

上海起帆电缆股份有限公司公开发行可转换公司 债券 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘莹 yliu02@ccxi.com.cn

项目组成员：黄仁昊 rhhuang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 10 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0501 号

上海起帆电缆股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；

维持“起帆转债”的信用等级为 **AA⁻**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十日

评级观点：中诚信国际维持上海起帆电缆股份有限公司（以下简称“起帆电缆”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“起帆转债”的债项信用等级为 **AA⁻**。中诚信国际肯定了产品种类齐全、具有一定规模优势和区域市场竞争力、产销量及收入规模持续提升等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到电线电缆行业竞争激烈、原材料价格大幅上涨、公司存货及应收账款规模大且造成较大资金占用、债务规模快速增长、面临一定短期偿债压力以及受疫情影响金山基地阶段性停产等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

起帆电缆（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	35.90	57.81	92.51	99.61
所有者权益合计（亿元）	15.59	27.71	37.26	39.07
总负债（亿元）	20.31	30.11	55.25	60.54
总债务（亿元）	11.34	19.40	34.27	42.14
营业总收入（亿元）	76.47	97.36	188.78	36.93
净利润（亿元）	3.33	4.10	6.83	1.49
EBIT（亿元）	4.86	6.21	10.50	--
EBITDA（亿元）	5.42	6.86	11.42	--
经营活动净现金流（亿元）	1.31	-15.14	0.88	-22.72
营业毛利率(%)	10.80	9.85	8.69	10.11
总资产收益率(%)	15.28	13.26	13.97	--
资产负债率(%)	56.57	52.08	59.72	60.78
总资本化比率(%)	42.11	41.18	47.91	51.89
总债务/EBITDA(X)	2.09	2.83	3.00	--
EBITDA 利息倍数(X)	13.00	9.99	8.28	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **产品种类齐全，维持一定规模优势和区域市场竞争力。**截至 2022 年 3 月末，公司电缆产能超过 200 万公里，是长三角地区规模最大的电缆制造企业；同时生产 5 万余种规格的电力电缆及电气装备电缆，研发实力较强，在区域市场拥有较强竞争力。
- **新建产能释放，公司产量及销量明显增长，收入规模大幅提升。**2021 年，公司新签合同额实现翻番，池州基地、宜昌基地新建产能得到有效释放，叠加产品均价上升，公司营业总收入大幅增长。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
起帆转债	AA ⁻	AA ⁻	2021/06/30	10.00	9.9952	2021/05/24~2027/05/24	回售条款，赎回条款，特别向下修正条款

注：截至 2022 年 3 月 31 日，累计有 480,000 元“起帆转债”转换成公司股票，尚未转股的可转债金额为 9.9952 亿元。

关注

- **电线电缆行业竞争较为激烈。**电线电缆行业易受宏观经济波动及下游行业发展影响；同时作为充分竞争行业，企业数量众多、行业集中度偏低，且同质化较为严重，公司仍面临一定竞争压力。
 - **原材料价格大幅上升。**公司原材料中铜材采购金额占比高达 85%，2021 年以来公司铜材采购价格持续上升，成本控制存在一定压力，经营业绩易受原材料价格波动影响。
 - **存货及应收账款规模较大，对资金造成占用。**跟踪期内，信用账期较长的直销客户占比上升以及加大原材料采购，公司应收账款和存货规模增长较快，截至 2022 年 3 月末上述科目合计占流动资产的比重达到 80.35%，对流动资金形成较大占用。
 - **债务规模快速增加，财务杠杆持续上升，面临一定短期偿债压力。**2021 年以来，受发行可转债及加大短期借款使用力度影响，公司总债务规模快速上升，财务杠杆持续走高，面临一定短期偿债压力，2022 年 3 月末短期债务占比 76.42%。
 - **受疫情影响，金山基地阶段性停产。**受疫情影响，上海市于 2022 年 3 月末开始实施分批次封闭式管理，公司金山基地阶段性停产，对公司生产经营造成一定负面影响。
- 评级展望**
- 中诚信国际认为，上海起帆电缆股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，资本结构大幅优化，收入及净利润明显增加，市场地位显著提升，经营活动净现金流显著好转。
 - **可能触发评级下调因素。**宏观经济剧烈波动对电线电缆行业造成很大负面影响，因产品质量问题造成严重事故，在建项目不达预期，铜材等原材料价格超预期大幅波动，经营获现情况持续走弱，短期流动性压力急剧上升。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“起帆转债”募集资金 10.00 亿元，扣除发行费用后，7.00 亿元拟用于投资池州起帆电线电缆产业园建设项目，2.89 亿元拟用于补充流动资金。截至 2021 年末，累计使用募集资金 3.46 亿元，其中，池州起帆电线电缆产业园建设项目投入 0.57 亿元，补充流动资金 2.89 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合适税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准

发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年以来受流动性宽松等因素影响，铜材、铝材价格整体呈上升趋势，电线电缆行业盈利空间受到挤压；基建、特高压电网及海上风电项目建设将对电线电缆市场需求提供支撑

电线电缆行业具有明显的规模经济效应，较大规模的企业具备长期平均成本低、议价能力较强、产品规格齐全等方面的优势。根据国家统计局相关数据，我国电线电缆企业数量已达10,000余家，规模以上企业数量达到4,000余家，产销规模均为世界第一；但多数企业规模仍较小，设备工艺简单，产品同质化比较严重，呈现充分竞争格局，前十大厂商的市场份额仅为10%左右，日本、美国等国家的前十大电线电缆制造商销售额占本国销售额比重均超过60%。2021年5月，国家市场监督管理总局发布关于开展电线电缆质量安全“联查联打联治”专项行动的通知（市监质监发〔2021〕33号），针对电缆企业质量安全问题开展全面监督检查，目前多省、市监管部门已开展专项抽检工作。随着市场秩序整顿的深化和行业整合及转型的进一步深入，恶性竞争等不良状况有望得到改善，技术领先、质量可靠的公司竞争优势将持续增强，行业集中度或

将有望提升。同时，电线电缆在我国机械工业的细分行业中产值位居第二，在国民经济体系中占据重要地位。在基建、特高压电网建设等多方面投资拉动下，电线电缆下游市场需求将得到保障，且“十四五”期间，海上风电项目规模化开发将带动海底电缆需求进一步增长，行业仍有较大发展空间。

原料供应方面，电线电缆主要生产原材料为铜和铝。2021年初以LME3月期铜为表征的铜价整体呈上升趋势，此后铜价维持宽幅震荡的行情，最低于八月中旬降至8,783.50美元/吨，最终2021年末铜价收于9,681.00美元/吨。2021年LME三月期铜均价为9,290美元/吨，同比上涨50.34%，尽管全年价格有所振荡，但价格重心仍大幅上行。沪铜期货结算价格与伦铜走势基本一致，无较为明显的滞后。5月中下旬之后，原材料暴涨加剧下游企业经营压力，国家发改委等部门召开会议表明要做好保供稳价工作，并于年内合计抛储11万吨，带来铜等大宗产品价格短暂回调。但10月电力供应紧张进一步拉高国内铜价，随着保供政策的落地和电力供应的逐步恢复，铜价震荡下行。2022年2月以来，俄乌战争爆发，全球能源危机及通胀抬升压力增加，市场多头情绪高涨，2022年第一季度LME和沪铜三月期铜均价分别为9,962美元/吨和71,479元/吨，分别同比增长17.63%和13.62%。但3月美联储如期启动加息25基点，美元走强及美联储收紧货币对铜价存在一定压制，仍需关注整体价格震荡风险。

图1：近年来LME三个月期铜和沪铜期货价格走势



资料来源：wind，中诚信国际整理

铝价方面，2021年初，得益于世界主要国家加

大财政刺激力度，全球经济好转态势更加明显，需求有所回暖；此后，内蒙古、云南等地陆续出台能耗双控或限电限产政策，使得供应端不断被压缩，供需始终处于紧平衡状态；加之拜登推出的 1.9 万亿美元刺激计划的实施使得资金涌入市场，国内外铝价形成共振上涨态势。虽国储局于 7 月抛储 14 万吨以保供稳价，但国内铝价仅短暂回调，后因行业减产事件不断继续上涨。此外，9 月我国最大的铝土矿进口来源国几内亚发生军事叛乱，10 月印尼宣称计划自 2022 年起停止铝土矿出口，持续引发市场对全球矿石供应的担忧，助推铝价上涨。10 月下旬以来，煤炭行业保供稳价工作的推进使得煤炭价格暴跌；受煤炭价格下行影响，电解铝成本支撑较预期弱化，铝价亦快速下行，后有所反弹。整体来看，2021 年，LME 三月期铝均价为 2,486 美元/吨，同比上涨 43.60%；同期 SHFE 三月期铝均价为 18,898 元/吨，同比上涨 37.30%。2022 年一季度，欧洲能源危机、俄乌冲突升级等加剧了海外对原铝供应的担忧，推升伦铝价格大幅上涨，LME 三月期铝最高涨至 4,073.5 美元/吨，创历史新高。

图 2：近年来 LME3 月期铝和沪铝主力合约价格走势



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

跟踪期内，得益于下游需求向好以及池州基地和宜昌基地新建产能的有效释放，且公司收购南洋藤仓基地，电力电缆和电气装备电缆产销两旺；需关注新建产能的消化情况以及上海市疫情对公司全年

¹池州起帆特种电线电缆生产基地建设项目一期工程总产能 45.00 万公里，其中电力电缆产能 3.80 万公里，电气装备电缆产能 41.20 万公里；二期工程总产能 5.00 万公里，其中电力电缆 0.60 万公里，电气装备电缆产能 4.40 万公里。

²2021 年 8 月 9 日，公司通过京东拍卖网竞拍获得上海电缆厂集团有限

经营业绩的影响

跟踪期内，公司加快在新能源汽车及充电桩、5G 通讯、军工、海上风电等特殊领域的拓展力度，电力电缆及电气装备电缆产能均有所提升。具体来看，2021 年以来，池州特种电线电缆生产基地建设项目¹已完工并陆续投产。同时，公司持续推进海缆产线建设，宜昌基地产能显著提升，2021 年中标亿联科技启东海上风电项目 35KV 海缆等项目，海缆生产已初具规模。此外，2021 年 8 月，公司收购上海南洋-藤仓电缆有限公司²（以下简称“南洋藤仓”），进一步加强了在海底电缆、高速电梯电缆、防火电缆等特种电缆领域的布局。截至 2022 年 3 月末，各生产基地合计年产能 212.16 万公里，同比增长 18.84%。

中诚信国际认为，跟踪期内，公司积极推动产能扩张，市场份额和品牌影响力进一步提升，且公司加速在特种线缆领域的布局，提高了抗风险能力。中诚信国际将对新增产能消化情况保持持续关注。

表 1：公司生产基地布局（万公里/年）

	金山基地	池州基地	宜昌基地
2022 年 3 月末总产能	148.40	51.90	11.85
其中：电力电缆	13.39	4.33	1.20
电气装备电缆	135.01	47.57	10.65
主要产品	电气装备电缆、中压电力电缆	高中低压电力电缆、特种电缆	海底电缆、超高压电力电缆

注：2022 年 3 月末产能数为年化数据。

资料来源：公司提供

2021 年以来，得益于下游需求较好、池州基地和宜昌基地新建产能有效释放，公司电力电缆、电气装备电缆产量均有所提升，2021 年上述产品产量分别增长 42.26% 和 13.23%，产销率维持在较高水平。中诚信国际注意到，受疫情影响，上海市于 2022 年 3 月末开始实施分批次封闭式管理，公司金山基地阶段性停产，且物流受阻，对公司生产及订单获

公司持有的上海南洋-藤仓电缆有限公司 64.9991% 股权，成交价 0.64 亿元；该公司 2021 年营业总收入、净利润和经营活动净现金流分别为 1.65 亿元、0.02 亿元和 0.007 亿元。

得情况造成一定负面影响，2022年1~3月，公司电力电缆、电气装备电缆产销率均呈下滑态势，需关注上述疫情对公司全年经营业绩的影响。

表 2：公司主要产品产能及产销情况（万公里/年、万公里、%）

产品	指标	2019	2020	2021	2022.1~3
电力电缆	产能	9.14	11.56	16.45	4.73
	产量	9.02	11.50	16.36	4.69
	销量	8.93	11.27	16.52	3.16
	产能利用率	98.67	99.47	99.42	99.07
	产销率	99.05	98.05	100.98	67.38
电气装备电缆	产能	139.56	167.94	190.66	48.31
	产量	140.82	167.76	189.95	48.00
	销量	137.58	166.09	200.20	38.58
	产能利用率	100.90	99.89	99.63	99.36
	产销率	97.71	99.01	105.40	80.38

注：2022年1~3月产能数据未经年化。

资料来源：公司提供

铜、铝等主要金属原材料市场价格上升大幅推升公司采购成本，但成本端价格上涨能一定程度上向下游传导；公司套期保值业务规模较小，整体成本控制能力仍有待加强

公司生产所需原材料主要包括用于导电材料的铜材和铝材等金属、用作绝缘和护层材料的 PVC

表 3：公司主要原材料采购及产品售价情况（单位：吨、万元/吨、元/米）

原材料	2019		2020		2021		2022.1~3	
	采购数量	采购均价	采购数量	采购均价	采购数量	采购均价	采购数量	采购均价
铜材	133,188.62	4.31	195,327.86	4.38	245,631.07	6.05	70,447.60	6.30
铝材	5,032.58	1.36	7,703.81	1.48	9,223.91	1.86	2,490.89	2.07
绝缘、护套料	61,774.69	0.91	90,019.76	0.91	111,940.36	1.13	29,104.16	1.10
铠装材料	5,095.55	0.64	8,984.01	0.56	11,241.37	0.73	1,675.11	0.72
其他	21,484.57	1.03	31,812.11	1.11	41,555.17	1.15	10,350.29	1.12
销售均价	2019		2020		2021		2022.1~3	
电力电缆	48.15		49.23		71.42		72.33	
其中：普通电缆	43.73		40.30		56.85		53.31	
特种电缆	57.49		60.40		84.83		89.32	
电气装备电缆	2.28		2.37		3.27		3.36	
其中：普通电缆	2.18		2.31		3.35		3.33	
特种电缆	2.53		2.48		3.08		3.44	

注：其他原材料主要包括聚氯乙烯树脂粉等辅料。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司直销业务拓展取得显著成效，2021

等塑料以及用于保护内部效用层的铠装材料，其中铜材采购金额占比超过 85%。跟踪期内，在市场需求向好、池州基地和宜昌基地产能释放的带动下，公司原材料采购量同比增长较多。价格方面，世界范围内流动性宽松政策推升大宗商品价格，且随着工业制造需求逐步释放，供需短缺支撑铜、铝等工业基础原材料走高，2021 年公司采购均价明显上升。2022 年以来，铜材及铝材价格持续上升使得公司生产成本控制压力加大。跟踪期内，公司持续开展部分品种小规模套期保值业务³，截至 2022 年 3 月末，累计持仓盈利 17,828.59 万元。**中诚信国际认为**，金属原材料市场定价机制成熟，公司议价空间较小，且公司套期保值仓位对总采购额的覆盖程度一般，采购成本控制能力仍有待加强。

公司采用“成本+目标毛利率”的定价方式，其中铜价的波动为决定线缆成品价格的主要因素，但铜价仅发生小幅波动时，公司一般不对售价进行调整。2021 年以来，在铜材、铝材等主要原材料价格大幅上涨的影响下，公司主要电缆产品销售价格均呈上升态势。

年新签合同额实现翻倍，但直销账期相对较长，经

³公司仅对铜、塑料、橡胶、铝等与生产相关的大宗商品原料进行套期保值操作，仓位约为总存货规模的 30%~50%，一般以远期合约形式进行，公司每月确认套期工具的公允价值变动情况。

营占款或将对公司经营获现水平造成较大影响

跟踪期内，公司继续加大工程用户、电力公司等直销客户的拓展力度，并以电商平台为载体，直接面向其他零散客户进行销售。目前直销客户主要包括国家电网有限公司、中国铁建股份有限公司、中国建筑股份有限公司、中国中铁股份有限公司和江苏中天科技股份有限公司等，产品以电力电缆为主。随着大型客户开拓成效显著及重点项目的应用，2021年直销客户新签合同金额同比大幅增长137.51%，占当年新签总额的比重上升至64.10%；当年中标合肥市轨道交通4号线8标段、中国铁建广州地铁18和22号线工程等重点工程项目，进一步增强了品牌影响力。2021年以来，为调整销售模式并充分利用签约经销商资源，公司不再与贸易商进行合作销售。从结算模式及账期来看，直销客户账期相对较长，平均为3~6个月，但由于直销客户多为大型央企或央企子公司，信用资质较好，回款安全性高；公司对签约经销商实行信用额度及信用期限结合的信用管理模式，信用账期通常为3个月，信用额度内的货款在年底统一催收并结清，同时对部分长周期或远期锁价订单收取一定比例预收款。

表 4：近年来公司新签合同情况（亿元）

销售模式	2019	2020	2021	2022.1~3
经销	43.69	43.52	68.34	12.23
其中：签约经销商	38.77	39.89	68.34	12.23
贸易客户	4.92	3.63	--	--
直销	30.65	51.37	115.11	17.83
合计	74.34	94.89	183.45	30.06

资料来源：公司提供

从销售区域看，由于公司产能依然集中在华东

表 5：截至 2022 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2022 年计划投资	2023 年计划投资
池州起帆电线电缆产业园建设项目	15.00	0.69	5.00	8.00
宜昌起帆海底电缆项目	5.00	1.82	2.00	2.00

资料来源：公司提供

财务分析

以下财务分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年度财务报告及未经审计的 2022 年一

季度财务报表，各期财务数据均为财务报表期末数。

地区，且在华东区域拥有较高品牌知名度以及销售半径和销售渠道优势，跟踪期内，销售收入仍主要来自于该地区，2021 年华东地区销售收入占总收入的比重为 68.08%。

整体看，公司作为长三角地区规模最大的电线电缆生产销售企业以及全国最大的布电线产品生产和销售商之一，销售网络布局完善、客户管理政策健全。随着直销模式下业务拓展力度加大，2022 年以来，公司中标中铁电气化局集团、中铁建工集团下属工程公司多个物资采购招标项目，带动一季度直销新签金额同比增长。截至 2022 年 3 月末在手订单为 25.88 亿元，为后续收入增长提供了一定保障。考虑到 2022 年 4 月以来上海市及周边地区疫情防控力度加大，需关注公司年度订单签订情况。**中诚信国际认为**，公司在华东地区拥有较强的市场竞争力，但线缆行业竞争激烈、集中化程度偏低，公司仍面临一定销售和价格竞争压力；跟踪期内，伴随信用账期较长的直销业务收入占比大幅上升，公司销售和采购账期不匹配的问题或将加剧，经营占款亦对经营活动获现水平造成较大影响。

从在建项目来看，截至 2022 年 3 月末，公司在建项目为池州起帆电线电缆产业园建设项目和宜昌起帆海底电缆项目，其中池州起帆电线电缆产业园建设项目为“起帆转债”募投项目，达产后新增年产能约 110 万公里，该项目募集资金投入金额为 7 亿元，差额部分公司将通过自有资金、银行贷款等途径自筹解决，未来仍面临一定的资本支出压力。

季度财务报表，各期财务数据均为财务报表期末数。

得益于订单增长以及新建产能的充分释放，2021 年公司营业总收入同比大幅增长，但受原材料价格走

高影响，毛利率有所下滑；期间费用控制能力维持较好水平；资产减值损失随业务规模的扩大同比上升较多，需关注其对公司盈利的影响

得益于订单量快速增长以及新建产能的释放，叠加产品销售均价上升，2021年公司营业总收入同比大幅增长93.90%；其中，伴随公司加大对直销客户的开拓力度，电力电缆收入增幅较大，当期收入占比已超过60%。2022年1~3月，公司加快在海缆领域的业务布局，叠加国家加大对电力等基础设施投资力度，当期电力电缆销售收入持续增长，拉动营业总收入同比上升。毛利率方面，受铜材、铝材、绝缘和护套料等主要原材料价格上涨影响，2021年公司电力电缆毛利率有所下滑，外加其收入占比有所上升，共同导致当期营业毛利率同比下滑。2022年1~3月，铜、铝采购均价持续走高，公司相应调升产品销售价格，且一季度大型轨道交通、工程建设客户采购电力电缆增加，其对价格敏感程度相对较低，带动公司营业毛利率相较2021年水平明显回升。

表6：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
电力电缆	43.01	55.49	117.96	22.87
其中：普通类	26.52	25.26	45.02	7.96
特种类	16.49	30.24	72.94	14.91
电气装备电缆	31.33	39.40	65.49	12.96
其中：普通类	21.69	23.51	46.71	9.58
特种类	9.64	15.89	18.78	3.38
其他业务	2.13	2.47	5.33	1.10
营业总收入	76.47	97.36	188.78	36.93
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
电力电缆	10.05	9.68	8.30	8.81
其中：普通类	9.09	8.09	6.93	9.55
特种类	11.60	11.01	9.15	8.41
电气装备电缆	13.36	10.69	10.47	13.78
其中：普通类	12.35	9.69	10.61	14.29
特种类	15.64	12.17	10.13	12.31
其他业务	--	0.08	-4.77	-5.90
营业毛利率	10.80	9.85	8.69	10.11

注：其他业务收入主要为废铜等废料销售收入及房租收入等；合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

在业务规模上升的带动下，2021年公司期间费用随之增长。具体来看，伴随公司加大市场开拓力

度，销售人员薪酬以及市场开拓费用增加，导致销售费用同比增长较多；同期管理费用增长系公司加大特种电缆研发力度及发行限制性股票股权激励费用分摊所致；伴随带息负债增长，利息支出随之增加，财务费用亦呈上升态势；得益于营业总收入增幅较大，公司期间费用率同比有所下降，期间费用控制能力维持在较好水平。2022年1~3月，伴随经营规模进一步扩大及市场的继续拓展，公司期间费用及期间费用率均同比上升。

跟踪期内，经营性业务利润仍为利润总额的主要构成，在收入规模扩大较多及期间费用率持续下降的共同带动下，2021年公司经营性业务利润同比大幅增长，利润总额随之增厚；同年资产减值损失增长主要系随着经营性应收项目增加，公司增加计提坏账损失所致，同比大幅上升，对利润的侵蚀增加。受益于利润总额的提升，2021年EBIT及EBITDA均有所增长，总资产收益率同比小幅上升；由于当期营业总收入增幅较大，EBITDA利润率有所回落。

表7：近年来公司盈利能力相关指标(亿元)

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	2.04	1.62	3.15	0.81
管理费用	1.15	1.63	2.13	0.52
财务费用	0.43	0.70	1.40	0.36
期间费用合计	3.63	3.95	6.68	1.69
期间费用率(%)	4.74	4.05	3.54	4.58
经营性业务利润	4.71	5.97	9.61	2.08
资产减值损失	0.17	0.43	0.86	0.14
利润总额	4.44	5.53	9.12	1.94
EBITDA 利润率(%)	7.09	7.05	6.05	--
总资产收益率(%)	15.28	13.26	13.97	--

注：中诚信国际分析时将“研发费用”计入“管理费用”；将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

伴随经营规模扩大以及可转债发行，跟踪期内公司总资产、总负债和所有者权益规模均有所增长，但业务规模扩张造成外部融资需求增加，财务杠杆有所上升，同时应收账款及存货大幅增长对营运资金的占用亦需保持关注

跟踪期内公司资产规模不断扩大，主要来自流

动资产的增加。其中，得益于经营获现情况改善以及可转债成功发行，2021年末货币资金大幅增加，其中受限部分为4.13亿元，系履约保证金及票据保证金；随着销售规模的扩大以及账期较长的直销客户占比上升，当期末应收账款及应收票据均持续增长，账龄一年内的应收账款占比维持在90%以上，累计计提坏账准备为1.84亿元；在新增产能释放带动订单规模增长以及原材料采购价格上涨的影响下，2021年末存货规模亦较上年末有所增加。非流动资产方面，随着池州特种电线电缆生产基地完工转固，外加公司购置机器设备等固定资产，2021年末公司在建工程和固定资产此消彼长。截至2022年3月末，受生产规模扩大带动原材料采购需求上升以及公司继续加大备货力度影响，货币资金及存货此消彼长；应收账款亦较上年末小幅增加，主要系直销客户及销售规模进一步增加且部分货款于年末集中结算所致。**中诚信国际注意到**，跟踪期内公司应收账款和存货规模增长较快，截至2022年3月末上述科目合计占流动资产的比重达到80.35%，虽然减值风险较低，但仍对流动资金形成很大占用，后续货款回收及存货消化情况需保持关注。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	7.68	7.14	24.42	5.66
应收账款	10.26	16.16	22.82	26.49
应收票据（含应收款项融资）	1.43	4.03	4.20	2.38
存货	8.30	19.99	23.18	42.58
流动资产	28.37	49.25	79.70	85.95
固定资产	5.72	5.94	7.49	7.54
在建工程	0.01	0.58	0.36	0.47
总资产	35.90	57.81	92.51	99.61

注：中诚信国际分析时将“合同资产”计入“存货”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着业务规模扩张以及宜昌基地等在建项目的推进，公司资金需求随之上升，2021年末短期借款有所增长；同时，公司发行10亿元可转债带动总债务规模快速上升。此外，业务规模扩大带动公司采购规模增加，以应付账款为主的经营性流动负债

⁴截至2022年3月末，累计有480,000元“起帆转债”转换成公司股票，因转股形成的股份数量累计为23,804股，占可转债转股前公司已发行股份总额的0.0057%。

亦有所增长。2022年3月末，流动资金需求上升使得公司加大融资力度，短期借款大幅增加，进一步推升债务规模，短期债务占比上升至76.42%。

2021年末，得益于未分配利润累计以及实施限制性股票激励计划增厚股本，外加可转债中权益部分公允价值增加1.83亿元计入其他权益工具，共同带动所有者权益规模扩大，但由于总债务及总负债增速较快，2021年末资产负债率和总资本化比率仍呈上升态势。截至2022年3月末，受益于当期利润情况向好，所有者权益保持增长态势；但受债务快速增加影响，当期末财务杠杆比率持续上升。2021年拟进行现金分红1.02亿元，占当期归属于上市公司股东净利润的比例为14.98%；现金分红比例仍低于30%，主要因公司目前正处于产业升级和产能扩张时期，为了保障业务正常经营，以及特种电缆、海底电缆等项目的顺利建设，公司制定了上述利润分配方案。**中诚信国际注意到**，“起帆转债”发行使公司债务期限结构得到优化，但仍以短期为主，且总债务规模持续攀升，加之目前转股数量较少⁴，仍需对可转债转股情况以及公司资本结构变化情况保持关注。

表 9：近年来公司主要负债及所有者权益情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	7.68	16.37	18.82	26.50
应付票据	2.73	2.60	4.34	4.43
应付账款	5.84	5.24	8.81	8.28
总负债	20.31	30.11	55.25	60.54
短期债务	11.05	19.22	24.46	32.20
总债务	11.34	19.40	34.27	42.14
实收资本	3.51	4.01	4.18	4.18
资本公积	2.81	10.82	12.98	13.29
未分配利润	8.24	11.64	17.96	19.46
所有者权益合计	15.59	27.71	37.26	39.07
资产负债率	56.57	52.08	59.72	60.78
总资本化比率	42.11	41.18	47.91	51.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年，公司经营活动净现金流由负转正，产能扩建项目推进导致投资活动现金净流出增加，可转债发行使得筹资活动现金流入规模维持高位；受公司

加大采购备货、结算时点及上海市疫情影响，2022年以来经营获现能力大幅弱化

得益于收入规模增加以及回款情况好转，2021年公司经营活动净现金流由负转正；伴随池州基地、宜昌基地工程建设投资支出增加，以及公司利用闲置募集资金购买现金理财产品，投资活动净现金流负敞口扩大；由于公司加大融资力度，外加可转债募集资金到位，筹资活动现金流维持大幅净流入态势。2022年1~3月，经营性采购支出持续增加，且年初未到结算期，叠加3月中下旬上海市疫情导致公司产品交付进度放缓，经营活动净现金流转为大幅净流出态势；亦导致公司维持了一定的融资需求，筹资活动净现金流同比大幅增加。

尽管经营获现情况有所改善，但跟踪期内公司经营活动净现金流仍无法对债务本息形成有效覆盖；受外部带息负债持续增长影响，2021年EBITDA对债务本息的保障能力亦有所减弱；此外，2022年3月末账面货币资金对短期债务的覆盖程度较低。中诚信国际认为，2022年以来公司经营获现能力显著弱化，上海市疫情对公司生产经营的影响仍具有不确定性，且池州产业园等在建项目未来仍面临较大资金支出压力，需对公司经营获现能力以及外部融资情况保持持续关注。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	1.31	-15.14	0.88	-22.72
投资活动净现金流	-1.11	-1.94	-3.88	-0.32
筹资活动净现金流	2.16	17.24	17.28	6.45
经营活动净现金流/总债务	0.12	-0.78	0.03	-2.16*
经营活动净现金流/利息支出	3.14	-22.05	0.64	--
经调整的经营净现金流/总债务	8.82	-81.19	-1.37	--
总债务/EBITDA	2.09	2.83	3.00	--
EBITDA 利息保障倍数	13.00	9.99	8.28	--
货币资金/短期债务	0.69	0.37	1.00	0.18

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

备用流动性一般，或有负债风险较小

财务弹性方面，截至2022年3月末，公司共获得综合授信额度50.47亿元，其中未使用授信额度17.71亿元，备用流动性一般。

受限资产方面，截至2022年3月末，公司受限资产账面价值为2.69亿元，占当期净资产的比重为6.95%。其中用于抵押借款的固定资产0.58亿元，作为履约保证金和票据保证金的货币资金1.94亿元，用于质押融资的应收票据0.18亿元。

截至2021年末，公司前十大股东所持股份均无质押、冻结、标记情况；同年末，公司无重大未决诉讼及对外担保。

截至2022年3月末公司实际控制人、股权结构及管理结构较此前无重大变化。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022年5月9日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司控股股东对公司支持意愿很强，但支持能力较弱；作为上海市规模最大的电线电缆制造企业，近年来公司持续获得各项政府补助

公司控股股东为自然人，公司为其下属唯一的经营资产，故其对公司支持意愿很强。同时公司作为上海市规模最大的电线电缆制造企业，近年来持续获得各项政府补助，2021年收到并计入当期损益的政府补助为0.21亿元。但由于控股股东为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，因此对公司的支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海起帆电缆股份有限公司的主体信用等级为AA⁻，评级展望为稳定；维持“起帆转债”的债项信用等级为AA⁻。

附二：上海起帆电缆股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	76,784.56	71,417.14	244,179.41	56,562.47
应收账款净额	102,599.62	161,572.55	228,154.71	264,852.02
其他应收款	2,018.98	2,817.62	20,783.90	36,863.02
存货净额	82,990.65	199,913.46	231,764.29	425,807.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	57,230.06	59,400.96	74,949.66	75,423.25
在建工程	88.22	5,766.86	3,575.82	4,704.69
无形资产	9,272.37	9,030.11	20,978.56	10,556.37
总资产	358,975.32	578,114.99	925,091.79	996,115.16
其他应付款	75.73	179.25	19,800.60	19,343.92
短期债务	110,502.00	192,181.69	244,630.55	322,012.06
长期债务	2,900.00	1,800.00	98,036.61	99,379.62
总债务	113,402.00	193,981.69	342,667.16	421,391.68
净债务	36,617.44	122,564.55	98,487.75	364,829.22
总负债	203,089.25	301,063.49	552,463.66	605,443.75
费用化利息支出	4,168.93	6,866.14	13,789.48	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	155,886.07	277,051.50	372,628.13	390,671.41
营业总收入	764,724.33	973,586.77	1,887,754.17	369,287.87
经营性业务利润	47,111.01	59,717.65	96,101.86	20,824.04
投资收益	-241.27	37.48	3,342.58	8.17
净利润	33,334.87	41,034.19	68,329.47	14,894.51
EBIT	48,575.58	62,145.04	104,970.76	--
EBITDA	54,206.80	68,603.94	114,217.11	--
经营活动产生现金净流量	13,104.86	-151,376.49	8,758.70	-227,243.66
投资活动产生现金净流量	-11,120.86	-19,414.97	-38,755.08	-3,180.84
筹资活动产生现金净流量	21,625.92	172,352.48	172,770.51	64,464.41
资本支出	11,228.88	7,416.31	25,462.39	3,201.31
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	10.80	9.85	8.69	10.11
期间费用率(%)	4.74	4.05	3.54	4.58
EBITDA 利润率(%)	7.09	7.05	6.05	--
总资产收益率(%)	15.28	13.26	13.97	--
净资产收益率(%)	23.94	18.96	21.03	15.61*
流动比率(X)	1.49	1.66	1.76	1.71
速动比率(X)	1.05	0.99	1.25	0.86
存货周转率(X)	9.35	6.20	7.99	4.04*
应收账款周转率(X)	8.39	7.37	9.69	5.99*
资产负债率(%)	56.57	52.08	59.72	60.78
总资本化比率(%)	42.11	41.18	47.91	51.89
短期债务/总债务(%)	97.44	99.07	71.39	76.42
经营活动净现金流/总债务(X)	0.12	-0.78	0.03	-2.16*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.12	-0.79	0.04	-2.82*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.14	-22.05	0.64	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	8.82	-81.19	-1.37	--
总债务/EBITDA(X)	2.09	2.83	3.00	--
EBITDA/短期债务(X)	0.49	0.36	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.00	9.99	8.28	--
EBIT 利息保障倍数(X)	11.65	9.05	7.61	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司的“租赁负债”调整至长期债务；3、将“合同资产”计入“存货”，将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”；4、带“*”指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。