年下降，由于 2015 年内冶炼设备维修，导致采购数量有所下降；近三年，铜精矿采购价格有所波动，公司通过套期保值规避铜价波动风险，但铜精矿加工费的下降对公司盈利能力产生一定影响；目前公司正积极投资海外矿山资源来提升公司铜精矿原材料自给率。

（2）生产加工

公司采用“年度预算”的模式来组织生产。每年 11 月份，根据祥光集团的生产规划，开始拟定下一年的生产计划，并由财务部制定相关预算，在预算下进行生产计划。生产运营部每天对生产情况进行监控，包括产量，库存量等多项指标，根据进度完成情况及时调整生产。

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。

图 7 铜冶炼生产工艺图



阴极铜是公司主要产品，公司阴极铜主要经粗炼和精炼而成。公司目前阳极板（粗炼）设计产能 40 万吨，由于公司的技术改进，实际冶炼能力可达到 45 万吨，而通过二期建设及自主研发，公司的电解车间的电解（精炼）能力为 50 万吨，由于精炼产能大于粗炼产能，公司会结合市场阳极板的加工费及现有电解车间生产成本，购买部分阳极铜进行电解，电解成阴极铜后出售。2015~2017 年，公司阴极铜产量为 36.24 万吨、46.32 万吨和 43.18 万吨，2015 年产量较少主要系年内冶炼设备维修所致。近三年，阴极铜产能利用率分别为 90.60%、115.80%和 107.95%，产能利用率高。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 6 月底，公司阴极铜回收率达到 98.72%，高于一般行业标准 2.22 个百分点。

随着二期副产品提取项目的建成，以及公司在提取技术方面的进步，公司金、银、硫酸等副产品的产量随之增加。2012 年公司通过自主研发建成了贵金属提炼车间并投入运营。公司在铜冶炼过程中，有大量贵金属富集在铜阳极泥中。针对这一情况，公司通过自主研发回收工艺，对铜冶炼过程伴生稀散、稀贵金属进行综合回收。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，为公司利润的重要补充。

表 6 2015~2017 年公司铜冶炼板块生产情况

产品	指标	2015 年	2016 年	2017 年
阴极铜	产能（万吨）	40.00	40.00	40.00
	产量（万吨）	36.24	46.32	43.18
	产能利用率（%）	90.60	115.80	107.95
	回收率（%）	98.70	98.71	98.71
金	产能（吨）	20.00	20.00	20.00
	产量（吨）	22.06	19.62	19.16
	产能利用率（%）	110.30	98.10	95.80
银	产能（吨）	600.00	600.00	600.00
	产量（吨）	387.57	567.33	498.72
	产能利用率（%）	64.60	94.55	83.12
硫酸	产能（万吨）	170.00	170.00	170.00
	产量（万吨）	133.77	161.07	153.29
	产能利用率（%）	78.69	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，近三年占比均在 95%以上，其余为燃料动力费用，制造费用及人工成本等。

环保方面，生产过程的两个重要工序——闪速熔炼工序、闪速吹炼工序完全在密闭的系统中进行，二氧化硫及粉尘烟气得到有效回收制造硫酸，二氧化硫总体转化为硫酸比率达到 99.9%；废渣经过处理后出售给下游炼铁和建筑企业；公司拥有先进的废水循环系统，目前废水循环利用率为 100%。

总体看，公司铜冶炼板块生产规模较大，工艺水平处在行业领先地位，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

公司的阴极铜销售分为长期合同销售和现货销售两种，其中长期合同约占总量的 85%。长期销售合同一般时间为 1 年，按合同约定，每月供货数量固定，产品定价是以上海期货交易所或长江有

色金属网铜当月合约的月度均价加买卖双方商定的固定升水。具体方式为公司在每次发货前通知客户发货数量，客户以发货当日期间上海期货交易所电解铜所报结算价加升水作为临时单价，向公司支付临时货款，公司收到货款后发货。发货月结束后，以发货月内上海期货交易所电解铜每个报价日所报均价的算术平均价加升水作为当月所发货物的结算单价，同时双方以结算单价与实际发货数量进行结算。现货销售以长江有色金属网电解铜当天所报均价为基础，结合对客户战略定位，分别以上线价、均价或下线价销售。

公司阴极铜的销售采取期货市场套期保值的经营策略，以期货市场对冲价格波动风险，阴极铜的价格波动对公司的影响不大。具体的前期操作是公司根据与矿商供货协议，以矿商提供的形式发票总价扣除加工费开具信用证，形式发票上的价格是矿商出票日前 10 天伦敦有色金属交易所现货的平均价格。在点价模式下，计价月之前，买卖双方进行点价，即买方与卖方确认以当时的市场价格作为结算价，该点价的结算价作为最终发票的价格；在均价模式下，买卖双方以月均价作为最终发票的价格。公司在进行点价或通过月均价确定铜精矿的现货价格同时，即在期货市场上进行卖出阴极铜的期货合约进行对冲保值，期货标准合约一般为三个月。公司将根据生产和销售的情况，在产品阴极铜最终销售时，在期货市场上进行平仓。

2015~2017 年，受市场价格影响，公司阴极铜平均售价波动增长，分别为 3.52 万元/吨、3.13 万元/吨和 4.11 万元/吨。2015~2017 年，公司阴极铜销售量分别为 36.30 万吨、46.23 万吨和 42.63 万吨，产销率分别为 100.17%、99.80%和 98.72%，产销情况稳定。2015~2017 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 7 2015~2017 年公司主要产品销售情况

产品	指标	2015 年	2016 年	2017 年
阴极铜	销售量（万吨）	36.30	46.23	42.63
	产销率（%）	100.17	99.80	98.72
	价格（万元/吨）	3.52	3.13	4.11
硫酸	销售量（万吨）	132.52	162.97	149.88
	产销率（%）	99.07	101.18	97.78
	价格（元/吨）	318.00	135.73	189.34
金	销售量（吨）	21.97	19.34	18.95
	产销率（%）	99.59	98.60	98.88
	价格（万元/吨）	24,750.00	26,549.08	27,086.09
银	销售量（吨）	401.25	515.17	478.96
	产销率（%）	103.53	90.81	96.04
	价格（万元/吨）	370.00	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。

由于国内对阴极铜采取出口限制的政策，导致了国内的价格长期比国外的价格低，为了纠正这个问题，中国分两批开放了进料加工出口许可。公司作为第一批进入《铜冶炼行业准入条件》的企业，拥有一定的阴极铜出口指标，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 8 2015~2017 年公司阴极铜销售国内外分布情况（单位：万吨）

销售地区	2015 年	2016 年	2017 年
国外	14.14	22.15	15.90
国内	22.16	24.08	26.73
合计	36.30	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，2015~2017 年，公司阴极铜销售前五名客户合计占比分别为 60.61%、64.74%和 66.02%，前五名客户占比较高，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 9 2015~2017 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
2015 年	1	香港鸿润国际控股有限公司	中国香港	420,762.23	60.61
	2	山东祥瑞铜材有限公司	中国	118,060.70	
	3	中色奥博特铜铝业有限公司	中国	92,276.40	
	4	天津大无缝铜材有限公司	中国	75,806.23	
	5	大冶有色南方工贸有限公司	中国	60,612.02	
2016 年	1	香港鸿润国际控股有限公司	中国香港	587,978.20	64.74
	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

其他产品的销售方面，我国黄金的交易主要通过上海黄金交易所进行，公司于 2014 年 9 月成为上海黄金交易所交易专户，其生产的金锭是上海黄金交易所认可的交割品牌，公司的黄金交易为自营交易。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。由于硫酸产品的特殊性，公司的硫酸销售主要以直销为主，经销商销售为辅的模式，目前主要销售山东、河北、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。

总体看，公司阴极铜销售以长期销售合同为主，下游客户包括铜加工厂商和贸易商；贸易铜与阴极铜销售渠道一致；公司通过对比国内外铜价格决定出口比例，在销售时采取套期保值对冲铜价波动；公司其他产品也保持着较为稳定的下游销售渠道。近年来公司产销率维持较高水平，产品价格变动与市场价格保持一致。

3. 鸡肉生产板块

公司鸡肉生产板块主要由子公司凤祥集团生产经营，凤祥集团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。

从收入构成上看，公司鸡肉生产板块以生食为主，2015~2017 年，分别实现收入 18.64 亿元、18.56 亿元和 14.55 亿元，其中，2017 年大幅下降，主要系受年初禽流感影响、国外订单大幅减少所致；2015~2017 年生食业务占比逐年下降，分别为 70.71%、65.79%和 56.87%。其次为熟食收入，2015~2017 年分别实现收入 4.85 亿元、5.85 亿元和 7.92 亿元，逐年增长，主要系公司不断推广其熟食品牌所致；同期，该板块占比逐年上升，分别为 18.42%、20.74%和 30.97%。受公司调整产品结构影响，2015~2017 年，调味品、乳制品等收入有所波动；另外，公司于 2016 年新增鸡苗业务。

从毛利率上看，2015~2017 年，受行业景气度波动及疫情影响，生食业务毛利率波动下降，分别为 13.96%、14.87%和 13.44%。2015~2017 年，熟食业务毛利率逐年下降，分别为 8.09%、6.67%和 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，近三年公司鸡肉生产板块毛利率波动下降，分别为 13.62%、15.95%和 12.19%。

2018 年 1~6 月，公司鸡肉生产板块实现收入 14.19 亿元，较去年同期增加 24.04%，主要系鸡肉生产板块行情逐步恢复，销售同比增长所致；综合毛利率为 8.85%，较去年同期增加 2.76 个百分点，主要系鸡肉生产板块行情有所好转所致。

表 10 2015~2018 年上半年公司鸡肉（包括其他农业）各产品经营情况（单位：亿元、%）

产品	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~6 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	18.64	70.71	13.96	18.56	65.79	14.87	14.55	56.87	13.44	8.45	59.56	4.74
熟食	4.85	18.42	8.09	5.85	20.74	6.67	7.92	30.97	4.88	4.25	29.95	8.09
调味品	1.36	5.16	29.81	0.89	3.16	32.58	1.02	3.99	32.74	0.30	2.15	28.24
乳制品	0.16	0.62	12.71	--	--	--	--	--	--	--	--	--
鸡苗	--	--	--	1.49	5.28	49.66	0.71	2.77	15.24	0.70	4.96	36.27
其他	1.34	5.09	12.68	1.42	5.03	22.54	1.38	5.41	39.81	0.48	3.38	35.43
合计	26.36	100.00	13.62	28.21	100.00	15.95	25.58	100.00	12.19	14.19	100.00	8.85

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

公司进行养殖的品种为白羽鸡，为保证鸡种的纯洁，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 5 年的战略合作合同，以 25 元/只的固定价格进口父母代种鸡，同星科宝为湖北同星农业有限公司和美国科宝公司合资成立的种禽繁育公司。美国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。

2015~2017 年，公司肉鸡产量逐年增长，分别为 10,132 万只、10,289 万只和 10,351 万只，产能利用率为 101.32%、85.74%和 86.00%，产能利用率尚可。

表 11 2015~2017 年公司农业板块主要产品生产情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
期末父母代种鸡存栏数（万套）	122.36	152.17	126.82
肉鸡	产能（万只）	10,000.00	12,000.00

	产量（万只）	10,132.00	10,289.00	10,351.00
	产能利用率（%）	101.32	85.74	86.00

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。由于公司饲养环境较好，鸡群的抗病能力较强。公司每只鸡的用药成本为 0.2~0.3 元，远低于 1.5 元/只的行业平均用药成本。良好的管理也使得种鸡的平均繁殖数量高于行业平均水平，公司每只种鸡可繁育鸡苗达 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 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。

节能环保方面，公司拥有专门的处理车间，鸡粪全部通过发酵处理后制成化肥进入自有农业园使用。公司拥有自主研发的鸡舍干洗技术，通过高压气吹掉浮土、泡沫爆破去污、高压气雾去除泡沫等三个步骤达到清理鸡舍的效果，可以节约 80%的清洁用水。

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。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。

2015~2017 年，公司鸡肉产品销量波动减少，分别为 21.87 万吨、26.91 万吨和 21.38 万吨，2015 年销量较少主要系泰国养殖成本及关税较我国低廉，以致部分订单流失所致，2016 年随着国内市场有效拓展公司销量有所提高，但 2017 年销售又出现下降，主要系受国内禽流感影响所致。近三年公司产销率维持在较高水平，分别为 93.19%、105.61%和 100.75%。2015~2017 年，受市场行情影响，公司鸡肉产品平均销售价格波动上升，分别为 1.07 万元/吨、0.91 万元/吨和 1.10 万元/吨。

表12 2015~2017年公司鸡肉产品销售量及销售价格情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
销量（万吨）	21.87	26.91	21.38
产量（万吨）	23.47	25.48	21.54
库存量（万吨）	4.03	2.60	2.44
产销率（%）	93.19	105.61	100.75
销售收入（亿元）	23.49	24.41	23.49
平均销售价格（万元/吨）	1.07	0.91	1.10

资料来源：公司提供

总体看，公司鸡肉生产板块业务规模较大，产业链完整，在养殖技术和养殖成本上处于行业优势地位。近三年，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. 关联交易

近三年，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，2015~2017 年，

采购金额分别为 1.34 亿元、3.18 亿元和 28.45 亿元，占营业成本比重较小。关联销售交易主要为向关联方销售贸易铜以及阴极铜，2015~2017 年，销售金额分别为 55.62 亿元、72.49 亿元和 86.34 亿元，占比营业收入的比重分别为 13.03%、15.23%和 17.24%。

表 13 2015~2017 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
2015 年	1.34	0.34	55.62	13.03
2016 年	3.18	0.70	72.49	15.23
2017 年	28.45	5.91	86.34	17.24

资料来源：公司提供

总体看，近三年关联交易在公司业务中占据一定的比例，但关联交易系公司开展业务需要而产生，整体关联交易风险不大；公司对关联方应收应付项目金额较小。

5. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 16.60 次、22.77 次和 52.31 次，2017 年该指标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；存货周转次数分别为 5.89 次、6.74 次和 6.87 次，2015 年较低主要受停炉冷修影响；总资产周转次数分别为 1.49 次、1.73 次和 1.88 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 14 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
新凤祥	52.82	6.87	1.88

资料来源：Wind 资讯

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，公司经营效率尚可，但与同行业领先企业仍有一定差距。

6. 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。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，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

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

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，公司战略规划切实可行，符合公司目前发展情况。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2017年度合并财务报表均由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见，公司提供的2018年1~6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。截至2018年6月底，公司合并报表范围包括7家子公司。公司近三年财务报表合并范围变化情况如下表所示，由于转让、新设或者处置的子公司规模较小，且公司主营业务未发生变化，合并范围的变化对财务数据可比性的影响较小。

表 15 2015~2017 年公司财务报表合并范围变化情况

时间	变动情况	公司名称	变动原因
2015 年	增加	新凤祥财务有限公司、鲁西南医院有限公司、山东祥瑞热电有限公司	新设
2016 年	减少	鲁西南医院有限公司	转让
	减少	山东凤祥纺织有限公司、山东凤祥集团进出口有限公司、阳谷县农业开发有限公司	处置
	增加	凤祥食品有限公司、山东凤祥饮品有限公司、兴文凤祥山地乌骨鸡发展有限公司、阳谷华安耶果农业科技有限公司、新凤祥售电有限责任公司 ¹	新设
2017 年	增加	山东祥宇信息技术有限责任公司	新设

资料来源：公司提供

注：以纳入合并范围时间为准。

¹ 现已更名为新凤祥能源发展有限公司。

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 6 月底，公司合并资产总额 267.14 亿元，负债合计 174.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 92.99 亿元，归属于母公司的所有者权益 82.76 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 232.70 亿元，净利润（含少数股东损益）1.98 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.58 亿元。

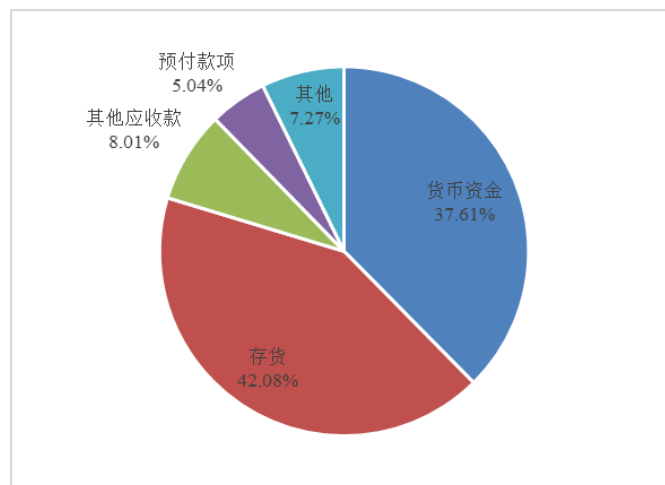
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模呈逐年减少态势，年均复合减少 3.57%，主要系流动资产减少所致。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

2015~2017 年，公司流动资产呈逐年减少态势，年均复合减少 3.33%。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 8 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金呈波动减少态势，年均复合减少 6.39%。截至 2016 年底，公司货币资金账面价值为 59.14 亿元，较年初大幅减少 18.45%，主要系 2016 年偿还债务规模较大所致。截至 2017 年底，公司货币资金为 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，包括信用保证金（占 90.41%）、存放银行业金融机构保证金（占 0.35%）、用于担保的定期存款或通知存款（占 0.61%）、存放央行准备金（占 3.88%）和银行承兑汇票保证金（占 4.74%），受限资金占货币资金的 89.69%，受限比例高，主要系采购铜精矿开具信用证所致，符合公司所在行业特征。

2015~2017 年，公司预付款项呈波动增长态势，年均复合增长 4.79%。截至 2016 年底，公司预付款项账面价值为 10.01 亿元，较年初大幅增长 29.10%，主要系境外子公司预付铜精矿货款暂未收

货所致。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%。

2015~2017 年，公司其他应收款呈逐年增长态势，年均复合增长 33.32%。公司其他应收款主要是公司的期货保证金构成。截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 12.02 亿元，较年初大幅增长 57.76%，主要系铜价格上涨和贸易类业务量增大导致期货保证金较上年增加所致。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%。

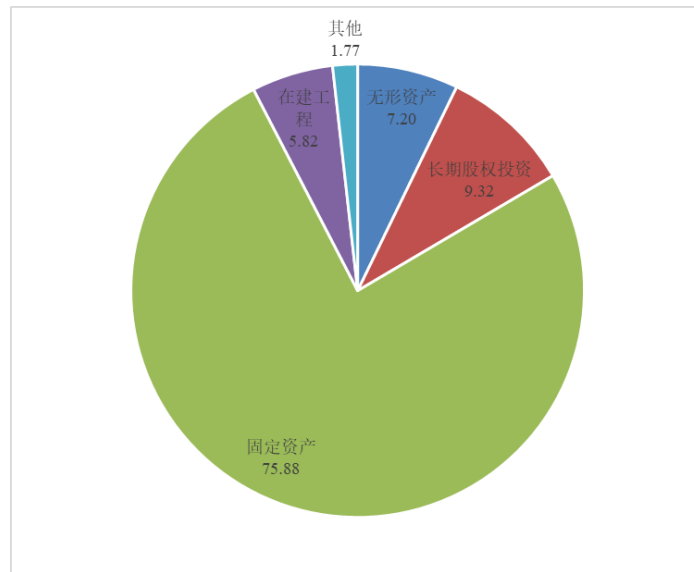
2015~2017 年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长 4.73%。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 71.10 亿元，较年初增长 2.90%。公司存货主要由原材料（占 23.34%）、在制品（占 38.95%）、半成品（占 16.96%）和库存商品（占 19.61%）组成。公司库存规模相对较大，主要系铜加工业务分布在整条生产线内的在制品库存较大所致。公司采用套期保值和锁定作价期等来规避价格波动风险，以此来保证库存的价值安全。截至 2017 年底，公司对原材料存货计提 17.32 万元跌价准备，其他存货未发生减值情况，相应未计提存货跌价准备。公司存货中库存商品主要为阴极铜，且原材料、在制品、半成品也能在较短时间内通过生产转换为阴极铜，由于阴极铜是国际期货市场成熟品种，不但具有很强的贸易性和交割性，还在一定程度上具有“金融属性”，因此公司存货具备较强的变现能力。

2015~2017 年，公司应收账款呈逐年减少态势，年均复合减少 63.04%。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 15.36 亿元，较年初大幅减少 41.61%，主要系收回关联公司 GMK（UK）LTD 款项 11 亿元所致。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

2015~2017 年，公司非流动资产呈逐年减少态势，年均复合减少 3.99%。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。

图 9 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资呈波动增长态势，年均复合增长 13.91%。截至 2016 年底，公司长期股权投资账面价值为 6.73 亿元，较年初减少 0.36%。截至 2017 年底，公司长期股权投资账面价值为 8.76 亿元，较年初大幅增长 30.22%，主要系对 ATALAYAMININGPLC（以下简称“ATALAYA”）追加投资以及新投资聊城祥光发电有限公司（以下简称“聊城祥光”）所致。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%）。

2015~2017 年，公司固定资产呈逐年减少态势，年均复合减少 7.23%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 80.44 亿元，较年初减少 2.90%。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。

2015~2017 年，公司在建工程呈波动增长态势，年均复合增长 50.25%。截至 2016 年底，公司在建工程账面价值为 1.86 亿元，较年初大幅减少 23.24%，主要系在建工程转固所致。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。

2015~2017 年，公司无形资产呈逐年减少态势，年均复合减少 7.91%。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值为 7.66 亿元，较年初减少 4.00%。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 6 月底，公司资产合计 267.14 亿元，较年初增加 1.60%。其中，流动资产占 65.08%，

非流动资产占 34.92%，较年初变化不大。

总体看，公司资产结构以流动资产为主；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。

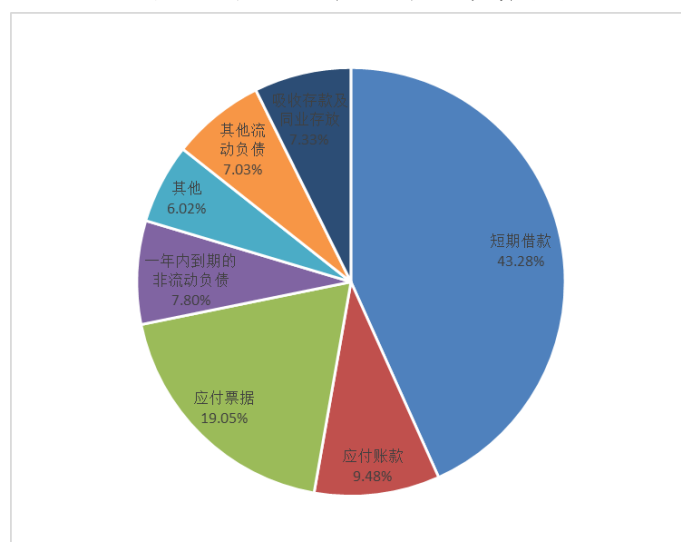
3. 负债及所有者权益

2015~2017 年，公司负债规模呈逐年减少态势，年均复合减少 5.49%，主要系流动负债减少所致。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

2015~2017 年，公司流动负债呈波动增长态势，年均复合增长 0.86%。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 10 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款呈逐年减少态势，年均复合减少 11.27%。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%。

2015~2017 年，公司应付票据呈波动增长态势，年均复合增长 29.00%。截至 2016 年底，公司应付票据账面价值为 15.93 亿元，较年初减少 2.16%。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%）。

2015~2017 年，公司应付账款呈逐年增长态势，年均复合增长 50.51%。截至 2016 年底，公司应付账款账面价值为 7.91 亿元，较年初大幅增长 32.92%，主要系当年底部分贸易铜和铜精矿业务未完成支付所致。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

要系铜价上涨，公司采购铜精矿金额增加，部分未结算到期所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债呈波动减少态势，年均复合减少 6.73%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债账面价值为 2.97 亿元，较年初大幅减少 76.74%，主要系一年内到期的非流动负债到期所致。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。

2015~2017 年，公司其他流动负债分别为 0.00 亿元、5.00 亿元和 10.00 亿元。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。

2015~2017 年，公司吸收存款及同业存放呈逐年增长态势，年均复合增长 379.93%。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。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年减少，年均复合减少 74.22%。截至 2016 年底，公司其他应付款 8.46 亿元，较年初减少 66.75%，主要系资金往来大幅减少所致。截至 2017 年底，公司其他应付款 1.69 亿元，较年初减少 80.01%，主要系公司减少从其他公司资金拆借规模所致。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

2015~2017 年，公司非流动负债呈波动减少态势，年均复合减少 23.45%。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%；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。

2015~2017 年，公司长期借款呈逐年减少态势，年均复合减少 45.11%。截至 2016 年底，公司长期借款账面价值为 39.60 亿元，较年初减少 7.04%。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。

2015~2017 年，公司应付债券呈波动增长态势，年均复合增长 41.42%。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，公司应付债券主要由“15 祥光 MTN001”（规模 10 亿元，固定利率 6.50%，债券期限 3 年）和“16 阳谷祥光 MTN001”（规模 10 亿元，固定利率 6.50%，债券期限 3 年）构成。

2015~2017 年，公司全部债务呈逐年减少态势，年均复合减 1.47%。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。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 69.42%、68.15%和 66.68%；公司全部债务资本化比率分别为 64.95%、65.19%和 63.98%；公司长期债务资本化比率分别为 37.82%、41.06%和 27.26%。

截至 2018 年 6 月底，公司负债规模合计 174.15 亿元，较年初减少 0.67%，其中流动负债 139.41 亿元（占 80.05%），非流动负债 34.74 亿元（占 19.95%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2018 年 6 月底，公司全部债务为 155.07 亿元，较年初减少 0.35%。其中，公司短期债务为 120.57 亿元（占 77.75%），较年初减少 1.80%；公司长期债务为 34.50 亿元（占 22.25%），较年初增长 5.07%，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 65.19%、62.51%和 27.06%，债务负担较年初有所减轻。

总体看，近三年，公司负债规模逐年减少，负债率降低，负债结构以流动负债为主；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。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益呈波动增长态势，年均复合增长 0.65%，主要系公司未分配利润增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 85.55 亿元，较年初小幅减少 1.08%，主要系少数股东权益减少所致。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较弱。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益合计 92.99 亿元，较年初增长 6.14%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致，少数股东权益增长主要系子公司祥光铜业的部分股权转让给招商证券所致；所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占 89.00%，较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益规模波动增长，公司所有者权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入呈逐年增长态势，分别为 426.87 亿元、476.07 亿元和 500.69 亿元，年均复合增长 8.30%，主要系铜冶炼板块收入规模逐年增长所致；营业成本分别为 400.02 亿元、451.76 亿元和 481.64 亿元，年均复合增长 9.73%，营业收入增长幅度略低于营业成本。2015~2017 年，公司净利润呈逐年减少态势，分别为 5.27 亿元、4.64 亿元和 4.10 亿元，年均复合减少 11.80%。归属于母公司所有者净利润分别为 4.17 亿元和 4.81 亿元和 3.80 亿元，2016 年归属于少数股东的所有者权益为负，主要系山东凤祥饮品有限公司、凤祥食品有限公司 2016 年出现经营性亏损，根据约定由少数股东承担相应的亏损。

从期间费用来看，2015~2017 年，公司期间费用总额分别为 20.66 亿元、18.86 亿元和 13.96 亿元，公司期间费用呈逐年减少态势，年均复合减少 17.79%，公司费用以管理费用和财务费用为主。2015~2017 年，公司销售费用呈波动增长态势，年均复合增长 4.70%。2016 年，公司销售费用为 2.42 亿元，较上年大幅增长 29.82%，主要系职工薪酬、销售服务费增长所致。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。2015~2017 年，公司管理费用呈波动减少态势，年均复合减少 2.12%。2016 年，公司管理费用为 4.61 亿元，较上年增长 3.92%。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。2015~2017 年，公司财务费用呈逐年减少态势，年均复合减少 26.93%。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。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 4.84%、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，2015~2017 年，公司所取得的投资净收益分别为-0.15 亿元、-0.15 亿元和 0.13 亿元，公允价值变动收益分别为-0.04 亿元、37.84 万元和 0.00 万元，资产处置收益分别为 0.00 元、0.00 元和 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；2015~2017 年，公司所取得的营业外收入呈波动减少态势，年均复合减少 2.01%。2016 年，公司所取得的营业外收入为 0.79 亿元（占当年公司营业利润 14.05%），较上年大幅增长 41.04%，主要系退税、罚款收入、无法支付的应付账款收入等增长所致。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，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 6.26%、5.06%和 3.65%，呈逐年下降态势，主要系铜精矿加工费（TC/RC）逐年下降以及毛利率较低的贸易铜占比上升所致；2015~2017

年，公司总资本收益率分别为 5.91%、6.11%和 5.09%，总资产报酬率分别为 5.33%、5.83%和 5.05%，净资产收益率分别为 6.32%、5.39%和 4.74%。与国内同行业其他上市公司相比，2017 年公司主要盈利指标均处于行业中间水平。

表 16 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 1~6 月，公司实现营业收入 232.71 亿元，同比减少 5.45%，主要系铜冶炼板块产品中的贸易铜销售量同比减少以及银的销售收入同比减少所致；归属于母公司净利润 2.09 亿元，同比增加 107.21%，主要系由于产品结构调整，铜冶炼板块整体毛利同比增加以及鸡肉生产板块行情好于去年同期所致。

总体看，公司收入规模较大，近三年呈逐年增长态势，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，近三年公司盈利能力有所下降；公司财务费用对公司利润水平侵蚀情况有所改善，整体费用控制能力较强，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入小计呈逐年增长态势，年均复合增长 7.28%，主要系销售商品、提供劳务收到的现增加所致。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%，主要系产品价格上涨销售收入增加和另外公司减少预付款项及加大对应收账款的催收力度所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流出小计呈逐年增长态势，年均复合增长 6.98%。2016 年，公司经营活动现金流出小计为 562.52 亿元，同比大幅增长 13.56%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。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，2015~2017 年，公司经营活动现金净额分别为 24.36 亿元、8.63 亿元和 31.24 亿元，呈波动增长态势。2015~2017 年，公司现金收入比率分别为 112.77%、114.79%和 110.73%，呈波动下降态势，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入小计呈波动增长态势，年均复合增长 84.52%。2016 年，公司投资活动现金流入小计为 10.08 亿元，同比大幅增长 327.79%，主要系出售国开厚德（北京）投资基金有限公司 1.00 亿元股权，香港祥光卖出短期投资国外上市公司股票 2.67 亿元所致所致。2017 年，公司投资活动现金流入小计为 8.02 亿元，同比减少 20.41%，主要系收回投资收到的现金减少所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出小计呈波动增长态势，年均复合增长 27.05%。2016 年，公司投资活动现金流出小计为 11.18 亿元，同比大幅增长 108.60%，主要系 2016 年公司子公司凤祥股份构建固定资产和祥光铜业构建固定资产等较多所致。2017 年，公司投资活动现金流出小计为 8.65 亿元，同比大幅减少 22.62%，主要系投资支付的现金以及取得子公司及其他营业单位支付的现金净额减少所致。综上影响，2015~2017 年，公司投资活动现金净额分别为-3.00 亿元、-1.10 亿元和-0.63 亿元，净流出呈逐年减少态势。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入小计呈逐年减少态势，年均复合减少 20.47%，主要系缩减借款规模所致。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%。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出小计呈逐年减少态势，年均复合减少 17.39%，主要系偿还债务支付的现金以及偿还债务支付的现金减少所致。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%。综上影响，2015~2017 年，公司筹资活动现金净额分别为-19.90 亿元、-24.03 亿元和-29.47 亿元，净流出呈逐年增长态势。

2018 年 1~6 月，公司经营活动现金净额为 12.02 亿元，较去年同期减少 39.72%，主要系铜贸易量减少，营业收入同比下降，以及采购环节采用应付票据结算增加所致；投资活动现金净额为-1.49 亿元，净流出规模较去年同期减少 47.14%，主要系鸡肉生板熟食加工项目完工，投资活动减少所致；筹资活动现金净额为 1.37 亿元，由去年同期-10.80 亿元的净流出转为净流入，主要系公司调整筹资结构，借款净额增加所致。

总体看，近三年，公司经营活动现金流规模较大，投资活动现金净流出规模波动减少，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对到期债务进行置换。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.29 倍、1.40 倍和 1.19 倍，公司速动比率分别为 0.83 倍、0.83 倍和 0.69 倍，呈波动下降态势；公司现金短期债务比分别为 0.67 倍、0.59 倍和 0.54 倍，呈逐年下降态势，公司现金类资产对短期债务覆盖能力尚可。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，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 21.48 亿元、22.25 亿元和 19.92 亿元，呈波动下降态势。公司 2017 年 EBITDA 主要由利润总额占 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%构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.13 倍、0.14 倍和 0.13 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.37 倍、2.14 倍和 2.39 倍，呈波动上升态势。EBITDA 对利息的保障程度尚可，对全部债务的保障程度有待提高。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 6 月底，公司对外担保余额为 5.97 亿元，占 2018 年 6 月底净资产的 6.42%，担保比率尚可。

表 17 截至 2018 年 6 月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	担保起始日	担保到期日
1	山东祥瑞铜材有限公司	保证	1.15	2017/7/13	2018/7/13
2	山东祥瑞铜材有限公司	保证	0.60	2018/2/6	2019/2/6
3	山东祥瑞铜材有限公司	保证	0.29	2018/4/11	2018/10/11
4	鲁西南医院有限公司	保证	3.93	2017/10/28	2025/1/23
合计	--	--	5.97	--	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 6 月底，公司获得银行授信额度合计 337.23 亿元，其中已用授信额度 271.93 亿元，尚可使用授信额度 65.30 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2018 年 6 月底，公司无对生产经营产生重大影响的未决诉讼。

根据公司提供的公司本部《企业信用报告》（机构信用代码：G10371521000183206），截至 2018 年 10 月 16 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 2018 年 10 月 16 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），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 10 月 16 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）。

总体看，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；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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本次（期）公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 6 月底，公司债务总额为 155.07 亿元，本次拟发行债券规模为 20.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度适中，对公司负债水平有一定影响。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 20.00 亿元，在其它因素不变的情况下，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将分别提高 2.42 个百分点、2.80 个百分点和 9.89 个百分点至 67.62%、65.31%和 36.95%；假设本期募集资金净额为 5.00 亿元，在其它因素不变的情况下，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将分别提高 0.64 个百分点、0.74 个百分点和 2.75 个百分点至 65.83%、63.25%和 29.81%，债务负担将明显加重。考虑到本次债券发行后，部分募集资金拟用于偿还公司债务，公司实际债务水平将低于上述预测值，债务结构将有所改善。

2. 本次（期）公司偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 19.92 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 1.00 倍，为本期公司债券发行额度（5.00 亿元）的 3.98 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；2017 年经营活动产生的现金流入 598.17 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 29.91 倍，为本期公司债券发行额度（5.00 亿元）的 119.63 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本次债券覆盖程度高；2017 年经营活动产生的现金流量净额为 31.24 亿元，为本次公司债券发行额度（20.00 亿元）的 1.56 倍，为本期公司债券发行额度（5.00 亿元）的 6.25 倍，公司经营活动产生的现金流量净额对本次债券覆盖程度较高。

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，公司对本

次债券的偿还能力很强。

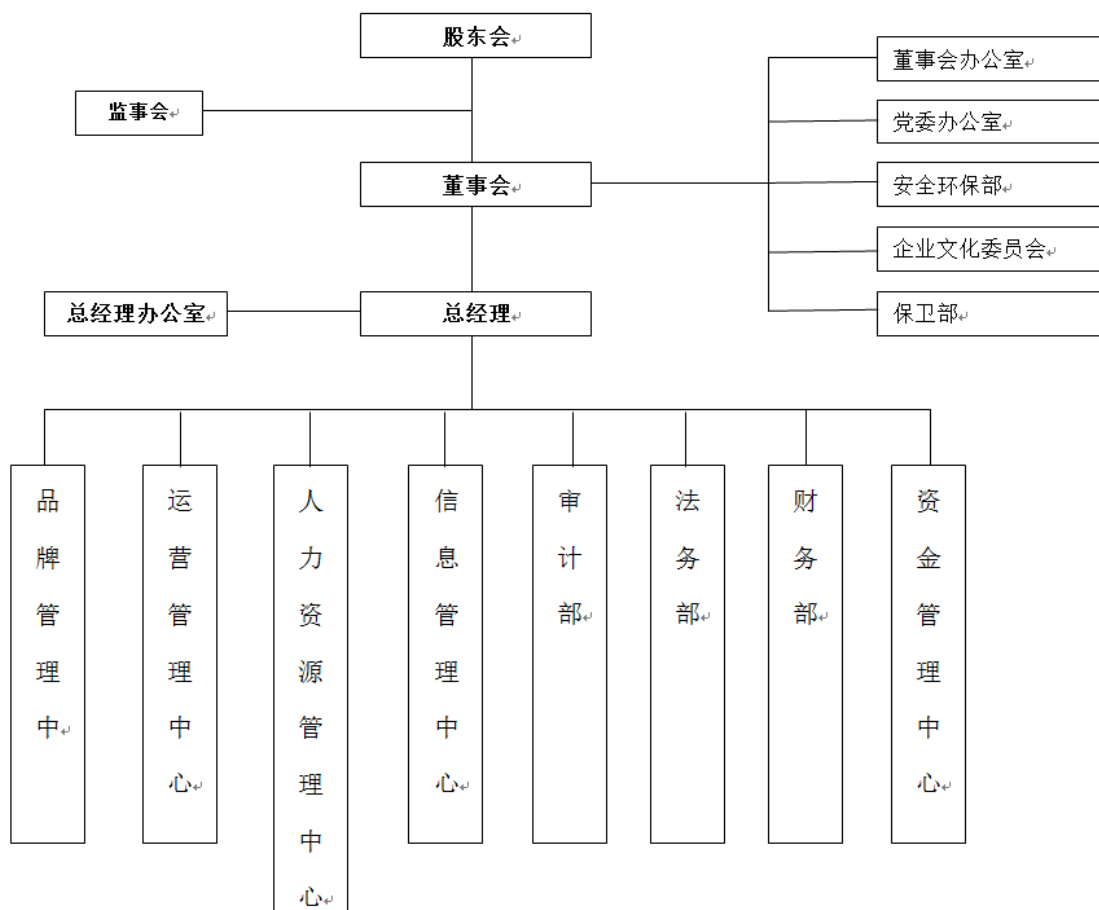
九、综合评价

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、生产成本控制能力、稳健套保以及交通区位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。近三年，公司经营状况良好，利润规模较为稳定，经营活动现金流状况较佳。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、铜加工费逐年下降、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。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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 新风祥控股集团有限责任公司 组织结构图



附件 2 新风祥控股集团有限责任公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额 (亿元)	282.77	268.64	262.94	267.14
所有者权益 (亿元)	86.48	85.55	87.61	92.99
短期债务 (亿元)	107.69	100.60	122.78	120.57
长期债务 (亿元)	52.59	59.60	32.83	34.50
全部债务 (亿元)	160.29	160.20	155.61	155.07
营业收入 (亿元)	426.87	476.07	500.69	232.70
净利润 (亿元)	5.27	4.64	4.10	1.98
EBITDA (亿元)	21.48	22.25	19.92	--
经营性净现金流 (亿元)	24.36	8.63	31.24	12.02
应收账款周转次数 (次)	16.60	22.77	52.31	--
存货周转次数 (次)	5.89	6.75	6.87	--
总资产周转次数 (次)	1.49	1.73	1.88	--
现金收入比率 (%)	112.77	114.79	110.73	112.91
总资本收益率 (%)	5.91	6.11	5.09	--
总资产报酬率 (%)	5.33	5.83	5.05	--
净资产收益率 (%)	6.32	5.39	4.74	2.19
营业利润率 (%)	6.26	5.06	3.65	4.27
费用收入比 (%)	4.84	3.96	2.79	3.44
资产负债率 (%)	69.42	68.15	66.68	65.19
全部债务资本化比率 (%)	64.95	65.19	63.98	62.51
长期债务资本化比率 (%)	37.82	41.06	27.26	27.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.37	2.14	2.39	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.14	0.13	--
流动比率 (倍)	1.29	1.40	1.19	1.25
速动比率 (倍)	0.83	0.83	0.69	0.75
现金短期债务比 (倍)	0.67	0.59	0.54	0.60
经营现金流动负债比率 (%)	17.42	7.08	21.96	8.63
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.07	1.11	1.00	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	4.30	4.45	3.98	--

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 2018 年 1~6 月财务报表未经审计，指标未年化。

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= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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。

联合信用评级有限公司关于 新风祥控股集团有限责任公司 公开发行 2018 年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年新风祥控股集团有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

新风祥控股集团有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。新风祥控股集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注新风祥控股集团有限责任公司的相关状况，如发现新风祥控股集团有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如新风祥控股集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至新风祥控股集团有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送新风祥控股集团有限责任公司、监管部门等。

