

信用等级公告

联合〔2020〕144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 2020 年公司债券（面向专业投资者）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 2020 年公司债券（面向专业投资者）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

新凤祥控股集团有限责任公司

公开发行 2020 年公司债券（面向专业投资者）

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 12 亿元
 债券期限：不超过 5 年
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本
 评级时间：2020 年 6 月 23 日
 主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	262.94	268.16	283.45	283.49
所有者权益（亿元）	87.61	95.24	104.85	106.27
长期债务（亿元）	32.83	38.84	42.60	41.03
全部债务（亿元）	155.61	156.09	167.72	159.55
营业收入（亿元）	500.69	474.69	481.41	104.65
净利润（亿元）	4.10	4.46	10.01	1.29
EBITDA（亿元）	19.92	20.25	26.29	--
经营性净现金流（亿元）	31.24	16.53	6.38	1.52
营业利润率（%）	3.65	4.43	5.38	5.26
净资产收益率（%）	4.74	4.88	10.01	--
资产负债率（%）	66.68	64.48	63.01	62.52
全部债务资本化比率（%）	63.98	62.10	61.53	60.02
流动比率（倍）	1.19	1.32	1.40	1.40
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.13	0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.39	2.41	3.03	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.66	1.69	2.19	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 本报告已将其他流动负债中的应付短期债券、向中央银行借款、吸收存款及同业存放和拆入资金计入短期债务；4. 公司 2020 年 1-3 月财务报表未经审计，相关财务指标未年化

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、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。近年来，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、铜加工费下降、鸡肉板块食品安全风险、债务负担较重、债务结构不合理等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司将积极发展多金属回收业务，重点推进共伴生矿产资源的综合开发和高效利用，加大公司自有技术的出口。此外，子公司山东凤祥股份有限公司计划于 2020 年在联交所上市，若该事项成功实现，公司综合实力将进一步增强。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. **公司具备一定的规模优势。**我国铜冶炼行业集中度较高，公司作为国内铜冶炼产能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. **公司铜冶炼板块和鸡肉生产板块的市场竞争优势明显。**公司铜冶炼技术工艺水平处行业领先地位，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。

3. **公司采用稳健型期货操作策略。**公司采

用“不投机、全保值”的稳健型期货操作策略，可较好地应对铜价波动风险并规避期货投机风险。

4. **公司经营状况良好。**公司铜冶炼板块盈利较为稳定，鸡肉生产板块 2019 年的利润随鸡肉行情上行而大幅增长。此外，公司经营活动净现金流状况较佳。

关注

1. **公司铜精矿依赖国外进口。**目前，公司铜精矿全部依赖国外进口，若进口国运行动荡、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）目前处于较低水平，对公司铜冶炼板块的盈利水平产生不利影响。**铜冶炼加工费（TC/RC）是公司铜冶炼板块主要利润来源之一。近年来 TC/RC 呈下跌趋势，对公司铜冶炼板块的盈利水平产生不利影响。

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

4. **公司资产受限比例高且债务结构有待改善。**公司资产受限比例高；债务负担较重，短期偿债压力较大，债务结构有待改善。

分析师

周 婷 登记编号（R0040215110001）

樊 思 登记编号（R0040218010005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

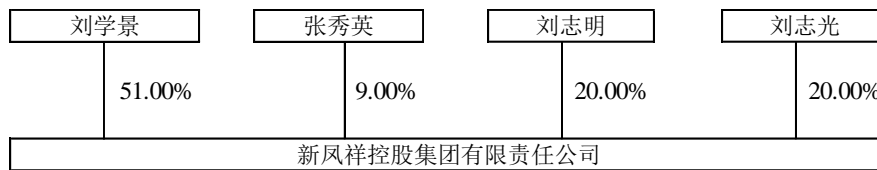
分析师：  

联合信用评级有限公司

一、主体概况

新风祥控股集团有限责任公司（以下简称“公司”或“新风祥”）于 2009 年 10 月 29 日注册成立。公司初始注册资本 39.60 亿元，由自然人刘学景、其配偶张秀英、其子刘志明和刘志光以货币及所持山东祥光集团有限公司（以下简称“祥光集团”）、山东凤祥（集团）有限责任公司（以下简称“凤祥集团”）等公司的股权进行出资，上述出资人分别持有公司 51.00%、9.00%、20.00% 和 20.00% 的股权。截至 2020 年 3 月底，公司股权结构如下图所示，实际控制人为刘学景。公司股权结构如下图所示。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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

截至 2020 年 3 月底，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 10,619 人。

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

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

公司注册地址：山东省阳谷县安乐镇刘庙村；法定代表人：刘学景。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“新风祥控股集团有限责任公司公开发行 2020 年公司债券（面向专业投资者）”

(以下简称“本次债券”), 发行规模不超过人民币 12 亿元, 采用分期发行方式, 期限不超过 5 年。本次债券采用公开发行的方式, 发行对象为符合《公司债券发行与交易管理办法》及相关法律法规规定的专业投资者中的机构投资者。本次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, 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。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

公司拟将本次债券募集资金在扣除发行费用后拟全部用于偿还金融机构借款。

三、行业分析

公司主营业务包括铜冶炼和肉鸡养殖等, 在 2019 年营业收入中占比分别为 91.52% 和 8.28%。

1. 铜冶炼行业

(1) 行业概况

铜冶炼行业处于铜工业中游, 我国是目前世界上最大的精铜生产国和消费国; 我国精炼铜的进口规模较大, 一定程度上加剧了国内行业竞争。

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

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

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

(2) 上游供给

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。

铜精矿是铜冶炼的主要原料。根据美国地质调查局美国地质勘探局公布数据显示: 2019 年, 全球已探明铜储量约为 8.70 亿吨, 主要集中在智利、秘鲁、墨西哥和美国, 中国铜储量 0.26 亿吨, 仅占全球储量的 2.99%。

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%。2018年，我国铜矿产量为160万吨，占全球总产量的7.62%。2019年，我国铜矿产量为163万吨，占全球总产量的8.15%。中国铜矿资源产量占全球铜矿产量的比重远高于铜矿资源储量占全球总储量的比重，资源储量与开采量的不匹配造成中国铜矿资源开采过度，进而加速了铜矿品位下降、开采深度增加、开采成本增加的困境。

中国有色金属工业“十三五”规划中指出，2015年，国内铜矿产原料对外依存度达73%。近年来，中国进口铜矿石及精矿数量快速增长，2017—2019年，铜矿石及精矿进口数量分别为1,733.43万吨、1,971.62万吨和2,198.99万吨。相比而言，近年来中国进口精炼铜数量相对较为平稳，2017—2019年，进口精炼铜分别为324.30万吨、375.30万吨和355.02万吨。

2020年以来，随着新冠肺炎疫情等突发事件引发的全球性扩散危机，全球股市、大宗商品出现巨幅震荡，对供应和需求造成较大的影响，国际贸易环境恶化，将对铜原料供应进一步加大难度。

(3) 下游消费

短期内，空调制造、造船业、建筑业等铜下游产业增长乏力；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。

铜的下游需求较为分散，使用领域遍布工业生产的各个行业，主要分为电气电缆40%，机械设备16%、建筑14%（以房地产为主）、家电9%（以空调为主）、交通16%（以汽车为主）、电子及合金材料5%。2014年以来，中国汽车制造业、电气机械及器材制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值整体增速较为平稳，而空调产量和房地产开发出现了较大波动，但整体维持了增长趋势。基于对中国宏观经济的判断，中国汽车制造业、电气机械及器材制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业将维持稳定增长的态势，但汽车制造业受新能源汽车（新能源汽车为燃油汽车用铜量的3~4倍）推广、汽车下乡等因素综合影响，用铜量将加速增长；由于中国确定“房住不炒”的政策定位并出现出生率下降等情况，房地产开发投资额增速可能有所下滑并带动空调产量增速有所下滑。

2018年以来，下游消费继续放缓，电力行业投资低于预期，家用空调、冰柜、冰箱、汽车、房地产等增幅同比下滑，整体消费不容乐观。2019年，全年铜消费同比增长2%，增速同比回落0.5个百分点。总体看，未来中国铜的下游需求结构变动不大，整体需求增速较为有限。

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

(4) 价格走势

铜作为重要的大宗商品，近年来受国际形势变化而产生较大波动，未来走势仍有待观望；近年来，铜加工费波动下降，对铜冶炼企业盈利水平形成一定压力。

铜金属价格

从铜价走势来看，2016年前三季度，在基本面保持弱势的情况下，铜价维持震荡状态；2016年10月以来，受经济数据超预期、美国大选提振美股上涨、OPEC达成冻产协议等因素影响，市场情绪高涨，铜价在长期低迷后强势反弹，于2018年中最高触及7,262.50美元/吨，反弹力度为68.48%。随后铜价受中美贸易战因素再次出现大幅下跌，最低触及5,823.00美元/吨。2019年铜价总体表现为

窄幅振荡。上半年，全球主要经济体持续低迷，制造业全线走弱，避险情绪升温，上半年铜价表现为先扬后抑。下半年，美联储分别在7月和9月降息两次，20多个国家和地区跟随降息。中国继续从扩大开放、扩大基建、支持实体企业等方面入手，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。2019年12月，中美达成第一阶段贸易协议，市场避险情绪降温，铜价结束低位震荡并反弹。

图2 近年来铜价走势情况（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

铜精矿加工费（TC/RC）价格

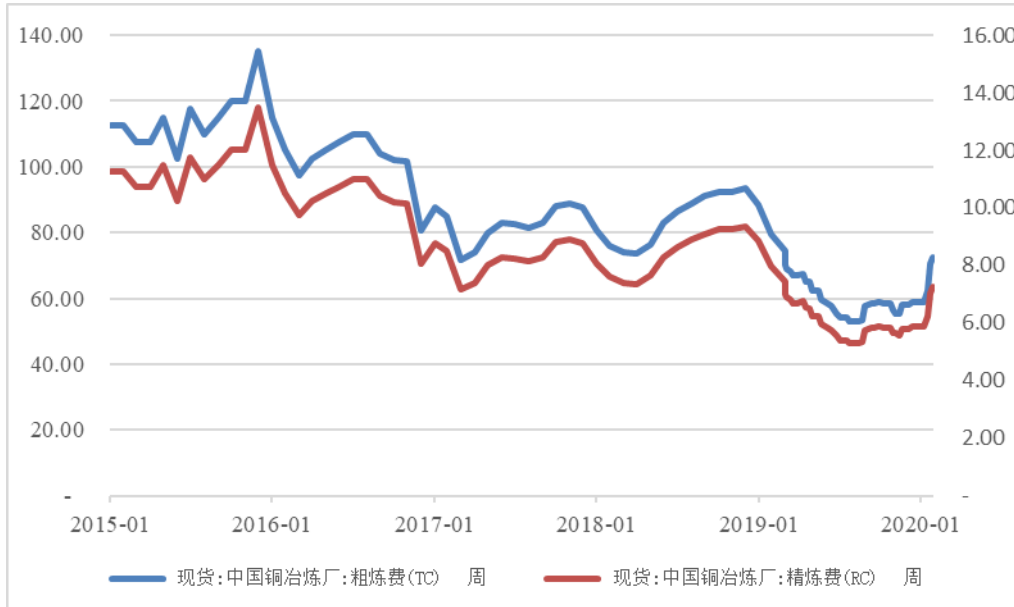
国内铜精矿结算价格=上海期货交易所电解铜期货月平均结算价×铜精矿计价系数±其他调整因素。其中铜精矿计价系数一般小于1，体现冶炼企业的加工成本；其他调整因素主要指具体每批次铜精矿的金属含量等指标以及其他双方商定的调整因素。

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。

2016年江西铜业与Freeport-McMoRan公司达成一致协议，确定2017年铜加工粗炼费/精炼费（TC/RC）为92.5美元/吨和9.25美分/磅，较2016年下降4.98%，但仍处于历史相对高位。2017年底，铜陵有色与自由港就2018年铜精矿加工费达成协议，定为TC（粗炼费）82.25美元/吨和RC（精炼费）8.225美分/磅，较2017年大幅下滑11.08%。2018年底，2019年的铜精矿加工费定为TC（粗炼费）80.80美元/吨和RC（精炼费）8.08美分/磅，较2018年下滑23%。2019年，受罢工、极端天气等事件累积影响，全球矿山产铜受到一定影响。中国精铜冶炼产能进入投产的高峰期，精矿供应相对于冶炼产能来说较为紧张，冶炼加工费自2018年以来持续下行。2019年底，江西铜业与自由港

就 2020 年铜精矿加工费达成协议，定为 TC（粗炼费）62 美元/吨和 RC（精炼费）6.2 美分/磅，加工费进一步下滑。

图 4 近年来粗炼费和精炼费变动情况



注：粗炼费计量单位美元/吨，精炼费美分/磅
资料来源：Wind

(5) 行业竞争

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。

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对外运输精炼铜，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 2019 年底，我国电解铜产量为 978.00 万吨，铜陵有色、江西铜业集团公司（以下简称“江西铜业”）和金川集团股份有限公司（以下简称“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。

国内排名前三的企业精炼铜产量如下表所示，2017—2019 年，铜陵有色、江西铜业和云南铜业产量均有所增长。

表 1 我国前三大铜冶炼企业精炼铜近三年产量情况（单位：万吨）

企业简称	2017 年	2018 年	2019 年
铜陵有色	127.85	132.86	140.06
江西铜业	137.42	146.37	155.63
云南铜业	62.61	68.02	111.51

资料来源：公开资料，联合评级搜集整理

（6）行业政策

国家产业政策主要在于管理市场准入，从工艺、环保等方面严格规范铜冶炼行业投资。

2016 年 6 月，中国工业和信息化部发布《有色金属工业“十三五”发展规划》，预测“十三五”期间精炼铜的表观消费量年均增速将由“十二五”期间 8.9% 下降至 3.3%，提出冶炼产业升级目标，推广利用粗铜连续吹炼技术改造转炉，实现铜冶炼吹炼清洁生产。

2016 年 7 月，继 2009 年允许七家大型铜冶炼企业开展进口铜精矿、出口铜及铜产品加工贸易业务后，商务部及海关总署发布《关于允许浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司等 3 家企业开展铜精矿加工贸易业务的通知》，允许符合铜冶炼行业规范条件的浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司、河南豫光金铅股份有限公司、赤峰云铜有色金属有限公司开展进口铜精矿出口电解铜及铜产品加工贸易业务。

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。

2018 年，生态环境部等多部委将其他铜废碎料和其他铝废碎料自 2019 年 7 月 1 日起自《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》。

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

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

替代压力尚存

电缆消费是我国铜资源消费的第一主力。由于我国铜资源有限，早在上世纪 60~70 年代，就曾提出过“以铝代铜”方针，在此方针的指引下，我国铝芯电力电缆的使用比例一度达 40% 左右，为了推广使用铝芯电力电缆，开展了一系列针对电缆连接的研究和推广工作。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，尤其是美元指数走势，对铜价有较大影响，使铜价在反映实体经济供需平衡以外，还受到各国，尤其是美国货币政策的影响，一定程度上反映了供需双方的预期。这种预期一方面可以起到平抑铜价波动的效果，另一方面也可能误导企业对市场供需基本面产生错误判断。

行业对外议价能力降低

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

海外扩张风险因素较多

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

(8) 行业发展

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；随着新冠肺炎疫情等突发事件引发的全球性扩散危机，以及原油价格暴跌等因素叠加，TC/RC 持续回落，增加了未来整体经济的不确定性。

未来，我国仍将保持全球最大的铜消费市场 and 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。

随着国内铜精矿缺口扩大，加工费持续回落，行业利润空间进一步压缩，也使得铜冶炼企业经营压力加大，风险挑战明显升高。此外，新冠疫情等突发事件引发的全球性扩散危机，以及原油价格暴跌等因素叠加，导致基本金属价格受到重挫，TC/RC持续回落、承压，增加了未来整体经济的不确定性。

2. 肉鸡养殖行业

(1) 行业概况

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

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

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

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

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

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

(2) 市场情况

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

肉鸡饲料的主要原料是玉米和豆粕，玉米、豆粕价格主要受到市场供需情况影响，价格波动幅度较大 2017 年以来，玉米价格有所回升，而豆粕价格有所下滑。2018 年，国内玉米价格走出一个“M”形走势，高点出现在 3 月和 11 月，而豆粕价格仍有所下滑。2019 年，玉米生产价格指数 102.00，较 2018 年下降 2.95%，豆粕价格也呈震荡下行态势。未来上述两种饲料价格的波动仍将继续。

从下游需求情况看，受宏观经济增速放缓、各地禽流感频发等因素的影响，近年来鸡肉消费量整体较为疲软；但 2018 年以来，受市场环境利好推动，鸡苗价格创历史新高。2018 年新建的规模养殖场、养殖小区陆续投产，对商品鸡苗形成硬性需求。

（3）行业竞争

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

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

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

（4）行业政策

肉鸡作为养殖业的重要组成部分，外部政策环境良好。

为加快实现我国农业现代化，国家相关部委发布了《国务院办公厅关于扶持家禽业发展的若干意见》、《国务院关于促进畜牧业持续健康发展的意见》《中共中央国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见》《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》等文件，从税收、贷款、资金、免疫补贴等方面对产业进行扶持。

（5）行业关注

畜禽疾病发生和传播的风险

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

饲料价格波动

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

食品安全问题引发的风险

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

（6）行业发展

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

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

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

从长期来看，目前我国年人均鸡肉消费量仍低于 12.70 公斤的世界平均水平，作为日常必需的肉类消费品，鸡肉消费需求未来仍有望稳步提升。相较于我国肉鸡行业的饲养及屠宰能力，我国鸡肉产品初加工和深加工一直处于弱势发展，我国鸡肉消费环节的营销推动力度远弱于实际需求，未来肉鸡消费仍有较大发展空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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。

公司作为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。

(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和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 2019 年底，公司阴极铜回收率达到 98.85%，高于一般行业标准 2.35 个百分点，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。

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”之一。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”。2017 年，公司入选国家节能中心重点节能技术应用典型案例，以及被评为环境保护部主管《环境保护》杂志社评为“全国环境友好型企业”等。

科研及专利方面，截至 2019 年底，祥光铜业拥有 440 名科研人员，本科以上学历占 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 2019 年底，公司拥有授权发明专利 71 件（国际专利 41 件），授权实用新型专利 44 件。公司主持或参与制定国家、行业标准 79 项，已发布实施 68 项。

(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。

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。截至 2019 年底，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 4 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 10 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 4 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。由于公司的鸡肉质量较高，公司为国内肯德基、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% 份额的美国科宝育种公司（以下简称“美国科宝”）为凤祥股份颁发了“父母代种鸡群培育最佳成就”（Top Parent Flock）。

2. 人员素质

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。

截至 2019 年底，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、十三届全国人大代表，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。其先后被评为“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 年当选山东省第十二届人大代表。

截至 2019 年底，公司拥有在职员工 10,619 人。从学历上看，公司拥有硕士及以上学历 125 人，占员工总数 1.18%；大学（包括大专）学历 2,670 人，占员工总数的 25.14%；高中及以下学历 7,824

人，占员工总数的 73.68%。从职能上看，公司拥有管理人员 405 人，占员工总数的 3.81%；研发人员 546 人，占员工总数的 5.14%；销售人员 290 人，占员工总数的 2.73%；生产人员 6,833 人，占员工总数的 64.35%；其他人员 2,545 人，占员工总数的 23.97%。从年龄上看，公司 30 岁以下员工 1,939 人，占员工总数的 18.26%；30~50 岁员工 7,953 人，占员工总数的 74.89%；50 岁以上员工 727 人，占员工总数的 6.85%。

3. 区域优势

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。

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，极大地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。

五、公司治理

1. 公司治理

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。

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 3 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 3 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。

2. 管理体制

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。

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，公司制定了财务部组织结构、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有限公司（以下简称“财务公司”）进行资金管理，并制定相应资金管理制度，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风祥资金系统结算，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，公司制定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定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，公司制定了“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。

六、经营分析

1. 经营概况

铜冶炼板块是公司收入和利润的主要来源，2017—2019年，该板块收入逐年下降，毛利率较

为稳定；公司鸡肉生产板块对公司的收入和利润形成有效补充，受肉鸡行业上行影响，该板块收入和毛利率逐年增长。

2017—2019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。2017—2019年，公司营业收入年均复合下降1.94%；2018年，公司实现营业收入474.69亿元，较上年下降5.19%，主要系贸易铜收入减少所致；2019年，公司实现营业收入481.41亿元，较上年增长1.42%。公司净利润10.01亿元，较上年增长124.24%，主要系鸡肉板块行情上行所致。

表2 2017—2020年3月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
鸡肉生产	25.58	5.11	12.19	32.81	6.91	14.95	39.86	8.28	30.06	9.88	9.44	21.26
铜冶炼	474.68	94.80	3.34	440.89	92.88	3.79	440.57	91.52	3.35	94.52	90.32	3.77
其他业务	0.43	0.09	16.84	0.99	0.21	11.88	0.98	0.20	-20.60	0.25	0.24	-0.08
合计	500.69	100.00	3.80	474.69	100.00	4.58	481.41	100.00	5.52	104.65	100.00	5.41

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

从营业收入构成看，铜冶炼板块作为公司主要营业收入来源之一，2017—2019年，公司铜冶炼板块在营业收入中的占比变化不大，分别为94.80%、92.88%和91.52%，实现营业收入分别为474.68亿元、440.89亿元和440.57亿元，持续下降。2018年，公司铜冶炼板块收入实现营业收入440.89亿元，较上年下降7.12%，主要系铜贸易收入减少所致。2019年，该板块收入实现营业收入440.57亿元，较上年下降0.07%。2017—2019年，公司营业收入中鸡肉生产板块占比逐年上升。2017—2019年，鸡肉生产板块分别实现营业收入25.58亿元、32.81亿元和39.86亿元，逐年增长；其中2019年大幅增长21.49%，主要系鸡肉价格及鸡苗价格上涨以及销量增加所致。

从毛利率水平看，2017—2019年，公司铜冶炼板块毛利率波动增长，分别为3.34%、3.79%和3.35%。其中，2018年，该板块毛利率上升主要系贸易铜占比下降，以及公司利用混合矿资质采购高加工费的铜精矿以及其他不计价稀贵金属体量增加所致；2019年，该板块毛利率下降，主要系铜冶炼加工费下调所致。2017—2019年，公司鸡肉生产板块毛利率逐年增长，分别为12.19%、14.95%和30.06%；2019年，公司鸡肉生产板块毛利率大幅上升，主要系鸡肉价格及鸡苗价格大幅上涨所致。综上，2017—2019年，公司综合毛利率逐年增长，分别为3.80%、4.58%和5.52%。

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

2. 铜冶炼板块

公司铜冶炼板块主要包括阴极铜和贸易铜业务；2017—2019年，受铜价、阴极铜销量以及贸易铜出口量变动的的影响，铜冶炼板块收入逐年下降；受铜精矿加工费（TC/RC）下降、贸易铜价差缩小以及硫酸价格下降的共同影响，该板块2019年毛利率有所下降。

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

从收入构成看，2017—2019年，作为铜冶炼板块的主要收入之一，阴极铜收入分别为175.12

亿元、208.03 亿元和 167.37 亿元，波动下降；2018 年，阴极铜收入同比增长 18.79%，主要系铜价及销量增长所致；2019 年，阴极铜收入同比下降 19.55%，主要系 2019 年受大修影响，产销量同比下降，销售收入下降所致。阴极铜在铜冶炼板块近三年占比分别为 36.89%、47.18%和 37.99%，波动增长，主要系随着贸易铜收入增长，贸易铜的占比随之提升所致。

同时，公司开展铜贸易业务，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。2017—2019 年，铜贸易收入分别为 199.67 亿元、159.08 亿元和 210.92 亿元，主要受铜贸易行情和铜价格变化共同影响所致；其中，2018 年贸易铜收入大幅下降 20.33%，主要系贸易铜销售量减少所致；2019 年贸易铜收入大幅增长 32.59%，主要系公司大修导致阴极铜产量减少，为满足下游客户需求，采购贸易铜所致；铜贸易收入占铜冶炼板块收入的比重分别为 42.06%、36.08%和 47.88%。

金、银、硫酸等为铜冶炼过程中的副产品，虽收入占比不大，但为公司利润的重要补充，该部分产量主要取决于铜精矿中各金属的含量，所以收入规模较不稳定。2017—2019 年，黄金营业收入呈波动下降趋势，分别实现收入 51.32 亿元、52.18 亿元和 49.06 亿元，年均复合下降 2.23%；占比分别为 10.81%、11.84%和 11.14%。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、铅等副产品。

表 3 2017—2020 年 3 月公司铜冶炼板块营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
阴极铜	175.12	36.89	4.63	208.03	47.18	4.01	167.37	37.99	3.78	40.02	42.34	4.96
贸易铜	199.67	42.06	1.35	159.08	36.08	0.95	210.92	47.88	0.55	33.53	35.47	0.23
金	51.32	10.81	4.25	52.18	11.84	4.49	49.06	11.14	6.97	13.86	14.66	6.98
银	23.92	5.04	2.76	12.24	3.00	3.44	7.48	1.70	7.59	4.87	5.15	7.47
硫酸	2.84	0.60	54.85	3.56	1.00	61.40	1.46	0.33	25.88	0.15	0.16	-19.66
其他	21.82	4.60	2.96	5.8	1.00	33.28	4.28	0.97	68.20	2.09	2.21	9.69
合计	474.68	100.00	3.34	440.89	100.00	3.79	440.57	100.00	3.35	94.52	100.00	3.77

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

毛利率方面，该板块利润来源主要由铜精矿加工费（TC/RC）、贸易铜价差、销售副产品的利润和销售超过计费比额之外提炼的阴极铜所带来的利润等四部分组成。2017—2019 年，公司阴极铜毛利率呈持续下降趋势，分别为 4.63%、4.01%和 3.78%，主要系铜精矿加工费（TC/RC）下降所致。同期，公司贸易铜的毛利率分别为 1.35%、0.95%和 0.55%，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，毛利很低。硫酸为公司毛利率较高的产品，2017—2019 年，分别为 54.85%、61.40%和 25.88%，2019 年，硫酸毛利率大幅下降，主要系 2019 年在环保严查影响下，部分下游客户减产或者开工不足，硫酸价格下降所致。2017—2019 年，黄金的毛利率逐年上升，主要系金价上涨所致。整体看，2017—2019 年，公司铜冶炼板块综合毛利率较为稳定，分别为 3.34%、3.79%和 3.35%，但 2019 年较上年下降明显。

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

(1) 原材料采购

公司铜精矿的采购主要依靠国外进口，2017—2019年，供应商集中度波动上升；铜精矿采购价格波动下降；2019年，由于公司停炉大修，采购量大幅减少；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。

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。2017—2019年，公司分别采购铜精矿178.48万吨、181.40万吨和149.66万吨；2019年，铜精矿大幅下降，主要系公司铜冶炼模块执行5年一次为期一个半月的停炉大修，导致产量减少所致。2017—2019年，公司铜精矿采购价格10,228.00元/吨、11,133.46元/吨和10,210.54元/吨，采购价格波动下降。铜精矿加工费逐年下降，对公司盈利产生一定不利影响。

表4 2017—2019年公司铜精矿采购情况

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

资料来源：公司提供

从采购价格上看，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98.85%，高于一般行业标准2.35个百分点，此部分成为公司的重要利润来源。

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，以期货市场对冲价格波动风险，所以，阴极铜的价格波动对公司的影响不大。具体看，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。

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，公司主要以矿山直接采购为主，采购比例在 85%左右，其余为经销商，公司与矿山和经销商均签订 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。2017—2019 年，公司前五大供应商占比分别为 39.30%和 45.05%和 45.00%，采购集中度较高。

表 5 2017—2019 年公司铜精矿前五名供应商情况（单位：万元、%）

年份	序号	供应商名称	供应商所处国家或地区	采购金额	合计占比
2017 年	1	MINMETALS (UK) LTD	英国	194,779	39.30
	2	嘉能可国际公司	瑞士	175,860	
	3	马克瑞士矿业有限公司（MRI TRADING AG）	瑞士	116,503	
	4	加拿大哈德湾矿业公司	加拿大	115,338	
	5	奥尤陶勒盖有限责任公司	蒙古	115,062	
2018 年	1	MINERA ESCONDIDA LIMITADA	智利	246,131	45.05
	2	嘉能可国际公司	瑞士	191,676	
	3	马克瑞士矿业有限公司	瑞士	190,943	
	4	MINMETALS(UK) LTD	英国	156,393	
	5	GERALD METALS S.A	瑞士	124,600	
2019 年	1	嘉能可国际公司	瑞士	202,476	45.00
	2	埃斯康迪达矿业有限公司	智利	195,165	
	3	马克瑞士矿业有限公司	瑞士	103,561	
	4	五矿英国有限公司	英国	102,676	
	5	奥尤陶勒盖有限公司	蒙古	83,810	

资料来源：公司提供

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

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 6 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，价格参考交易时点的市场价格。

（2）生产加工

公司铜冶炼板块生产规模较大，工艺水平处于行业领先地位，回收率保持较高水平，产能利用率高，贵金属提取能力的提升对公司收入及利润有一定贡献。2019 年，由于受到公司停炉大修的影响

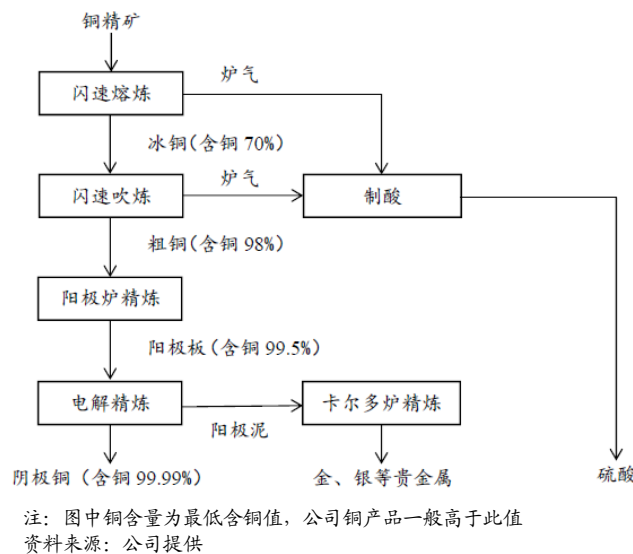
¹ 注：阿塔拉亚矿业公司（Atalaya Mining plc）原名为 EMED 矿业有限公司（EMED Mining Public Limited）

响，产量和产能利用率均有所下降。

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。祥光集团的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”工艺流程中，主要使用的工艺设备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，使公司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 4 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。2017—2019 年，公司阴极铜产量为 43.18 万吨、47.30 万吨和 40.43 万吨，波动下降；其中，2019 年，阴极铜产量大幅下降，主要系公司铜冶炼模块执行 5 年一次为期限一个半月的停炉大修所致。2017—2019，阴极铜产能利用率分别为 107.95%、118.25%和 101.08%，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 2019 年底，公司阴极铜回收率达到 98.85%，高于一般行业标准 2.35 个百分点。

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2019年底，公司年处理铜阳极泥能力达4,800吨，金、银、硫酸产能分别为20吨/年、600吨/年和170万吨/年。2019年，公司金、银、硫酸产量分别为15.72吨、188.30吨和136.95万吨；其中，2019年，产量均大幅下降，主要系公司铜冶炼模块执行5年一次为期一个半月的停炉大修，期间公司产量减少所致。

表6 2017-2019年公司铜冶炼板块生产情况

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

资料来源：公司提供

生产成本方面，公司阴极铜成本主要为铜精矿，2017-2019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%。

(3) 产品销售

公司阴极铜销售模式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，其他产品也保持着较为稳定的下游销售渠道。公司的客户集中度高，且关联企业占比大。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。2019年，由于受到公司停炉大修的影响，阴极铜销量和产销率均有所下降。

公司的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。

2017—2019年，受市场价格影响，公司阴极铜平均售价波动增长，分别为4.11万元/吨、4.35万元/吨和4.13万元/吨。2017—2019年，公司阴极铜销售量分别为42.63万吨、47.85万吨和40.57万吨，产销率分别为98.72%、101.17%和100.33%；其中，2019年阴极铜销量有所下降，主要系公司停炉大修所致。2017—2019年，公司其他主要产品（硫酸、金等）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，公司产品价格受市场价格影响而有所波动，其中硫酸价格在2019年大幅下降。

表7 2017—2019年公司主要产品销售情况

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

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

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》的企业之一，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6个月。应对汇率风险方面，公司成立专门的风控委员会，对各子公司的外币收入及支出统一管理，采用外汇掉期或远期合同的方式应对汇率风险。2019年，公司在国内和国外分别销售阴极铜16.35万吨和24.22万吨，出口比例为40.30%。

表8 2017—2019年公司阴极铜销售国内外分布情况（单位：万吨）

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

资料来源：公司提供

公司下游客户包括铜加工厂商和贸易商。公司阴极铜与贸易铜销售渠道一致，2017—2019年，公司阴极铜销售前五名客户合计占比分别为66.02%、65.44%和76.22%，客户集中度高，且关联企业占比大，主要系最近几年国内外铜价格倒挂，公司通过关联方香港鸿润国际控股有限公司出口阴极铜较多所致。

表9 2017-2019年公司自产阴极铜业务前五名客户情况(单位:万元、%)

年份	序号	客户名称	客户所处国家或地区	销售金额	合计占比
2017年	1	香港鸿润国际控股有限公司	中国香港	535,128.65	66.02
	2	中色奥博特铜铝业有限公司	中国	240,217.03	
	3	山东祥瑞铜材有限公司	中国	230,867.48	
	4	东部铜业股份有限公司	中国	79,308.93	
	5	天津大无缝铜材有限公司	中国	70,534.03	
2018年	1	香港鸿润国际控股有限公司	中国香港	512,264.00	65.44
	2	山东祥瑞铜材有限公司	中国	291,277.00	
	3	中色奥博特铜铝业有限公司	中国	256,871.00	
	4	天津大无缝铜材有限公司	中国	174,728.00	
	5	东部铜业股份有限公司	中国	126,247.00	
2019年	1	香港鸿润国际控股有限公司	中国香港	585,486.76	76.22
	2	山东祥瑞铜材有限公司	中国	275,353.26	
	3	珠海格力物资供应有限公司	中国	180,499.07	
	4	中色奥博特铜铝业有限公司	中国	151,469.91	
	5	BRIGHT VISION TRADING INVESTMENTS	新加坡	82,862.17	

资料来源:公司提供

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月设立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。

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,在养殖技术和养殖成本上处于行业优势地位。2017-2019年,受益于鸡肉行情上行的影响,该板块收入规模和盈利能力逐年上升。公司鸡肉生产板块受鸡肉市场景气度影响较大,若未来不可预见的疫情或食品安全等问题导致行业景气度下行,将会对该板块经营活动产生不利影响。

公司鸡肉生产板块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,2017-2019年,分别实现收入14.55亿元、18.10亿元和18.89亿元,逐年增长,年均复合增长率13.94%,主要系鸡肉价格上涨所致;2017-2019年,生食业务占比逐年下降,分别为56.87%、55.17%和47.38%。其次为熟食收入,近三年分别实现收入7.92亿元、10.84亿元和13.77亿元,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30.97%、33.04%和34.54%。2017-2019年,鸡苗业务收入和占比逐年提升,主要系鸡肉产品需求量较大,公司出售部分鸡苗所致。受公司调整产品结构影响,2017-2019年,调味品等收入有所波动。

从毛利率上看,2017—2019年,生食业务毛利率波动上升,分别为13.44%、10.33%和26.73%。2018年,毛利率下降主要系公司为拓展生食市场降低销售价格所致;2019年,该板块毛利率上升,主要系鸡肉市场需求量旺盛,产品价格上涨所致。2017—2019年,熟食业务毛利率逐年上升,分别为4.88%、11.53%和19.22%,主要系市场景气度上升所致。同期,鸡苗业务毛利率逐年上升,主要系下游企业对鸡苗需求量较大所致。综上,2017—2019年,公司鸡肉生产板块毛利率逐年上升,分别为12.19%、14.95%和30.06%。

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

表10 2017—2020年3月公司鸡肉(包括其他农业)各产品经营情况(单位:亿元、%)

产品	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生食	14.55	56.87	13.44	18.10	55.17	10.33	18.89	47.38	26.73	4.75	48.13	18.52
熟食	7.92	30.97	4.88	10.84	33.04	11.53	13.77	34.54	19.22	4.38	44.38	23.21
调味品	1.02	3.99	32.74	0.68	2.07	27.94	0.48	1.22	20.31	0.13	1.32	25.98
鸡苗	0.71	2.77	15.24	1.72	5.24	52.91	4.26	10.70	73.71	0.30	3.04	37.32
其他	1.38	5.41	39.81	1.47	4.48	46.94	2.46	6.16	42.54	0.31	3.14	18.22
合计	25.58	100.00	12.19	32.81	100.00	14.95	39.86	100.00	30.06	9.87	100.00	21.26

注:此表各版块收入为合并抵消后的收入
资料来源:公司提供

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育种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,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。

2017—2019年,公司肉鸡养殖产能维持不变为12,000万只;公司肉鸡产量波动下降,分别为10,351万只、9,587万只和9,099万只,逐年下降,主要系鸡苗行情较好,公司销售部分鸡苗导致肉鸡产量减少所致;2017—2019年,产能利用率为86.26%、79.89%和75.83%,产能利用率尚可。

表11 2017—2019年公司农业板块主要产品生产情况

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

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。

在生产成本方面,公司鸡肉生产板块最主要的成本为饲料,占该板块营业成本的65%左右。

公司平均每只肉鸡的养殖成本为 14.33 元，行业平均成本为 16.50 元/只。

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，2019 年公司国内、国外销售占比分别为 74.89% 和 25.11%。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。

2017—2019 年，公司鸡肉产品销量波动增长，分别 21.38 万吨、23.81 万吨和 22.88 万吨，主要系受行业景气度影响所致。2017—2019 年，公司产销率维持在较高水平。受熟食价格上升的影响，公司鸡肉产品平均销售价格逐年上升，分别为 1.10 万元/吨、1.24 万元/吨和 1.45 万元/吨。

表 12 2017—2019 年公司鸡肉产品销售量及销售价格情况

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

资料来源：公司提供

4. 关联交易

2017—2019 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；公司对关联方应收应付项目金额较小。

2017—2019 年，公司与合营公司、实际控制人亲属控股的公司等关联方存在较大规模的日常持续性关联交易，公司从关联方采购、接受劳务或者向关联方销售、提供劳务均按照市场公允价格执行。关联采购交易主要为向关联方采购废杂铜、阴极铜、白银、镍、橡胶及物流服务等，2017—2019 年，采购金额分别为 28.45 亿元和 7.27 亿元和 1.84 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，2017—2019 年，销售金额分别为 86.34 亿元、86.95 亿元和 100.87 亿元，占营业收入的比重分别为 17.24%、18.32% 和 20.95%，占比较高且持续上升。

表 13 2017—2019 年公司主要关联交易情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

5. 经营效率

公司经营效率尚可，但与同行业领先企业仍有一定差距。

2017—2019 年，公司应收账款周转次数分别为 52.31 次、91.94 次和 64.81 次，波动增长，2019

年下降主要系期末未结算导致应收账款增加所致；存货周转次数分别为 6.87 次、6.53 次和 6.59 次，波动下降；总资产周转次数分别为 1.88 次、1.79 次和 1.75 次，连续下降。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 2019 年铜冶炼公司经营效率指标（单位：次）

公司简称	应收账款周转率	存货周转次数	总资产周转次数
江西铜业	45.10	10.46	2.02
铜陵有色	81.85	8.42	1.96
新凤祥	65.87	6.59	1.75

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

6. 经营关注

（1）原材料风险

目前，公司铜精矿全部依赖国外进口，若进口国的政治状况、经济形势或供应商情况等发生变化，或会对公司原料供应端产生不利影响。随着新冠肺炎疫情等突发事件引发的全球性扩散危机，全球股市、大宗商品出现巨幅震荡，对供应和需求造成较大的影响，国际贸易环境恶化，将对铜原料供应进一步加大难度。

（2）铜冶炼加工费下跌风险

铜冶炼加工费（TC/RC）是公司铜冶炼板块主要利润来源之一。近几年，随着国内铜冶炼企业议价能力的削弱，导致 TC/RC 有所下跌，未来，若 TC/RC 继续保持下跌态势，将会对公司铜冶炼板块的盈利能力产生不利影响。

（3）汇率风险

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

（4）食品安全风险

目前，公司鸡肉产品安全情况良好，但若未来行业内或公司本身产生不可预见的疾病，会对公司鸡肉生产板块的生产经营产生冲击。

7. 未来发展

公司战略计划切实可行，符合公司目前发展情况。

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

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

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

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

东风祥股份有限公司计划今年在联交所上市，若该事项成功实现，公司综合实力将进一步增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 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，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）均出具了标准无保留审计意见的审计结论，公司提供的 2020 年 1—3 月财务报表未经审计。公司财务报表执行最新的会计准则。截至 2017 年底，公司新设子公司山东祥宇信息技术有限责任公司。2018 年—2019 年，公司合并报表范围包括 6 家子公司，合并范围无变化。截至 2020 年 3 月底，合并范围无变化。2017—2019 年，公司财务报表合并范围变化较小，合并范围的变化对财务数据可比性的影响较小。

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

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

2. 资产质量

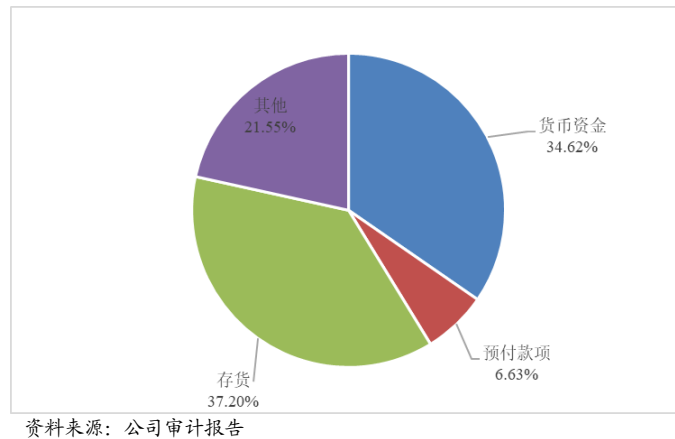
公司资产结构以流动资产为主。流动资产中货币资金和存货占比较大，货币资金受限比例高，存货的变现能力较强；非流动资产中固定资产占比较大，成新率一般。公司资产结构符合铜加工企业特征，整体资产质量较好。

2017—2019 年，公司合并资产总额持续增长，年均复合增长 3.83%。截至 2019 年末，公司合并资产总额 283.45 亿元，较年初增长 5.70%。其中，流动资产占 66.92%，非流动资产占 33.08%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 5.95%。截至 2019 年末，公司流动资产 189.68 亿元，较年初增长 7.54%。公司流动资产主要由货币资金（占 34.62%）、预付款项（占 6.63%）和存货（占 37.20%）构成。

图 5 截至 2019 年底公司流动资产构成



2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 1.65%。截至 2019 年末，公司货币资金 65.66 亿元，较年初下降 3.94%。公司货币资金以银行存款（占 40.20%）和其他货币资金（占 59.80%）为主。其中使用受限的货币资金合计 53.15 亿元，受限资金占货币资金的 80.94%，主要系银行保证金及其他和定期存款或通知存款，受限比例极高。

2017—2019 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 21.56%。截至 2019 年末，公司预付款项 12.58 亿元，较年初增长 100.50%，主要系贸易铜、废杂铜采购预付款增加所致。

2017—2019 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 23.76%。截至 2019 年末，公司其他应收款 7.88 亿元，较年初增长 14.21%，主要系受铜价格变动及采购量影响，增加期货保证金所致；公司其他应收款项前五大客户占比 57.71%，占比较高，公司其他应收款项前五大客户均为非关联方，款项性质全部系期货保证金；公司未计提坏账准备。

2017—2019 年，公司存货波动下降，年均复合下降 0.38%。截至 2019 年末，公司存货 70.56 亿元，较年初增长 4.43%。公司存货主要由原材料（占 26.84%）、在制品（占 42.24%）、半成品（占 19.14%）和库存商品（占 11.49%）组成。截至 2019 年底，公司未计提存货跌价准备。公司存货中库存商品主要为阴极铜，且原材料、在制品、半成品也能在较短时间内通过生产转换为阴极铜，具备较强的变现能力，同时，公司采购铜精矿时进行了套期保值操作，存货跌价风险小。

2017—2019 年，公司发放短期贷款连续增长，年均复合增长 62.56%。截至 2019 年末，公司发放短期贷款 8.05 亿元，较年初增长 7.62%，主要系财务公司业务量增加所致。

公司其他流动资产主要为增值税留抵税额和同业其他产品投资。2017—2019 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 81.28%。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 9.71 亿元，较年初大幅增长 237.68%，主要系同业其他产品投资增加所致。截至 2019 年末，公司其他流动资产 9.45 亿元，较年初下降 2.68%，较年初变化不大。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产波动下降，年均复合下降 0.10%。截至 2019 年末，公司非流动资产 93.77 亿元，较年初增长 2.17%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 9.53%）、固定资产（占 76.46%）和无形资产（占 7.89%）构成。

2017—2019 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 0.98%。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 9.00 亿元，较年初增长 2.75%。截至 2019 年末，公司长期股权投资 8.93 亿元，较年初下降 0.76%，较年初变化不大。公司长期股权投资主要包括对山东祥瑞铜材有限公司、华海财产保险股份有限公司和 Atalaya Mining plc 的股权投资，长期股权投资期末余额分别为 1.14 亿元、1.20 亿

元和 5.38 亿元。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 0.28%。截至 2018 年底，公司固定资产为 71.18 亿元，较年初下降 0.16%。截至 2019 年末，公司固定资产 71.69 亿元，较年初增长 0.72%，较年初变化不大。固定资产主要由房屋建筑物（占 56.52%）和机器设备（占 38.22%）组成。截至 2019 年底，公司对固定资产计提折旧共计 42.03 亿元，未计提减值准备，固定资产成新率为 63.04%，成新率一般。

2017—2019 年，公司在建工程连续下降，年均复合下降 23.32%。截至 2019 年末，公司在建工程 3.22 亿元，较年初下降 6.03%。在建工程主要由“现代化养殖项目”“祥光铜业 2 万吨烟灰综合回收项目”构成。

2017—2019 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 4.59%。截至 2018 年底，公司无形资产为 6.37 亿元，较年初下降 5.79%。截至 2019 年末，公司无形资产 7.40 亿元，较年初增长 16.12%，主要系土地使用权增加所致。无形资产主要由土地使用权（占 86.90%）和软件（占 12.05%）组成。公司对无形资产累计提摊销 1.38 亿元，未计提减值准备。

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

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

3. 负债及所有者权益

（1）负债

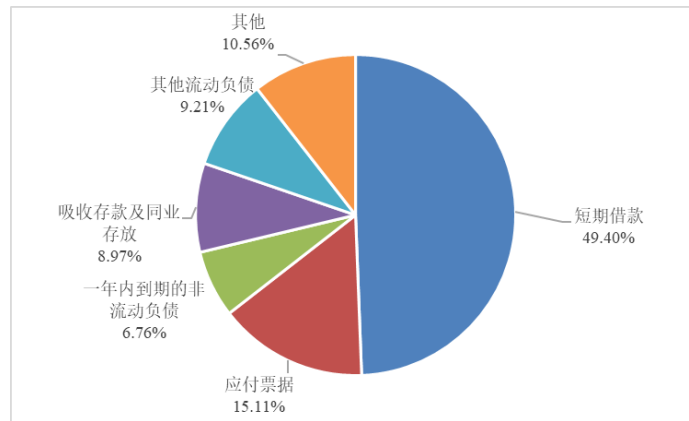
2017—2019 年，公司负债规模波动增长，负债率降低，负债结构以流动负债为主。公司债务负担较重，但处于可控范围内；债务结构以短期债务为主，面临一定集中偿付压力，债务结构有待改善。

2017—2019 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长 0.93%。截至 2019 年末，公司负债总额 178.60 亿元，较年初增长 3.28%。其中，流动负债占 76.03%，非流动负债占 23.97%。公司负债以流动负债为主。

流动负债

2017—2019 年，公司流动负债波动下降，年均复合下降 2.30%。截至 2019 年末，公司流动负债 135.78 亿元，较年初增长 1.95%，较年初变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占 49.40%）、应付票据（占 15.11%）、吸收存款及同业存放（占 8.97%）、一年内到期的非流动负债（占 6.76%）和其他流动负债（占 9.21%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 4.37%。截至 2018 年底，公司短期借款为 71.63 亿元，较年初大幅增长 16.34%，主要系 2018 年上半年公司兑付了 10 亿元的超短期融资券及 10 亿元的中期票据，为了补充流动资金，增加了银行借款所致。截至 2019 年末，公司短期借款 67.07 亿元，较年初下降 6.36%。从短期借款构成来看，质押借款占 20.30%，信用借款占 13.51%，抵押借款占 25.71%，保证借款占 40.48%。

2017—2019 年，公司应付票据波动下降，年均复合下降 12.99%。截至 2018 年底，公司应付票据为 12.07 亿元，较年初大幅下降 55.47%，主要系子公司通过银行承兑汇票结算方式减少所致。截至 2019 年末，公司应付票据 20.51 亿元，较年初增长 70.01%，主要系通过银行承兑汇票结算方式增加所致；公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 9.06%。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 9.18 亿元，较年初增长 691.61%，主要系长期借款中一年内到期的长期借款转入所致。

2017—2019 年，公司吸收存款及同业存放波动增长，年均复合增长 8.03%。截至 2018 年底，公司吸收存款及同业存放为 13.15 亿元，较年初增长 26.08%，主要系新凤祥财务有限公司业务开展，吸收存款资金增加所致。截至 2019 年末，公司吸收存款及同业存放 12.17 亿元，较年初下降 7.44%，主要系财务公司存款客户存款金额减少所致。

2017—2019 年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 11.79%。截至 2018 年底，公司其他流动负债为 7.50 亿元，较年初下降 25.02%，主要系偿还部分企业短期债券所致。截至 2019 年末，公司其他流动负债 12.50 亿元，较年初增长 66.67%，主要系公司新发行企业短期债券所致。

非流动负债

2017—2019 年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长 13.77%。截至 2019 年末，公司非流动负债 42.82 亿元，较年初增长 7.75%。公司非流动负债主要由长期借款（占 77.30%）和应付债券（占 19.39%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款连续增长，年均复合增长 60.58%。截至 2019 年末，公司长期借款 33.10 亿元，较年初增长 61.11%，主要系公司优化长短期借款结构，增加期限较长期限融资所致；长期借款主要由信用借款（占 21.08%）、抵押借款（占 16.32%）、质押借款（占 49.19%）、保证借款（占 39.70%）和一年内到期的长期借款（占 26.28%）构成。

2017—2019 年，公司应付债券连续下降，年均复合下降 35.58%。截至 2019 年末，公司应付债券 8.30 亿元，较年初下降 54.64%，主要系偿还相关债券所致。公司应付债券主要由“18 凤祥 01”

(规模 3.30 亿元, 固定利率 7.40%, 债券期限 5 年)和 18 凤祥 02”(规模 5.00 亿元, 固定利率 7.90%, 债券期限 3 年)构成。

2017—2019 年, 公司全部债务连续增长, 年均复合增长 3.82%。截至 2019 年末, 公司全部债务 167.72 亿元, 较年初增长 7.45%, 主要系短期债务增加所致。其中, 短期债务占 74.60%, 长期债务占 25.40%。短期债务 125.13 亿元, 较年初增长 6.72%, 主要系应付票据增加所致。长期债务 42.60 亿元, 较年初增长 9.66%, 主要系长期借款增加所致。2017—2019 年, 公司资产负债率分别为 66.68%、64.48%和 63.01%, 连续下降。全部债务资本化比率分别为 63.98%、62.10%和 61.53%, 连续下降。长期债务资本化比率分别为 27.26%、28.97%和 28.89%, 连续上升。

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

表 15 截至 2019 年底公司有息债务期限结构 (单位: 亿元、%)

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

资料来源: 公司提供

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

截至 2020 年 3 月末, 公司全部债务 159.55 亿元, 较上年底下降 4.87%。其中, 短期债务 118.51 亿元 (占 74.28%), 较上年底下降 5.28%。长期债务 41.03 亿元 (占 25.72%), 较上年底下降 3.67%。截至 2020 年 3 月末, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.52%、60.02%和 27.86%, 较上年底分别下降 0.49 个百分点、下降 1.51 个百分点和下降 1.03 个百分点。

(2) 所有者权益

公司所有者权益规模逐年增长, 所有者权益结构稳定性较弱。

2017—2019 年, 公司所有者权益连续增长, 年均复合增长 9.40%。截至 2019 年末, 公司所有者权益为 104.85 亿元, 较年初增长 10.09%, 主要系未分配利润增加所致。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 91.67%, 少数股东权益占比为 8.33%。归属于母公司所有者权益 96.12 亿元, 实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 41.20%、0.58%、-0.65%和 58.87%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大, 权益结构稳定性较弱。

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

4. 盈利能力

近三年，公司收入规模较大，呈波动下降态势；受益于鸡肉行情上行的影响，公司盈利能力连续上升。公司财务费用对利润侵蚀较大，整体费用控制能力较好，公司整体盈利能力一般。

2017—2019年，公司营业收入波动下降，年均复合下降1.94%；2018年，公司实现营业收入474.69亿元，较上年下降5.19%，主要系贸易铜收入减少所致。2019年，公司实现营业收入481.41亿元，较上年增长1.42%。2017—2019年，公司营业成本波动下降，分别为481.64亿元、452.94亿元和454.86亿元，年均复合下降2.82%。2017—2019年，公司净利润连续增长，分别为4.10亿元、4.46亿元和10.01亿元，年均复合增长56.22%；2019年，公司净利润10.01亿元，较上年增长124.24%，主要系鸡肉板块行情较好所致。

2017—2019年，公司费用总额连续增长，年均复合增长6.55%。从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为15.85亿元，较上年增长1.37%，较上年变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为15.73%、26.38%和57.89%，以财务费用为主。其中，销售费用为2.49亿元，较上年增长8.82%；管理费用为4.18亿元，较上年增长7.59%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为9.18亿元，较上年下降2.99%，较上年变化不大。2017—2019年，公司费用收入比分别为2.79%、3.29%和3.29%，公司费用控制能力较好。

从利润构成来看，2017—2019年，公司所取得的投资净收益分别为0.13亿元、-0.08亿元和0.79亿元，占当期利润总额的比重很小，对利润总额影响不大；2017—2019年，公司所取得的营业外收入和其他收益合计呈波动下降态势，年均复合下降4.15%。2018年，公司所取得的营业外收入和其他收益合计0.87亿元（占当年公司营业利润16.54%），较上年增长20.75%，主要系政府补助增加所致。2019年，公司所取得的营业外收入和其他收益合计0.53亿元（占当年公司营业利润4.85%），较上年下降38.97%，主要系政府补助减少所致，对利润总额影响不大，且稳定性较差。

从盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率分别为3.65%、4.43%和5.38%，连续上升；公司总资本收益率分别为5.09%、5.20%和7.14%，连续上升；公司总资产报酬率分别为5.05%、5.25%和7.15%，连续上升；公司净资产收益率分别为4.74%、4.88%和10.01%，连续上升。与国内铜行业其他上市公司相比，2019年公司主要盈利指标均处于行业较高水平，主要系鸡肉行情大幅上行的影响所致。

表 16 2019 年公司与同行业企业盈利指标对比（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
江西铜业	3.82	4.81	3.40
铜陵有色	4.48	4.71	4.49
新凤祥	5.52	10.20	7.20

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

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

5. 现金流

2017—2019年，公司经营活动现金流规模持续下降，投资活动现金净流出规模波动增加，公司存在一定的融资需求；筹资活动产生的现金流净额由净流出转为净流入态势，但净流入规模较小，公司全部债务中短期债务占比仍较高，公司短期偿债压力较大，仍存在较大的融资需求以对到期债

务进行置换。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入分别为598.17亿元、591.29亿元和579.54亿元，连续下降，年均复合下降1.57%；2017—2019年，公司经营活动现金流出分别为566.93亿元、574.76亿元和573.16亿元，波动增长，年均复合增长0.55%。2017—2019年，公司经营活动现金净额分别为31.24亿元、16.53亿元和6.38亿元，连续下降，年均复合下降54.81%。2017—2019年，公司现金收入比分别为110.73%、113.94%和113.21%，波动上升，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为8.02亿元、5.36亿元和42.92亿元，波动增长，年均复合增长131.27%。2019年，公司投资活动现金流入42.92亿元，较上年增长701.12%，主要系财务公司业务开展，同业理财现金流入增加所致。2017—2019年，公司投资活动现金流出分别为8.65亿元、17.51亿元和50.26亿元，连续增长，年均复合增长140.98%。2019年，投资活动现金流出50.26亿元，较上年增长186.99%，主要系同业理财现金流出增加所致。2017—2019年，公司投资活动现金净额分别为-0.63亿元、-12.15亿元和-7.34亿元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为200.78亿元、235.61亿元和202.38亿元，波动增长，年均复合增长0.40%。2018年，公司筹资活动现金流入为235.61亿元，同比大幅增长17.35%，主要系公司取得借款收到的现金增加所致。2019年，公司筹资活动现金流入202.38亿元，较上年下降14.10%，主要系取得借款收到的现金减少所致。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为230.25亿元、237.11亿元和198.88亿元，波动下降，年均复合下降7.06%。2018年，公司筹资活动现金流出为237.11亿元，同比增长2.98%。2019年，筹资活动现金流出198.88亿元，较上年下降16.12%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为-29.47亿元、-1.49亿元和3.50亿元，由净流出转为净流入。

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

6. 偿债能力

公司债务规模较大，且债务构成中短期债务占比较大，短期内面临较大偿付压力；考虑到公司在规模、技术等方面的优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.19倍、1.32倍和1.40倍，连续上升；公司速动比率分别为0.69倍、0.82倍和0.88倍，连续上升。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为0.54倍、0.61倍和0.58倍，波动上升，现金类资产对短期债务的保障程度较低。总体看，公司短期债务占比较大，短期内面临较大的偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为19.92亿元、20.25亿元和26.29亿元，连续增长。2019年，公司EBITDA为26.29亿元，较上年增长29.82%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占23.83%）、计入财务费用的利息支出（占33.04%）、利润总额（占41.93%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为2.39倍、2.41倍和3.03倍，连续上升，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司EBITDA全部债务比分别为0.13倍、0.13倍和0.16倍，连续上升，EBITDA对全部债务的覆盖程度低。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至2020年3月底，公司对外担保5.32亿元，对外担保比例较低。

截至2020年3月底，公司获得银行授信额度合计316.78亿元，其中已用授信额度236.25亿元，公司间接融资渠道较通畅。

截至2020年3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 2020 年 3 月 31 日,公司本部过往无债务信息;根据公司提供的凤祥集团《企业信用报告》(机构信用代码: G1037152100007230L),截至 2020 年 3 月 31 日,凤祥集团无未结清的不良、关注类债务,已结清的债务中有 3 笔欠息记录,8 笔不良/违约债务(根据公司提供的中国农业银行股份有限公司阳谷支行和中国建设银行股份有限公司阳谷支行出具的证明,系银行原因造成),56 笔关注类债务(根据公司提供的聊城市东昌府农村信用合作联社、阳谷县农村信用合作联社、中国银行股份有限公司阳谷支行、交通银行聊城分行等银行出具的证明,分别系银行系统错误、办理借新还旧、跨区域贷款等原因造成);根据公司提供的祥光铜业《企业信用报告》(机构信用代码: G10371521000043000),截至 2020 年 3 月 31 日,祥光铜业无未结清的不良、关注类债务,已结清的债务中有 4 笔欠息记录(根据公司提供的中国农业银行股份有限公司阳谷支行、深圳发展银行济南分行、中国建设银行股份有限公司阳谷支行出具的证明,系银行原因所致),30 笔关注类贷款、4 笔关注类贸易融资、1 笔关注类保理、1 笔关注类票据贴现(根据公司提供的中国农业银行股份有限公司阳谷支行、中国银行股份有限公司阳谷支行、交通银行股份有限公司聊城分行、阳谷县农村信用合作联社、招商银行济南分行文东路支行等出具的证明,分别系银行系统原因、办理借新还旧所致)。

7. 母公司财务分析

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

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

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

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

2019 年,公司本部实现营业收入 0.26 亿元,实现净利润-1.73 亿元。

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

八、本次公司债券偿还能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 3 月底,公司债务总额为 159.55 亿元,本次拟发行债券规模为 12.00 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 2020 年 3 月末财务数据为基础,假设募集资金净额为 12.00 亿元,在其它因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 62.52%、60.02%和 27.86% 上升至 64.04%、61.75%和 33.29%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。考虑到本次债券发行后,募集资金在扣除发行费用后拟全部用于偿还金融机构借款,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. 本次公司债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 26.29 亿元，为本次债券发行额度（12.00 亿元）的 2.19 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高；2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 579.54 亿元，为本次债券发行额度（12.00 亿元）的 48.30 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；2019 年经营活动产生的现金流量净额为 6.38 亿元，为本次债券发行额度（12.00 亿元）的 0.53 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一般。

综合以上分析，并考虑到公司规模、技术等方面所具备的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

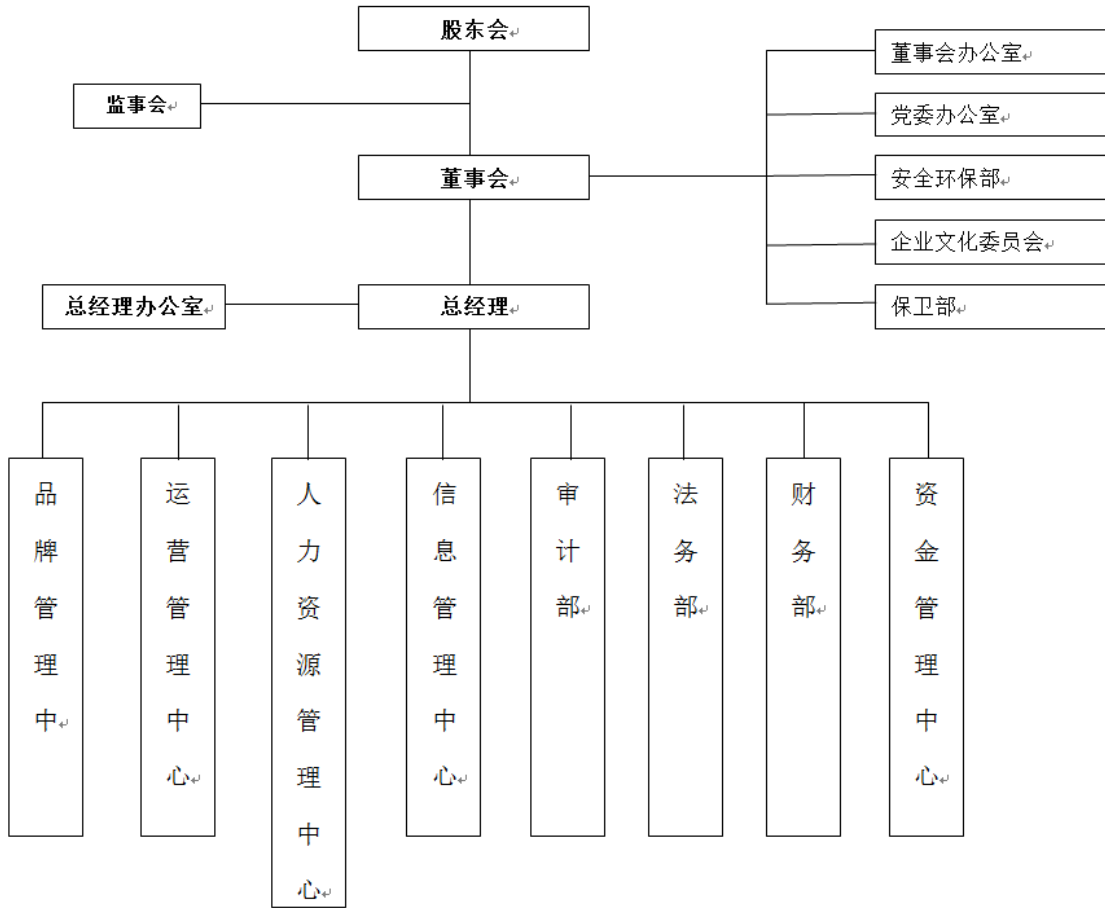
九、综合评价

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、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。近年来，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、铜加工费波动下降、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 2019 年底新风祥控股集团有限责任公司 组织结构图



附件 2 新凤祥控股集团有限责任公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	262.94	268.16	283.45	283.49
所有者权益 (亿元)	87.61	95.24	104.85	106.27
短期债务 (亿元)	122.78	117.24	125.13	118.51
长期债务 (亿元)	32.83	38.84	42.60	41.03
全部债务 (亿元)	155.61	156.09	167.72	159.55
营业收入 (亿元)	500.69	474.69	481.41	104.65
净利润 (亿元)	4.10	4.46	10.01	1.29
EBITDA (亿元)	19.92	20.25	26.29	--
经营性净现金流 (亿元)	31.24	16.53	6.38	1.52
应收账款周转次数 (次)	52.31	91.94	64.81	--
存货周转次数 (次)	6.87	6.53	6.59	--
总资产周转次数 (次)	1.88	1.79	1.75	--
现金收入比率 (%)	110.73	113.94	113.21	116.37
总资本收益率 (%)	5.09	5.20	7.14	--
总资产报酬率 (%)	5.05	5.25	7.15	--
净资产收益率 (%)	4.74	4.88	10.01	--
营业利润率 (%)	3.65	4.43	5.38	5.26
费用收入比 (%)	2.79	3.29	3.29	3.95
资产负债率 (%)	66.68	64.48	63.01	62.52
全部债务资本化比率 (%)	63.98	62.10	61.53	60.02
长期债务资本化比率 (%)	27.26	28.97	28.89	27.86
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.39	2.41	3.03	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.13	0.16	--
流动比率 (倍)	1.19	1.32	1.40	1.40
速动比率 (倍)	0.69	0.82	0.88	0.88
现金短期债务比 (倍)	0.54	0.61	0.58	0.64
经营现金流动负债比率 (%)	21.96	12.42	4.70	1.12
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.66	1.69	2.19	--

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 2020 年 1-3 月财务报表未经审计, 相关财务指标未年化

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+销售费用+财务费用+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 2020 年公司债券（面向专业投资者） 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，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

