

信用评级公告

联合〔2021〕4766号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江万马股份有限公司及其拟公开发行 2021 年面向合格投资者公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定浙江万马股份有限公司主体长期信用等级为 AA，浙江万马股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月三十日

浙江万马股份有限公司

2021年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

评级结果：

公司主体信用等级：AA

担保方信用等级：AAA

本次债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

债券规模：不超过 8.00 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年（含）

担保方：青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：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

募集资金用途：拟用于补充流动资金和偿付银行借款

评级时间：2021 年 6 月 30 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
		现金流量	2	
		资本结构	2	
			偿债能力	1
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对浙江万马股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内知名电线电缆生产企业之一，在行业地位、产业链一体化、生产装备及产能规模、产品质量及品牌知名度等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司整体经营情况良好，收入规模有所增长。同时，联合资信也关注到公司所处电线电缆行业竞争激烈、上游原材料价格波动较大、应收账款和存货对运营资金形成一定占用、短期债务压力大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司拟面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“本次债券”）由公司控股股东青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司（以下简称“海控集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，海控集团担保实力强，有效提升了本次债券本息偿还的安全性。

未来随着公司稳步健康发展电线电缆业务，大力发展新材料和新能源业务，其产销规模有望进一步扩大，综合实力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本次债券的偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 公司具备全产业链一体化经营优势。公司作为国内知名电缆生产企业，具备“线缆材料+电力电缆+通信电缆+智能装备线缆”“充电设备+充电设备投资+充电网络运营”独特的产业链布局，在产业链一体化、生产装备及产能规模、产品质量及品牌知名度等方面具有较强的竞争优势。
2. 获得政府和控股股东较大支持。公司在政府资金补贴、税收优惠方面获得持续支持。2020 年，公司控股股东变更为国有企业，有利于公司在资源协同、产业融合、融资等方面获得较大的支持。
3. 公司整体经营情况良好，收入规模、利润总额均有所增长。2018—2020 年，公司在稳健运营电线电缆业务基础上，大力发展新材料和新能源业务，整体产销率保持较高水平；受益于下游旺盛的需求和不断开拓市场，公司营业收入

分析师：孙长征

崔濛骁

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

入分别为 87.40 亿元、97.45 亿元和 93.22 亿元；利润总额分别为 1.18 亿元、2.55 亿元和 2.48 亿元，均波动增长；毛利率分别为 14.81%、16.76%和 15.30%，波动上升。

4. **公司控股股东为国有企业且资本实力强。**公司控股股东海控集团为青岛西海岸新区国有资产管理局全资子公司，资本实力强。截至 2020 年 3 月末，海控集团所有者权益 262.37 亿元，为公司拟发行债券规模 8.00 亿元的 32.80 倍，对其保障倍数高。

关注

1. **行业竞争激烈且公司原材料价格受大宗商品市场行情影响较大。**公司所处线缆行业集中度偏低，国内市场竞争激烈，下游电力系统等垄断性企业议价能力较强，且公司采购的铜杆、铜丝等原材料易受国际大宗商品市场行情影响，存在价格波动风险，对公司盈利能力造成不利影响。
2. **公司应收账款和存货对营运资金存在一定占用，且存货存在一定的跌价风险。**2018—2020 年末，公司应收账款占流动资产的比重分别为 49.72%、47.89%和 41.61%；存货占流动资产的比重分别为 15.44%、11.45%和 12.14%，公司存货主要原材料价格波动较大，存在一定跌价风险。
3. **公司债务结构有待优化，短期偿债压力较大。**截至 2020 年末，公司全部债务为 21.92 亿元，其中短期债务占 86.30%，短期债务的偿还一定程度上仍需借助外部融资。

主要财务数据：

发行人—浙江万马股份有限公司

项目	合并口径			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.13	15.29	20.27	13.37
资产总额(亿元)	73.44	75.98	83.42	79.90
所有者权益(亿元)	40.33	42.79	45.26	44.07
短期债务(亿元)	21.83	18.40	18.92	13.67
长期债务(亿元)	0.00	1.15	3.00	4.08
全部债务(亿元)	21.83	19.54	21.92	17.75
营业收入(亿元)	87.40	97.45	93.22	22.98
利润总额(亿元)	1.18	2.55	2.48	-0.41
EBITDA(亿元)	3.28	4.83	4.54	--
经营性净现金流(亿元)	6.39	8.72	7.04	-5.85
营业利润率(%)	14.49	16.41	15.03	11.43
净资产收益率(%)	2.86	5.44	4.99	--
资产负债率(%)	45.08	43.68	45.74	44.85
全部债务资本化比率(%)	35.11	31.35	32.63	28.71
流动比率(%)	172.56	186.10	189.87	200.23
经营现金流流动负债比(%)	19.49	27.69	20.70	--

现金短期债务比(倍)	0.65	0.83	1.07	0.98
EBITDA 利息倍数(倍)	3.98	6.57	11.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.65	4.04	4.83	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	58.92	59.78	66.05	64.59
所有者权益(亿元)	34.93	36.52	38.88	37.60
全部债务(亿元)	18.12	15.15	17.89	14.27
营业收入(亿元)	52.65	61.74	54.94	12.56
利润总额(亿元)	0.82	1.46	2.10	-0.25
资产负债率(%)	40.72	38.91	41.13	41.79
全部债务资本化比率(%)	34.15	29.32	31.52	27.51
流动比率(%)	150.70	180.69	179.69	180.87
经营现金流动负债比(%)	21.95	39.42	21.27	--

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; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 2021年1-3月财务报表数据未经审计

资料来源: 公司提供

担保方一青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	61.62	36.50	86.00	116.09
资产总额(亿元)	439.03	508.67	702.04	791.10
所有者权益(亿元)	180.20	189.42	234.71	262.37
长期债务(亿元)	192.78	211.33	313.80	361.02
全部债务(亿元)	227.58	274.96	403.05	461.81
营业收入(亿元)	35.60	61.87	85.82	20.60
利润总额(亿元)	3.78	3.96	3.70	0.44
EBITDA(亿元)	5.76	6.06	9.34	--
经营性净现金流(亿元)	-35.79	-21.00	-1.54	-0.06
净资产收益率(%)	1.51	1.72	1.20	--
资产负债率(%)	58.95	62.76	66.57	66.84
全部债务资本化比率	55.81	59.21	63.20	63.77

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; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 2020年1-3月财务报表数据未经审计, 相关指标未年化; 4. 担保方的长期应付款中的有息债务已调整至长期债务

资料来源: 担保方合并财务报表, 联合资信整理

主体评级历史:

主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2019/06/21	孙长征、罗娟	一般工商企业评级方法(2018年) 一般工商企业主体信用评级模型	阅读全文
AA	稳定	2013/12/18	张连娜、徐翔、张祎	工商企业主体评级方法(2013年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由浙江万马股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



浙江万马股份有限公司

2021 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

一、主体概况

浙江万马股份有限公司（以下简称“公司”或“万马股份”）原名“浙江万马电缆股份有限公司”，是以浙江万马电气电缆集团有限公司和张珊珊等 15 位自然人为发起人，由浙江万马集团电缆有限公司于 2007 年 2 月整体变更设立的股份有限公司，初始注册资本 15000.00 万元。2009 年 7 月，公司向社会公开发行人民币普通股 5000 万股，发行后公司股本总额增至 20000 万股，并于 2009 年 7 月 10 日在深圳证券交易所上市（股票简称“万马电缆”，股票代码“002276.SZ”）。2014 年 5 月公司更名为“浙江万马股份有限公司”，公司股票简称由“万马电缆”变更为“万马股份”。经多次转股、非公开发行股票及股份转让，截至 2021 年 3 月末，公司总股本 103548.91 万股，公司控股股东青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司（以下简称“海控集团”）持有公司 25.01% 的股份，公司实际控制人为青岛西海岸新区国有资产管理局（以下简称“西海岸新区国资局”）。

截至 2021 年 3 月末，海控集团持有公司的股份中有 12948.79 万股已质押，占其持股数量的 50.00%；第二大股东浙江万马智能科技集团有限公司（以下简称“智能科技集团”）（持股比例 11.53%）持有公司的股份中有 11900.00 万股已质押，占其持股数量的 99.67%。

公司经营范围：实业投资，电力电缆、船用电缆、矿用电缆、特种电缆、电力器材设备、钢芯铝绞线、铜铝丝的生产、加工、销售，软件系统的开发、销售，金属材料、化工产品（不含危险品及易制毒化学品）的销售，电力线路设计及工程施工，经营进出口业务。（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 2021 年 3 月末，公司本部设立了审计部、流程与 IT 中心、供应链管理、运营管理中心、安环管理部、财务中心、人力资源中心、

综合管理中心、工程管理部、资金部和人才与组织发展部等 11 个职能部门及董秘办。（见附件 1-2）。截至 2020 年末，公司拥有 40 家子公司；拥有在职员工合计 5143 人。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 83.42 亿元，所有者权益 45.26 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 93.22 亿元，利润总额 2.48 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 79.90 亿元，所有者权益 44.07 亿元（含少数股东权益 0.15 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 22.98 亿元，利润总额 -0.41 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市临安区青山湖街道鹤亭街 896 号；法定代表人：孟宪洪。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次发行的公司债券名称为“浙江万马股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”）；本次债券规模为不超过 8.00 亿元（含），拟分期发行；期限为不超过 5 年（含）。本次债券为固定利率债券，票面利率通过簿记建档方式最终确定。本次债券面值 100 元，采用每年付息一次的付息方式，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。

本次债券由公司控股股东海控集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金和偿付银行借款。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各

国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价24.93万亿元，实际同比增

长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表1 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资

产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到

2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020

年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

四、行业分析

1. 电线电缆行业

(1) 行业概况

电线电缆作为国民经济中最大的配套行业之一，在中国经济社会中占有重要地位。目前中国电缆行业总体保持平稳发展，市场竞争日趋激烈，行业内的兼并重组将成为未来主要趋势。

电线电缆是输送电能、传递信息和制造各种电机、仪器、仪表，实现电磁能量转换所不可缺少的基础性器材。电线电缆行业实质为材料精加工和组装行业，具有定制化生产、重料轻工、产品性能要求高、与宏观经济周期结合紧密等特点。近年来，随着电线电缆行业发展，世界电线电缆行业的生产重心向亚洲转移，中国成为全球第一大电线电缆生产国，产品品种满足率和国内市场占有率均超过90%。

电线电缆行业上下游的产业链较长，上游涉及铜材、铝材等有色金属、塑料、橡胶等行业，下游涉及通信行业、城市建设行业、船舶行业、新能源行业、电力行业、高铁行业等。电线电缆行业主要业务模式为“以销定产”和“定制化生产”，在销售方式和售后服务方面

具有较强的针对性。随着下游相关行业的发展，电网改造、特高压工程及轨道交通建设领域均对电力电缆产品保持着较大的需求。

随着线缆行业的发展，相关问题逐步显现，从企业微观角度来看，战略定位的偏差、自主研发的薄弱、缺乏规模化和专业化等问题，对企业的后续发展影响较大，使得企业核心竞争能力不强，阻碍行业健康发展；从行业宏观层面看，产业集中度低、市场竞争无序、应用基础研究薄弱、自主知识产权缺乏、行业管理和经济治理乏力等问题普遍存在，造成行业利润率下降、产能过剩，直接导致中国电线电缆产业营业收入增长率、利润率均低于装备制造业的平均水平，制约了行业整体竞争能力的提高。这些问题集中体现在电缆产品同质化严重，90%以上的产能都集中在低端产品上，而航空航天、新能源、海底电缆等高端电线电缆产品主要依赖进口。另外，电线电缆行业对资金的依赖性比较大。受铜、铝、塑料等原材料价格波动的影响，电线电缆制造企业面临着巨大的成本控制压力，资金链紧张成为制约中小型电线电缆企业发展的重要因素。随着市场竞争的日趋激烈，电线电缆企业的兼并重组成为必然趋势。

(2) 上下游情况

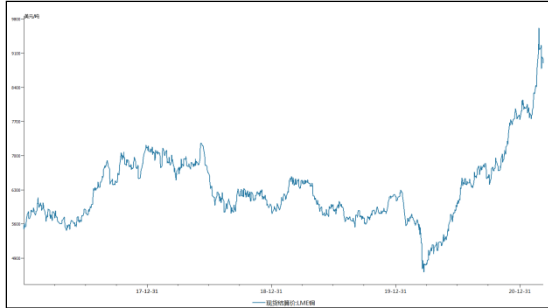
电力线缆行业重料轻工，企业生产经营受原材料影响较大，对产业链上下游行业均缺乏议价能力，近年来铜、铝等原料价格的上涨对行业经济效益不利；电网建设等有望带动行业的持续发展。

电力线缆行业的上游主要为电解铜、电解铝、塑料、橡胶和电缆料制造业等。电力线缆产品成本中，钢材、铜、铝等原材料所占比重较大，其生产企业的生产成本与对应的大宗商品价格走势高度相关。铜价、铝价剧烈波动会对企业的生产经营造成较大影响，但大部分企业通过铜、铝的期货保值、签订远期合同一定程度上规避了价格波动的风险。铜期货价格在2017年大幅攀升并在2018年二季度回落后，至2020年初保持相对稳定的态势，2020年以来，铜期货价格在一季度大幅下跌至4617美元/吨

左右后一路震荡上行，并于2021年2月24日上涨至9286美元/吨；同期铝期货的价格走势总体上与铜期货相似，2021年2月末维持在2200美元/吨左右。

图1 2017年以来LME铜现货结算价格

(单位: 美元/吨)



资料来源: Wind

电线电缆行业的下游行业为电力、发电、通信、铁路、石油化工、船舶等重要的国民经济领域。从下游需求来看，2020年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。全年第一产业用电量859亿千瓦时，同比增长10.2%；全年第二产业用电量5.12万亿千瓦时，同比增长2.5%；全年第三产业用电量1.21万亿千瓦时，同比增长1.9%。2020年，各季度全社会用电量增速分别为-6.5%、3.9%、5.8%、8.1%，经济运行稳步复苏是用电量增速回升的最主要原因。全社会用电量季度增速变化趋势，反映出随着疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复。2020年，纳入行业投资统计体系的主要电力企业合计完成投资9944亿元，同比增长9.6%；电源工程建设完成投资5244亿元，同比增长29.2%，其中风电、太阳能发电、水电投资分别增长70.6%、66.4%、19.0%；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%。整体看，2020年全社会用电量保持平稳增长，电力供应延续绿色低碳发展趋势，非化石能源发电装机和发电量均保持较快增长，整体将带动电线电缆行业发展。同时，“十四五”期间随着城镇化率的进一步提升，能源、交通、智能制造、“一带一路”走出去的拓展，绿色低碳战略的持续推进，35kV及以下电压等

级电力电缆仍有较大的需求空间。

(3) 竞争格局

中国现阶段电线电缆行业集中度偏低，产品技术含量低，对内市场竞争激烈，对外产品实力不足，未来将向高市场集中度、高产品附加值、性能差异化方向整合。

电线电缆的行业竞争已经从低端产品延伸到中高端产品，其中高压电缆、特种电缆和通讯电缆及光缆的市场竞争开始变得激烈。中国电线电缆行业已重视资金、技术和人才等方面的影响，形成具有国际影响力的跨国，跨地区的规模化、专业化的电线电缆产业，突破中低端市场的价格恶性竞争、产品质量堪忧及环保指标不及格等问题，促进电线电缆行业技术升级和创新转型。

(4) 行业政策

国家行业政策支持电线电缆项目，符合配套产业的发展需要，进一步规范和引导了行业发展。

中国电线电缆行业已发展成为市场化程度较高的行业，实施国家行业主管部门宏观调控与行业协会自律管理相结合的监管体制。2021年1月，中国电器工业协会电线电缆分会发布《中国电线电缆行业“十四五”发展指导意见》，指出“十四五”战略任务包括将重点聚焦行业在制造链与供应链上的短板、缺陷，全面总结成就、深入分析问题、促进行业补短板 and 锻长板，推动行业全产业链优化升级，加快构建新时代线缆行业的产业基础能力体系，打造具有更强创新力、更高附加值、更安全可靠现代化产业链，更好支撑现代产业体系建设。

2018年11月，国家市场监督管理总局发布《电线电缆产品生产许可证实施细则》，该细则对架空绞线、塑料绝缘控制电缆、额定电压1kV和3kV挤包绝缘电力电缆、额定电压6kV到35kV挤包绝缘电力电缆、架空绝缘电缆等五种电线电缆产品实行生产许可证制度，增加了新的品种，中国质量认证中心对部分产品实行强制认证（CCC认证），确保产品的安全性。2020年4月，国家能源局发布《关于做好可再生能源

发展“十四五”规划编制工作有关事项的通知》，通知提出在做好送受端衔接和落实消纳市场的前提下，通过提升既有通道输电能力和新建外送通道等措施，推进西部和北部地区可再生能源基地建设，扩大可再生能源资源配置范围。2020年6月，国家发展改革委和国家能源局发布《加强和规范电网规划投资管理工作的通知》，通知主要由六大要点，其中文件明确了电网规划与输配电价监管、电力市场建设的有效衔接，要求电网规划要适应电力体制改革要求，按照市场化原则，遵循市场主体选择，合理安排跨省跨区输电通道等重大项目。

（5）行业关注

市场竞争较为激烈。中国传统电力线缆企业众多，且规模小、行业集中度低，电线电缆产业高度分散化，行业市场秩序较为紊乱，加剧了生产能力过剩和市场的过度竞争状况，对整个行业的发展造成了不利的影

受原材料价格波动影响较大。电力线缆的主要原材料受国内外市场价格波动影响较大，若成本无法很好的控制，将对电力线缆企业的原材料管理和盈利能力造成很大影响。

下游客户议价能力强。电力线缆行业的下游客户基本为电力、通讯等大客户，议价能力强。尤其是以国家电网为代表的大型集团开始逐渐实施集中采购，打破了以往各省独自采购的格局，在议价方面更容易掌握主动性。

（6）未来发展

下游行业需求的变化为电力线缆行业带来了一定的转型升级机会，未来电力线缆行业的集中度有望逐步提升，行业竞争日趋规范。

近年来，在下游需求的带动下，中国电线电缆制造企业的并购重组步伐有所加快，加之企业利用原材料铜、铝等期货套期保值，减少原材料价格波动对制造企业的影响，推动行业集中度有所提升。电力线缆行业竞争将从价格竞争转向品牌和质量的竞争。在结构调整的不断推进以及细分市场需求的升级背景下，品牌与质量将成为行业内企业之间竞争的关键因素。电线电缆企业通过不断强化品牌效应、提升产

品质量等方式，将由价格竞争转为中高端市场竞争。随着下游产业对电线电缆配套产业提出更新、更高的要求，电线电缆行业内领先企业通过加大研发投入与完善研发体系，不断增强自身综合创新能力和技术实力，推动行业整体技术水平的提升。同时，智能电网、三网融合、物联网、超导输电等快速发展，将推动与之相配套的电缆产生大量的需求。

2. 线缆用高分子材料行业

线缆用高分子材料行业作为电线电缆行业的伴生行业，处于垄断竞争阶段；上游原材料价格易受原油市场行情及聚乙烯的市场供求影响而波动；下游输配电网络、轨道交通等领域的建设投资有望保持较高水平，从而对行业未来发展提供必要的支撑。

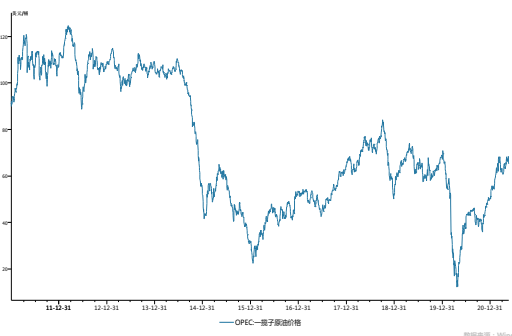
线缆用高分子材料又称线缆材料，是指在电线电缆中应用的，起绝缘、屏蔽、保护作用的高分子材料。线缆用高分子材料是电缆产品中的主要原材料之一，电缆、光缆中除金属导线、光纤外，其结构的主体就是线缆材料。作为电线电缆的伴生行业，线缆用高分子材料行业也在过去十多年经历了高速发展；并具有持续研发创新、产品品种多元、绿色环保导向和市场竞争较充分等特点。目前，中国线缆用高分子材料行业内企业已能自主开发大部分的中高端线缆材料，包含辐照交联线缆材料、硅烷交联线缆材料、无卤低烟阻燃电缆材料等。但受研究起步较晚影响，还有一部分电缆材料产品主要从国外进口。

上下游方面，线缆用高分子材料行业上游原材料为PE（聚乙烯）等石化产品。该类石化产品由原油提炼而来，供应较充足，但价格易受国际环境、货币汇率及生产产能等多重因素影响。受国际经济回暖与地缘政治干扰，2016年以来，原油价格波动上升。2016—2017年，OPEC一揽子原油分别为53.30美元/桶和64.47美元/桶。截至2018年8月末，OPEC一揽子原油到达本轮上升周期的顶峰，为81.88美元/桶。之后原油价格有所下行，但2019年以来出现反弹。

2020年，新冠肺炎疫情冲击下，国际石油市场出现了先跌后涨的“V”型走势。OPEC一揽子原油价格自1月2日至4月22日持续下跌；自4月23日开始回升，并于12月17日上涨至至当年最高价50.78美元/桶，12月31日保持在50.24美元/桶。2020年，OPEC一揽子原油价格的均价为41.46美元/桶，比2019年的均价70.66美元/桶下跌了29.2美元/桶，跌幅为41.32%。随着近年来国际聚乙烯新增产能陆续投产，国外货源无法自行消化，低价货源不断涌进中国市场，但中国聚乙烯需求增速开始放缓，面对大量的供给难以消化，供过于求推动聚乙烯价格下行。2019年，聚乙烯价格持续下行，2020年一季度，聚乙烯中价格下跌较为明显，2020年下半年聚乙烯价格反弹，2021年初聚乙烯价格持续走高。原油和聚乙烯等价格的波动对线缆用高分子材料企业的成本管控形成挑战。线缆用高分子材料行业下游与电线电缆行业相同，为电力、发电、通信、铁路、石油化工、船舶等重要的国民经济领域，受宏观经济周期波动影响较大，但整体市场需求仍将保持增长。

图2 近年来OPEC一揽子原油价格走势

(单位：美元/桶)



资料来源：Wind

竞争格局方面，线缆用高分子材料行业呈现较强的垄断竞争特点，行业内主要企业按照经营规模及市场地位可以分为三类，一类为国外优势企业，如陶氏化学公司（以下简称“陶氏化学”）、北欧化工有限公司（以下简称“北欧化工”）等；一类为国内领先企业，如浙江万马高分子材料集团有限公司（以下简称“万

马高分子”）、江苏德威新材料股份有限公司、杭州高新橡塑材料股份有限公司等；其他为规模较小的生产厂商。行业进入壁垒主要包括技术壁垒、认证壁垒、规模壁垒和服务壁垒。其中技术壁垒是行业内企业发展的根基，认证壁垒因线缆生产企业更换供应商的成本较高而产生，规模壁垒决定了供货能力和产品价格，服务壁垒响应了线缆材料的定制化和非标准化发展趋势。受创新驱动影响，未来线缆用高分子材料行业仍将保持垄断竞争态势。

线缆用高分子材料行业面临的政策环境与电线电缆行业相同。未来，随着国家加大输电网和配电网建设力度，以及通信、船舶、新能源、轨道交通等行业的发展，线缆用高分子材料行业将通过线缆行业的传导带动效应实现同步发展。

线缆高分子材料的下游需求主要来源于通讯电缆及光缆、电气装备电线电缆、电力电缆三大领域，覆盖三网融合、光纤到户、智能电网、船舶制造、汽车制造、轨道交通、核电站等等。目前，中国经济总体仍处于发展期，预计未来几年经济仍能保持稳定增长，在下游终端应用领域发展的带动下，线缆行业的需求将保持增长态势，作为电线电缆绝缘、外护套的配套原材料，线缆高分子材料行业也必将持续拥有较大的市场需求，尤其是性能良好、环保安全指数高的高分子线缆材料产业将获得更大的市场空间。

五、基础素质分析

1. 产权状况

2020年，公司控制权变更，海控集团通过受让股份成为公司控股股东，西海岸新区国资局成为公司实际控制人。国有股东的进驻有利于公司获得更多的外部支持。

2020年，海控集团受让公司258975823股股份（占公司总股本的25.01%），成为公司第一大股东；公司原第一大股东智能科技集团持有公司股份的比例下降至11.53%。公司控股股东由智能科技集团变更为海控集团，实际控制人

由张德生变更为西海岸新区国资局。

截至2021年3月末，海控集团持有公司的股份中有12948.79万股已质押，占其持股数量的50.00%；第二大股东智能科技集团（持股比例11.53%）持有公司的股份中有11900.00万股已质押，占其持股数量的99.67%。

2. 企业规模和竞争力

公司作为国内知名电缆生产企业，拥有纵向一体化经营优势，具备“线缆材料+电力电缆+通信电缆+智能装备线缆”“充电设备+充电设备投资+充电网络运营”独特的产业链布局，在产业链一体化、生产装备及产能规模、产品质量及品牌知名度等方面具有较强的竞争优势。

公司作为国内知名电缆生产企业之一，专注于电线电缆的研发、生产与销售业务，并在上游拓展了电线电缆高分子业务板块，在下游开拓新能源汽车充电市场。公司为国内少数几家具备全产业链能力的绿色能源传输企业和充电设备运营企业。

(1) 产业链一体化经营优势

在绿色能源传输领域，公司具备“线缆材料+电力电缆+通信电缆+智能装备线缆”“充电设备+充电设备投资+充电网络运营”独特的产业链布局，且提供全面、多样化的产品选择与增值服务。电缆的主要材料是铜和绝缘材料，其中铜材料同质化程度较高，而绝缘材料的质量差别相对较大。子公司万马高分子是国内交联绝缘料行业的龙头企业，公司将稳定可靠的绝缘材料供应渠道纳入体系内，形成了产业配套和上游一体化竞争优势。同时，公司积极探索部分下游领域的发展机会，并在新能源领域开发了具有一定技术优势的新能源汽车充电技术和核心产品，截至2020年末，公司在新能源产业领域已完成产业基础布局。2018—2020年，公司新能源板块充电桩业务实现充电量持续大幅增长分别为1.23亿度、2.57亿度和2.78亿度，整体运营效率稳定，多个城市月均充电时长达4~5小时，成都、西安、海南、深圳运营绩效突出。目前拥有从7kW到360kW功率的产品线，

包括大功率一体式/分体式直流充电桩、壁挂式交流充电桩、智能交流充电桩等，公司研发生产的480kW的智能柔性分配充电堆，可以搭载12个单双枪的充电终端同时为12台电动车进行充电服务，实现了单枪200kW的超大功率快充功能。同时，公司在高端智能装备线缆、5G用室内布线光电缆等业务领域，持续开拓新的业务空间。

(2) 生产装备及产能规模优势

截至2020年末，公司拥有7条交联生产线，4条110~500KV立式生产线，是公司在总结多年电缆生产经验的基础上，为最大限度地满足客户对产品质量的需求与供应商合作定制的专用生产线，其设计、选型等多方面进行了技术优化。同时，公司拥有先进的物理发泡串联生产线以及国内领先的高压注氮物理发泡生产线；建立了完善的同轴电缆芯线改造和实时监控系統，以及符合美国SCTE标准和UL标准的电缆和电缆材料检测中心，具有较强的生产装备优势。2020年，公司通过新建生产基地和设备技改提升产能，电力产品产能达到39.80万KM/年，高分子材料产能为38.76万吨/年，综合产能位于行业前列，具有一定的产能规模优势。

(3) 产品质量及品牌知名度优势

电线电缆产品的主流目标市场是供电、发电、石化、铁路、城市建设、机场等国家重点行业，客户对产品的安全性、可靠性、耐用性要求很高，通常以招标的形式进行采购。基于电线电缆行业充分竞争的大背景和公司近20年的经营经验，公司产品在长期使用中表现出稳定的品质，树立了良好的品牌。2018年以来，在中国电器工业协会电线电缆分会、上海电缆研究所、《中国能源报》和中国能源经济研究院等组织的评比中，公司先后三次荣获“中国线缆行业最具竞争力企业10强”，两次获得“全球新能源企业500强”称号。

(4) 技术研发优势，公司重视产品研发创新，在中高压电缆、专用电缆、线缆材料、智能装备线缆、充电设备、运营网络平台等产品领域拥有行业领先技术实力。公司拥有3个省级

企业技术中心、1个省重点企业研究院、2个省级企业研究院、3个省级研发中心、7家国家高新技术企业。截至2020年末，公司拥有有效知识产权500项，其中发明专利39项、实用新型专利362项、外观设计专利65项、软件著作权34项。主持和参与国际ISO、国家和行业标准制（修）订40余项。近10年来，完成70余项省级及以上优秀工业新产品。同时，子公司万马高分子自主研发的“高压电缆（110kV）超净XLPE绝缘料”打破国际垄断，曾列入国家科技部重点新产品计划立项项目，成为国内首家供应高压电缆（110KV）用超净绝缘料的企业，填补了国内空白。公司开发的220kV高压电缆绝缘料，通过了由中国电力企业联合会组织的国家级新产品鉴定。公司研发的低烟无卤、特种PVC、TPE等材料，成功进入通讯、新能源、消费电子、海洋、航天航空等高端装备市场，公司已发展成为行业内规模大、品类全的综合材料服务商，竞争优势明显。

3. 人员素质

公司高管人员管理经验丰富；员工学历及岗位构成较为合理，能够满足日常经营需求。

截至2020年末，公司董事、监事及高级管理人员共15人。其中，非独立董事6人、独立董事3人、监事3人、非董事高级管理人员3人。

孟宪洪先生，1963年出生，中国国籍，无境外永久居留权，浙江大学工程硕士学位。历任青岛冶金矿山职工大学教师、青岛崂山区城市管理局科员，青岛开发区自来水总公司总经理助理、副总经理，青岛开发区（黄岛区）建设环保局公用事业处副处长，黄岛开发区（黄岛区）城市建设局城建管理处负责人，城建管理处（建筑施工安全监督处）处长，黄岛区长江路街道办事处副主任，黄岛区中德生态园联合发展有限公司总经理，青岛海西城市投资有限公司总经理，青岛黄发集团有限公司总经理；现任公司董事长兼任海控集团董事、总经理。

张珊珊女士，1978年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。历任浙江万马房

地产集团有限公司成本控制中心主任，万马联合控股集团有限公司投资总监、副总裁，公司董事长；现任公司副董事长、总经理兼万马联合控股集团有限公司董事兼总经理、智能科技有限公司董事、万马科技股份有限公司董事。

截至2020年末，公司人员构成以生产和销售人员为主，教育程度以大专以下学历为主，能够满足公司日常生产经营需要。

表2 截至2020年末公司员工情况

类别	构成	占比（%）
专业构成	生产	48.01
	销售	14.49
	技术	8.67
	财务	3.64
	行政	7.70
	其他	17.50
教育程度	硕士及以上学历	1.05
	本科学历	14.17
	大专学历	18.16
	大专以下学历	66.61

注：合计数与各数之和有差异，系四舍五入造成
资料来源：公司年报，联合资信整理

4. 外部支持

公司作为国内线缆行业重要企业之一，在资金补贴、税收优惠等方面持续得到政府支持；2020年，公司控股股东变更为国有企业，有利于在资源协同、产业融合、融资环境改善等方面得到更大支持。

（1）政府补助方面

近年来，公司获得的政府补助主要包括线缆行业专项资金补助、电缆项目奖励、充换电设施建设补助资金等。2018—2020年，公司计入当期损益的政府补助分别为2078.84万元、4254.78万元和4730.45万元。

（2）税收优惠方面

公司获得的税收优惠主要为高新技术企业所得税优惠。公司及子公司万马高分子、浙江万马天屹通信线缆有限公司（以下简称“天屹通信”）、浙江万马集团特种电子电缆有限公司（以下简称“万马特缆”）、浙江万马新能源有限公司、浙江万马专用线缆科技有限公司（以下简称“万马专缆”）和浙江万马聚力新

材料科技有限公司为高新技术企业，均获得高新技术企业证书，并处于有效期内，适用15%的企业所得税税率。

小微企业普惠性税收方面，根据财政部、税务总局《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》（财税〔2019〕13号），对小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分，减按25%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税；对年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分，减按50%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税。公司之子公司浙江万马聚力新材料科技有限公司满足小型微利企业条件，享受小微企业普惠性税收减免政策。

增值税方面，根据财政部、国家税务总局《关于促进残疾人就业增值税优惠政策的通知》（财税〔2016〕52号）的规定，对安置残疾人的单位和个体工商户，实行由税务机关按纳税人安置残疾人的人数，限额即征即退增值税的办法。公司及子公司万马高分子和天屹通信均为社会福利企业，享受该优惠政策。

（3）控股股东支持

2020年，公司通过股份转让引入国有资本平台，控股股东及实际控制人均发生变更，对公司的资源协同、产业融合、经营和融资环境的改善等方面具有较大的支持。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：913300007043088475），截至2021年5月7日，公司本部无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款，过往债务履约情况良好。

截至2021年6月30日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司作为上市公司，法人治理结构较为完善。

公司依据《公司法》《证券法》等相关规

定的要求制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的规范的法人治理结构，并结合公司业务发展的需要，建立了较为规范健全的内部管理机制。

股东大会是公司的权力机构，其职权包括决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会报告，审议批准公司年度财务预算方案、决算方案，审议批准公司的利润分配和弥补亏损方案，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，修改公司章程等。

公司董事会设9名董事，其中董事长1名，独立董事3名；董事会对股东大会负责，其职权包括召集股东大会、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司年度财务预算和决算方案、制订公司利润分配方案和弥补亏损方案、决定公司内部管理机构设置、制定公司的基本管理制度等。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，设主席1人。监事会应包括股东代表和适当比例的公司职工代表，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会的职权包括检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、向股东大会提出提案等。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期3年，连聘可以连任。总经理主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案等。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务及资金管理、采购与付款、关联交易及对外担保等方面建立了相应的内部控制制度。

财务及资金管理方面，公司根据《企业会

计准则》的要求制定了适合公司的财务会计制度，将业务授权、签发、核准、执行、记录和审核等步骤相对独立，每项业务规避一人经办，钱、账、物分管，实行会计人员岗位责任制，有效的控制了财务风险。同时，公司执行《资金全面集中管理办法》，规定了母子公司的货币资金实行“收支两条线”管控措施，统一收款账户及付款账户，各子公司每月、每周上报资金使用计划，资金部审核并安排支付，并对闲置资金进行统一管理。

采购与付款管理方面，公司制定了《资金支付管理标准》，涵盖了原材料采购付款、固定资产采购付款、办公用品及其他低值易耗品采购付款、基建工程付款（预付款、进度款、决算款）等，并在发起与审批、单据要求、比（报）价等环节明确了相关要求与措施。

销售管理方面，公司制定了《应收账款管理标准》，本着信息透明、流程管控和责权明确的基本原则，对公司及各子公司的客户信用评定、授信工作、合同管理、发货管理和应收账款预警管理进行了规范，并建立了对逾期账款进行催收管理、回笼奖惩和诉讼管理的相关机制。

重大事项方面，公司制定了《重大事项决策权限管理制度》，明确了对外担保、关联交易以及重大投资等事项的评判标准，决策程序和权限分配，以及各级决策的执行和监督。其中，重大投资方面，公司发生的拟购买、出售置换资产额度达到一定程度后，须提交股东大会批准后方可实施。

对外担保方面，公司制定了《对外担保制度》，明确规定公司对外提供担保必须经公司董事会或股东大会批准，明确审批权限应遵循公司对外担保的程序，保证公司对外担保遵循合法、审慎、互利、安全的原则，严格控制担保风险。

关联交易方面，公司制定了《关联交易决策制度》，明确规定了关联交易的决策权限、决策程序、定价机制。此外，该制度要求公司为关联方提供担保时，无论数额大小，均应在

董事会审议通过后提交股东大会审议。

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源为电力产品、通信产品、高分子材料的销售，2018—2020年，公司整体稳健经营，受上游原材料价格波动及2020年新冠肺炎疫情影响，公司营业收入、利润总额均波动增长，毛利率波动上升。

公司业务涉及电线电缆、新材料和新能源等领域，主要产品为电力产品、通信产品、高分子材料和新能源充电桩设备等。2018—2020年，公司营业收入波动增长，年均复合增长3.28%。其中，2020年，公司实现营业收入93.22亿元，同比下降4.35%，主要系电力产品销售收入下降所致。2018—2020年，公司利润总额分别为1.18亿元、2.55亿元和2.48亿元，波动增长，年均复合增长45.31%。2020年，公司利润总额同比下降2.65%，变化不大。

从营业收入构成来看，2018—2020年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为99.30%、98.82%和99.20%，主营业务十分突出。分产品来看，电力产品系对公司营业收入贡献最大的产品，2018—2020年，电力产品收入波动增长，年均复合增长2.14%。2020年，公司电力产品销售收入较上年下降10.45%，主要系新冠肺炎疫情影响，中压线缆和低压线缆下游订单减少所致，占营业收入的比重较上年下降4.00个百分点。2018—2020年，高分子材料收入持续增长，年均复合增长8.45%，主要系公司产品结构优化及市场认可度提升销量增长所致。2020年，高分子材料收入较上年增长4.29%；占营业收入的比重较上年上升2.56个百分点。2018—2020年，通信产品收入波动下降，年均复合下降4.43%。2019年，在“光进铜退”发展趋势下，公司通信产品收入较上年下降27.31%，占营业收入的比重较上年下降2.76个百分点。2020年，公司通信产品收入较上年增长25.65%，主要系公司加强5G室内布线光电缆等业务拓展，光纤光缆、数据缆等产品订单增加所致，占营

业收入比重较上年上升1.62个百分点。2018—2020年，随着公司新能源业务布局的基本完成及规模的扩张，公司新能源业务收入波动增长，年均复合增长37.63%。2020年，受新冠肺炎疫

情影响，新能源业务收入较上年下降4.90%，占营业收入比重较上年下降0.01个百分点。公司营业收入中贸易、服务及其他收入占比较小，对收入规模影响不大。

表3 2018—2020年公司营业收入构成及毛利率情况（亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力产品	52.43	59.99	14.45	61.08	62.68	15.55	54.70	58.68	14.56
高分子材料	24.59	28.14	14.39	27.73	28.46	18.40	28.92	31.02	15.20
通信产品	6.92	7.92	20.67	5.03	5.16	21.10	6.32	6.78	17.90
新能源	1.23	1.41	23.73	2.45	2.51	18.75	2.33	2.50	15.20
贸易及其他	2.23	2.55	4.90	1.17	1.20	17.91	0.96	1.03	43.53
合并	87.40	100.00	14.81	97.45	100.00	16.76	93.22	100.00	15.30

资料来源：公司提供

毛利率方面，2018—2020年，公司电力产品毛利率波动上升；2020年，公司电力产品板块毛利率较上年下降0.99个百分点，主要系公司执行新收入准则，将运输费用重分类至成本及电力产品收入减少、固定成本分摊增加所致。2018—2020年，公司高分子材料毛利率波动上升，2019年，高分子材料板块毛利率较上年上升4.01个百分点，主要系高分子材料产品的销售价格提升，且原材料聚乙烯价格下降所致。随着2020年下半年聚乙烯价格上涨，2020年，高分子材料毛利率较上年下降3.20个百分点。2018—2020年，通信产品毛利率波动下降。其中，2019年，通信产品毛利率上升0.43个百分点，主要系公司开拓毛利率较高的新品数据缆所致。2020年，通信产品毛利率下降3.20个百分点，主要系通信产品原材料成本增加所致。2018—2020年，公司新能源板块毛利率持续下降，2020年，受新冠疫情影响，发电量较上年减少1861.34万度，且产出不及固定摊销大所致。2018—2020年，公司贸易、服务及其他板块受毛利较低的贸易业务规模缩减的影响，毛利率持续上升。受上述因素影响，2018—2020年，公司毛利率波动上升。

2.原材料采购

2018—2020年，公司以销定产定采，主要原材料的采购量呈增长趋势，原材料价格随行就市；采购集中度较高。

公司原材料采购由供应链中心负责管理。

采购模式方面，公司根据销售情况确定生产计划，并根据生产计划采购相应原材料。公司电力产品及通信产品板块的主要原材料为铜、铝、光纤、交联绝缘料、屏蔽料及护套料等。其中，铜、铝等金属材料的采购根据订单种类采用不同的采购方式；对于当期订单（约占20%），公司直接在现货市场买入相应原材料；对于远期订单（约占80%），公司按照材料的期货价格与供应商签订采购协议。交联绝缘料采购方面，中低压绝缘料主要由万马高分子内部供应，110KV及以上绝缘料主要向陶氏化学及北欧化工的国内代理商询价采购。公司高分子材料板块的主要原材料为聚乙烯、交联剂等，其中聚乙烯约占公司高分子材料生产成本的75%，主要供应商为国内大型石化企业。

原材料品类方面，由于公司线缆类产品品类众多，因此所需原材料种类较多。2018—2020年，采购额在6亿元以上的原材料主要为铜杆、铜丝、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯。2018—2020年，铜杆、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯采购量持续增长，铜丝采购量波动增长。采购价格方面，2018—2020年，公司的铜丝采购均价波动上涨，复合上涨0.20%；铜杆采购均价波动下降，复合下降2.16%。2018—2020年，受市场供求影响，低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯采购均价均波动下降；分别复合下降比

率为4.65%和13.69%；光纤采购均价持续下降，主要原材料采购情况如下表所示。
复合下降40.64%，与市场行情保持一致；公司

表 4 2018 - 2020 年公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2018 年	2019 年	2020 年
铜杆	采购量 (吨)	60910.53	65369.71	67634.19
	含税均价 (万元/吨)	5.14	4.81	4.92
220kV 及以下超级交联聚乙烯绝缘料	采购量 (吨)	1443.38	3494.17	2249.00
	含税均价 (万元/吨)	1.90	1.84	1.81
铝杆	采购量 (吨)	3126.70	1730.56	1173.89
	含税均价 (万元/吨)	1.52	1.48	1.53
铜丝	采购量 (吨)	12981.32	19217.39	16113.58
	含税均价 (万元/吨)	4.99	4.95	5.01
铜包钢	采购量 (吨)	1537.39	1293.76	1325.65
	含税均价 (万元/吨)	1.21	1.18	1.19
聚乙烯	采购量 (吨)	11495.69	6456.17	30095.94
	含税均价 (万元/吨)	1.10	0.82	1.07
树脂	采购量 (吨)	25141.66	26898.65	32475.97
	含税均价 (万元/吨)	0.72	0.63	0.7
光纤	采购量 (KM)	1591021.55	973189.09	1576410.33
	含税均价 (元/KM)	74.59	37.21	26.28
护套料	采购量 (吨)	20304.16	16567.50	10470.24
	含税均价 (万元/吨)	0.86	0.88	0.9
低密度聚乙烯	采购量 (吨)	63190.70	80873.96	84136.57
	含税均价 (万元/吨)	0.99	0.76	0.90
线性低密度聚乙烯	采购量 (吨)	90621.10	99304.63	102988.37
	含税均价 (万元/吨)	0.98	0.73	0.73

资料来源：公司提供

结算方式方面，公司主要采用入库后次日付款的方式采购铜、铝等主要原材料，付款方式为现汇或银行承兑汇票，银行承兑汇票的账期一般为3~6个月。

采购集中度方面，2018—2020年，公司前五大供应商采购金额总额持续增长，占当年采购总金额的比重持续上升，采购集中度较高。

表 5 2018 - 2020 公司前五大供应商情况 (单位: 亿元、%)

时间	供应商名称	采购金额	占当期采购总额比例
2018 年	供应商 1	8.29	11.23
	供应商 2	6.12	8.28
	供应商 3	5.52	7.47
	供应商 4	4.92	6.66
	供应商 5	4.48	6.06
	合计	29.32	39.70
2019 年	供应商 1	10.17	13.29
	供应商 2	9.32	12.17
	供应商 3	4.32	5.64
	供应商 4	4.15	5.43
	供应商 5	2.90	3.79

	合计	30.86	40.32
2020年	供应商1	8.07	10.25
	供应商2	8.00	10.17
	供应商3	7.13	9.05
	供应商4	6.11	7.76
	供应商5	3.05	3.88
	合计	32.36	41.11

资料来源：公司提供

3. 电力产品生产与销售

(1) 生产

2018-2020年，公司增加对低压电缆和布电线的生产线的投入，电力产品总产能逐年提升；电力产品产量波动增长，产能利用率整体处于较高水平。

公司电力产品经营主体为公司本部、浙江万马电缆有限公司和万马专缆，主要产品为各类电缆。

成本构成方面，公司电力产品成本结构较为稳定，原材料占总成本比重最大，约占95%以上，其他成本分别为人工、折旧、能源以及制造费用等。

产能方面，2018-2020年，公司电力产品

产能逐年增长，年均复合增长8.08%，主要系低压电缆和布电线的产能持续提升。2018-2020年，公司低压电缆和布电线产能均持续提升，年均复合增长率分别为5.33%和15.07%，主要系公司对低压电缆和布电线大力拓展分销并加大相关生产设备的投入所致。2019年，公司高压电缆和防火电缆产能较上年分别提升2.03%和41.42%，2020年两类产品产能均保持稳定。2018-2020年，控制电缆产能波动下降，主要系公司根据下游需求调整产能分布所致；2018-2020年，中压电缆的产能未发生变化。

产量方面，2018-2020年，公司电力产品产量波动增长，年均复合增长7.50%；电力产品产能利用率波动下降，整体处于较高水平。

表6 2018-2020年公司电力产品生产情况（单位：KM、%）

电力产品	2018年			2019年			2020年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
低压电缆	56000.00	43939.61	78.46	57697.00	32280.99	55.95	62127.00	41370.11	66.59
中压电缆	9000.00	6906.26	76.74	9000.00	8573.73	95.26	9000.00	4478.90	49.77
高压电缆	1825.00	1097.94	60.16	1900.00	1288.78	67.83	1900.00	1201.55	63.26
布电线	219000.00	179632.17	82.02	280000.00	250331.80	89.40	290000.00	242774.32	83.72
控制电缆	52925.00	36443.01	68.86	30000.00	20212.04	67.37	31000.00	19304.69	62.27
防火电缆	2000.00	1756.18	87.81	4000.00	2315.00	57.88	4000.00	2639.40	65.99
合计	340750.00	269775.17	79.17	382597.00	315002.34	82.33	398027.00	311,768.98	78.33

资料来源：公司提供

(2) 销售

2018-2020年，公司电力产品销售模式主要为直销，在布电线销量持续提升带动下，公司电力产品销量持续增长，产销率维持在较高水平；公司给予下游客户账期较长，对资金形成一定占用。

公司电力产品销售模式主要为直销，其余为分销和国际贸易。2020年，公司电力产品直销占比约87.58%，分销占比约12.01%，出口销

售占比约0.41%。直销模式为公司在全国各省、自治区和重点城市设立办事处或销售代表，通过投标方式直接面向各地电力公司、石油石化行业客户、轨道交通、房地产行业客户及其他工程用户进行销售；分销模式为公司通过与经销商合作进行销售，逐步实现全国布点；国际贸易目前占比较小，集中在东南亚、非洲、欧洲等地区。

产品定价方面，公司以主要原材料价格和

制造费用为依据，测算产品的制造成本，在此基础上，加上一定的毛利确定对外报价。销售价格方面，2018—2020年，公司不同的电力产品销售价格受产品结构不同、铜价变动及中标价格差异等因素影响呈不同变动趋势。

销量方面，2018—2020年，得益于不断开拓市场，公司低压电缆、高压电缆和防火电缆的销量均波动增长，年均复合增长率分别为

9.91%、1.83%和 5.56%；布电线销量持续增长，年均复合增长 28.40%；但受下游订单减少影响，控制电缆销量持续下降，年均复合下降 30.28%。综合以上因素，2018—2020年，公司电力产品销量持续增长，分别为 24.94 万 KM、32.74 万 KM 和 33.18 万 KM；产销率分别为 92.44%、103.94%和 106.42%，处于高水平。

表 7 2018—2020 年公司电力产品销售情况（单位：万元、KM、万元/KM、%）

电力产品	2018 年				2019 年				2020 年			
	销售额	销量	销售均价	产销率	销售额	销量	销售均价	产销率	销售额	销量	销售均价	产销率
低压电缆	204240.34	42757.56	4.78	97.31	248175.35	53879.69	4.61	166.91	231581.87	51652.59	4.48	124.86
中压电缆	186646.58	12204.95	15.29	176.72	189965.06	16320.60	11.64	190.35	144430.43	8016.06	18.02	178.97
高压电缆	51009.11	1092.81	46.68	99.53	87129.28	1479.87	58.88	114.81	63023.47	1133.19	55.62	94.28
布电线	22604.89	151109.92	0.15	84.12	38550.79	231872.26	0.17	92.63	37904.20	249111.19	0.15	102.61
控制电缆	37449.11	40044.49	0.94	109.88	19092.31	21843.22	0.87	108.07	16673.23	19463.09	0.86	100.82
防火电缆	18708.64	2160.81	8.66	123.04	14865.52	2005.22	7.41	86.62	17991.07	2407.81	7.47	91.24
其他	3656.73	--	--	--	13022.69	--	--	0.00	35382.19	--	--	0.00
合计	524315.40	249370.54	2.10	92.44	610,801.01	327400.87	1.87	103.94	546986.48	331783.94	1.65	106.42

资料来源：公司提供

公司与下游客户主要采用电汇和银行承兑汇票的结算方式，所约定账期一般为 3~6 个月；但因下游客户均为电力等垄断行业企业，实际账期往往有所延长，对公司营运资金形成占用。销售集中度方面，2018—2020年，公司对电力产品前五大客户销售金额占当年销售总额的比重持续上升，但集中度不高。

表 8 2018—2020 年公司电力产品前五大客户情况（单位：亿元、%）

时间	客户名称	销售金额	占当期销售总额比例（%）	是否存在关联关系
2018 年	客户一	1.97	3.76	否
	客户二	0.63	1.19	否
	客户三	0.62	1.18	否
	客户四	0.58	1.12	否
	客户五	0.58	1.11	否
	合计	4.39	8.36	--
2019 年	客户一	1.59	2.60	否
	客户二	1.52	2.49	否
	客户三	0.98	1.60	否
	客户四	0.94	1.54	否
	客户五	0.84	1.38	否
	合计	5.87	9.61	--

2020 年	客户一	2.02	3.70	否
	客户二	1.78	3.25	否
	客户三	1.24	2.27	否
	客户四	1.17	2.14	否
	客户五	0.86	1.58	否
	合计	7.08	12.94	--

资料来源：公司提供

4. 高分子材料生产与销售

(1) 生产

2018—2020年，公司高分子材料板块产能逐年提升，产量快速增长，产能利用率尚可。

公司高分子材料经营主体为万马高分子，主要产品包括化学交联、硅烷交联、PVC产品和低烟无卤产品等。截至2020年末，万马高分子资产总额22.56亿元，所有者权益12.32亿元；2020年，万马高分子实现营业收入30.69亿元¹，净利润1.87亿元。截至2021年3月末，公司高分子材料板块拥有交联生产线10条、硅烷生产线21条、超高压生产线1条、低烟无卤生产线31条、屏蔽料生产线6条、弹性体生产线10条以及PVC

¹ 该数据与表 3 中的数据差异，原因为存在合并抵消。

生产线20条。

产能方面，2018—2020年，公司加大产能投入，高分子材料各类产品产能均呈增长趋势，总产能持续提升。

产量方面，2018—2020年，随着产能的扩张和释放，公司高分子材料总产量持续增长。

具体来看，除硅烷交联产品和弹性体类产品外，其余产品产量均逐年增长。2018—2020年，硅烷交联产品产量波动增长，弹性体类产品产量波动下降。2018—2020年，公司产能利用率波动上升，除弹性体产品外，其余产品的产能利用率均在70%以上，产能利用率尚可。

表9 2018—2020年公司高分子材料生产情况（单位：吨/年、吨、%）

高分子材料	2018年			2019年			2020年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
化学交联	73105.00	62724.38	85.80	83724.00	79078.69	94.45	96120.00	84041.32	87.43
硅烷交联	127277.00	104959.91	82.47	121996.00	113803.39	93.28	130770.00	112491.28	86.02
屏蔽料	13504.00	9820.54	72.72	13186.80	10063.23	76.31	15168.00	13957.14	92.02
弹性体	3650.00	1994.99	54.66	4500.00	1817.52	40.39	6300.00	1968.08	31.24
PVC产品	60023.00	57414.73	95.65	79303.00	68966.75	86.97	82300.00	70927.73	86.18
低烟无卤	46091.00	40816.99	88.56	47810.00	43535.00	91.06	56932.00	51576.00	90.59
合计	323650.00	277731.55	85.81	350519.80	317264.58	90.51	387590.00	334961.55	86.42

资料来源：公司提供

（2）销售

2018—2020年，公司高分子材料板块销量持续增长，除弹性体产品和PVC产品外，其他产品销售均价较稳定，产销率保持在较高水平；但销售回款账期较长，对资金形成一定占用。

公司高分子材料销售模式主要为直销（约占98%），其余为代理；直销模式具体为架设本地化营销网络，通过投标开展业务。高分子材料下游客户主要为电力电缆企业，公司采用成本加成和市场行情相结合的定价模式。

产品销量方面，2018—2020年，公司高分子材料总销量逐年增长，分别为26.19万吨、28.54万吨和31.54万吨。具体来看，除弹性体类

产品外，其余产品销量均呈增长态势。其中，化学交联、屏蔽料和低烟无卤产品的销量均逐年增长，年均复合增长率分别为15.23%、19.14%和19.69%；硅烷交联和PVC产品销量均波动增长，年均复合增长率分别为4.19%和6.16%。2018—2020年，弹性体类产品销量波动下降，复合下降5.13%，主要系受市场行情影响所致。2018—2020年，公司高分子材料除弹性体产品销售均价持续下降和PVC产品销售均价持续上涨外，其他类产品销售均价较稳定，高分子材料产销率分别为94.30%、89.97%和94.15%，保持在较高水平。

表10 2018—2020年公司高分子材料销售情况（单位：吨、万元/吨、%）

高分子	2018年				2019年				2020年			
	销售额	销量	销售均价	产销率	销售额	销量	销售均价	产销率	销售额	销量	销售均价	产销率
硅烷交联	100414.87	101588.55	0.99	96.79	80084.34	77226.00	0.96	97.66	81910.25	81410	0.99	96.87
化学交联	63157.84	61268.03	1.03	97.68	91829.25	91741.20	1.00	80.61	95090.49	110255	1.16	98.01
PVC产品	37425.20	55933.70	0.67	97.42	11335.06	9658.64	0.85	95.98	14250.56	13207	0.93	94.63
低烟无卤	29406.02	31854.03	0.92	78.04	5242.17	1716.74	0.33	94.45	5536.93	1782	0.32	90.53
屏蔽料	9970.74	9314.83	1.07	94.85	51789.98	67985.43	1.31	98.58	47661.94	62986	1.32	88.80
弹性体	5480.13	1953.41	2.81	97.92	36974.55	37112.73	1.00	85.25	44719.05	45724	1.02	88.65
合计	245854.80	261912.55	0.94	94.30	277255.36	285440.73	1.03	89.97	289169.22	315363	1.09	94.15

资料来源：公司提供

结算方式方面，公司高分子材料产品的销售结算方式为月结60天，以3~6个月的银行承兑汇票为主，下游客户实际付款账期在5~8个月，对公司营运资金形成占用。

销售集中度方面，2018—2020年，公司对高分子材料产品前五大客户销售金额占当年销售总额的比重分别为14.99%、11.51%和17.20%，波动上升，但集中一般。

5. 通信产品生产与销售

2018—2020年，在通信行业“光进铜退”发展的大趋势下，公司同轴电缆销售受限带动通信产品产量波动下降；但受益于2020年光纤光缆销量大幅增长，通信产品销量波动增长，产销率保持在较高水平。

公司通信产品经营主体为天屹通信和万马特缆，两家子公司主要财务指标见表11。公司通信产品主要包括同轴电缆、光纤光缆、数据缆和用户线等产品。在通信行业“光进铜退”发展的大趋势下，2018—2020年，公司通信产品收入波动下降，分别为6.92亿元、5.03亿元和6.32亿元，年均复合下降4.43%。

表 11 通信产品板块运营主体 2020 年财务情况(亿元)

运营主体	时间	总资产	净资产	营业收入	净利润
天屹通信	2020年	5.43	3.50	4.92	0.18
万马特缆	2020年	5.14	4.25	2.02	0.65

资料来源：公司提供

生产方面，2018—2020年，公司通信产品产能波动下降，分别为125.66万KM/年、126.86万KM/年和105.09万KM/年；公司通信产品产量波动下降，分别为61.44万KM、51.62万KM和59.18万KM；主要系2019年起受行业政策影响，同轴电缆订单减少所致；公司通信产品产能利用率分别为48.89%、40.69%和56.31%，处于较低水平。

销售方面，2018—2020年，公司通信产品销量波动增长，分别为57.02万KM、49.13万KM和67.31万KM，年均复合增长8.65%；主要系2020年光纤光缆和数据缆的订单大幅增长所致。2018—2020年，公司通信产品销售均价持续下

降，分别为0.12万元/KM、0.10万元/KM和0.09万元/KM；产销率持续上升，分别为92.81%、95.17%和113.74%，处于较高水平。

销售集中度方面，2018—2020年，公司对通信产品前五大客户销售金额占当年销售总额的比重分别为37.44%、27.06%和18.97%，持续下降，集中度一般。

6. 经营效率

2018—2020年，公司经营效率基本稳定，目前处于行业中等水平。

从经营效率指标看，2018—2020年，公司销售债权周转次数分别为2.68次、3.01次和2.93次，波动增长，主要系营业收入波动增长所致；受营业成本和存货波动影响，存货周转次数分别为8.72次、10.51次和10.85次，持续增长。受营业收入波动增长，总资产持续增长的影响，总资产周转次数分别为1.21次、1.30次和1.17次，波动下降。从同行业上市公司比较情况看，2020年，公司经营效率处于行业中等水平。

表 12 2020 年同行业公司经营效率对比情况

(单位：次)

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
汉缆股份	3.09	4.26	1.00
太阳电缆	6.90	13.69	2.00
中超控股	2.26	5.98	0.91
远东股份	4.58	7.64	1.15
天融信	4.33	4.91	0.51
万马股份	3.39	10.85	1.17

注：为便于与同行业上市公司进行比较，表格中数据均引自Wind

资料来源：Wind

7. 未来发展

公司基于现有业务规模与公司情况制定了符合公司自身定位的发展计划，未来随着各项目的逐步实施，公司业务有望保持良好的发展态势。

基于对国内外电线电缆行业、高分子新材料行业及新能源汽车充电行业的发展现状、市场机遇、市场竞争状况和公司综合实力的分析，未来，公司将在发展电线电缆业务基础上，大力发展新材料和新能源业务。电缆

板块方面，公司将通过直销聚焦重点客户和分销快速拓展空白区域，提升电线电缆产品市场占有率；国际市场上，公司将重点拓展东南亚市场，大力发展间接出口业务；此外，公司将通过新建生产基地和设备技改提升产能，满足订单需求及升交付速度，增强客户满意度，全面推进生产单元的自主经营模式，提升产品价格竞争力。

新材料方面，公司将立足化学交联、硅烷交联材料，引导新材料行业从价格竞争向品质优先转变，形成高质量、规模化发展，稳定并强化公司在国内线绝缘材料领域的主导地位；重点发展超高压、低烟无卤、非力缆PVC和TPE弹性体，通过引进升级国外先进装备，发展高压绝缘材料品类，提升公司在高端材料领域的技术实力，实现产品结构的优化调整；巩固华东市场的领导地位，提升公司在新能源材料方面的竞争力和盈利能力。

新能源板块方面，公司将搭建和优化以直流快充为核心的城市智能充电网络，并通过持续发展充电基础设施网络建设、运营业务、搭建相关能源管理运营系统，培育以充电桩为终端的电能使用客户群，并在此基础上尝试电力储存转零售等商业服务业务，致力于成为智慧能源的提供者。未来，公司力争成为国内完整电缆及材料产业链的行业领军企业，作为“绿色能源的传输者，智慧能源的提供者”。

八、重大事项

1. 公司控股股东变更为国有控股企业

公司于2020年6月11日披露了《关于控股股东、实际控制人及其一致行动人签署股份转让框架协议暨公司控制权拟发生变更的提示性公告》，就公司控股股东、实际控制人及其一致行动人智能科技集团、张德生、陆珍玉与海控集团签署《股份转让框架协议》事项进行了公告。

2020年9月19日，公司原控股股东智能科技集团、原实际控制人张德生先生及一致行动人陆珍玉女士与海控集团签署了《关于浙江万马股份有限公司之股份转让协议》（以下简称“《股份转让协议》”），智能科技集团、张德生、陆珍玉将其持有的公司258975823股股份（占公司股本总额的25.01%）转让给海控集团，本次股份转让价格约为9.1744元/股，股份转让价款合计23.7595亿元。本次股份转让完成后，海控集团将持有公司258975823股人民币普通股，占公司股本总额的25.01%，成为公司的控股股东，西海岸新区国资局将成为上市公司的实际控制人。此次转让价款的支付形式为现金支付。

2020年10月，海控集团收到西海岸新区国资局出具的《西海岸新区国资局关于同意海控集团受让公司25.01%股份的批复》（青西新国资〔2020〕19号）文件，同意海控集团以23.7595亿元人民币的价格受让公司25.01%股份。2020年11月，西海岸新区国资局收到青岛市国资委印发的《青岛市国资委关于海控集团受让公司股权的批复》（青国资委〔2020〕137号）文件，同意海控集团受让公司25.01%股权（258975823股无限售流通股）。2020年11月5日，公司收到智能科技集团提供的中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，智能科技集团、张德生、陆珍玉协议转让给海控集团的无限售流通股258975823股股份已完成过户登记手续（过户登记日为2020年11月4日）。

2. 关于受让关联方参股公司万恩新能源科技有限公司69%股权事项

2020年12月25日，公司披露《关于受让参股公司山东万恩新能源科技有限公司69%股权暨关联交易的公告》（以下简称“公告”），公告主要内容为子公司万马奔腾新能源产业集团有限公司（以下简称“新能源产业集团”）

持有参股公司—山东万恩新能源科技有限公司（以下简称“万恩新能源”）31%的股权。经协商，公司与持有万恩新能源49%股权的山东天恩综合能源有限公司（以下简称“天恩能源”）和持有万恩新能源20%股权的智能科技集团²分别签署《股权转让协议》，分别以人民币2078.44万元和848.34万元（合计2926.78万元）受让天恩能源和智能科技集团所持有的万恩新能源合计69%的股权。本次股权受让完成后，万恩新能源成为公司的全资孙公司。本次受让股权的资金来源于公司自有资金。万恩新能源作为公司新能源板块山东市场的参股经营实体，本次交易完成后，公司整体资源配置得到优化且对参股公司的管控力度和决策效率均有所提升，有利于完善公司产权结构，符合公司总体发展战略规划。

3. 公司控股股东海控集团收到监管中国证券监督管理委员会浙江监管局行政监管措施决定书

海控集团于2021年1月14日将持有的公司129487911股股份质押给中国工商银行股份有限公司青岛黄岛支行，质押股份数占公司所持股份的比例为50.00%，占公司总股本的比例为12.50%。海控集团未及时披露前述股份被质押事项，直至2021年3月18日予以披露。该行为违反了《上市公司信息披露管理办法》（2007年）第四十六条的规定。根据《上市公司信息披露管理办法》（2007年）第五十九条的规定，浙江证监局对海控集团采取出具警示函的监督管理措施，记入证券期货市场诚信档案。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018—2020年财务报告均由信

永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准的无保留意见。公司提供的2021年1—3月的财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则的规定编制。

合并范围方面，2019年，公司合并范围内新增4家子公司（非同一控制下企业合并1家，新设3家）；2020年，公司合并范围内新增1家子公司（新设），减少1家子公司（注销）。截至2020年末，公司纳入合并范围子公司共计40家。2021年1—3月，公司合并范围内新增子公司2家（新设1家、收购1家）；截至2021年3月末，公司合并范围内子公司共42家。公司主营业务未发生变化，新增和不再纳入合并范围的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司合并资产总额83.42亿元，所有者权益45.26亿元（含少数股东权益0.03亿元）。2020年，公司实现营业收入93.22亿元，利润总额2.48亿元。

截至2021年3月末，公司合并资产总额79.90亿元，所有者权益44.07亿元（含少数股东权益0.15亿元）。2021年1—3月，公司实现营业收入22.98亿元，利润总额-0.41亿元。

2. 资产质量

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主；公司流动资产中应收账款和存货对营运资金存在一定占用，且存货存在一定的跌价风险；公司非流动资产中固定资产占比较高，商誉存在一定的减值风险。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长6.58%。截至2020年末，公司合并资产总额83.42亿元，较上年末增长9.79%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占77.40%，非流动资产占22.60%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

² 智能科技集团持有本公司11.53%股份，为公司关联法人，本次交易构成了该公司的关联交易。

表 13 2018—2020 年末公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.12	16.12	11.68	19.92	15.15	23.46
应收票据	5.01	8.86	3.61	6.17	5.12	7.94
应收账款	28.12	49.72	28.07	47.89	26.87	41.61
应收款项融资	0.00	0.00	3.74	6.38	3.86	5.97
存货	8.73	15.44	6.71	11.45	7.84	12.14
流动资产合计	56.55	77.00	58.61	77.14	64.56	77.40
固定资产	9.53	56.45	10.40	59.87	11.67	61.90
无形资产	1.61	9.52	1.80	10.38	2.62	13.89
商誉	2.75	16.26	2.23	12.82	1.96	10.41
非流动资产合计	16.89	23.00	17.37	22.86	18.86	22.60
资产总计	73.44	100.00	75.98	100.00	83.42	100.00

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计；非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计

数据来源：联合资信根据公司财务报告整理

（1）流动资产

2018—2020年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长6.85%。截至2020年末，公司流动资产64.56亿元，较上年末增长10.16%，主要系货币资金和应收票据增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占23.46%）、应收票据（占7.94%）、应收账款（占41.61%）、应收款项融资（占5.97%）和存货（占12.14%）构成。

2018—2020年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长28.89%。截至2020年末，公司货币资金15.15亿元，较上年末增长29.72%，主要系公司票据贴现增加，采购活动中对供应商现金支付减少所致；公司货币资金中有3.87亿元受限资金，受限比例为25.58%，主要为保函保证金、信用证保证金、银行承兑汇票保证金及协定存款等，受限比例较高。

2018—2020年末，公司应收票据波动增长，年均复合增长1.14%。截至2019年末，公司应收票据3.61亿元，较上年末下降27.85%，主要系公司票据背书、贴现及托收所致。截至2020年末，公司应收票据5.12亿元，较上年末增长41.78%，主要系公司以票据方式回款增加所致。

2018—2020年末，公司应收账款持续下降，年均复合下降2.25%。截至2020年末，公司应收账款账面价值为26.87亿元，较上年末下降

4.28%，变化不大。截至2020年末，公司应收账款账面余额28.68亿元，从账龄来看，以1年以内的为主（占88.46%），应收账款账龄尚可；从集中度来看，公司应收账款前五大欠款方应收账款余额占期末余额的13.14%，集中度不高。截至2020年末，公司应收账款累计计提坏账准备1.82亿元，计提比例6.33%，若应收账款不能按期收回或无法收回，存在一定的坏账风险。

2019—2020年末，公司应收款项融资分别为3.74亿元和3.86亿元，主要为信用等级较高的银行承兑汇票。截至2020年末，公司应收款项融资3.86亿元，较上年末增长3.14%，变化不大。

2018—2020年末，公司存货波动下降，年均复合下降5.23%。截至2019年末，公司存货账面价值6.71亿元，较上年末下降23.11%，主要系公司优化存货管理，加快存货周转速度所致。截至2020年末，公司存货7.84亿元，较上年末增长16.81%，主要系铜、聚乙烯材料等价格上升带动存货金额增加所致；存货主要由原材料（占14.19%）、在产品（占22.16%）、库存商品（占62.42%）和周转材料（占1.23%）构成，累计计提跌价准备0.10亿元，计提比例为1.30%。公司主要原材料价格波动较大，存货面临一定跌价风险。

（2）非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产规模持

续增长，年均复合增长5.66%。截至2020年末，公司非流动资产18.86亿元，较上年末增长8.57%，主要系无形资产增加所致；公司非流动资产18.86亿元，较上年末增长8.57%，公司非流动资产主要由固定资产（占61.90%）、无形资产（占13.89%）和商誉（占10.41%）构成。

2018—2020年末，随着在建项目的逐渐完工，公司固定资产持续增长，年均复合增长10.65%。截至2020年末，公司固定资产11.67亿元，较上年末增长12.25%，主要系公司的万马智慧创新基地和年产7.50万吨电缆料在建项目转入及购入机器设备增加所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占42.81%）和机器设备（占54.67%）构成，累计计提折旧9.81亿元；固定资产成新率54.14%，成新率不高。

2018—2020年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长27.62%。截至2020年末，公司无形资产2.62亿元，较上年末增长45.29%，主要系公司为高端电缆产业化项目、高分子环保新型电缆材料产业长兴基地项目新建厂房而购入土地所致；公司无形资产主要为土地使用权（占92.20%），累计摊销0.66亿元，未计提减值准备。

2018—2020年末，公司商誉持续下降，年均复合下降15.43%。截至2020年末，公司商誉1.96亿元，较上年末下降11.79%，主要系公司对万马特缆计提商誉减值准备所致，未来若被收购公司的经营业绩未达预期，公司商誉仍将面临减值风险。

截至2020年末，公司受限资产共计8.14亿元，占资产总额的比例为9.76%，受限比例不高。

表 14 截至 2020 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	3.87	4.64	银行承兑汇票保证金、保函保证金以及信用证保证金
应收票据	1.70	2.04	质押开具应付票据

表 15 2018—2020 年公司负债主要构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.95	36.48	9.56	30.34	1.79	5.27

固定资产	1.05	1.26	借款抵押
无形资产	0.38	0.45	借款抵押
应收账款融资	1.14	1.36	质押开具应付票据
合计	8.14	9.76	--

资料来源：公司 2020 年年报，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，其中股本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较好。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 5.94%。截至 2020 年末，公司所有者权益 45.26 亿元，较上年末增长 5.78%，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 99.92%，少数股东权益占比为 0.08%。在归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占 22.89%、34.46%和 34.12%。公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性较好。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 44.07 亿元，较上年末下降 2.65%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.66%，少数股东权益占比为 0.34%。公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性较好。

(2) 负债

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，以流动负债为主。为匹配生产端扩张的资金需求，公司债务规模波动增长，整体负担处于合理水平，但面临较大的短期偿债压力。

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 7.36%。截至 2020 年末，公司负债总额 38.16 亿元，较上年末增长 14.96%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 89.12%，非流动负债占 10.88%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

应付票据	6.87	20.98	8.83	28.05	15.31	45.01
应付账款	6.48	19.77	6.57	20.85	9.91	29.14
一年内到期的非流动负债	3.00	9.15	0.01	0.02	1.82	5.35
其他流动负债	0.25	0.75	1.49	4.74	1.94	5.71
流动负债合计	32.77	98.99	31.50	94.89	34.00	89.12
长期借款	0.00	0.00	1.15	67.62	3.00	72.36
递延收益	0.31	93.05	0.49	29.13	0.66	15.94
递延所得税负债	0.02	6.95	0.06	3.25	0.26	6.26
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.23	5.44
非流动负债合计	0.33	1.01	1.69	5.11	4.15	10.88
负债合计	33.10	100.00	33.19	100.00	38.16	100.00

注：流动负债和非流动负债占比为占负债合计的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计

数据来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020 年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长 1.87%。截至 2020 年末，公司流动负债 34.00 亿元，较上年末增长 7.96%，主要系一年内到期的非流动负债、应付票据和应付账款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 5.27%）、应付票据（占 45.01%）、应付账款（占 29.14%）、一年内到期的非流动负债（占 5.35%）和其他流动负债（占 5.71%）构成。

2018—2020 年末，公司短期借款持续下降，年均复合下降 61.28%。截至 2020 年末，公司短期借款 1.79 亿元，较上年末下降 81.25%，主要系公司通过与供应商协商采用融资成本更低的银行承兑汇票、信用证等形式支付，减少短期融资所致。

2018—2020 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 49.22%。截至 2020 年末，公司应付票据 15.31 亿元，较上年末增长 73.26%，主要系公司调整采购付款方式，以票据支付增加所致。

2018—2020 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 23.67%。截至 2020 年末，公司应付账款 9.91 亿元，较上年末增长 50.90%，主要系公司采购付款账期变化所致；应付账款账龄以 1 年以内为主（占 97.49%）。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 22.13%。截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债 1.82 亿元，较上年末增加 1.81 亿元，主要系将于 1 年内到期的长期借款增加所致。

2018—2020 年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 181.44%。截至 2020 年末，公司其他流动负债 1.94 亿元，较上年末增长 30.04%，主要系年末未终止确认的应收票据增加所致。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 252.56%。截至 2020 年末，公司非流动负债 4.15 亿元，较上年末增长 144.97%，主要系长期借款和递延所得税负债增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 72.36%）、递延收益（占 15.94%）、递延所得税负债（占 6.26%）和其他非流动负债（占 5.44%）构成。

2018 年，公司无长期借款，2019—2020 年末，公司长期借款分别为 1.15 亿元和 3.00 亿元。截至 2020 年末，公司较上年末增长 162.14%，主要系公司持续进行项目建设以及优化融资结构所致；长期借款主要为保证借款（占 87.52%）。从期限分布看，2021 年到期的占 37.72%，2022 年到期的占 58.45%，2023 年及以后到期的占 25.88%，长期借款到期期限集中于 2022 年，存在一定的集中偿付压力。

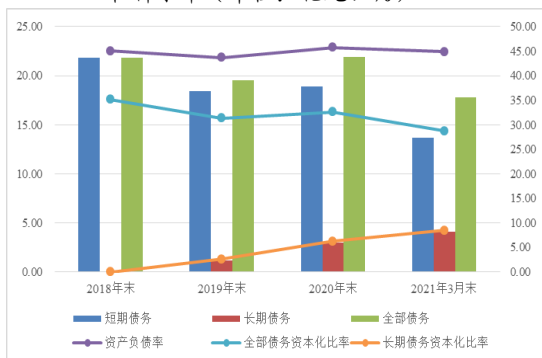
2018—2020 年末，公司递延收益持续增长，年均复合增长 45.94%。截至 2020 年末，公司递延收益 0.66 亿元，较上年末增长 34.06%，主要系充换电设施投入获得市财政补助资金增加所致。

2018—2020 年末，公司递延所得税负债持

续增长，年均复合增长 234.50%。截至 2020 年末，公司递延所得税负债 0.26 亿元，较上年末增长 371.39%，主要系现金流量套期损益有效部分增加所致。

2018—2019 年末，公司无其他非流动负债；截至 2020 年末，公司其他非流动负债 0.23 亿元，全部为 1 年期以上的合同负债。

图 3 2018—2020 年末及 2021 年 3 月末公司债务结构和杠杆水平（单位：亿元、%）



数据来源：联合资信根据公司财务报告整理

有息债务方面，2018—2020 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 0.21%。截至 2020 年末，公司全部债务 21.92 亿元，较上年末增长 12.17%，主要系公司长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 86.30%，长期债务占 13.70%，以短期债务为主。从债务指标看，2018—2020 年末，公司资产负债率分别为 45.08%、43.68% 和 45.74%，波动增长；全部债务资本化比率分别为 35.11%、31.35% 和 32.63%，波动下降；2018 年，公司无长期债务，2019—2020 年末，长期债务资本化比率分别为 2.61% 和 6.22%。公司整体债务负担处于合理水平，但债务结构有待进一步改善，面临较大的短期偿债压力。

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入和利润总额均波动增长，公司减值损失对利润有较大影响，且对增值税退税等非经常性损益依赖较大，整体盈利能力处于行业平均水平。

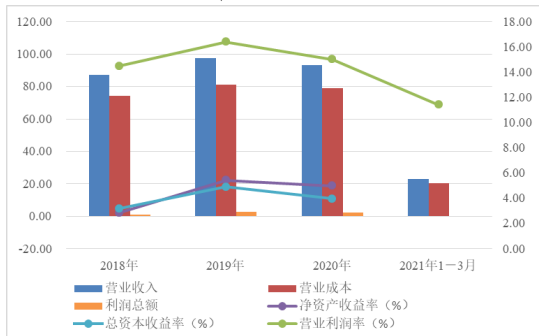
2018—2020 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 3.28%。2020 年，公司实现营业收入 93.22 亿元，较上年下降 4.35%，主要系电

力产品销售收入下降所致。2018—2020 年，公司利润总额分别为 1.18 亿元、2.55 亿元和 2.48 亿元，波动增长，年均复合增长 45.31%。2020 年，公司利润总额 2.48 亿元，较上年下降 2.65%，变化不大。

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 1.92%；期间费用率分别为 13.10%、13.86% 和 12.76%，波动下降。2020 年，公司费用总额为 11.89 亿元，较上年下降 11.97%，主要系销售费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 43.41%、20.85%、29.17% 和 6.57%，以销售费用为主。其中，销售费用为 5.16 亿元，较上年下降 22.40%，主要系公司执行新收入准则，运费由销售费用重分类至营业成本所致；管理费用为 2.48 亿元，较上年增长 2.54%，较上年变化不大；研发费用为 3.47 亿元，较上年下降 4.75%，主要系公司对研发产品结构优化所致；财务费用为 0.78 亿元，较上年下降 1.90%，变化不大。

非经常性损益方面，2018—2020 年，公司资产减值损失和信用减值损失合计分别为 0.84 亿元、1.14 亿元和 0.88 亿元，波动下降，分别相当于营业利润的 71.27%、46.38% 和 36.05%，减值损失对营业利润有较大侵蚀；公司资产减值损失主要为计提商誉减值准备；信用减值损失主要为计提应收账款坏账准备。2018—2020 年，其他收益分别为 0.91 亿元、1.00 亿元和 1.10 亿元，持续增长，占利润总额比重分别为 77.14%、40.80% 和 45.40%，主要为公司作为社会福利企业取得的增值税退税，具有一定的持续性。2018—2020 年，公司营业外收入分别为 0.05 亿元、0.16 亿元和 0.14 亿元，占利润总额的比重分别为 3.99%、6.32% 和 5.50%。综合考虑其他收益和营业外收入在利润总额中的占比，公司盈利对增值税退税等非经常性损益依赖较大。

图4 2018—2020年及2021年1—3月公司各盈利指标情况(单位:亿元)



数据来源: 联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面, 2018—2020年, 公司总资本收益率分别为3.18%、4.92%和3.98%, 波动上升; 净资产收益率分别为2.86%、5.44%和4.99%, 波动上升。与国内同行业主要上市公司比较, 2020年公司盈利能力指标处于行业中等水平。

表 16 2020 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
汉缆股份	21.98	9.44	10.93
太阳电缆	6.39	8.87	12.33
中超控股	12.97	2.58	0.77
远东股份	11.83	-6.76	-41.87
天融信	36.96	5.20	4.33
万马股份	15.07	3.57	5.09

注: 为便于与同行业上市公司进行比较, 表格中数据均引自Wind
资料来源: Wind

5. 现金流

2018—2020年, 公司经营现金净流入规模波动增长; 投资活动主要为大宗原材料的期货套期保值和理财产品投资, 投资活动现金流由净流出转为净流入; 筹资活动现金流量净额持续为负; 公司经营活动获现可以覆盖投资支出需求, 但考虑到短期偿债压力较大, 公司仍存在一定对外融资需求。

表 17 2018—2020 年公司现金流量情况(单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量	77.50	86.72	83.77
经营活动现金流出量	71.12	78.00	76.73
经营活动现金流量净额	6.39	8.72	7.04
投资活动现金流入量	15.30	81.10	92.23
投资活动现金流出量	18.80	81.99	92.16
投资活动现金流量净额	-3.50	-0.89	0.07

筹资活动前现金流量净额	2.88	7.83	7.11
筹资活动现金流入量	18.28	15.37	8.81
筹资活动现金流出量	23.46	20.62	13.91
筹资活动现金流量净额	-5.17	-5.25	-5.11
现金收入比	84.24	84.42	85.00

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看, 2018—2020年, 公司经营现金流入量波动增长, 年均复合增长3.96%; 2019年, 公司经营现金流入量较上年增长11.89%, 主要系公司销售增加且采购环节优化支付方式所致; 2020年内, 公司经营现金流入量较上年下降3.40%, 主要系新冠肺炎疫情影响, 销售收入下降所致。同期, 公司经营现金流出量波动增长, 年均复合增长3.87%, 综合以上因素, 2018—2020年, 公司经营现金净额波动增长。2018—2020年, 公司现金收入比持续上升, 收入实现质量有待进一步提升。

从投资活动来看, 公司投资活动流入和流出主要为公司为对冲原材料价格波动进行的期货套期保值和银行理财活动。2018—2020年, 公司投资活动现金流入量持续增长, 年均复合增长145.56%。2018—2020年, 公司投资活动现金流出量持续增长, 年均复合增长121.43%。2018—2019年, 公司投资活动现金呈净流出状态, 但净流出额下降; 2020年, 投资活动现金转为净流入。

2018—2020年, 公司筹资活动前现金流量净额波动增长, 年均复合增长56.98%, 均为净流入, 经营活动获现可以覆盖投资支出需求。

从筹资活动来看, 公司的筹资活动主要以银行借款为主。2018—2020年, 公司筹资活动现金流入量持续下降, 年均复合下降30.59%; 同期, 公司筹资活动现金流出量持续下降, 年均复合下降22.98%。综合以上因素, 2018—2020年, 公司筹资活动现金持续净流出。考虑到短期偿债压力较大, 公司仍存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

2018—2020年, 公司短期、长期偿债能力指标均表现很强, 整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看, 2018—2020年末,

公司流动比率和速动比率持续上升,流动资产对流动负债的保障程度较高;现金短期债务比波动上升,现金类资产对短期债务覆盖程度高。2018—2020年,公司经营现金流动负债比率波动上升。整体看,公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看,2018—2020年,公司EBITDA波动增长,EBITDA利息倍数持续增长,EBITDA对利息的覆盖程度高;全部债务/EBITDA波动下降,EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看,公司长期偿债能力很强。

表 18 2018—2020 年公司偿债能力指标

项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力指标			
流动比率(%)	172.56	186.10	189.87
速动比率(%)	145.92	164.78	166.81
经营现金流动负债比(%)	19.49	27.69	20.70
现金短期债务比(倍)	0.65	0.83	1.07
长期偿债能力指标			
EBITDA(亿元)	3.28	4.83	4.54
EBITDA利息倍数(倍)	3.98	6.57	11.01
全部债务/EBITDA(倍)	6.65	4.04	4.83

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年末,公司无对子公司之外的担保事项。

截至2020年末,公司及下属子公司作为被告的重大未决诉讼事项涉诉金额1062.26万元,占当期净资产的0.23%,或有负债影响不大。

截至2021年3月末,公司共计获得银行授信额度59.20亿元,未使用额度为39.24亿元,间接融资渠道畅通。公司为深圳证券交易所上市公司,具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司资产结构以流动资产为主,应收账款和其他应收款占比较高,非流动资产中长期股权投资占比较高;负债结构以流动负债为主,母公司债务负担合理,但偿付结构有待调整;权益结构稳定性较好;母公司营业收入规模较大,经营活动现金流保持净流入状态。

截至2020年末,母公司资产总额66.05亿元,较上年末增长10.49%,主要系非流动资产增加所致。其中,流动资产43.09亿元(占65.24%),非流动资产22.96亿元(占34.76%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占18.46%)、应收账款(占36.97%)、其他应收款(占20.80%)和存货(占12.54%)构成;非流动资产主要由

长期股权投资(占78.15%)和固定资产(占13.15%)构成。截至2020年末,母公司货币资金为7.95亿元。

截至2020年末,母公司所有者权益为38.88亿元,较上年末增长6.49%,主要系未分配利润增加所致。其中,股本、资本公积、未分配利润和盈余公积分别占26.63%、44.17%、23.68%和4.02%,母公司股本和资本公积占比较高,所有者权益稳定性较好。

截至2020年末,母公司负债总额27.17亿元,较上年末增长16.78%。其中,流动负债23.98亿元(占88.27%),非流动负债3.19亿元(占11.73%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占6.63%)、应付票据(占48.71%)、应付账款(占29.95%)和一年内到期的非流动负债(占7.17%)构成,非流动负债主要由长期借款(占91.14%)和其他非流动负债(占5.41%)构成。截至2020年末,母公司资产负债率为41.13%,较上年末上升2.22个百分点;母公司全部债务17.89亿元。其中,短期债务占83.77%、长期债务占16.23%。截至2020年末,母公司全部债务资本化比率31.52%,母公司债务负担合理。

2020年,母公司营业收入为54.94亿元,利润总额为2.10亿元。同期,母公司投资收益为

1.23亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为5.10亿元，投资活动现金流净额-0.94亿元，筹资活动现金流净额-4.01亿元。

十、本次债券偿还能力分析

本次债券的发行对公司债务结构存在一定影响；公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本次债券的覆盖倍数尚可。考虑到本次债券募集资金部分拟用于偿还银行借款，以及公司在行业地位、产业链一体化、生产装备及产能规模、产品质量及品牌知名度等方面具有较强的综合竞争优势，公司对本次债券的偿还能力很强。

1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券拟发行规模不超过8.00亿元（含），按发行金额上限8.00亿元测算，以2021年3月末财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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44.85%、28.71%和8.47%上升至49.87%、36.88%和21.51%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本次债券募集资金部分拟用于偿还银行借款，实际影响将低于上述测算值。

2. 本次债券偿还能力分析

2018—2020年，公司经营活动产生的现金流入对本次债券的保障程度较高，经营活动现金流量净额和EBITDA对本次债券的保障倍数尚可。

表 19 本次债券保障能力测算

指标	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量（亿元）	77.50	86.72	83.77
经营活动现金流入量偿债倍数（倍）	9.69	10.84	10.47
经营活动现金流量净额（亿元）	6.39	8.72	7.04
经营活动现金流量净额偿债倍数（倍）	0.80	1.09	0.88
EBITDA（亿元）	3.28	4.83	4.54
EBITDA 偿债倍数（倍）	0.41	0.60	0.57

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

结合公司在行业地位、产业链一体化、生

产装备及产能规模、产品质量及品牌知名度等方面具有的综合竞争优势。联合资信认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

十一、债权保护条款分析

1. 担保条款

海控集团为本次债券到期还付本息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保债券发行额度以公司在经相关监管机构核准发行范围内实际发行的公司债券总额为准。海控集团保证的范围包括本次债券项下的债券发行金额、债券存续期的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的相关费用。海控集团承担保证责任的期间为发行本次债券的募集说明书和发行公告等文件中陈述的债券到期之日；若本次债券分期发行的，各期债券的保证期间应分别计算，分别为自各期债券的募集说明书等文件中陈述的各期债券到期之日。债券持有人在上述期间内未要求海控集团承担保证担保责任的，海控集团即免除保证责任。本次债券的利率、存续期、还本付息方式、上/下调票面利率选择权（若有）、投资则回售选择权（若有）等要素发生变更时，不需另行经过担保人同意，海控集团继续承担担保函项下的保证责任；若变更要素增加了海控集团负担的，海控集团就增加部分不再承担保证担保责任。

2. 担保人担保能力分析

海控集团为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保有效提升了本次债券本息偿付的安全性。

海控集团是根据《青岛西海岸新区国有资产管理办公室关于同意设立青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司的批复》（青西新国资〔2018〕132号）于2018年11月成立的国有独资公司，注册资本50.00亿元。2018年12月，根据《中共青岛西海岸新区工委办公室、青岛西海岸新区管委会办公室关于印发〈青岛西海岸新区国有企业改革方案〉的通知》（青西新办字〔2018〕109号），青岛市黄岛区国有资产管理

办公室（2019年7月更名为“青岛西海岸新区国有资产管理局”）将其持有的青岛黄岛发展（集团）有限公司、青岛海洋投资集团有限公司、青岛西海岸旅游投资集团有限公司、中德联合集团有限公司、青岛海高城市开发集团有限公司和青岛董家口开发建设有限公司（2019年12月更名为“青岛董家口发展集团有限公司”）的股权无偿划拨给海控集团。2019年，海控集团收到西海岸新区国资局拨付的资本金2.20亿元。截至2020年3月底，海控集团注册资本50.00亿元，实收资本为2.20亿元；海控集团唯一股东及实际控制人为西海岸新区国资局。

海控集团定位于服务国家的海洋经济战略，负责西海岸新区5000平方公里海域的开发，并承担了区域内重大投资建设任务和国有资产运营职能，职能地位高。近年来，青岛市及西海岸新区经济持续发展，财政实力不断增强，海控集团发展的外部环境良好；海控集团持续获得政府在股权划转、资金注入、财政补贴以及发展政策等方面的大力支持。

截至2019年底，海控集团资产总额702.04亿元，所有者权益234.71亿元（其中少数股东权益37.62亿元）。2019年，海控集团实现营业收入85.82亿元，利润总额3.70亿元。

截至2020年3月底，海控集团资产总额791.10亿元，所有者权益262.37亿元（其中少数股东权益39.19亿元）。2020年1—3月，海控集团实现营业收入20.60亿元，利润总额0.44亿元。

经联合资信评定，海控集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

3. 本次债券担保能力

本次债券发行金额为8.00亿元，占海控集团2020年3月末资产总额的1.01%；占2020年3月末净资产的3.05%，所占比例低，海控集团的资产总额和净资产对本次债券本金的覆盖倍数很高，其担保显著提升了本次债券本息偿付安全性。

十二、结论

公司作为国内知名电线电缆生产企业之一，

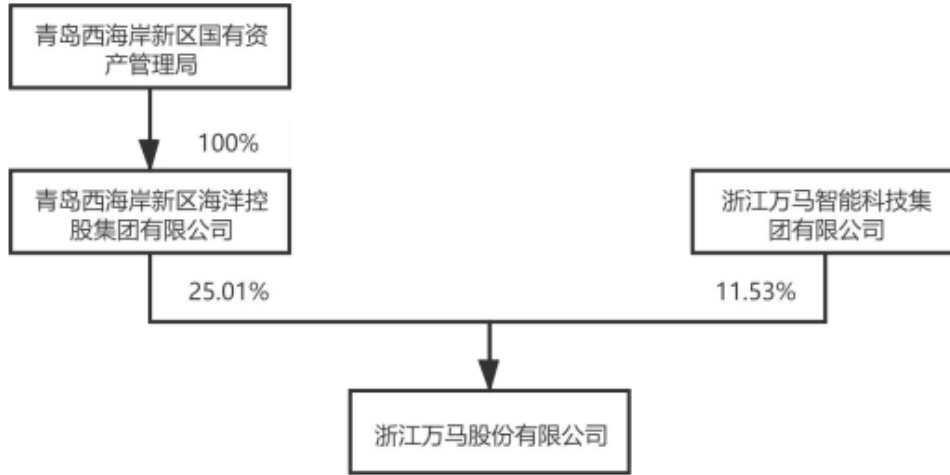
在行业地位、产业链一体化、生产装备及产能规模、产品质量及品牌知名度等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司整体经营情况良好，收入规模有所增长。同时，联合资信也关注到公司所处电线电缆行业竞争激烈、上游原材料价格波动较大、应收账款和存货对运营资金形成一定占用、短期债务压力大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司稳步健康发展电线电缆业务，大力发展新材料和新能源业务，其产销规模有望进一步扩大，综合实力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动产生的现金流入对本次债券的保障程度较高，海控集团作为公司控股股东，为本次债券的本金及票面利息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，海控集团担保实力强，有效提升了本次债券本息偿付的安全性。

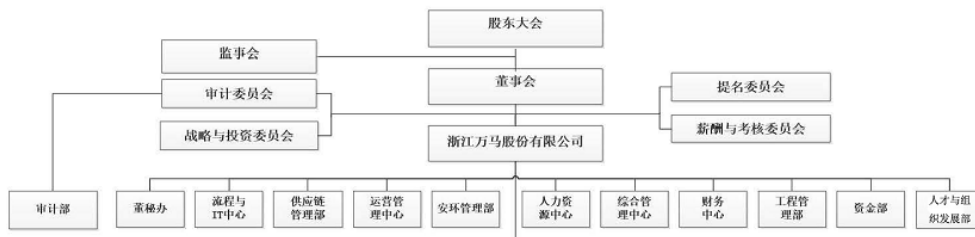
基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本次债券的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末浙江万马股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末浙江万马股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月末浙江万马股份有限公司主要子公司情况

企业名称	业务性质	持股比例 (%)		获取方式
		直接持股	间接持股	
浙江万马高分子材料集团有限公司	生产销售高分子材料产品	80.00	20.00	同一控制下合并
四川万马高分子材料有限公司	生产销售高分子材料产品	-	100.00	设立
浙江万马聚力新材料科技有限公司	生产销售高分子材料产品	-	93.00	设立
清远万马新材料有限公司	生产销售高分子材料产品	-	100.00	设立
湖州万马高分子材料有限公司	生产销售高分子材料产品	-	100.00	设立
浙江万马天屹通信线缆有限公司	生产销售通信电缆	100.00	-	同一控制下合并
浙江万马集团特种电子电缆有限公司	生产销售通信电缆	100.00	-	非同一控制下合并
香港骐骥国际发展有限公司	电解铜、铝、锌高分子材料、同电缆等进出口贸易业务	100.00	-	设立
浙江万马专用线缆科技有限公司	生产销售特种电缆	100.00	-	设立
浙江万马电缆有限公司	生产销售 3KV 下电缆	100.00	-	设立
浙江万马家装有限公司	电线电缆贸易	100.00	-	设立
OptrumTechnologyLLC	电线电缆、高分材料等销售和进出口贸易	100.00	-	设立
万马奔腾新能源产业集团有限公司	光伏技术开发、业投资，投资管	100.00	-	设立
浙江万马新能源有限公司	生产销售汽车充电设备	-	100.00	设立
浙江万马光伏有限公司	新能源领域开发光伏发电	-	100.00	设立
浙江爱充网络科技有限公司	互联网技术开发	-	100.00	设立
上海万马乾驭电动汽车服务有限公司	货物运输、仓储装卸搬运服务	-	60.00	设立
杭州以田科技有限公司	生产销售高分子材料产品	60.00	-	设立
万马联合新能源投资有限公司	实业投资、投资管理、投资咨询（除证券、期货）	-	100.00	设立
江苏万充新能源科技有限公	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
苏州万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
无锡万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
武汉万爱新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
北京万京新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
宁波万爱新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
上海万遥新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
福州万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
深圳万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
陕西万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
杭州万充电力工程有限公司	承装、承修、承试电力设施，承接建筑、市政工程	-	100.00	设立
重庆万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
四川万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
广州万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
海南万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
佛山万爱新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
广州万马爱充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	-	100.00	设立
浙江骏业科创科有限公司	通讯领域、人工智能技术的技术开发、咨询及转让	100.00	-	设立

万马线缆（越南有限公司	生产销售通信电缆	-	100.00	设立
SteedNetworksTechnologiesCo.,LTD	电线电缆贸易	-	100.00	非同一控制下合并

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主体主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	14.13	15.29	20.27	13.37
资产总额 (亿元)	73.44	75.98	83.42	79.90
所有者权益 (亿元)	40.33	42.79	45.26	44.07
短期债务 (亿元)	21.83	18.40	18.92	13.67
长期债务 (亿元)	0.00	1.15	3.00	4.08
全部债务 (亿元)	21.83	19.54	21.92	17.75
营业收入 (亿元)	87.40	97.45	93.22	22.98
利润总额 (亿元)	1.18	2.55	2.48	-0.41
EBITDA (亿元)	3.28	4.83	4.54	--
经营性净现金流 (亿元)	6.39	8.72	7.04	-5.85
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.68	3.01	2.93	--
存货周转次数 (次)	8.72	10.51	10.85	--
总资产周转次数 (次)	1.21	1.30	1.17	--
现金收入比 (%)	84.24	84.42	85.00	81.66
营业利润率 (%)	14.49	16.41	15.03	11.43
总资本收益率 (%)	3.18	4.92	3.98	--
净资产收益率 (%)	2.86	5.44	4.99	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	2.61	6.22	8.47
全部债务资本化比率 (%)	35.11	31.35	32.63	28.71
资产负债率 (%)	45.08	43.68	45.74	44.85
流动比率 (%)	172.56	186.10	189.87	200.23
速动比率 (%)	145.92	164.78	166.81	173.41
经营现金流流动负债比 (%)	19.49	27.69	20.70	--
现金短期债务比 (倍)	0.65	0.83	1.07	0.98
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.98	6.57	11.01	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.65	4.04	4.83	--

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; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 2021 年 1-3 月财务报表数据未经审计, 相关指标未年化
资料来源: 公司合并财务报表, 联合资信整理

附件 2-2 主体主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	5.68	7.91	10.05	6.12
资产总额 (亿元)	58.92	59.78	66.05	64.59
所有者权益 (亿元)	34.93	36.52	38.88	37.60
短期债务 (亿元)	18.12	14.10	14.99	10.29
长期债务 (亿元)	0.00	1.05	2.90	3.98
全部债务 (亿元)	18.12	15.15	17.89	14.27
营业收入 (亿元)	52.65	61.74	54.94	12.56
利润总额 (亿元)	0.82	1.46	2.10	-0.25
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	5.27	8.75	5.10	-2.46
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.68	3.08	2.92	--
存货周转次数 (次)	7.09	9.54	9.65	--
总资产周转次数 (次)	0.93	1.04	0.87	--
现金收入比 (%)	98.06	98.97	97.19	92.83
营业利润率 (%)	12.80	13.61	12.70	9.73
总资本收益率 (%)	/	/	/	/
净资产收益率 (%)	2.37	3.92	5.47	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	2.79	6.95	9.57
全部债务资本化比率 (%)	34.15	29.32	31.52	27.51
资产负债率 (%)	40.72	38.91	41.13	41.79
流动比率 (%)	150.70	180.69	179.69	180.87
速动比率 (%)	123.02	160.34	157.16	157.40
经营现金流动负债比 (%)	21.95	39.42	21.27	--
现金短期债务比 (倍)	0.31	0.56	0.67	0.59
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注: 1. 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; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 2021 年 1-3 月财务报表数据未经审计, 相关指标未年化; 3. “/”表示限于客观条件, 此项数据未获取到; “*”表示数据项数据过大或者过小

资料来源: 公司本部财务报表, 联合资信整理

附件 2-3 担保方主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	61.62	36.50	86.00	116.09
资产总额 (亿元)	439.03	508.67	702.04	791.10
所有者权益 (亿元)	180.20	189.42	234.71	262.37
短期债务 (亿元)	34.80	63.63	89.25	100.79
长期债务 (亿元)	192.78	211.33	313.80	361.02
全部债务 (亿元)	227.58	274.96	403.05	461.81
营业收入 (亿元)	35.60	61.87	85.82	20.60
利润总额 (亿元)	3.78	3.96	3.70	0.44
EBITDA (亿元)	5.76	6.06	9.34	--
经营性净现金流 (亿元)	-35.79	-21.00	-1.54	-0.06
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.86	2.50	3.30	--
存货周转次数 (次)	0.20	0.27	0.33	--
总资产周转次数 (次)	0.10	0.13	0.14	--
现金收入比 (%)	66.26	78.30	101.44	121.92
营业利润率 (%)	5.92	5.06	3.44	6.53
总资本收益率 (%)	0.79	0.80	0.79	--
净资产收益率 (%)	1.51	1.72	1.20	--
长期债务资本化比率 (%)	51.69	52.73	57.21	57.91
全部债务资本化比率 (%)	55.81	59.21	63.20	63.77
资产负债率 (%)	58.95	62.76	66.57	66.84
流动比率 (%)	510.70	350.28	314.40	317.63
速动比率 (%)	211.98	128.91	135.34	142.42
经营现金流动负债比 (%)	-55.06	-19.89	-1.04	--
现金短期债务比 (倍)	0.64	0.55	0.58	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.86	2.50	3.30	--
全部债务/EBITDA (倍)	39.48	45.41	43.15	39.48

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; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 2020 年 1-3 月财务报表数据未经审计, 相关指标未年化; 4. 担保方的长期应付款中的有息债务已调整至长期债务
资料来源: 担保方合并财务报表, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 浙江万马股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券的 跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年浙江万马股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，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。

浙江万马股份有限公司应按联合资信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。浙江万马股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对浙江万马股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，浙江万马股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注浙江万马股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现浙江万马股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对浙江万马股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如浙江万马股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对浙江万马股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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浙江万马股份有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

