

江苏中超控股股份有限公司

**2014 年公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【136】号 01

债券剩余规模: 3.3 亿元

债券到期日期: 2019 年
07 月 04 日

债券偿还方式: 本期债券一次还本, 附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权

分析师

姓名:
杨培峰 王海涛

电话:
021-51035670

邮箱:
yangpf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

江苏中超控股股份有限公司 2014 年公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 04 月 25 日	2017 年 04 月 27 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对江苏中超控股股份有限公司 (以下简称“中超控股”或“公司”, 股票代码: 002471.SZ) 及其 2014 年 7 月发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2018 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境较好, 营业收入实现较大幅度增长, 持续进行一定规模的研发投入并取得一定的研发成果, 为未来发展奠定了较好的技术基础; 同时鹏元也关注到, 公司拟开展日化业务, 需关注后续的经营风险和管理风险; 公司应收账款规模较大, 对公司资金形成较大占用且存在坏账风险; 存货规模较大, 存在一定的存货跌价风险; 公司与关联方的往来款规模较大, 有息负债规模较大, 存在较大的短期偿债压力等风险因素。

正面:

- 公司外部环境较好。2017 年我国全社会用电量同比增长 6.6%, 增速较上年提高 1.6 个百分点; 国家电网合计完成投资 5,315 亿元, 并承诺 2018 年电网投资 4,989 亿元, 保持较大规模, 为公司提供了较好的发展环境。
- 公司营业收入实现较大幅度增长。受益于电力电缆产品销量大幅增长, 2017 年公司实现营业收入 74.15 亿元, 同比增长 19.27%。
- 公司持续进行一定规模的研发投入, 并取得一定的研发成果。2017 年公司研发投入 2.34 亿元, 同比增长 10.29%, 占营业收入的 3.15%。全年新增发明专利 19 项, 实用新型专利 87 项。截至 2017 年底, 公司拥有发明专利 84 项, 实用新型专利 321 项, 为公司未来发展奠定了较好的技术基础。

关注：

- 公司拟开展日化业务，由于公司在日化实业领域缺乏资源积累，需关注后续的经营风险和管理风险。2018 年，公司拟开展日化业务，由于在日化实业领域缺乏资源积累，公司开展日化业务主要依赖于实际控制人及相关关联公司，存在一定的经营风险和管理风险。
- 公司应收账款规模进一步增加，占总资产比例较大，占用了较多营运资金，存在一定坏账风险。截至 2017 年末，公司应收账款账面价值为 35.23 亿元，同比增长 16.68%，占总资产的比例提升至 38.45%，占用了公司较多营运资金，存在一定的坏账风险。
- 公司存货规模较大，存在一定的存货跌价风险。截至 2017 年末公司存货账面价值为 19.10 亿元，占公司资产总额的 20.85%。2017 年末公司累计计提存货跌价准备 0.07 亿元，公司的电缆、紫砂壶类存货价值受市场波动影响较大，存在一定存货跌价风险。
- 公司与关联方的往来款规模较大，面临较大的资金压力。2017 年，公司收到关联方拆借款累计达 40.48 亿元，其中从股东江苏中超投资集团有限公司（以下简称“中超集团”）累计拆入 24.82 亿元，规模较大，面临较大的资金压力。
- 公司有息负债规模较大，存在较大的短期偿债压力。2017 年末公司有息负债为 49.21 亿元，较上年增加 13.74%，占负债总额的 78.13%，其中短期有息负债为 45.52 亿元，公司流动资产主要为存货和应收账款，且受限资产规模较大，公司面临较大的短期偿债压力。

主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	923,728.79	916,292.86	851,159.03	842,014.67
归属于母公司所有者权益合计（万元）	189,232.68	188,628.83	181,551.76	171,000.40
有息债务（万元）	494,290.32	492,090.30	432,637.22	450,119.47
资产负债率	68.94%	68.74%	66.26%	68.06%
流动比率	1.21	1.21	1.26	1.25
速动比率	0.87	0.88	0.92	0.91
营业收入（万元）	142,084.66	741,474.07	621,700.11	516,537.85
营业利润（万元）	450.95	12,926.90	14,462.88	10,705.70
净利润（万元）	331.01	11,395.30	13,907.74	11,478.44

综合毛利率	13.61%	13.26%	14.49%	14.86%
总资产回报率	-	3.02%	3.51%	-
EBITDA（万元）	-	55,078.20	54,201.47	42,242.68
EBITDA利息保障倍数	-	2.09	2.52	2.44
经营活动现金流净额（万元）	12,461.20	7,246.75	58,773.10	18,604.78

注：由于 2015 年公司并购的四家公司利润表仅并入购买日至期末（即 2015 年 12 月份）的金额，因此 2015 年公司总资产回报率未予计算。

资料来源：公司 2015-2017 年年报及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

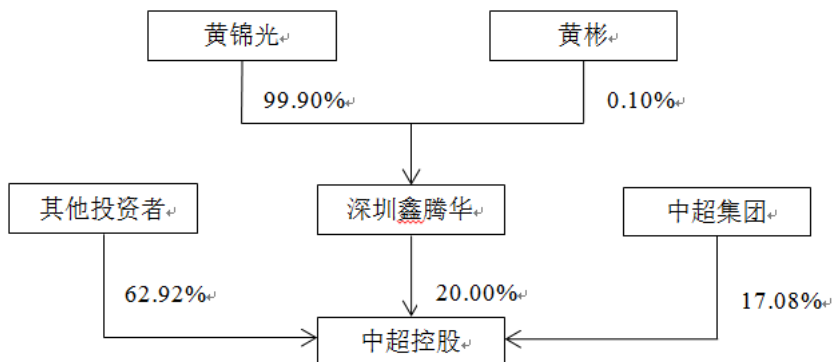
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年7月4日公开发行公司债券，募集资金总额4亿元，票面利率为7.20%，期限为5年。截至2018年3月末，本期债券募集资金已全部用于偿还银行贷款及补充营运资金。

二、发行主体概况

2017年10月10日，公司股东中超集团通过协议转让方式将其持有的公司无限售流通股36,772.00万股转让给深圳市鑫腾华资产管理有限公司（以下简称“深圳鑫腾华”），转让股份占公司总股本的29.00%，转让价格为5.19元/股，转让总价款为190,846.68万元，标的股份分二次交割。转让双方于2017年12月11日办理完毕公司25,360.00万股股份（占公司总股本的20.00%）的过户登记手续。本次转让完成后，深圳鑫腾华持有公司20.00%的股权，中超集团持有公司17.08%的股权，公司控股股东由中超集团变更为深圳鑫腾华，实际控制人由杨飞变更为黄锦光和黄彬。截至2018年3月末，公司股权结构及实际控制关系如下。

图1 截至2018年3月末公司股权结构及实际控制关系



资料来源：公司提供

深圳鑫腾华成立于2014年7月31日，由深圳市鑫腾华商业有限公司出资设立，主营业务为开展股权投资和企业上市咨询业务（不得从事信托、金融资产管理、证券资产管理等业务）等。2017年5月，黄锦光和黄彬以5元的价格受让深圳鑫腾华100%股权，成为其实际控制人。截至2017年末，深圳鑫腾华资产总额155,573.91万元，所有者权益合计62,136.31万元，资产负债率为60.06%。2017年，深圳鑫腾华营业收入规模很小。公司实际控制人黄锦光先生控制的核心企业主要为广东鹏锦实业有限公司，经营范围包括生产、销售肥皂及合成洗涤剂等日化业务。

2017年公司主营业务、注册资本和实收资本均未发生变化，主营业务涉及电力电缆、电气

装备用电线电缆、裸电线、电缆材料、电缆接头、电磁线的生产和销售，以及紫砂壶及其配件、金属材料的销售。

2017年度公司合并范围内无新增子公司，减少两家子公司，分别为注销无锡远洲金属材料有限公司（以下简称“远洲金属”）和出售江苏上鸿润合金复合材料有限公司（以下简称“上鸿润合金”）全部股权。截至2016年9月30日，远洲金属资产总计4,407.16 万元，净资产 4,256.99 万元；2016年1-9月，实现营业收入0.00万元，净利润-91.99 万元。截至2017年12月31日，上鸿润合金资产总计8,091.99万元，净资产-667.65万元；2017年度实现营业收入25,791.30万元，净利润-929.86万元。公司出售上鸿润合金股权增加投资收益187.36万元。处置两家子公司对公司经营不产生重大影响。

表1 2017 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
无锡远洲金属材料有限公司	100.00%	50,000.00	金属材料销售	注销
江苏上鸿润合金复合材料有限公司	51.00%	50,000.00	金属材料销售	出售

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为91.63亿元，归属于母公司所有者权益合计18.86亿元，资产负债率为68.74%；2017年度，公司实现营业收入74.15亿元，利润总额1.31亿元，经营活动现金净流入0.72亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为92.37亿元，归属于母公司所有者权益合计18.92亿元，资产负债率为68.94%；2018年1-3月，公司实现营业收入14.21亿元，利润总额0.07亿元，经营活动现金净流入1.25亿元。

三、运营环境

2017年我国宏观经济增速回升，国民经济呈现稳中向好的发展态势。全社会用电量增速提高，电网投资保持较大规模，为电线电缆行业发展提供了较好的外部环境

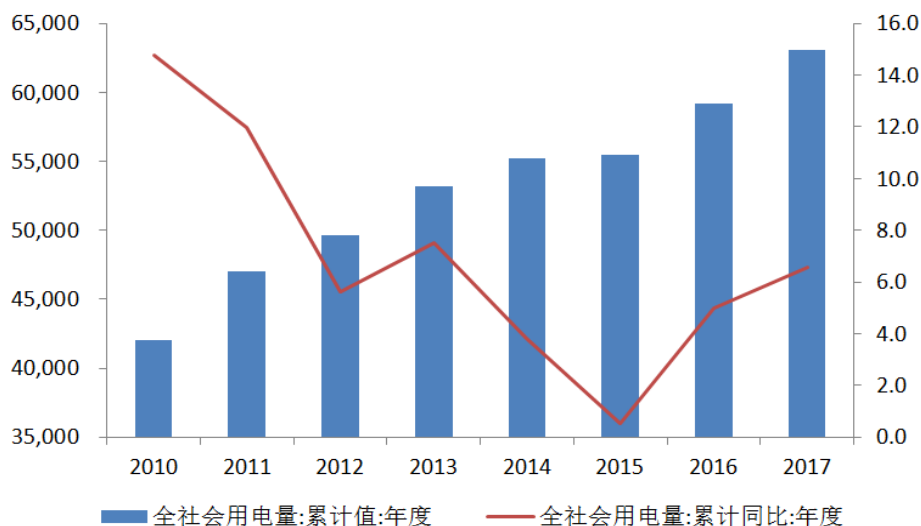
电线电缆是输送电（磁）能、传输信息和实现电磁能量转换的线材产品，广泛应用于电力、能源、建筑、交通、通信、汽车以及石油化工等产业领域，被喻为国民经济的“血管”与“神经”，在我国国民经济中占有极其重要的地位。按产值规模计算，电线电缆行业在我国机械工业的细分行业中，仅次于汽车整车制造和零部件及配件制造业，位居第二；在电工电器行业二十余个细分行业中是产值最大的行业，占据四分之一的产值规模。

由于电线电缆产品广泛应用于国民经济的多个领域，其发展受宏观经济环境及各相关

行业发展状况的影响，与国民经济的发展密切相关。根据国家统计局数据，2017年，我国国内生产总值（GDP）达到82.71万亿元，同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升，其中与电线电缆行业景气程度相关度较高的第二产业增速为6.1%，增速与上年持平。2017年，全社会完成固定资产投资64.12万亿元，比上年增长7.0%，其中，基础设施投资14.00万亿元，同比增长19.0%；交通运输、仓储和邮政业完成投资6.12万亿元，增长14.8%，房地产业完成投资13.97万亿元，同比增长3.6%。整体上，2017年国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。

从全社会用电量来看，根据国家能源局统计，2017年我国全社会用电量63,077亿千瓦时，同比增长6.6%，增速较上年提高1.6个百分点。分产业看，第一产业用电量1,155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业用电量44,413亿千瓦时，增长5.5%，增速较上年提高2.6个百分点；第三产业用电量8,814亿千瓦时，增长10.7%，仍保持10%以上的增速。

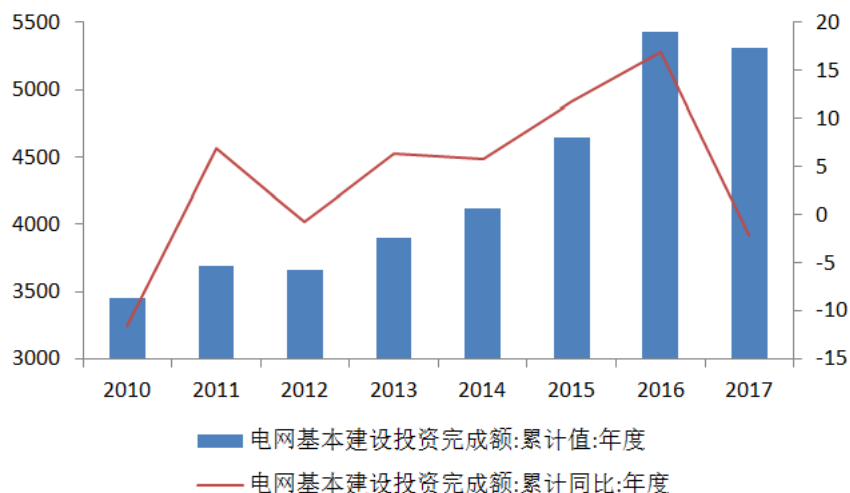
图2 近年我国全社会用电量情况（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：Wind，鹏元整理

作为电线电缆产品的重要需求来源，2017年我国电网基本建设投资仍然保持较大规模，全年国家电网合计完成投资5,315亿元，同比小幅下降2.15%。2017年，全国电源新增生产能力（正式投产）13,372万千瓦，同比增长10.74%，其中，水电1,287万千瓦，火电4,578万千瓦。根据国家电网《2017年社会责任报告》，国家电网承诺2018年总投入5,819亿元，其中电网投资4,989亿元。

图3 近年我国电网基本建设投资完成和增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，鹏元整理

综上，2017年我国宏观经济增速回升，国民经济呈现稳中向好的发展态势。全社会用电量增速提高，电网投资保持较大规模，为电线电缆行业发展提供了较好的外部环境。

我国电线电缆行业集中度低，低端产品产能过剩而高端产品供应不足，“奥凯电缆”事件触发了国家对电线电缆行业企业的整治工作，市场更加注重产品质量和品牌，行业结构有望得到调整

我国电线电缆行业企业具有数量多、规模小的特点，80%以上为中小型企业，设备工艺比较简单，技术含量较低，且产品多集中在普通电缆，同质化竞争严重，行业竞争激烈。总体而言，目前我国中低压电线电缆的产能过剩，市场呈现充分竞争格局，行业集中度较低，整体利润率相对较低。而另一方面，相对于中低压电线电缆产品的产能过剩、供过于求的市场情况，受制于企业规模、技术能力、工艺水平及相关材料、装备和工程配套等因素，国内高压和超高压电线电缆产品的供应尚不足，对于进口产品的依赖依然较大。

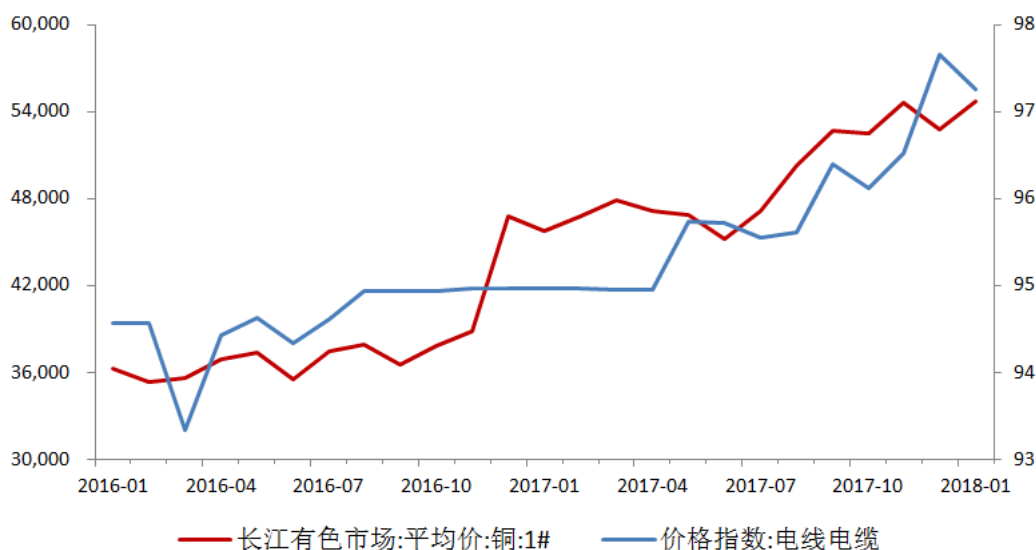
2017年西安地铁“奥凯电缆”事件的发生，触发了国家对电线电缆生产企业的全面专项整治工作，直接推动电线电缆行业由粗放式速度规模竞争加速转向质量品牌信用的竞争，缺乏品牌影响和品质相对低劣的部分中小企业处境相对困难或处在停产状态。同时随着生产成本上升、铜价大幅波动以及市场竞争加剧，部分生产低端产品的中小型电线电缆企业原本有限的利润空间被逐步压缩，纷纷被市场所淘汰。行业领先企业通过并购等方式，进一步扩大了规模和提高竞争力，在一定程度上促进了行业的结构调整，随着行业内竞争的升级，未来行业集中度将得到提升。

2017年铜价继续上涨，电线电缆企业的成本控制压力增大

电线电缆制造行业是一个材料精加工和组装的行业，其材料用量巨大、材料品种多样且性能要求较高，线缆产品中的材料费用约占制造总成本的80%-90%，即“料重工轻”。2017年我国铜材产量为1,861.70万吨，其中电线电缆用铜量约在铜材供应量的一半以上。铜铝、塑料等原材料成本在电线电缆成本构成中占80%以上，电线电缆产品单价易受到上游原材料价格、尤其是铜材价格波动的影响。铜价的波动对电线电缆生产企业资金运用和利润空间提出了挑战。

2017年，国际铜材价格继续上升，伦敦交易所现货铜价由年初的5,574美元/吨上升至年末的7,157美元/吨，涨幅为15.83%；从国内来看，长江有色市场铜价由年初的45,700元/吨上升至年末的55,250元/吨，全年价格名义上行幅度为20.90%。铜价的较快上涨一定程度上也推动了电线电缆产品价格的上升，2017年，电线电缆价格指数从年初的94.97上升至年末的97.65，但仍维持在100以下。再加上能源价格、运输费用以及人力资源成本的上升，电线电缆生产企业承担了较重的成本压力，企业利润空间也进一步被压缩。

图4 近两年我国铜价与电线电缆价格指数走势图（单位：元/吨、点）



资料来源：Wind，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事电缆、电磁线、电缆配件的生产和销售，以及紫砂壶及其配件、金属材料的销售。其中，公司电缆产品主要包括用于电力传输的电力电缆、用于专门设备内部的电器装备用电缆和用于电线芯的裸电线；电磁线产品为主要用于制造电工产品中的线圈或绕组的绝缘电线。2017年公司实现营业收入74.15亿元，较上年增长19.27%，主要由于电缆行业外部发展环境

较好，“奥凯电缆”事件的发生推动市场更加注重产品质量和品牌，公司主要产品销量大幅增长所致。其中，公司电缆、电磁线和电缆配件产品分别实现销售收入52.37亿元、12.16亿元和5.70亿元，合计占营业收入的94.70%，是公司营业收入的主要来源。产品订单量的大幅增加使公司电缆行业收入较上年增长29.95%；在订单量增加和原材料价格上升带动销售均价上涨的影响下，电磁线行业收入同比增长21.75%；电缆配件与紫砂壶贸易行业收入规模与上年基本持平；由于金属原材料价格波动较大，为了控制经营风险，2017年公司减少了金属材料的贸易业务，导致金属贸易行业收入较上年大幅下降69.74%；其他业务收入主要为材料销售收入，较上年增长63.25%。此外，公司2017年实现利息收入347.30万元，系小额贷款业务收入。

2017年，在原材料价格、人工及其他生产费用共同上涨的影响下，公司综合毛利率较上年下滑1.23个百分点至13.26%，电缆、电磁线、电缆材料等主要产品毛利率均出现不同幅度的下滑。另外，2017年其他业务收入毛利率较上年大幅下降至-17.03%。公司2016-2017年营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表2 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目		2017 年		2016 年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
电缆行业	电力电缆	463,396.70	16.04%	347,579.92	17.08%
	电气装备用电线电缆	49,552.90	14.16%	44,914.73	15.66%
	裸电线	10,711.22	11.05%	10,466.54	11.45%
	小计	523,660.81	15.76%	402,961.19	16.78%
电磁线行业	电磁线	121,580.28	7.49%	99,862.06	9.93%
电缆配件	电缆材料	52,055.82	10.85%	52,339.02	11.80%
	电缆接头	4,901.52	51.00%	4,978.29	46.74%
	小计	56,957.34	14.31%	57,317.31	14.84%
金属贸易行业	金属材料	13,442.75	3.39%	44,421.72	3.41%
紫砂壶贸易行业	紫砂壶及其配件	3,704.42	50.65%	3,582.86	33.24%
其他业务	-	22,128.46	-17.03%	13,554.97	9.91%
营业收入合计		741,474.07	13.26%	621,700.11	14.49%

资料来源：公司 2016-2017 年年报，鹏元整理

2017 年公司主要产品销量增加，“以销定产”的生产模式下主要产品产销率保持在较好水平；部分产品产能扩张较快，产能利用率下滑，后续需关注公司产能利用情况

公司电缆主要产品包括电力电缆和电气装备用电线电缆等几十个系列的产品，此外公司也生产少量裸电线作为配套产品。公司生产政策以按需生产为主，即生产和材料采购计划主要都是以销售订单为基础进行安排。同时，在电线电缆产品的生产中，对于客户经常有紧急需要且反复生产会造成资源浪费的产品，公司会保有合理的库存。此外，对于部分紧急或公司难以及

时完成订单的项目，公司会外购部分产品补足订单所需产品数量。

2017年，“奥凯电缆”事件的发生触发国家对电线电缆行业大力整治，许多中小电缆企业由于产品质量问题被取消生产资质，下游客户更加注重产品质量和品牌，电缆行业集中度转向大型电缆生产企业。2017年公司订单量较以前年度有明显增长，主要产品销售情况较好，销量均有不同幅度的增长。

表3 2016-2017 年公司电缆业务、电磁线和电缆材料产销情况

产品类别	产量			销量		
	2017 年	2016年	增长率	2017年	2016年	增长率
电缆行业-电力电缆（千米）	116,968	92,413	26.57%	139,498	77,053	81.04%
电缆行业-电气装备用电线电缆（千米）	95,944	177,741	-46.02%	156,858	145,572	7.75%
电缆行业-裸电线（吨）	10,254	7,065	45.14%	9,847	8,705	13.12%
电磁线行业-电磁线（吨）	26,280	24,704	6.38%	26,665	24,239	10.01%
电缆材料（吨）	33,809	33,081	2.20%	33,015	32,695	0.98%

资料来源：公司 2016-2017 年年报，鹏元整理

2017年，公司电缆行业产品销量均有增长，其中电力电缆销量同比增长81.04%。为了适应电缆市场行情的变化，进一步提高市场占有率，公司加大设备投入扩张产能。电力电缆产能增加98,321.97千米，同比大幅增长82.01%，主要系子公司新疆中超新能源电力科技有限公司和无锡市明珠电缆有限公司采购设备、新增生产线所致；电气装备用电线电缆产能增加47,194.34千米，同比增长23.22%，主要系子公司江苏中超电缆股份有限公司产能扩张所致。由于营销、开拓新客户需要一定的时间，且存在招聘、培训新员工等问题，新增产能释放需要一定时间。2017年，公司电力电缆和电气装备用电线电缆的产能利用率分别为53.60%和38.32%，较上年大幅下降，产能利用率较低。另外，电气装备用电线电缆由于上年末已签订单有较大部分在2017年交货形成较多库存，导致2017年产量同比大幅下降。

公司电磁线业务由子公司无锡锡洲电磁线有限公司（以下简称“无锡锡洲”）经营，无锡锡洲近年来在电磁线行业的市场份额不断提升。2017年电磁线产量和销量均较上年有所提高，实现收入12.16亿元，同比增长21.75%。公司电缆配件业务与上年基本保持稳定。由于子公司南京中超新材料股份有限公司新增6条生产线，公司电缆材料产能增加40,660.03吨，同比大幅增长87.74%，产能利用率下降至38.86%。

公司采用“以销定产”的生产模式，2017年各主要产品产销率在100%左右，保持较好的水平。其中，电气装备用电线电缆由于上年末库存较多，2017年产量有所减少，产销率达到163.49%，出现了大幅提升。

总体上看，公司部分产品产能的快速扩张导致产能利用率下降较多，总体产能利用率较低。

在行业整体产能过剩、新增产能未完全释放的情况下，后续需关注公司产能利用情况。

表4 2016-2017 年公司电缆业务、电磁线和电缆材料产能利用率和产销率情况

项目	单位	项目	2017 年	2016 年
电力电缆	千米	年末产能	218,213.70	119,891.73
	-	产能利用率	53.60%	77.08%
	-	产销率	119.26%	83.38%
电气装备用电线电缆	千米	年末产能	250,401.98	203,207.64
	-	产能利用率	38.32%	87.47%
	-	产销率	163.49%	81.90%
裸电线	吨	年末产能	24,541.06	23,210.56
	-	产能利用率	41.78%	30.44%
	-	产销率	96.03%	123.21%
电磁线	吨	年末产能	33,000.00	34,817.65
	-	产能利用率	79.64%	70.95%
	-	产销率	101.46%	98.12%
电缆材料	吨	年末产能	87,000.00	46,339.97
	-	产能利用率	38.86%	71.39%
	-	产销率	97.65%	98.84%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司产品销售均价方面，2017年度销售的电力电缆产品种类中，单价较低的小规格品种较上年大幅增加，而大规格品种较上年有所下降，导致销售均价出现下降。2017年在金属原材料价格上升的情况下，公司电磁线产品的销售均价较上年增加10.68%，电气装备用电线电缆和电缆材料的价格与上年保持稳定。

表5 2016-2017 年公司主要产品的销售均价情况（单位：万元/千米、万元/吨）

产品	2017 年	2016 年	变动幅度
电力电缆	3.32	4.51	-26.39%
电磁线	4.56	4.12	10.68%
电气装备用电线电缆	0.32	0.31	3.23%
电缆材料	1.58	1.60	-1.25%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司通过销售合同对标铜价来保持利润空间；产品销售区域保持稳定，客户集中度降低，对大客户的依赖度低

公司产品的原材料包含铜等金属材料、塑料和其他辅助材料，其中最主要的是铜，占生产成本的50%以上。铜材的价格波动较大，通常公司签订销售合同时，电缆产品的结算价格一般以铜现货价格为基础，加其他辅料及加工费确定销售价格，保持一定的盈利空间。2017年，金

属原材料价格上涨导致公司原材料采购均价上升。

表6 2016-2017 年公司主要原材料采购均价情况（单位：元/千克）

原材料	2017 年		2016 年	
	平均单价	增幅	平均单价	增幅
铜材	38.13	15.48%	33.02	-8.30%
铝材	11.82	6.87%	11.06	0.82%
绝缘材料	7.85	-15.77%	9.32	-7.17%

注：原材料采购价不包含增值税。

资料来源：公司提供，鹏元整理

上游供应商方面，2017年，为了缓减付款压力，公司原材料采购集中度明显下降，前五大供应商采购金额合计占当期采购金额的比重从上年的42.85%下降至22.59%。

表7 2016-2017 年公司前五大供应商情况（单位：万元）

2017 年			2016 年		
供应商名称	采购额	占比	供应商名称	采购额	占比
上海京慧诚国际贸易有限公司	44,358.29	6.90%	上海京迈有色金属有限公司	60,193.81	11.45%
江苏辉宏信科技有限公司	27,684.86	4.30%	江苏中广润新材料科技有限公司	52,122.44	9.91%
宜兴市智恒铜业有限公司	26,316.37	4.09%	江苏辉宏信科技有限公司	46,842.61	8.91%
常州同泰高导铜线有限公司	24,245.73	3.77%	潞安卓泰祥和金属科技宜兴有限公司	39,393.32	7.49%
宜兴市意达铜业有限公司	22,718.55	3.53%	宜兴市意达铜业有限公司	26,771.87	5.09%
合计	145,323.81	22.59%	合计	225,324.04	42.85%

资料来源：公司 2016-2017 年年报，鹏元整理

公司电缆销售模式主要是以公司本部为主导，由市场、技术和售后部门协同参与的直销模式。公司参加电缆需求方企业招标，中标后公司与需方签订《采购协议》或《供应及安装指导协议》等协议，依据需方的要求提供相应规格的电缆和配件，提供安装和必要的指导服务。电缆和劳务价款的支付方式由上述协议规定。

公司销售区域分布情况一方面取决于电网投资需要的地理分布，存在一定的随机性；另一方面，由于电缆产品的有效运输半径一般为 500 千米，超过 500 千米的运输费用增长幅度较大，因而公司主营业务销售区域仍以华东地区为主，并辐射至华北、华中、西南、西北和华南等多个片区。2017 年华东、华北和华中地区仍为公司产品主要销售区域，公司在上述区域营业收入分别为 46.61 亿元、6.96 亿元和 6.39 亿元，在公司营业收入中的占比分别为 62.86%、9.39% 和 8.61%，占比合计达 80.86%，与上年基本持平。

表8 2016-2017 年公司营业收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
----	--------	--------

	收入	占比	收入	占比
华东地区	466,085.85	62.86%	372,330.32	59.89%
华北地区	69,648.09	9.39%	52,293.74	8.41%
华中地区	63,874.59	8.61%	76,817.65	12.36%
西南地区	48,047.70	6.48%	36,666.74	5.90%
西北地区	42,759.93	5.77%	42,634.97	6.86%
华南地区	29,817.55	4.02%	17,413.87	2.80%
东北地区	16,080.35	2.17%	13,263.26	2.13%
海外	5,160.00	0.70%	10,279.55	1.65%
合计	741,474.07	100.00%	621,700.11	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年年报，鹏元整理

从下游行业看，公司产品广泛应用于国家电网以及江苏、上海、山东等省市城乡电网建设和改造工程、大型央企的各类建设工程及铁路、西气东输、南水北调等多个大型重点项目。2017 年，由于国网电力公司招标竞争异常激烈，产品毛利率偏低，公司在维护国网客户的同时积极拓展与央企、上市公司、一带一路等重大项目的战略合作，导致公司对国网电力公司的销售量有所下降。从公司前五大客户来看，国网江苏省电力公司仍为公司最大客户，但销售额占当期销售总额的比重明显下降，仅为 2.60%，从而使公司 2017 年前五大客户的销售额合计占比由上年的 15.19%下降为 7.82%，公司客户集中度很低，对大客户的依赖度低。

表9 2016-2017 年公司前五大客户资料（单位：万元）

2017 年			2016 年		
客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
国网江苏省电力公司	19,254.82	2.60%	国网江苏省电力公司	55,364.60	8.91%
无锡巨丰复合线有限公司	12,013.23	1.62%	湖北省电力公司物资公司	11,491.24	1.85%
苏州宇邦新型材料股份有限公司	10,127.22	1.37%	国网新疆电力公司	10,623.09	1.71%
同享（苏州）电子材料科技股份有限公司	8,423.71	1.14%	国网山东省电力公司	8,783.78	1.41%
山西明业电力工程有限公司	8,058.96	1.09%	正泰电气股份有限公司	8,128.49	1.31%
合计	57,877.93	7.82%	合计	94,391.21	15.19%

资料来源：公司 2016-2017 年年报，鹏元整理

2017 年公司持续进行一定规模的研发投入，取得了一定的研究成果，为未来发展奠定了较好的技术基础，但科研投入需要较长的培育期，且成果转化存在较大的不确定性

2017 年公司继续加大对技术研发的投入，全年研发投入 2.34 亿元，同比增长 10.29%，占当期营业收入的 3.15%，高于电线电缆行业上市公司平均水平 0.29 个百分点。2017 年公司新增发明专利 19 项，实用新型专利 87 项。截至 2017 年底，公司拥有发明专利 84 项，实用新型专利 321 项，有利于公司发挥技术研发优势，提升核心竞争力，为公司未来发展奠定良好的技

术基础。但我们也注意到公司研发投入需要较长的培育期，成果转化存在一定的不确定性，公司的投资存在一定的风险。

表10 2016-2017 年公司研发投入情况

项目	2017 年	2016 年
研发投入金额（万元）	23,385.37	21,204.47
研发投入占营业收入比例	3.15%	3.41%
资本化研发投入占研发投入的比例	1.08%	0.42%
研发人员数量（人）	447	458
研发人员数量占比	15.80%	15.78%

资料来源：公司 2016-2017 年年报，鹏元整理

2018 年，公司拟通过投资设立控股子公司、剥离紫砂陶和小额贷款业务等推进电缆及日化实业双主业发展战略；由于公司在日化实业领域缺乏资源积累，需关注后续的经营风险和管理风险

根据公司于2018年2月披露的《关于拟开展日化原材料业务的公告》，公司计划将电缆及日化实业作为双主业发展战略，充分利用实际控制人对日化行业的资源、渠道及经验等优势，围绕日用化学品行业及上下游进行投资，进一步提升公司的经营业绩。公司拟将日化行业相关的日化原材料业务培育为公司新的利润增长点，未来将逐步丰富产品类型和扩大贸易规模，形成涵盖日化原材料业务的日化相关业务与电力电缆业务相互结合、双主营发展的业务模式。根据公司披露的《关于对外投资暨关联交易的公告》，公司拟与广东鹏锦实业有限公司（与公司同一实际控制人）、深圳市前海中宇国际资产管理有限公司在广东省揭阳市设立控股子公司“广东中鹏有限公司”（以下简称“广东中鹏”），主要从事化学原料研发、化工产品生产、销售等业务。公司拟以货币资金出资8,160万元，占广东中鹏注册资本的51%。截至2018年4月20日，广东中鹏已完成工商注册登记手续并取得营业执照，公司尚未出资。

根据公司于2018年3月披露的《关于股权置换的公告》，公司拟将持有的宜兴市中超利永紫砂陶有限公司（以下简称“利永紫砂陶”）70%股权与宜兴市中远投资有限公司（以下简称“中远投资”）持有的江苏远方电缆厂有限公司（以下简称“远方电缆”）49%的股权及宜兴市新中润投资有限公司（以下简称“新中润”）持有的无锡市明珠电缆有限公司（以下简称“明珠电缆”）49%的股权进行置换。根据相关资产的审计和评估结果，置出资产交易价格共计23,653.33万元；置入资产交易价格共计35,408.33万元，价格差额为11,755.00万元，由公司应收利永紫砂陶的往来款债权中的11,755.00万元抵偿给新中润。根据公司披露的《关于出售控股子公司股权暨关联交易的公告》，公司与股东中超集团签订《股权转让协议》，拟将公司持有的宜兴中超利永紫砂互联网科技小额贷款有限公司（以下简称“中超科贷”）51%股权出售给中超集团，

根据评估确定该部分股权价格共计5,267.44万元，以中超集团应收公司的往来款债权中的5,267.44万元抵偿公司应收取的股权转让款。股权置换、转让完成后，利永紫砂陶、中超科贷将不再纳入公司合并报表体系，明珠电缆、远方电缆将由公司控股子公司变为全资子公司。通过股权置换、转让，经营业绩欠佳的紫砂陶和小额贷款业务将从公司剥离，公司电缆业务将得到进一步强化和突出。

表11 截至2017年末各公司主要财务指标（单位：万元）

项目	利永紫砂陶	远方电缆	明珠电缆	中超科贷
总资产	58,162.83	47,044.47	76,089.92	10,403.50
净资产	27,385.11	21,791.80	23,285.37	10,327.78
营业收入	3,810.70	42,206.73	81,526.15	710.18
利润总额	-1,166.54	297.88	954.96	439.91
净利润	-1,162.30	532.44	823.57	327.47

资料来源：公开资料，鹏元整理

综合来看，公司依赖实际控制人在日化行业的资源、渠道及经验，投资设立控股子公司开展日化业务，剥离紫砂陶及小额贷款业务，稳步推进电缆及日化实业双主业发展战略。同时应注意到，公司前期主要从事电线电缆相关产品的生产、销售，在日化实业领域缺乏资源积累，公司开展日化业务主要依赖于实际控制人及相关关联公司，存在一定的经营风险和管理风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告及未经审计的2018年一季报，报告采用新会计准则编制，2016年数据采用2017年审计报告期初数。2017年度，由于会计政策变更，与日常活动相关的政府补助计入“其他收益”科目核算，利润表新增“资产处置收益”项目，并追溯调整2016年营业利润、营业外收入、营业外支出金额。2017年公司合并范围减少2家子公司，无新增子公司，详情见表1。截至2017年末，公司纳入合并范围的子公司合计17家，详见附录五。

资产结构与质量

2017年公司资产总额较上年小幅增长，货币资金受限比例高，应收账款与存货规模继续增长，占总资产比例较大，且存在一定的坏账风险和存货跌价风险

截至2017年末，公司资产总额为91.63亿元，较上年小幅增长，主要系应收账款增长所致。

公司资产仍以流动资产为主，2017年末流动资产占总资产比重为77.29%。截至2018年3月末，公司资产总额为92.37亿元，较2017年末小幅上涨0.81%。

2017年末公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货等组成。2017年末公司货币资金为10.52亿元，其中使用受限的货币资金9.71亿元，包括银行承兑票据保证金7.65亿元、信用证保证金1.21亿元、保函保证金0.55亿元和存单质押0.30亿元，受限比例为92.30%，公司货币资金受限比例高，流动性受到限制。公司应收票据主要为销售形成，截至2017年末为2.52亿元，同比增长34.25%，主要系票据结算增加所致。其中，已质押的应收票据规模为0.72亿元，占应收票据期末余额的28.57%。2017年末公司应收账款账面价值为35.23亿元，较上年末增长16.68%，占总资产的比重提高至38.45%。从应收账款的账龄来看，6个月以内的占比64.92%，6个月至1年和1-2年占比分别为11.70%和11.63%。从应收对象来看，期末余额前五名的应收对象分别是泛亚电缆有限公司、山西明业电力工程有限公司、无锡巨丰复合线有限公司、国网江苏省电力公司和常州西电变压器有限责任公司，欠款金额合计占应收账款总额的5.88%，公司应收对象较为分散，但应收账款规模和占总资产中占比进一步提高，占用了公司较多营运资金，增加了公司资金压力。截至2017年末公司共计提应收账款坏账准备2.94亿元，存在一定的坏账风险。2017年末公司其他应收款账面价值为2.08亿元，较上年末大幅增长87.78%，主要系投标保证金、存单押金及备用金增加所致。2017年末公司存货账面价值为19.10亿元，较上年末增长9.72%，在资产总额中的占比与上年基本持平。公司存货主要是库存商品、原材料、在产品 and 发出商品，其中库存商品10.74亿元，在产品3.96亿元，发出商品2.41亿元，库存商品和在产品规模较上年末有所增长。截至2017年末公司对库存商品和发出商品共计提跌价准备0.07亿元。2017年末，公司库存商品中紫砂壶账面价值为4.59亿元，根据沃克森（北京）国际资产评估有限公司出具的沃克森咨报字（2018）第0208号《估值咨询报告》，按照市场法评估，以2017年12月31日为评估基准日，公司紫砂壶类库存商品估值前账面价值4.66亿元，评估值5.26亿元，增值0.60亿元。截至2017年末公司累计计提存货跌价准备0.07亿元，公司的电缆、紫砂壶类存货价值受市场波动影响较大，存在一定存货跌价风险。

2017年末公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、固定资产和无形资产。2017年末公司可供出售金融资产账面价值为4.08亿元，为对江苏宜兴农村商业银行股份有限公司和江苏民营投资控股有限公司（以下简称“民营投资”）的投资，按成本法计量，2017年公司对民营投资新增投资1.00亿元，2017年末对两家被投资企业的持股比例分别为5.44%和5.81%，与上年保持不变。2017年，公司可供出售金融资产投资取得现金红利0.06亿元。公司固定资产期末账面价值为11.24亿元，主要是房屋建筑物、机器设备和运输工具等，同比小幅下降5.5%，主要系计提折旧所致，其中0.90亿元的新建办公楼、扩建车间等资产暂未办妥产权证书。2017年末公

司无形资产账面价值为2.83亿元，主要是土地使用权、专利权和商标权等，同比下降5.20%，主要系计提摊销所致。截至2017年末，公司9.71亿元货币资金使用受限，用于抵押融资固定资产和无形资产分别为3.10亿元和1.10亿元，受限资产账面价值合计14.80亿元，占资产总额的16.16%。

整体来看，2017年公司资产总额较上年小幅增长，但货币资金受限比例高，应收账款与存货规模继续增长，占总资产比例进一步提高，占用了较多营运资金，且存在一定的坏账风险和存货跌价风险。

表12 2016-2017年及2018年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	105,103.56	11.38%	105,225.59	11.48%	119,525.07	14.04%
应收票据	17,805.32	1.93%	25,211.92	2.75%	18,779.79	2.21%
应收账款	321,995.61	34.86%	352,300.71	38.45%	301,947.05	35.47%
其他应收款	34,880.59	3.78%	20,808.60	2.27%	11,081.10	1.30%
存货	200,360.63	21.69%	191,024.59	20.85%	174,097.23	20.45%
流动资产合计	717,266.20	77.65%	708,180.91	77.29%	643,701.89	75.63%
可供出售金融资产	40,809.88	4.42%	40,809.88	4.45%	30,809.88	3.62%
固定资产	110,429.90	11.95%	112,350.29	12.26%	118,886.20	13.97%
无形资产	27,878.85	3.02%	28,301.62	3.09%	29,854.76	3.51%
非流动资产合计	206,462.59	22.35%	208,111.95	22.71%	207,457.14	24.37%
资产总计	923,728.79	100.00%	916,292.86	100.00%	851,159.03	100.00%

资料来源：公司2017年年报及未经审计的2018年一季报，鹏元整理

资产运营效率

公司应收账款和存货周转较慢，净营业周期长，运营压力依然较大

2017年，公司应收账款、存货规模均较上年有所增长，在营业收入实现较大幅度增长的影响下，应收账款周转天数和存货周转天数较上年分别减少13.21天和17.66天，同时，由于营业成本的较大幅度增长，应付账款周转天数较上年减少24.03天，公司净营业周期仍然较长，2017年为148.01天，运营压力较大。

公司存货和应收账款规模较大，且货币资金受限较多，使得公司流动资产周转效率较低，2017年流动资产周转天数达328.18天，总资产周转天数达429.07天，较2016年有所下降，但整体来看，公司资产的周转率水平较低。

表13 2016-2017 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数（含应收票据）	169.50	182.71
存货周转天数	102.19	119.85
应付账款周转天数（含应付票据）	123.68	147.71
净营业周期	148.01	154.85
流动资产周转天数	328.18	373.77
固定资产周转天数	56.13	68.72
总资产周转天数	429.07	490.22

资料来源：公司2017年年报，鹏元整理

盈利能力

2017 年，公司营业收入实现较大幅度增长，受电力电缆销售均价下降、生产成本上涨等因素影响，盈利能力有所下降

2017 年，公司营业收入同比增长 19.27%，主要是电缆行业外部发展环境较好，“奥凯电缆”事件的发生推动市场更加注重产品质量和品牌，公司主要产品销量大幅增长所致。在原材料价格上涨、电力电缆销售均价下降、人工及其他生产费用共同增加的影响下，公司综合毛利率较上年下滑 1.23 个百分点至 13.26%，由于坏账损失增加，净利润较上年下滑 18.07%，总资产回报率和净资产收益率也有所下降。期间费用率在营业收入增长的影响下出现小幅下降。

此外，公司控股子公司无锡市恒汇电缆有限公司（以下简称“恒汇电缆”）、河南虹峰电缆股份有限公司（以下简称“虹峰电缆”）2017 年度实现的净利润低于其相关股东与公司签署的《业绩补偿协议》³中承诺的业绩，截至 2018 年 4 月 20 日，公司收到恒汇电缆及虹峰电缆相关股东关于 2017 年度业绩承诺的补偿款合计 1,174.26 万元。

2018 年 1-3 月，公司实现营业收入 14.21 亿元，同比增长 23.10%；净利润 331.01 万元，同比大幅下降 65.04%，主要系资产减值损失及财务费用较上年同期增加较多；综合毛利率为 13.61%，盈利能力基本稳定。

总体来看，2017 年公司营业收入实现较大幅度增长，由于综合毛利率的下降，公司总体盈利能力有所下降。

表14 2016-2017 年及 2018 年 1-3 月公司主要盈利能力指标

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
----	--------------	--------	--------

³ 根据恒汇电缆相关股东、虹峰电缆相关股东与公司分别签署的《业绩补偿协议》，若恒汇电缆 2017 年度实现的净利润低于 3,500.00 万元、虹峰电缆 2017 年度实现的净利润低于 2,000.00 万元，相关股东应向公司进行补偿。

营业收入（万元）	142,084.66	741,474.07	621,700.11
资产减值损失（万元）	632.86	4,810.17	2,155.52
营业利润（万元）	450.95	12,926.90	14,462.88
利润总额（万元）	685.68	13,104.31	16,750.42
净利润（万元）	331.01	11,395.30	13,907.74
综合毛利率	13.61%	13.26%	14.49%
期间费用率	12.88%	10.78%	11.38%
营业利润率	0.32%	1.74%	2.33%
总资产回报率	-	3.02%	3.51%
净资产收益率	-	3.97%	5.00%
营业收入增长率	23.10%	19.27%	20.36%
净利润增长率	-65.04%	-18.07%	21.16%

资料来源：公司 2017 年年报及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

现金流

2017 年公司主营业务收现情况较好，但随着业务的发展，存货和应收账款占用较多营运资金，后续的业务扩张及债务的偿还将使公司资金压力进一步加大

2017 年公司收入收现比为 1.11，收现情况较好。由于公司营业收入大幅增加，2017 年销售商品、提供劳务收到的现金较上年增长 12.05 亿元，为 82.17 亿元。公司经营活动产生现金的能力持续增强，2017 年公司 FFO 为 5.39 亿元，较上年增长 7.40%。但随着业务的发展，存货和应收账款规模进一步增加，占用了较多营运资金，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额较上年大幅减少。

2017 年，公司投资活动产生的现金净流出 1.73 亿元，主要为对民营投资新增投资 1.00 亿元。公司主要通过银行借款和关联方拆借满足资金需求，2017 年公司取得借款收到和偿还债务支付的现金分别为 36.29 亿元、30.68 亿元，收到与支付关联方拆借款现金分别为 40.48 亿元、35.42 亿元，规模较大。公司筹资活动现金流量净额为-1.62 亿元，净流出规模较上年增加 0.82 亿元。后续的业务扩张及债务的偿还将使公司资金压力进一步加大。

整体来看，2017 年公司主营业务收现情况较好，但随着业务的发展，存货和应收账款规模进一步增加，占用了较多营运资金，后续的业务扩张及债务的偿还将使公司资金压力进一步加大。

表15 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.11	1.13
净利润	11,395.30	13,907.74

非付现费用	20,402.92	18,104.22
非经营损益	22,122.02	18,194.09
FFO	53,920.24	50,206.05
营运资本变化	-46,673.49	9,939.23
其中：存货减少（减：增加）	-18,411.47	5,840.83
经营性应收项目的减少（减：增加）	-51,741.62	-20,087.29
经营性应付项目的增加（减：减少）	23,479.59	24,185.69
经营活动产生的现金流量净额	7,246.75	58,773.10
投资活动产生的现金流量净额	-17,263.14	-45,931.88
筹资活动产生的现金流量净额	-16,128.03	-7,962.78
现金及现金等价物净增加额	-26,222.61	4,870.00

资料来源：公司2017年年报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017年，公司负债规模上升，有息负债规模较大，且以短期有息债务为主，面临较大的偿债压力

2017年末，公司负债总额62.98亿元，较上年增长11.68%，主要系银行借款增加所致。2017年末公司所有者权益为28.64亿元，与上年末保持稳定，产权比率上升至219.88%，公司整体杠杆水平较高。截至2018年3月末，公司负债总额上升至63.68亿元，产权比率进一步提高至221.94%。

表16 2016-2017年及2018年3月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	636,801.29	629,846.37	563,982.64
所有者权益	286,927.50	286,446.49	287,176.39
产权比率	221.94%	219.88%	196.39%

资料来源：公司2017年年报及未经审计的2018年一季报，鹏元整理

从负债结构看，公司负债以流动负债为主，2017年末流动负债占总负债的比重增至92.84%，较上年末进一步提高2.44个百分点。

2017年末公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款等构成。2017年末公司短期借款余额为27.63亿元，同比增长29.33%，其中保证借款19.34亿元、质押保证借款3.28亿元、抵押借款3.03亿元。2017年末公司应付票据主要为采购原材料形成，余额为17.46亿元，同比增长8.15%。2017年末公司应付账款余额为5.67亿元，同比增长15.34%，主要是材料款和工程设备款。2017年末，公司其他应付款余额为3.47亿元，较上年增加12.91%，主要系关联方往来款增加所致。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2017年末公司长期借款为0.30亿元，为保证借款。公司应付债券系本期债券，2017年部分投资者回售本期债券致应付债券规模减少，截至2017年末账面价值为3.28亿元。

表17 2016-2017年及2018年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	268,965.80	42.24%	276,293.00	43.87%	213,627.30	37.88%
应付票据	184,918.82	29.04%	174,603.60	27.72%	161,451.15	28.63%
应付账款	45,959.33	7.22%	56,694.85	9.00%	49,153.19	8.72%
预收款项	32,353.94	5.08%	24,179.51	3.84%	21,994.91	3.90%
其他应付款	39,043.23	6.13%	34,729.14	5.51%	30,757.70	5.45%
一年内到期的非流动负债	3,886.45	0.61%	4,320.54	0.69%	12,298.65	2.18%
流动负债合计	592,183.90	92.99%	584,749.51	92.84%	509,867.35	90.40%
长期借款	3,000.00	0.47%	3,000.00	0.48%	1,000.00	0.18%
应付债券	32,863.05	5.16%	32,837.84	5.21%	39,737.82	7.05%
非流动负债合计	44,617.39	7.01%	45,096.86	7.16%	54,115.30	9.60%
负债合计	636,801.29	100.00%	629,846.37	100.00%	563,982.64	100.00%
有息债务	494,290.32	77.62%	492,090.30	78.13%	432,637.22	76.71%

资料来源：公司2017年年报及未经审计的2018年一季报，鹏元整理

2017年末公司有息债务规模上升至49.21亿元，较上年增加13.74%，其中短期有息负债为45.52亿元，占有息负债总额的92.51%、占总负债的72.27%，公司面临较大的短期偿债压力。

表18 截至2017年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018年	2019年
短期借款	276,293.00	-
应付票据	174,603.60	-
一年内到期的非流动负债	4,320.54	-
长期借款	-	3,000.00
应付债券	-	32,837.84
长期应付款	-	1,035.33
合计	455,217.14	36,873.17

资料来源：公司提供，鹏元整理

偿债指标方面，2017年公司资产负债率为68.74%，较上年有所上升。公司短期借款、应付票据等流动负债规模上升，流动比率、速动比率较上年均略有下降，流动资产对流动负债的覆盖较低。2017年公司EBITDA较上年略有上升，为5.51亿元，EBITDA利息保障倍数降至2.09。在负债总额和有息债务上升的情况下，债务总额、有息债务对EBITDA的比值均较上年

有所上升，公司经营债务负担进一步上升。此外，公司经营活动净现金流对流动负债及债务总额的覆盖较弱，面临较大债务压力。

表19 2016-2017年及2018年3月公司主要偿债能力指标

财务指标	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	68.94%	68.74%	66.26%
流动比率	1.21	1.21	1.26
速动比率	0.87	0.88	0.92
EBITDA（万元）	-	55,078.20	54,201.47
EBITDA 利息保障倍数	-	2.09	2.52
有息债务/EBITDA	-	8.93	7.98
债务总额/EBITDA	-	11.44	10.41
经营性净现金流/流动负债	0.02	0.01	0.12
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.01	0.10

资料来源：公司2017年年报及未经审计的2018年一季报，鹏元整理

六、评级结论

2017年，我国宏观经济稳中向好，全社会用电量增速回升，国家电网投资规模较大，电线电缆行业外部发展环境较好；在“奥凯电缆”事件的推动下，市场更加注重产品质量和品牌，公司电力电缆产品销量大幅增长，营业收入实现较大幅度增加；公司持续进行一定规模的研发投入，并取得了一定的研究成果，为未来发展奠定了较好的技术基础。

但鹏元也注意到，公司应收账款和存货规模进一步增加，占总资产比例较大，占用了较多营运资金，且存在一定的坏账风险和存货跌价风险；公司与关联方的往来款规模较大，面临较大的资金压力；公司负债规模有所上升，有息负债占比较大，且以短期有息负债为主，面临较大的短期偿债压力。此外，2018年公司拟开展日化业务，由于在日化实业领域缺乏资源积累，公司开展日化业务主要依赖于实际控制人及相关关联公司，存在一定的经营风险和管理风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	105,103.56	105,225.59	119,525.07	131,057.84
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	46.13	40.07	26.33	11.85
应收票据	17,805.32	25,211.92	18,779.79	16,853.19
应收账款	321,995.61	352,300.71	301,947.05	293,480.20
预付款项	27,445.21	5,225.66	12,007.58	10,359.66
应收利息	16.81	17.30	—	—
应收股利	295.21	—	—	—
其他应收款	34,880.59	20,808.60	11,081.10	15,527.04
存货	200,360.63	191,024.59	174,097.23	179,871.71
持有待售的资产	0.00	—	4,634.52	—
一年内到期的非流动资产	0.00	18.06	—	—
其他流动资产	9,317.15	8,308.39	1,603.22	109.72
流动资产合计	717,266.20	708,180.91	643,701.89	647,271.21
可供出售金融资产	40,809.88	40,809.88	30,809.88	10,734.05
长期应收款	344.15	334.59	545.41	—
长期股权投资	989.04	1,002.49	1,075.31	1,230.70
投资性房地产	2,307.10	2,373.54	3,523.96	3,775.35
固定资产	110,429.90	112,350.29	118,886.20	118,458.16
在建工程	2,333.34	2,551.40	3,222.81	8,747.76
工程物资	0.00	—	—	68.07
无形资产	27,878.85	28,301.62	29,854.76	31,736.19
开发支出	272.26	237.88	114.23	26.09
商誉	10,588.84	10,588.84	10,588.84	10,588.84
长期待摊费用	2,081.68	2,022.55	2,243.85	2,409.14
递延所得税资产	6,662.59	6,400.60	5,198.31	4,899.66
其他非流动资产	1,764.95	1,138.26	1,393.58	2,069.45
非流动资产合计	206,462.59	208,111.95	207,457.14	194,743.46
资产总计	923,728.79	916,292.86	851,159.03	842,014.67
短期借款	268,965.80	276,293.00	213,627.30	217,940.00
应付票据	184,918.82	174,603.60	161,451.15	182,538.31
应付账款	45,959.33	56,694.85	49,153.19	43,103.59
预收款项	32,353.94	24,179.51	21,994.91	21,376.58
应付职工薪酬	2,084.78	4,376.80	4,291.70	4,290.28
应交税费	13,100.72	8,072.05	14,712.40	5,996.38

应付利息	1,869.27	1,470.94	1,580.36	1,612.63
应付股利	0.00	7.50	–	637.00
其他应付款	39,043.23	34,729.14	30,757.70	36,472.90
一年内到期的非流动负债	3,886.45	4,320.54	12,298.65	2,000.00
其他流动负债	1.56	1.59	–	–
流动负债合计	592,183.90	584,749.51	509,867.35	515,967.67
长期借款	3,000.00	3,000.00	1,000.00	8,000.00
应付债券	32,863.05	32,837.84	39,737.82	39,641.16
长期应付款	656.20	1,035.33	4,522.31	–
预计负债	258.69	258.15	213.73	141.66
递延收益	4,364.12	4,379.65	4,345.11	4,121.91
递延所得税负债	3,475.33	3,585.89	4,296.33	5,235.92
非流动负债合计	44,617.39	45,096.86	54,115.30	57,140.65
负债合计	636,801.29	629,846.37	563,982.64	573,108.32
股本	126,800.00	126,800.00	126,800.00	126,800.00
资本公积	2,676.50	2,691.65	2,718.42	2,628.91
盈余公积	8,090.27	8,090.27	6,536.15	5,710.52
一般风险准备	62.62	62.62	–	–
未分配利润	51,603.29	50,984.29	45,497.19	35,860.96
归属于母公司所有者权益合计	189,232.68	188,628.83	181,551.76	171,000.40
少数股东权益	97,694.82	97,817.66	105,624.62	97,905.95
所有者权益合计	286,927.50	286,446.49	287,176.39	268,906.34
负债和所有者权益总计	923,728.79	916,292.86	851,159.03	842,014.67

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	142,199.25	741,821.37	621,700.11	516,537.85
其中：营业收入	142,084.66	741,474.07	621,700.11	516,537.85
利息收入	114.59	347.30	-	-
二、营业总成本	142,184.36	731,055.37	607,340.20	505,790.01
其中：营业成本	122,745.03	643,121.24	531,623.35	439,805.02
税金及附加	510.88	3,216.74	2,791.94	1,456.82
销售费用	4,143.99	23,347.00	21,622.39	19,192.93
管理费用	7,392.82	30,788.10	29,087.49	24,815.60
财务费用	6,758.78	25,772.13	20,059.51	15,691.91
资产减值损失	632.86	4,810.17	2,155.52	4,827.74
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-0.22	1.69	4.23	-0.8
投资收益（损失以“-”号填列）	281.76	734.75	117.04	-41.34
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-13.45	-72.82	-155.39	-219.3
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-11.38	34.65	-18.29	-
其他收益	165.90	1,389.81	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	450.95	12,926.90	14,462.88	10,705.70
加：营业外收入	399.11	484.73	2,542.75	2,845.99
减：营业外支出	164.38	307.32	255.21	131.52
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	685.68	13,104.31	16,750.42	13,420.17
减：所得税费用	354.67	1,709.01	2,842.68	1,941.73
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	331.01	11,395.30	13,907.74	11,478.44
六、综合收益总额	331.01	11,395.30	13,907.74	11,478.44
归属于母公司所有者的综合收益总额	619.00	8,371.84	11,194.66	11,133.18
归属于少数股东的综合收益总额	-287.99	3,023.46	2,713.07	345.26

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	183,305.55	821,698.97	701,233.22	521,920.43
收取利息、手续费及佣金的现金	0.00	352.52	-	-
收到的税费返还	186.07	139.73	33.47	250.18
收到其他与经营活动有关的现金	4,031.88	19,326.51	16,278.88	10,788.94
经营活动现金流入小计	187,523.50	841,517.73	717,545.57	532,959.55
购买商品、接受劳务支付的现金	141,652.64	728,269.57	574,530.65	444,507.15
客户贷款及垫款净增加额	0.00	5,100.00	-	-
支付给职工以及为职工支付的现金	8,974.93	24,785.41	23,593.83	16,542.69
支付的各项税费	6,713.23	22,535.00	20,135.02	16,046.04
支付其他与经营活动有关的现金	17,721.49	53,581.00	40,512.96	37,258.88
经营活动现金流出小计	175,062.30	834,270.98	658,772.47	514,354.76
经营活动产生的现金流量净额	12,461.20	7,246.75	58,773.10	18,604.78
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	-	7,833.92	550.00
取得投资收益收到的现金	0.00	620.21	272.43	189.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	22.92	175.88	4,995.15	367.32
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	81.41	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	197.81	4,912.17	634.04
投资活动现金流入小计	22.92	1,075.31	18,013.67	1,740.41
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,834.65	8,338.45	12,990.04	11,210.59
投资支付的现金	0.00	10,000.00	27,794.08	11,367.28
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	-	19,621.43	11,031.90
支付其他与投资活动有关的现金	200.00	-	3,540.00	30.00
投资活动现金流出小计	2,034.65	18,338.45	63,945.55	33,639.76
投资活动产生的现金流量净额	-2,011.73	-17,263.14	-45,931.88	-31,899.36
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	150.00	986.58	6,012.30	6,080.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	150.00	986.58	6,012.30	6,080.00
取得借款收到的现金	65,363.80	362,923.71	285,277.30	219,557.00
收到其他与筹资活动有关的现金	30,288.21	617,408.37	466,211.01	300,692.20

筹资活动现金流入小计	95,802.01	981,318.66	757,500.61	526,329.20
偿还债务支付的现金	73,201.00	306,758.00	288,590.00	202,770.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,552.48	27,594.43	17,639.76	17,055.22
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	7.50	11,922.00	1,873.00	3.17
支付其他与筹资活动有关的现金	29,982.91	663,094.26	459,233.63	299,472.28
筹资活动现金流出小计	106,736.39	997,446.69	765,463.39	519,297.49
筹资活动产生的现金流量净额	-10,934.38	-16,128.03	-7,962.78	7,031.71
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-35.08	-78.19	-8.45	117.86
五、现金及现金等价物净增加额	-519.98	-26,222.61	4,870.00	-6,145.01
加：期初现金及现金等价物余额	8,125.11	34,347.72	29,477.72	35,622.72
六、期末现金及现金等价物余额	7,605.13	8,125.11	34,347.72	29,477.72

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	11,395.30	13,907.74	11,478.44
加：资产减值准备	4,810.17	2,155.52	4,827.74
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,840.13	12,741.21	8,207.65
无形资产摊销	1,687.74	1,902.28	2,292.90
长期待摊费用摊销	1,064.88	1,305.21	1,027.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	-34.65	18.29	-47.62
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	7.63	48.10	-
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	-1.69	-4.23	0.80
财务费用（收益以“－”号填列）	24,633.99	19,487.20	15,885.11
投资损失（收益以“－”号填列）	-734.75	-117.04	41.34
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-1,202.30	-298.64	-707.84
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	-546.20	-939.59	-779.63
存货的减少（增加以“－”号填列）	-18,411.47	5,840.83	-3,472.10
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-51,741.62	-20,087.29	-25,025.39
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	23,479.59	24,185.69	6,617.64
业绩补偿收入	-	-1,372.17	-634.04
其他	-	-	-1,107.98
经营活动产生的现金流量净额	7,246.75	58,773.10	18,604.78
现金的期末余额	8,125.11	34,347.72	29,477.72
减：现金的期初余额	34,347.72	29,477.72	35,622.72
现金及现金等价物净增加额	-26,222.61	4,870.00	-6,145.01

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	494,290.32	492,090.30	432,637.22	450,119.47
资产负债率	68.94%	68.74%	66.26%	68.06%
流动比率	1.21	1.21	1.26	1.25
速动比率	0.87	0.88	0.92	0.91
综合毛利率	13.61%	13.26%	14.49%	14.86%
总资产回报率	-	3.02%	3.51%	-
净资产收益率	-	3.97%	5.00%	-
EBITDA（万元）	-	55,078.20	54,201.47	42,242.68
EBITDA利息保障倍数	-	2.09	2.52	2.44
有息债务/EBITDA	-	8.93	7.98	10.66
债务总额/EBITDA	-	11.44	10.41	13.57
期间费用率	12.88%	10.78%	11.38%	11.56%
营业利润率	0.32%	1.74%	2.33%	2.07%
营业收入增长率	23.10%	19.27%	20.36%	6.16%
净利润增长率	-65.04%	-18.07%	21.16%	-23.53%
FFO（万元）	-	53,920.24	50,206.05	42,226.65
产权比率	221.94%	219.88%	196.39%	213.13%
经营性净现金流/流动负债	0.02	0.01	0.12	0.04
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.01	0.10	0.03
应收账款周转天数(天)	-	169.50	182.71	196.62
存货周转天数（天）	-	102.19	119.85	121.21
应付账款周转天数(天)	-	123.68	147.71	159.04
净营业周期（天）	-	148.01	154.85	158.80
流动资产周转天数(天)	-	328.18	373.77	398.37
固定资产周转天数(天)	-	56.13	68.72	65.11
总资产周转天数（天）	-	429.07	490.22	505.52
收现比	1.29	1.11	1.13	1.01

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

附录五 截至 2017 年末纳入合并范围的子公司

子公司全称	业务性质	持股比例	
		直接	间接
江苏中超电缆有限公司	贸易	100.00%	-
南京中超新材料股份有限公司	电缆辅材生产销售	79.11%	-
科耐特电缆附件股份有限公司	电缆附件生产销售	59.00%	-
宜兴市中超利永紫砂陶有限公司	紫砂壶、字画等艺术品销售	70.00%	-
江苏中超电缆销售有限公司	贸易	100.00%	-
常州中超石墨烯电力科技有限公司	石墨烯电缆生产销售	70.00%	-
江苏远方电缆厂有限公司	电缆生产销售	51.00%	-
无锡市明珠电缆有限公司	电缆生产销售	51.00%	-
无锡锡洲电磁线有限公司	电磁线生产销售	51.00%	-
新疆中超新能源电力科技有限公司	环保电缆生产销售	62.50%	-
西藏中超电缆材料有限公司	金属材料销售	100.00%	-
江苏中超电缆股份有限公司	电缆生产销售	99.98%	0.02%
江苏长峰电缆有限公司	电缆生产销售	65.00%	-
河南虹峰电缆股份有限公司	电缆生产销售	51.00%	-
无锡市恒汇电缆有限公司	电缆生产销售	51.00%	-
上海中超航宇精铸科技有限公司	科技领域内的技术开发	61.00%	-
宜兴中超利永紫砂互联网科技小额贷款有限公司	小额贷款	51.00%	-

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
应付账款周转天数	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
存货周转天数	$360 \times [(\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}) / 2] / \text{营业成本}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 \times [(\text{期初流动资产总额} + \text{期末流动资产总额}) / 2] / \text{营业收入}$
非流动资产周转天数	$360 \times [(\text{期初非流动资产总额} + \text{期末非流动资产总额}) / 2] / \text{营业收入}$
总资产周转天数	$360 \times [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2] / \text{营业收入}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。