

信用评级公告

联合〔2022〕2392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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江万马股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“21 万马 01”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：

二〇二二年六月十三日

浙江万马股份有限公司

公开发行公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙江万马股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
21 万马 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 万马 01	4 亿元	4 亿元	2026/08/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 13 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均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

跟踪期内，浙江万马股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内知名电线电缆生产企业，在行业地位与品牌知名度、产业链一体化、技术研发与生产装备、产能规模与产品质量等方面仍具备综合竞争优势。2021 年，公司收入规模大幅增长，利润总额和经营活动现金流量净额均有所增长，整体经营状况良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处电线电缆行业竞争激烈、上游原材料价格上涨对公司利润空间形成挤压、公司营业利润率有所下降，应收账款和存货对营运资金形成一定占用，债务负担有所加重且债务期限结构有待优化等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司加大新产品和新技术的研发投入，在电线电缆业务基础上，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。

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”）对公司存续债券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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 万马 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司具备全产业链一体化竞争优势。公司作为国内知名电线电缆生产企业，具备“线缆材料+电力电缆+通信电缆+智能装备线缆”、“充电设备制造+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、产能规模与产品质量、品牌知名度等方面具有较强的综合竞争优势。

2. 公司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。公司控股股东变更为国有企业后，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. 公司技术研发水平与生产设备配置处于行业领先地位。公司在中高压线缆、智能装备线缆、专用线缆、线缆

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

材料、充电设备、充电站运营平台等领域拥有行业领先的技术优势。生产设备方面，公司拥有行业领先的 110kV—500kV 立缆生产线、交联技术生产线（瑞士布斯生产线）以及物理发泡串联生产线（奥地利罗森泰生产线）。

4. 公司整体经营规模进一步扩大。2021年，公司收入规模大幅增长，利润总额和经营活动现金流量净额均有所增长。

关注

1. 公司所处电线电缆行业竞争激烈，原材料价格上涨对公司利润空间形成挤压，公司营业利润率有所下降。公司所处电线电缆行业集中度偏低，国内市场竞争激烈；2021年，上游铜、聚乙烯等原材料价格上涨对公司成本控制形成一定压力，营业利润率、总资本收益率等盈利能力指标均有所下降。

2. 公司应收账款和存货对营运资金形成一定占用。截至2021年底，公司应收账款和存货占流动资产的比重分别为38.51%和11.10%；截至2022年3月底，公司应收账款和存货占流动资产的比重分别为47.28%和12.48%。

3. 公司债务负担有所加重，债务结构有待优化。截至2021年底，公司全部债务46.51亿元，较上年底增长112.17%；全部债务资本化比率为50.52%，较上年底上升17.90个百分点；公司全部债务中，短期债务占78.86%，债务的期限结构有待优化。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	15.29	20.27	36.22	25.50
资产总额(亿元)	75.98	83.42	114.21	109.65
所有者权益(亿元)	42.79	45.26	45.55	46.06
短期债务(亿元)	18.40	18.92	36.68	29.69
长期债务(亿元)	1.15	3.00	9.83	14.19
全部债务(亿元)	19.54	21.92	46.51	43.88
营业收入(亿元)	97.45	93.22	127.67	31.28
利润总额(亿元)	2.55	2.48	2.88	0.45
EBITDA(亿元)	4.83	4.54	5.34	--
经营性净现金流(亿元)	8.72	7.04	9.09	-14.46
营业利润率(%)	16.41	15.03	12.68	12.22
净资产收益率(%)	5.44	4.99	6.01	--
资产负债率(%)	43.68	45.74	60.12	57.99
全部债务资本化比率(%)	31.35	32.63	50.52	48.79
流动比率(%)	186.10	189.87	157.02	175.89
经营现金流负债比(%)	27.69	20.70	15.92	--
现金短期债务比(倍)	0.83	1.07	0.99	0.86
EBITDA利息倍数(倍)	6.57	11.01	15.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.04	4.83	8.70	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	59.78	66.05	92.66	/
所有者权益(亿元)	36.52	38.88	38.83	/
全部债务(亿元)	15.15	17.89	36.54	/
营业收入(亿元)	61.74	54.94	77.51	/
利润总额(亿元)	1.46	2.10	2.45	/
资产负债率(%)	38.91	41.13	58.10	/
全部债务资本化比率(%)	29.32	31.52	48.48	/
流动比率(%)	180.69	179.69	143.91	/
经营现金流负债比(%)	39.42	21.27	18.81	/

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 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. “--”表示指标不适用, “/”表示数据未获取

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 万马 01	AAA	AA	稳定	2021/06/30	孙长征 崔濛晓	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 (V3.0.201907)	--
14 万马 01	AA	AA	稳定	2013/12/18	张连娜 徐翔 张祎	原联合信用评级有限公司 工商企业评级方法	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编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受浙江万马股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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

公开发行公司债券 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙江万马股份有限公司（以下简称“公司”或“万马股份”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司原名“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 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 2022 年 3 月底，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 2022 年 3 月底，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%。

2021 年，公司经营范围较上年未发生重大变化。

截至 2021 年底，公司合并范围内拥有 48 家子公司，拥有在职员工合计 5339 人。

截至 2021 年底，公司资产总额 114.21 亿元，所有者权益 45.55 亿元（含少数股东权益 0.16

亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 127.67 亿元，利润总额 2.88 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 109.65 亿元，所有者权益 46.06 亿元（含少数股东权益 0.16 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 31.28 亿元，利润总额 0.45 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按指定用途使用。该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。

表 1 截至本报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 万马 01	4.00	4.00	2021/08/10	5 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022年一季 CPI 同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季 PPI 同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月底社融规模存量同比增长10.60%，增速较去年底高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷

款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综

合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 电线电缆行业

(1) 行业概况

电线电缆行业作为国民经济中重要的配套行业，在中国经济社会中占有重要地位。目前中国电线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，随着电力、轨道交通等行业的快速发展，特别是电网改造进程加快、特高压工程相继投入建设，中国电线电缆行业保持稳定增长态势。从行业销售情况来看，2021 年，中国电线电缆产品销售收入达 1.12 万亿元，同比增长 3.58%。

作为全球第一大电线电缆生产国，中国电线电缆行业的市场竞争格局主要呈现以下特点：从整体看，行业内生产厂商数量众多，行业高度分散，市场集中度低；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，造成行业利润率偏低，制约

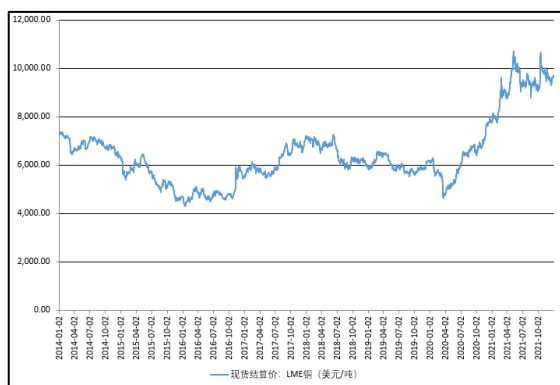
了行业整体竞争能力的提高。从产品结构看，低压线缆产品产能过剩、竞争激烈，中压线缆产品竞争激烈程度中等，高压和超高压线缆产品寡头垄断，航空航天、新能源、海底电缆等高端电线电缆产品主要依赖进口。从区域分布看，企业大多集中在沿海及经济发达地区，中西部地区比重较小。

(2) 上下游情况

电线电缆行业重料轻工，企业生产经营受原材料价格变动影响较大，对产业链上下游行业均缺乏议价能力，近年来铜、铝等原材料价格的高位运行对行业经济效益造成不利影响；电网建设等有望带动行业的持续发展。

电线电缆行业的上游行业为电解铜、电解铝、塑料、橡胶行业、电缆料制造业等。电线电缆产品成本中，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。铜现货价格在 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，铜现货价格在一季度大幅下跌至 4617.50 美元/吨左右后一路震荡上行，于 2021 年 10 月 19 日达到 10651 美元/吨，此后一直处于高位运行；同期铝现货的价格走势总体上与铜现货相似，2021 年 12 月底维持在 2815.50 美元/吨左右。

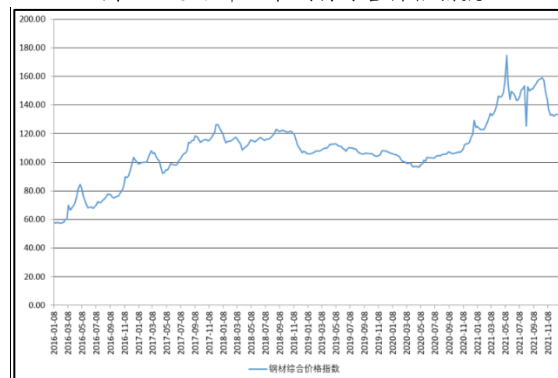
图 1 2017 年以来 LME 铜现货结算价格



资料来源：Choice，联合资信整理

钢材方面，2017年二季度开始，钢材价格综合指数触底回升，直到2018年三季度之前一直处于高位震荡，2018年四季度大幅下降至110左右，其后基本上维持震荡下探趋势至2020年4月底97附近后企稳，并一路震荡攀升至2021年10月份的159高位，此后一直处于高位震荡，2021年底下探至132左右。

图 2 2017 年以来钢材综合价格指数



资料来源：Choice，联合资信整理

电线电缆行业的下游行业为电力、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，2021年，全社会用电量 8.31 万亿千瓦时，同比增长 10.30%。全年第一产业用电量 1023.00 亿千瓦时，同比增长 16.40%，主要系粮食产量再创新高、畜牧业生产稳定增长以及农业电气化水平持续提升等因素所致；第二产业用电量 56131.00 亿千瓦时，同比增长 9.10%，主要系出口额增长以及高新技术制造业和装备制造业快速增长所致；第三产业用电量 14231.00 亿千瓦时，同比增长 17.80%，主要是服务业持续恢复，住宿餐饮行业、交通运输行业以及信息技术服务行业等保持良好的增长态势。

2021年，全国发电装机容量约 23.80 亿千瓦，同比增长 7.90%，其中，水电装机 3.91 亿千瓦、风电装机 3.28 亿千瓦、光伏发电装机 3.06 亿千瓦、生物质发电装机 3798 万千瓦，同比分别增长 5.60%、16.6%、20.90% 和 28.70%。2021年，中国电网工程建设完成投资 4951 亿元，同比增长 1.10%。

整体看，2021年全社会用电量快速增长，电力装机结构延续绿色低碳发展态势，水电、

风电和光伏发电等可再生能源持续保持高利用率水平，整体将带动电线电缆行业发展。

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，高端市场被国外企业所垄断；上游原材料价格受石油及塑料期货价格的影响而波动；下游电线电缆行业随着电工、新能源、发电、轨道交通等国民经济领域的建设投资，有望保持稳定发展，进而带动线缆用高分子材料的需求增长。

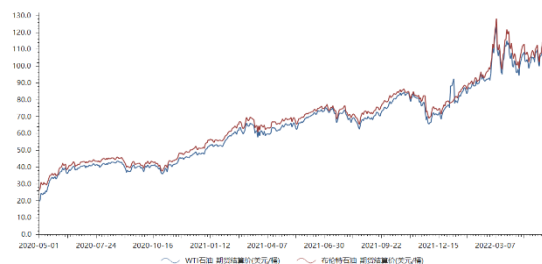
线缆用高分子材料又称线缆材料，是指在电线电缆中应用的，起绝缘、屏蔽、保护作用的高分子材料。线缆用高分子材料是电缆产品中的主要原材料之一，电缆、光缆中除金属导线、光纤外，其结构的主体就是线缆材料。

经过数十年的发展，中国线缆用高分子材料制造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。但在高压、超高压电缆绝缘料、屏蔽料等电缆材料的关键技术上，中国企业仍与国际先进水平存在一定差距，国内高端市场被国外企业所垄断，国产高压电缆绝缘料市场占有率仅有15%左右，这在一定程度上限制了中国电线电缆行业的发展。

上下游方面，线缆用高分子材料行业上游原材料为聚乙烯等石化产品，属于石油化工衍生品行业。受新冠肺炎疫情、国际贸易战等因素影响，石油及塑料期货价格波动幅度较大，进而导致聚乙烯等原材料价格呈现较大波动。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。2020年5月至2021年12月，石油期货价格呈现波动上升的态势，从20美元/桶上升到70美元/桶；2022年开始，石油期货价格仍处于高位震荡，最高达到120美元/桶。与石油价格相对应，2020年下半年聚乙烯价格反弹，2021年1月至10月，聚乙烯价格持续走高，此后有所下降，2022年至今，价格呈现较大波动。线缆用高分子材料行业下游是电线电缆行业，电线电缆行业属于重料轻工的资金密集型行业，铜、铝、线缆材

料等价格上涨对电线电缆企业的生产经营产生不利影响；另一方面，电工、新能源、发电、5G通讯、铁路、船舶等国民经济领域的发展，给电线电缆行业带来了新的机遇。

图3 2020年5月至今石油期货价格走势



资料来源：Choice

行业政策方面，近年来，我国宏观经济保持较快增长，国家不断提倡发展低碳、绿色、高效、节能型经济。《工业和信息化部办公厅关于开展2021年度国家工业和通信业节能技术装备产品推荐工作的通知》中提出，要在钢铁、石化、化工、机械、电子、医疗等行业推广应用节能技术，重点包括流程工业节能改造、重点用能设备系统节能改造，工业企业和园区绿色低碳微电网、可再生能源利用，储能、氢能制备及利用，煤炭高效清洁利用技术以及其他以工业节能与绿色发展为特征的先进技术工艺等。

未来，随着“双碳”经济的发展，绿色环保将成为线缆材料的发展趋势，市场将逐步接受并积极推广环保型线缆材料。高端材料产品市场空间大，包括超净交联聚乙烯绝缘料、超光滑屏蔽料、抗水树电缆料、超高压直流电缆料以及一些跨行业需求的高端材料产品等；特种线缆材料同样发展前景广阔，风电、智能装备、核电、高速铁路、船舶、汽车、飞机和新能源等特种电缆应用领域的高速发展，将带动电线电缆行业对特种线缆材料的需求。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未

发生变化。

截至2022年3月底，公司总股本103548.91万股，控股股东海控集团持有公司25.01%的股份，公司实际控制人为西海岸新区国资局。截至2022年3月底，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%。

2. 企业规模及竞争力

公司作为国内知名电缆生产企业，在产业链协同发展、技术研发、装备制造及产能规模等方面具有较强的竞争优势。

作为国内知名电缆生产企业之一，公司立足于电线电缆的研发、生产与销售，并向上游拓展了新材料业务，在下游布局了新能源充电业务。公司是国内少数几家具备全产业链生产能力的能源传输企业和充电设备运营企业。

(1) 产业链协同优势

在线缆业务领域，公司具备从线缆材料到各品类电线电缆、通信线缆、新能源线缆的完整产业链；在新能源汽车充电服务领域，公司具备从充电设备制造到投资建设，再到充电网络服务运营一体化产业链优势。子公司浙江万马高分子材料集团有限公司（以下简称“万马高分子”）是国内交联绝缘料行业的龙头企业，是国内少数掌握电缆绝缘料后吸法工艺技术并产业化的企业；万马高分子开发的抗水树电缆绝缘料打破了国外公司的垄断，降低了生产成本，为公司电缆业务提供了稳定可靠的绝缘材料供应支持。同时，公司已完成在充电桩领域的基础布局，开发了7kW到480kW的充电桩产品线并逐步拓展了自有桩体运营和第三方企业桩接入、托管、运营等多种业务模式。2021年，公司新能源充电桩业务实现充电量约4亿度，同比增长约43%。

(2) 技术研发优势

公司重视技术创新，在中高压线缆、智能装备线缆、专用线缆、线缆材料、充电设备、充电站运营平台等领域拥有行业领先的技术优势。公司旗下有8家“国家高新技术企业”，拥

有国家CNAS认可实验室、2个省级企业研究院、4个省级研发中心、3个省级企业技术中心以及德国莱茵TUV认证实验室等科研基地。公司形成了一批具有自主知识产权的关键技术，如“超净XLPE绝缘料配方技术”、“后吸法工艺”、“炭黑分散技术”、“阻燃剂处理技术”等。截至2021年底，公司拥有有效知识产权554项，其中发明专利55项、实用新型专利396项、外观设计63项、软件著作权40项。公司共计参与制定国家标准、行业标准及团体标准等50余项，通过省级新产品鉴定40余项。

(3) 装备制造及产能规模优势

公司拥有110kV—500kV立缆生产线，系公司在设计、造型等方面进行了技术优化的专用生产线，生产的线缆产品能够达到国内领先水平；公司拥有行业领先的交联技术生产线（瑞士布斯生产线）、高精度的检测设备（OCS）以及全封闭的净化车间，保证了公司生产的高压电缆绝缘料质量处于国际领先水平。此外，公司拥有国际先进的物理发泡串联生产线（奥地利罗森泰生产线）和麦拉菲尔串联线，保证了公司的生产工艺处于一流水平。2021年，公司通过新建工程投产和设备技改对产能进行提升，电力产品产能达到40.61万KM/年，高分子材料产能达到50.22万吨/年，整体产能处于行业前列，具备一定的产能规模优势。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：913300007043088475），截至2022年5月23日，公司无未结清关注类和不良/违约类贷款；已结清贷款中有5笔关注类贴现和6笔关注类银行承兑汇票（由公司开具）。根据公司提供的说明，上述关注类记录均系银行系统原因所致。

截至本报告出具日，根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司

被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司财务总监发生变更，管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，许刚先生辞去公司财务总监职务。公司聘任董杰先生为新任财务总监，任期自2021年2月17日至2022年10月23日。

除上述事项外，跟踪期内，公司高级管理人员和管理制度未发生重大变化。

公司财务总监董杰先生，1972年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生、中国注册会计师，2014年4月至2016年5月担任青岛金王应用化学股份有限公司财务总监，2016年7月至2017年11月先后担任山东丰元化学股份有限公司内审负责人、副总经理，2017年11月至2021年2月，担任广东红墙新材料股份有限公司投资总监兼深圳市红墙投资有限公司总经理，并于2019年6月担任广东红墙新材料股份有限公司财务总监；2021年2月至今，任公司财务总监。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，受益于下游电网投资力度加大、新能源建设持续推进，叠加部分原材料涨价向下游进行一定程度传导，公司营业总收入大幅增长；但在全球通胀压力影响下，铜、聚乙烯等原材料价格上涨对公司利润空间仍形成一定挤压，公司毛利率有所下降。

公司业务涉及电线电缆、新材料和新能源等领域，收入主要来源于电力产品、通信产品、高分子材料和新能源充电桩运营等。2021年，

公司营业总收入较上年增长36.96%，主要系电力产品和高分子材料销售收入增长所致；公司利润总额较上年增长16.08%，主要系收入规模扩大所致。

收入构成方面，2021年，公司主营业务收入占营业总收入的比重为99.25%，主营业务十分突出。分产品来看，电力产品系对公司营业总收入贡献最大的产品，2021年，公司电力产品收入较上年增长40.96%，主要系下游电网投资力度加大以及清洁能源建设持续推进，中、低压线缆订单增加所致，占营业总收入的比重较上年上升1.71个百分点。2021年，高分子材料收入较上年增长30.27%，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；占营业总收入的比重较上年下降1.52个百分点。2021年，公司通信产品收入较上年增长37.38%，主要系公司产品结构优化调整以及海外收入规模大幅增长所致，占营业总收入比重较上年变化不大。2021年，新能源业务收入较上年增长39.17%，主要系公司调整经营策略，加强重点城市的运营，运营效率提高所致，占营业收入比重较上年变化不大。公司营业总收入中贸易及其他收入占比较小，对收入规模影响不大。

毛利率方面，2021年，受铜、聚乙烯等原材料价格大幅上涨影响，公司电力产品、通信产品和高分子材料毛利率较上年均有所下降，分别下降2.41个百分点、2.79个百分点和2.39个百分点。2021年，公司新能源业务毛利率较上年下降1.37个百分点，主要系充电服务价格下调所致。受上述因素影响，2021年，公司毛利率有所下降。

表3 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
电力产品	54.70	58.68	14.56	77.11	60.39	12.15	17.48	55.89	12.70
通信产品	6.32	6.78	17.90	8.68	6.80	15.11	2.25	7.20	12.68
高分子材料	28.92	31.02	15.20	37.67	29.50	12.81	10.39	33.22	11.65
新能源	2.33	2.50	15.20	3.24	2.54	13.83	0.68	2.18	13.16

贸易及其他	0.96	1.03	43.53	0.98	0.77	56.32	0.48	1.51	20.48
合计	93.22	100.00	15.30	127.67	100.00	12.93	31.28	100.00	12.48

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2022年1—3月，公司营业总收入同比增长36.13%，主要系公司产品销量和价格较上年同期均有所上升所致。2022年1—3月，公司利润总额由上年同期-0.41亿元转为0.45亿元，主要系公司费用控制能力有所增强以及投资收益增加所致。

2. 原材料采购

2021年，公司仍采用以产定采的模式，主要原材料的采购量有所增长；铜、铝及聚乙烯等主要原材料价格均有所上涨；采购集中度有所上升。

跟踪期内，公司电线电缆业务的采购模式、采购产品类别未发生重大变化。公司原材料采购仍由供应链中心负责管理。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，公司直接在现货市场买入相应原材料；对于远期订单，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，万马高分子内部供应约占60%，主要为

中低压绝缘料；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，占比40%左右。公司高分子材料板块的主要原材料包括聚乙烯、交联剂等，其中聚乙烯约占公司高分子材料生产成本的75%，聚乙烯仍主要向国内大型石化企业采购，采购无重大变化。

2021年，公司采购额占比前四位的原材料为铜杆、铜丝、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯。采购量方面，2021年，铜杆、铜丝和低密度聚乙烯采购量均有所增长，同比增长率分别为22.49%、16.15%和18.91%；线性低密度聚乙烯采购量有所下降，同比下降0.78%，变化不大。采购价格方面，2021年，受市场原材料价格行情影响，公司的铜杆、铜丝、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯的采购均价均有所上涨，同比增长率分别为41.06%、41.72%、25.56%和19.18%。2021年，公司光纤的采购均价下降9.13%，与市场行情保持一致；公司主要原材料采购情况如下表所示。

表4 公司主要原材料采购情况

名称	项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
铜杆	采购量（单位：万吨）	6.54	6.76	8.28	1.73
	采购均价（单位：万元/吨）	4.81	4.92	6.94	7.11
220kV及以下超级交联聚乙烯绝缘料 聚乙烯绝缘料	采购量（单位：万吨）	0.35	0.22	0.24	0.03
	采购均价（单位：万元/吨）	1.84	1.81	2.01	1.90
铝杆	采购量（单位：万吨）	0.17	0.12	0.07	0.02
	采购均价（单位：万元/吨）	1.48	1.53	1.98	2.26
铜丝	采购量（单位：万吨）	1.92	1.61	1.87	0.40
	采购均价（单位：万元/吨）	4.95	5.01	7.10	7.32
铜包钢	采购量（单位：吨）	1293.76	1325.65	1320.35	303.83
	采购均价（单位：万元/吨）	1.18	1.19	1.48	1.57
聚乙烯	采购量（单位：万吨）	0.65	3.01	3.02	0.83
	采购均价（单位：万元/吨）	0.82	1.07	1.68	1.66
树脂	采购量（单位：万吨）	2.69	2.10	2.03	0.75
	采购均价（单位：万元/吨）	0.63	0.69	0.96	0.92
光纤	采购量（单位：万公里）	97.32	157.64	161.95	41.88
	采购均价（单位：元/公里）	37.21	26.28	23.88	28.65
护套料	采购量（单位：万吨）	1.66	1.05	1.71	0.41

	采购均价（单位：万元/吨）	0.88	0.9	1.11	1.20
低密度聚乙烯	采购量（单位：万吨）	8.09	8.41	10.00	2.74
	采购均价（单位：万元/吨）	0.76	0.90	1.13	1.21
线性低密度聚乙烯	采购量（单位：万吨）	9.93	10.30	10.22	2.91
	采购均价（单位：万元/吨）	0.73	0.73	0.87	0.91

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司采购环节结算方式未发生变化，公司仍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，2021年，公司对前五大供应商采购金额为52.87亿元，占当年采购总额的比重同比上升6.31个百分点至47.42%，采购集中度有所上升。

3. 生产与销售

2021年，公司整体产能有所扩张，受益于下游电网投资力度加大、新能源建设持续推进，主要产品产销量均有所增长，产销率维持在较高水平；公司产能利用率尚有提升空间。

2021年，公司各产品经营主体和销售模式未发生变化，电力产品经营主体仍为公司本部、浙江万马电缆有限公司和浙江万马专用线缆科技有限公司（以下简称“万马专缆”），通信产品经营主体仍为浙江万马天屹通信线缆有限公司（以下简称“天屹通信”）和浙江万马集团特种电子电缆有限公司（以下简称“万马特缆”），高分子材料产品运营主体仍为万马高分子；销售模式方面，公司仍以直销为主，电力通信产品主要通过投标方式与电力公司、轨道交通、房地产行业客户等签订购销合同，高分子材料产品直接通过与下游电缆生产企业签订协议进行销售，2021年，公司直销模式占营业总收入的比重为94.07%，其他主要通过经销商以及国际贸易的方式进行销售。销售区域方面，公司已形成了浙江区域、华东区域、华中区域、中南区域、北方区域共五大区域的全国性业务布

局，并根据核心客户补充了南网大区和大行业大区两大重点区域，其中核心区域在浙江省的基础上增加了山东省，山东省归属于华中区域，是公司控股股东海控集团的经营所在地。

2021年，公司销售定价和结算方式未发生变化，公司以铜、聚乙烯等主要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销售价格；结算方式方面，公司与客户结算方式仍以电汇和银行承兑汇票为主，约定账期一般为3~6个月，但电力通信产品的下游客户主要为电力等垄断行业企业，实际账期有所延长，高分子材料产品的下游客户主要为电缆企业，实际付款账期在5~8个月，均对公司营运资金形成占用。

产能方面，2021年，公司各类产品产能均有所提升。其中，电力产品产能较上年增长2.03%，主要系公司对生产设备进行更新改造，低压电缆、布电线和控制电缆的产能提升所致；通信产品产能较上年增长16.41%，主要系生产线增加所致；高分子材料产品产能较上年增长29.57%，主要系高分子环保新型电缆材料产业长兴基地项目产能释放以及对原有生产线进行更新改造所致。

产销量方面，受益于国家加大电网投资力度以及持续推进新能源建设，公司各产品产量均有所增长，电力产品销量维持稳定，通信产品和高分子材料产品销量均有所增长，产销率均维持在很高水平。2021年，公司电力产品、通信产品和高分子材料产品产量较上年分别增长4.07%、37.82%和12.11%，电力产品销量较上年略有下降，通信产品和高分子材料产品销量较上年分别增长32.27%和19.44%。

表 5 公司主要产品产销量情况

项目	产品	2019 年	2020 年	2021 年
电力产品	产能 (万 KM)	38.26	39.80	40.61
	生产量 (万 KM)	31.50	31.18	32.45
	产能利用率 (%)	82.33	78.33	79.91
	销售量 (万 KM)	32.74	33.18	32.93
	产销率 (%)	103.94	106.42	101.46
	销售均价 (万元/KM)	1.87	1.65	2.34
通信产品	产能 (万 KM)	126.86	105.09	122.34
	生产量 (万 KM)	51.62	59.18	81.56
	产能利用率 (%)	40.69	56.32	66.67
	销售量 (万 KM)	49.13	67.31	89.03
	产销率 (%)	95.17	113.74	109.15
	销售均价 (万元/KM)	0.10	0.09	0.10
高分子材料	产能 (万吨)	35.05	38.76	50.22
	生产量 (万吨)	31.73	33.50	37.56
	产能利用率 (%)	90.51	86.42	74.80
	销售量 (万吨)	28.54	31.54	37.67
	产销率 (%)	89.97	94.15	100.29
	销售均价 (万元/吨)	1.03	1.09	1.11

注：产销量与公司年报数据的差异系统计口径不同所致
资料来源：公司提供

销售价格方面，2021 年，受原材料特别是铜和聚乙烯价格上涨影响，公司各类产品销售价格均有一定程度上调，电力产品、通信产品和高分子材料产品销售价格较上年分别增长 41.82%、11.11% 和 1.83%。

从客户集中度来看，2021 年，公司对前五大客户销售额为 13.65 亿元，占年度销售总额比例为 10.69%，较上年上升 2.18 个百分点，集中度略有提升。

4. 经营效率

2021 年，公司存货周转次数、销售债权周转次数和总资产周转次数较上年均有所上升，公司整体经营效率处于行业中上游水平。

2021 年，公司存货周转次数、销售债权周转次数和总资产周转次数分别由上年的 10.85 次、2.62 次和 1.17 次上升至 12.49 次、3.08 次和 1.29 次。

与所选同行业公司比较，公司各项经营效率指标均处于行业中上游水平。

表 6 同行业上市公司 2021 年经营效率情况

证券简称	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)	总资产周转率 (次)
汉缆股份	5.72	2.90	1.07
太阳电缆	18.86	8.16	2.68
中超控股	8.96	2.13	1.05
远东股份	7.87	5.20	1.21
天融信	2.89	1.74	0.29
中位数	7.87	2.90	1.07
万马股份	12.49	3.31	1.29

注：Choice 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Choice 数据
资料来源：Choice，联合资信整理

5. 在建项目

公司主要在建项目未来资金支出压力不大；在建项目投产后，公司综合实力有望进一步增强。

公司在建项目主要包括新能源充电桩项目、万马高端电缆产业化项目和年产 29 万吨环保新型电缆材料产业基地等，规划总投资 14.74 亿元。截至 2022 年 3 月底，公司已完成规划总投资额的 80.21%，未来资金支出压力不大。

表 7 截至 2022 年 3 月底公司主要在建项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	资金来源			截至 2022 年 3 月底已完成投资 (亿元)				后续投资额 (亿元)	预计完工时间
		募投资 金	自筹	项目贷 款	固定资 产	在建工 程	物资	无形资 产(土 地)		
新能源板块充电桩项目	6.05	5.05	0.55	--	4.71	0.18	0.70	--	0.45	2022 年底
万马高端电缆产业化项目	3.98	0.00	1.70	0.84	0.29	1.84	--	0.41	1.43	2022 年底
年产 29 万吨环保新型电缆材料产业基地	4.72	0.00	3.00	0.70	2.46	0.71	--	0.52	1.03	2022 年底
合计	14.74	5.05	5.24	1.54	7.46	2.74	0.70	0.93	2.92	--

注：尾差系四舍五入造成

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司制定的发展战略符合行业发展态势和公司自身的规模与定位。

基于对国内外电线电缆行业、高分子材料行业以及新能源汽车充电行业的发展现状、市场机遇和市场竞争状况的分析，公司在发展电线电缆业务的基础上，持续拓展上下游的高分子新材料业务和新能源业务，增强业务板块之间的协同创新发展。

电线电缆业务方面，公司计划持续加强与核心客户的合作，通过报价精细化管理及供应链管理，提高客户响应速度和产品交付速度；公司通过新建生产基地和设备技改提升产能和生产效率，以期达到提质降本增效的效果；公司加强技术研发队伍建设，公司工业智能装备线缆事业部重点从事工业智能装备用电缆及组件的国产化替代研究，通过独立研究和TUV授权实验室大量试验数据的支持，不断开发新品，打破了国外品牌在国内的长期垄断。

高分子材料方面，公司计划优化产品结构，加大新产品的研发力度，以电缆材料为主导并进行产业延伸，包括低烟无卤材料、光伏用材料、高阻燃PE材料、特种PVC以及特种硅烷材料等产品，持续提升公司在新材料领域的竞争力；以客户为中心，完善全国性能布局，推动制造、销售及服务本地化，万马高分子杭州临安本部、清远、四川及湖州子公司一期项目已投产运行，正在逐步推进超高压一期和二期

项目投产运行。

新能源业务方面，公司持续推动充电基础设施网络建设、运营业务。万马新能源拥有7kW到480kW功率的产品线，包括大功率一体式/分体式直流充电桩、壁挂式交流充电桩和智能交流充电桩等，万马新能源将持续推进智能化和柔性分配的群充系统和30kW小功率直流项目，力争技术水平达到行业前列。城市智能充电网运营方面，万马新能源实现对自有桩体及第三方企业桩接入、托管、运营等多种业务模式，并逐步为第三方客户提供平台开发、场站代运营、场站设备代运维等服务业务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司合并范围内新增9家子公司，其中非同一控制下企业合并3家，新设6家。截至2021年底，公司纳入合并范围子公司共计48家。2022年1—3月，公司合并范围未发生变化。截至2022年3月底，公司纳入合并范围子公司共计48家。公司主营业务未发生变化，新增合并范围的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司资产总额114.21亿元，

所有者权益45.55亿元（含少数股东权益0.16亿元）；2021年，公司实现营业总收入127.67亿元，利润总额2.88亿元。

截至2022年3月底，公司资产总额109.65亿元，所有者权益46.06亿元（含少数股东权益0.16亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入31.28亿元，利润总额0.45亿元。

2. 资产质量

截至2021年底，公司资产规模大幅增长，

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；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。

截至2021年底，公司合并资产总额较上年底增长36.91%，主要系公司经营规模扩大，流动资产增加所致。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表8 公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	64.56	77.40	89.67	78.52	83.97	76.58
货币资金	15.15	23.46	25.53	28.47	15.87	18.90
应收票据	5.12	7.94	10.65	11.88	9.59	11.42
应收账款	26.87	41.61	34.53	38.51	39.71	47.28
存货	7.84	12.14	9.96	11.10	10.48	12.48
非流动资产	18.86	22.60	24.54	21.48	25.68	23.42
固定资产	11.67	61.90	13.62	55.53	13.51	52.62
在建工程	0.40	2.12	2.45	10.00	3.51	13.67
使用权资产	0.00	0.00	1.46	5.95	1.47	5.71
无形资产	2.62	13.89	2.61	10.62	2.57	10.01
商誉	1.96	10.41	1.96	8.00	1.96	7.65
资产总额	83.42	100.00	114.21	100.00	109.65	100.00

注：1.尾差系数数据四舍五入所致；2.流动资产与非流动资产占比系占资产总额的比重，其他科目占比系各科目占流动资产或非流动资产的比重；3.截至2022年3月底，固定资产和在建工程金额为合计金额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

(1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产较上年底增长38.89%，主要系货币资金和应收类款项增加所致。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金较上年底增长68.53%，主要系公司付款方式中票据付款有所增加所致。货币资金中有9.84亿元受限资金，受限比例为38.53%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金和信用证保证金。

截至2021年底，公司应收票据较上年底增长107.90%，主要系公司销售规模扩大，公司收到的商业承兑汇票大幅增加以及公司统计口径有所变化，将以前年度部分终止确认的已背书银行承兑汇票统计在内所致；商业承兑汇票占应收票据的46.10%，存在一定的回收风险。

截至2021年底，公司应收账款账面价值较上年底增长28.53%，主要系产品价格上涨及销售规模扩大，对应的应收款增加所致。应收账款账龄以1年以内为主，1年以内应收账款占比为91.37%，累计计提坏账2.06亿元，计提比例为5.62%；应收账款前五大欠款方合计金额为5.37亿元，占比为14.66%，集中度一般。

截至2021年底，公司存货较上年底增长27.00%，主要系原材料价格上涨、船期紧张发货进度受到影响以及期末备货库存额增加所致。存货主要由原材料（占15.13%）、在产品（占19.58%）、库存商品（占64.53%）和周转材料（占0.76%）构成，累计计提跌价准备0.12亿元，计提比例为1.18%。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较上年底

增长30.13%，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、使用权资产、无形资产和商誉构成。

截至2021年底，公司固定资产较上年底增长16.72%，主要系公司高分子环保新型电缆材料产业长兴基地项目转入固定资产所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占50.35%）和机器设备（占46.93%）、运输设备（占0.80%）和办公及其他设备（占1.92%）构成，累计计提折旧10.84亿元；固定资产成新率55.13%，成新率一般。

截至2021年底，公司在建工程由上年的0.40亿元增长至2.45亿元，主要系万马高端电缆产业化项目增加所致。在建工程主要由万马高端电缆产业化项目、屏蔽线生产线项目以及PVC生产线项目构成，累计计提减值准备0.02亿元。

截至2021年底，公司使用权资产较上年底增长1.46亿元，主要是租入的房屋及建筑物。

截至2021年底，公司无形资产较上年底下降0.50%，变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（占90.31%）、非专利技术（占4.04%）、商业软件（占2.92%）和办公软件（占2.73%）构成，累计摊销0.81亿元，未计提减值准备。

截至2021年底，公司商誉1.96亿元，较上年未发生变化。商誉主要为公司收购浙江万马集团特种电子电缆有限公司形成，跟踪期内该主体经营业绩表现较好，但未来若该主体经营业绩未达预期，公司将面临一定商誉减值风险。

截至2021年底，公司所有权和使用权受到限制的资产合计16.67亿元，占公司资产总额的14.60%，受限比例一般。

表9 截至2021年底公司资产受限情况

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	9.84	8.61	银行承兑汇票保证金、保函保证金及信用证保证金
应收票据	1.27	1.11	质押开具应付票据
固定资产	3.20	2.80	借款抵押
无形资产	1.81	1.58	借款抵押
应收款项融资	0.50	0.44	质押开具应付票据

投资性房地产	0.06	0.05	借款抵押
合计	16.67	14.60	--

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额较上年底下降3.99%，变化不大。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益有所增长，其中实收资本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性尚可。

截至2021年底，公司所有者权益45.55亿元，较上年底增长0.62%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.65%，少数股东权益占比为0.35%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占22.81%、34.33%和38.67%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至2022年3月底，公司所有者权益46.06亿元，较上年底增长1.14%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.65%，少数股东权益占比为0.35%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为22.56%、33.95%和39.12%。所有者权益结构稳定性尚可。

(2) 负债

截至2021年底，公司负债规模大幅增长，负债结构以流动负债为主；为匹配生产端扩张的资金需求，公司债务规模大幅增长，整体债务负担明显加重，债务结构以短期债务为主，债务结构有待优化。

截至2021年底，公司负债总额较上年底增长79.95%，主要系公司采购规模扩大应付类款项增加，发行公司债券以及增加长期借款所致。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

表 10 公司负债构成

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	34.00	89.12	57.11	83.17	47.74	75.08
应付票据	15.31	45.01	33.37	58.43	26.11	54.68
应付账款	9.91	29.14	13.08	22.90	10.68	22.36
其他流动负债	1.94	5.71	3.55	6.21	3.73	7.82
非流动负债	4.15	10.88	11.55	16.83	15.85	24.92
长期借款	3.00	72.36	4.70	40.68	8.97	56.60
应付债券	0.00	0.00	4.03	34.89	4.08	25.72
租赁负债	0.00	0.00	1.10	9.51	1.14	7.21
递延收益	0.66	15.94	1.25	10.78	1.22	7.71
负债总额	38.16	100.00	68.66	100.00	63.59	100.00

注：1.尾差系数据四舍五入所致；2. 流动负债与非流动负债占比系占负债总额的比重，其他科目占比系各科目占流动负债或非流动负债的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司流动负债较上年底增长67.95%，主要系公司采购规模扩大，应付类款项增加所致。公司流动负债主要由应付票据、应付账款、其他流动负债构成。

截至2021年底，公司应付票据较上年底增长118.01%，主要系采购金额因原材料价格上涨而增长，以及公司增加票据支付所致。

截至2021年底，公司应付账款较上年底增长31.95%，主要系公司销售规模扩大，原材料采购量增加及价格上涨所致。应付账款账龄以1年内为主，1年内应付账款占比为96.46%。

截至2021年底，公司其他流动负债较上年底增长82.62%，主要系年底背书未终止确认的应收票据增加所致。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底增长178.30%，主要系公司发行公司债券以及增加长期借款所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、租赁负债和递延收益构成。

截至2021年底，公司长期借款较上年底增长56.47%，主要系公司在建工程所需投入资金增加所致；长期借款主要由抵押借款（占18.53%）、保证借款（占70.66%）、保证+抵押借款（占10.64%）以及应付利息（占0.17%）构成。从期限分布看，2022年到期的占6.20%，2023年到期的占37.15%，2024年到期的占39.46%，2024年及以后到期的占17.19%，长期借款到期期限分散，集中偿付压力不大。

截至2021年底，公司应付债券较上年底增加4.03亿元，全部为公司债券“21万马01”（票面金额为4.00亿元）。

截至2021年底，公司递延收益较上年底增长88.24%，主要系公司获得的政府补助增加所致。

截至2022年3月底，公司负债总额较上年底下降7.39%，主要系公司应付类款项减少所致。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务46.51亿元，较上年底增长112.17%，主要系短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占78.86%，长期债务占21.14%，以短期债务为主，其中，短期债务36.68亿元，较上年底增长93.90%，主要系短期借款和应付票据增加所致；长期债务9.83亿元，较上年底增长227.25%，主要系公司发行公司债以及银行长期借款增加所致。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.12%、50.52%和17.75%，较上年底分别上升14.38个百分点、17.90个百分点和11.53个百分点。公司债务负担明显加重。

截至2022年3月底，公司全部债务43.88亿元，较上年底下降5.64%，主要系短期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占67.67%，长期债务占32.33%，以短期债务为主，其中，

短期债务 29.69 亿元，较上年底下降 19.04%，主要系公司偿还部分应付票据所致；长期债务 14.19 亿元，较上年底增长 44.33%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 57.99% 和 48.79%，较上年底分别下降 2.13 个百分点和 1.73 个百分点；公司长期债务资本化比率为 23.55%，较上年底上升 5.80 个百分点。

截至报告出具日，公司存续债券“21 万马 01”余额 4.00 亿元，到期日为 2026 年 8 月 10 日。

表 11 截至本报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
21 万马 01	2026/08/10	4.00

资料来源：Choice，联合资信整理

4. 盈利能力

2021 年，公司收入规模大幅增长，期间费用控制能力有所增强，但对利润侵蚀仍然较重；受主要原材料价格上涨影响，公司营业利润率有所下降，利润总额的增幅小于营业收入；政府补助等其他受益对公司利润影响较大。

2021 年，公司实现营业总收入 127.67 亿元，同比增长 36.96%，主要系电力产品和高分子材料销售收入增加所致；2021 年，公司利润总额为 2.88 亿元，同比增长 16.08%，主要系收入规模扩大所致。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 14.13 亿元，同比增长 18.79%，主要系管理费用和研发费用增加所致。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 38.43%、22.76%、33.49% 和 5.32%，以销售费用和研发费用为主。其中，销售费用为 5.43 亿元，同比增长 5.15%，主要系公司销售规模扩大，职工薪酬及中标服务费增加所致；管理费用为 3.21 亿元，同比增长 29.65%，主要系本期职工薪酬及折旧摊销增加所致；研发费用为 4.73 亿元，同比增长 36.42%，主要系公司促进产品技术更新和改造，加大对电缆产品、高分子材

料的研发投入所致；财务费用为 0.75 亿元，同比下降 3.79%，主要系本期保证金利息收入增加所致。2021 年，公司期间费用率¹为 11.06%，同比下降 1.69 个百分点。公司期间费用率有所下降，但对整体利润仍侵蚀较重。

非经营性损益方面，2021 年，公司实现其他收益 1.40 亿元，同比增长 27.20%，主要系公司收到的与日常相关的政府补助增加所致，其他收益占营业利润比重为 48.20%，对营业利润影响较大。

表 12 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年一季度
营业总收入 (亿元)	93.22	127.67	31.28
利润总额 (亿元)	2.48	2.88	0.45
营业利润率 (%)	15.03	12.68	12.22
总资本收益率 (%)	3.98	3.35	--
净资产收益率 (%)	4.99	6.01	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021 年，公司营业利润率和总资本收益率分别为 12.68% 和 3.35%，同比分别下降 2.35 个百分点和 0.63 个百分点；净资产收益率为 6.01%，同比提高 1.02 个百分点。公司整体盈利能力有所下降。

与所选同行业公司比较，公司盈利能力指标处于中下游水平。

表 13 2021 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	20.55	10.52	12.94
太阳电缆	4.51	7.21	9.67
中超控股	11.38	2.46	1.95
远东股份	13.84	5.63	15.34
天融信	59.41	2.20	2.41
中位数	13.84	5.63	9.67
万马股份	12.93	3.49	5.99

注：Choice 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Choice 数据
资料来源：Choice，联合资信整理

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 31.28 亿元，同比增长 36.13%，主要系公司产品销量和价格较上年同期均有所上升所致。2022 年 1

¹ 期间费用率 = (销售费用 + 财务费用 + 管理费用 + 研发费用) / 营业总收入

—3月，公司利润总额由上年同期-0.41亿元转为0.45亿元，主要系公司费用控制能力有所增强以及投资收益增加所致。

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金净流入规模有所扩大，但收入实现质量仍一般；投资活动现金由净流入转为净流出；筹资活动现金持续净流出；公司经营活动现金净流入可以覆盖投资支出需求，但考虑到公司短期偿债压力较大，公司仍存在一定对外筹资需求。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入113.22亿元，同比增长35.15%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；经营活动现金流出104.13亿元，同比增长35.70%，主要系公司现金方式支付货款增加所致。2021年，公司经营活动现金净流入9.09亿元，同比增长29.16%，主要系本期公司销售规模扩大、有效部分套期收益和税费返还增加所致。2021年，公司现金收入比为83.34%，同比下降1.67个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入48.10亿元，同比下降47.85%，主要系公司收到其他与投资活动有关的现金减少所致；投资活动现金流出51.62亿元，同比下降43.98%，主要系公司支付其他与投资活动有关的现金减少所致。2021年，公司投资活动现金净流出3.52亿元，同比净流入转为净流出，主要系本期公司构建固定资产支出增加、期货保证金赎回减少所致。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为5.57亿元，同比下降21.70%，主要系投资活动现金净流出规模较大所致。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入10.38亿元，同比增长17.81%，主要系借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出11.52亿元，同比下降17.19%，主要系本期公司偿还债务支付的现金减少所致。2021年，公司筹资活动现金净流出1.15亿元，同比下降77.55%，主要系本期公司偿还的债务减少所致。

2022年1—3月，公司经营活动现金净流出14.46亿元，投资活动现金净流出2.01亿元，实现筹资活动现金净流入10.54亿元。

6. 偿债指标

2021年，公司短期偿债能力指标表现有所下降但仍处于较高水平，长期偿债能力指标仍表现很强；公司融资渠道畅通。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年 一季度
短期 偿债 能力	流动比率（%）	189.87	157.02	175.89
	速动比率（%）	166.81	139.58	153.94
	经营现金/流动负债（%）	20.70	15.92	-30.29
	经营现金/短期债务（倍）	0.37	0.25	-0.49
	现金类资产/短期债务（倍）	1.07	0.99	0.86
长期 偿债 能力	EBITDA（亿元）	4.54	5.34	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.83	8.70	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.32	0.20	-0.33
	EBITDA/利息支出（倍）	11.01	15.02	--
	经营现金/利息（倍）	17.06	25.55	-105.04

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率同比均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度有所下降。截至2021年底，公司经营现金流动负债比率为15.92%，同比下降4.78个百分点。截至2021年底，公司经营现金/短期债务为0.25倍，同比下降0.12倍。截至2021年底，公司现金短期债务比由上年底的1.07倍下降至0.99倍，现金类资产对短期债务的保障程度下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现有所下降但仍处于较高水平。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比增长17.66%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占35.55%）、计入财务费用的利息支出（占6.51%）、利润总额（占53.95%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数由上年的11.01倍提高至15.02倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的4.83倍提高至8.70倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般；经营现金/全部债务由上年的0.32倍下

降至0.20倍,经营现金对全部债务的保障程度一般;经营现金/利息支出由上年的17.06倍提高至25.55倍,经营现金对利息支出的保障程度较高。整体看,公司长期偿债能力指标表现较强。

对外担保方面,截至2022年3月底,公司不存在对合并范围外企业的担保。

未决诉讼方面,截至2022年3月底,公司无重大未决诉讼。

银行授信方面,截至2022年3月底,公司共计获得银行授信额度84.85亿元,其中已使用额度39.15亿元,未使用额度45.70亿元。

7. 公司本部(母公司)财务分析

截至2021年底,母公司资产结构以流动资产为主,应收账款和存货占比较高,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,母公司债务负担有所加重,面临一定的短期偿债压力,债务结构有待优化;母公司所有者权益结构稳定性较好;2021年,母公司收入规模较大,利润总额和经营活动现金净流入均有所增长。

截至2021年底,母公司资产总额92.66亿元,较上年底增长40.28%,主要系公司销售规模扩大,货币资金和应收类款项增加所致。其中,流动资产65.26亿元(占70.43%),非流动资产27.40亿元(占29.57%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占24.28%)、应收账款(占38.94%)、其他应收款(占16.67%)和存货(占9.53%)构成;非流动资产主要由长期股权投资(占75.36%)、固定资产(合计)(占11.09%)和在建工程(合计)(占5.71%)构成。截至2021年底,母公司货币资金为15.84亿元。

截至2021年底,母公司负债总额53.83亿元,较上年底增长98.15%。其中,流动负债45.35亿元(占84.24%),非流动负债8.49亿元(占15.76%)。从构成看,流动负债主要由应付票据(占62.02%)、应付账款(占23.13%)和其他应付款(合计)(占9.78%)构成;非流动负债主要由长期借款(占48.48%)和应付债券(占47.50%)构成。截至2021年底,母公司资产负债率为58.10%,较上年底上升16.97个百分点。

截至2021年底,母公司全部债务36.54亿元。其中,短期债务占77.48%、长期债务占22.52%。截至2021年底,母公司短期债务为28.31亿元,存在一定短期偿付压力。截至2021年底,母公司全部债务资本化比率48.48%,较上年底上升16.96个百分点,母公司债务负担加重。

截至2021年底,母公司所有者权益为38.83亿元,较上年底下降0.14%,变化不大。在所有者权益中,实收资本为10.35亿元(占26.67%)、资本公积17.18亿元(占44.23%)、未分配利润合计11.03亿元(占28.40%)、盈余公积1.80亿元(占4.64%)。母公司所有者权益结构稳定性较强。

2021年,母公司营业总收入较上年增长41.09%至77.51亿元,利润总额较上年增长16.83%至2.45亿元。同期,母公司投资收益为0.84亿元。

现金流方面,2021年,母公司经营活动现金净流入量较上年增长67.26%至8.53亿元,投资活动现金流净额为-4.96亿元,筹资活动现金流净额为-0.46亿元。

截至2021年底,母公司资产占合并口径的81.13%;母公司负债占合并口径的78.40%;母公司全部债务占合并口径的78.56%;母公司所有者权益占合并口径的85.25%。2021年,母公司营业总收入占合并口径的60.71%;母公司利润总额占合并口径的85.01%。

十、外部支持

公司作为国内知名电线电缆生产企业,在资金补贴、税收优惠等方面持续得到政府支持;公司控股股东为国有企业,在资源协同、产业融合、融资环境改善等方面得到股东较大支持。

(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。2021年,公司计入当期损益的政府补助为4583.96万元,较上年变化不大。

(2) 税收优惠方面

公司享受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、天屹通信、万马特缆、浙江万马新能源有限公司、万马专缆、浙江万马聚力新材料科技有限公司和杭州以田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。公司下属子公司山东万恩新能源科技有限公司、潍坊天恩出租车有限公司及潍坊天恩巴士有限公司满足小型微利企业条件，2021年度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

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分别为海控集团和西海岸新区国资局，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。

十一、债券偿还能力分析

截至2021年底，公司对存续债券的偿付能力较强。

截至2021年底，公司存续债券余额共4.00亿元。公司现金类资产36.22亿元，为公司存续债券待偿还本金的9.06倍。2021年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为113.22亿元和5.34亿元，为公司存续债券待偿还本金的28.31倍和1.34倍。公司对存续债券偿付能力较强。

表 15 截至 2021 年底公司存续债券偿还能力指标

项目	2021 年
待偿债券余额（亿元）	4.00
现金类资产/待偿债券余额（倍）	9.06
经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍）	28.31
EBITDA/待偿债券余额（倍）	1.34

资料来源：联合资信整理

十二、债券保护条款分析

“21 万马 01”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。

1. 海控集团分析

（1）主体概况

海控集团是于 2018 年 11 月成立的国有独资公司，初始注册资本 50.00 亿元。2018 年 12 月，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（以下简称“黄发集团”）、青岛海洋投资集团有限公司（以下简称“海投集团”）、青岛西海岸旅游投资集团有限公司（以下简称“旅投集团”）、中德联合集团有限公司（以下简称“中德集团”）、青岛海高城市开发集团有限公司（以下简称“海高集团”）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”，以下简称“董家口集团”）的股权无偿划拨给海控集团。截至 2021 年 3 月底，海控集团注册资本 50.00 亿元，实收资本为 5.63 亿元。海控集团股东将于 2068 年 12 月 31 日前全部缴足其认缴出资额。西海岸新区国资局为海控集团唯一股东及实际控制人。

海控集团主要从事青岛市西海岸新区（以下简称“西海岸新区”）内的工程代建、贸易、房地产及管理服务等业务。截至 2021 年 3 月底，海控集团本部设财务审计部、投资管理部 and 融资管理部等部门，合并范围拥有一级子公司 16 家。

截至 2020 年底，海控集团合并资产总额 941.08 亿元，所有者权益 287.49 亿元（含少数股东权益 73.90 亿元）。2020 年，海控集团实现

营业总收入 161.93 亿元，利润总额 4.30 亿元。

截至 2021 年 3 月底，海控集团合并资产总额 1043.92 亿元，所有者权益 316.64 亿元（含少数股东权益 72.28 亿元）。2021 年 1—3 月，海控集团实现营业总收入 63.77 亿元，利润总额 0.30 亿元。

海控集团注册地址：山东省青岛市黄岛区车轮山路 388 号 1 栋 2 办公 1601 户；法定代表人：李彩元。

（2）管理分析

海控集团主要管理人员具有丰富的管理经验，人员配置能够满足经营与管理需要。

截至 2021 年 3 月底，海控集团董事、监事及高级管理人员共 14 人。

李彩元先生，1965 年出生，中共党员，本科学历；历任胶南县理务关乡团委副书记，胶南市委组织部干事、副科长、办公室主任，共青团胶南市委副书记、党组副书记、书记、党组书记，胶南市信阳镇党委副书记、镇长，胶南市铁山镇党委书记、人大主席，胶南市旅游局局长、党组书记、党总支书记，青岛经济技术开发区旅游局局长、党组副书记，青岛市黄岛区旅游局局长、党组副书记，旅投集团党委书记、董事长；2018 年 11 月起任海控集团党委书记、董事长。

孟宪洪先生，1963 年出生，中共党员，硕士学历；历任青岛经济技术开发区自来水公司总经理助理、副总经理，黄岛区建设环保局公用事业处副处长，黄岛区城建局城建管理处处长，黄岛区长江路街道办事处副主任，中德集团总经理，海投集团总经理；2019 年 8 月起任海控集团董事、总经理。

截至 2021 年 6 月底，海控集团本部职工约 90 人，学历全部为本科及以上，平均年龄在 32 岁。

（3）企业信用记录

海控集团过往债务履约情况良好。

根据海控集团提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（中征码：

3702110009080430），截至 2021 年 7 月 9 日，海控集团本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据海控集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，海控集团无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2021 年 7 月 30 日，联合资信未发现海控集团被列入全国失信被执行人名单。

（4）经营分析

海控集团下属子公司负责相关功能区的基础设施建设和土地整理，并开展房地产开发与销售等业务；2020 年 11 月，万马股份纳入合并范围，海控集团新增智能输电相关业务收入。2018—2020 年，海控集团营业总收入大幅增长，但贸易业务占比逐年提升，整体毛利率处于较低水平。

海控集团主要通过子公司对西海岸新区内的相关功能区的基础设施建设、土地开发整理进行开发建设，并开展房地产开发与销售等业务。2018—2020 年，在贸易业务规模扩大的带动下，海控集团营业总收入快速增长。从收入构成看，海控集团营业总收入以工程代建业务、贸易业务收入为主。

各业务板块方面，2018—2020 年，海控集团工程代建业务（包括基础设施建设及土地整理业务）收入稳步增长，由于土地整理业务已完工项目规模较小，实现收入规模小。海控集团贸易业务收入实现快速增长，2020 年该业务收入大幅增长，主要系加大贸易业务拓展力度所致。海控集团房地产业务受项目结转情况影响，存在较大波动。海控集团通过股权受让方式，2020 年 11 月将万马股份纳入合并范围，新增智能输电相关业务，但当年仅体现合并后形成的收入，未来万马股份将对海控集团的营业收入增长起到促进作用。

从毛利率方面看，2018—2020 年，受贸易业务收入占比逐年提升影响，海控集团综合毛利率处于较低水平。海控集团工程代建业务主要受各功能区基础设施建设业务的成本加成比

例不同影响，存在一定波动；2019年该业务毛利率下滑幅度较大，主要系海投集团和黄发集团确认收入的项目成本加成比例相对较低所致。由于海控集团贸易业务涵盖多种产品，受产品结构不同影响，该业务毛利率存在小幅波动。房地产业务毛利率受结转项目销售均价影响而有所上升。万马股份纳入合并范围而新增的智能输电相关业务对海控集团综合毛利率有一定

提升作用。

2021年1—3月，海控集团实现营业总收入63.77亿元，较上年同期增长209.64%，主要系贸易业务收入增长及万马股份于上年纳入合并范围所致。同期，海控集团综合毛利率为7.97%，较上年同期变化不大。

表 16 海控集团营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建业务	16.48	26.63	12.80	18.84	21.96	6.88	19.96	12.32	11.57	3.67	5.76	9.07
贸易业务	26.49	42.82	1.03	44.29	51.61	1.50	104.11	64.30	2.67	30.97	48.57	2.28
房地产业务	10.56	17.06	8.60	7.82	9.12	12.81	3.09	1.91	15.77	0.33	0.52	34.04
管理服务业务	4.50	7.27	1.46	7.33	8.54	0.96	9.07	5.60	2.21	4.02	6.31	8.03
电力产品	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	9.49	5.86	11.47	13.56	21.26	11.07
通信产品	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	2.00	1.24	32.73	1.68	2.63	18.87
高分子材料	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	5.55	3.43	15.08	6.62	10.38	15.14
充电桩及充电服务	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	0.52	0.32	20.55	0.75	1.18	13.17
其他业务	3.84	6.20	11.44	7.54	8.78	10.91	8.14	5.03	26.53	2.17	3.41	31.79
合计	61.87	100.00	6.14	85.82	100.00	4.49	161.93	100.00	6.56	63.77	100.00	7.97

注：1. 该表将旅投集团产生的基础设施建设业务收入由管理服务业务调整至工程代建收入；2. 其他业务收入包括旅游、资产租赁、酒店住宿餐费及利息收入等；3. 尾差系四舍五入所致
资料来源：海控集团提供

土地开发业务

海控集团基础设施建设业务回款受西海岸新区财政支付影响较大，回款滞后，对资金形成较大占用。海控集团在建基础设施项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

海控集团作为西海岸新区基础设施建设实施主体之一，通过下属子公司对原黄岛区、董家口循环经济区、青岛海洋高新区和中德生态园等区域范围内的基础设施项目进行开发建设。

海控集团基础设施建设主要采取代建模式，项目建设资金来源于自有资金和外部融资。业务模式方面，海投集团、黄发集团与项目委托方（含西海岸新区人民政府、黄岛区相关委局等）签署《委托代建协议》，作为项目承建单位负责项目融资与建设，对整个项目的前期征迁、土地平整、建设、进度、资金投入进行管理；项目实施期间，按照进度于每年底以当期发生成本加成一定比例（一般为5%）确认收入并结

转成本；待项目完工结算后，向黄岛区政府报送项目竣工结算表，委托方验收合格后，将项目移交至项目委托方并确认剩余收入。中德集团、董家口集团分别受所在功能区的管理委员会委托，开展区域内业务；收入确认方面，中德集团及董家口集团按照成本加成一定比例（一般为15%）向各园区管理委员会申请项目回款，并

依照中德生态园管理委员会和青岛董家口经济区管理委员会出具的《成本收入确认函》确认当年基建收入并结转成本。旅投集团主要通过和胶南国有资产经营公司签署委托代建协议，承接其委托的基础设施项目，自筹资金进行项目建设，每年以项目建设成本的18%确认管理费收入，毛利率为100%。海高集团与青岛海洋高新区管理委员会签订市政建设项目代建委托框架协议，负责市政工程项目资金筹措及项目建设，代建投资收益按代建投资款的15%

计提。

已完工项目方面，截至 2021 年 3 月底，海控集团主要完工基础设施建设项目累计投资 34.26 亿元，已回款 8.79 亿元，回款滞后。

在建项目方面，截至 2021 年 3 月底，海控集团主要在建项目总投资金额合计 305.54 亿元，已投资合计 242.09 亿元，累计回款 35.18 亿元。上述项目主要通过代建方式进行建设，部分项目采取 PPP、政府购买服务或自建自营模式进行建设。其中，市民文化中心 2018 年调整为采用 PPP 模式进行开发建设，海控集团代表政府出资 20.00%，引入社会资本组建项目公司，未来通过政府回购实现收益后，海控集团按投资比例参与分成。蓝色海湾整治项目系黄岛区政府采用政府购买服务的方式委托海控集团对黄岛区海岸线进行综合整治，总投资 43.29 亿元，政府购买服务总价款 66.73 亿元。

表 17 截至 2021 年 3 月底海控集团主要在建基建项目
(单位: 亿元)

项目名称	总投资额	已投资额
市民文化中心	8.30	0.54
特色小镇基础设施项目	5.00	4.98
省运会水上运动中心(黄岛区皮划艇训练基地)	2.20	1.97
青岛国际啤酒城项目	9.43	9.42
档案馆	4.60	2.07
海洋活力区	37.50	9.06
临港产业园区	47.90	49.07
冷链物流基地	24.80	17.19
15 个村庄搬迁改造安置工程、道路及三水等基础设施配套工程项目	65.00	60.58
幸福社区	26.63	23.82
生态园道路工程及三水工程	7.36	6.57
南港区 1880 地块及外围回填工程	5.98	5.98
上戏新校区	3.39	3.09
蓝色海湾整治	43.29	42.85
星光岛珊瑚贝桥至古镇口海军大学项目	5.98	1.64
银沙滩西至星光岛珊瑚贝桥	6.17	1.52
西海岸青草河河道整治与绿化提升工程	2.01	1.74
合计	305.54	242.09

资料来源: 海控集团提供

土地整理

海控集团土地整理业务主要由海投集团、董家口集团、海高集团和旅投集团负责，回款较为滞后，在建项目尚需一定投资规模，海控集团面临一定的资本支出压力。

海投集团受西海岸新区国土资源和房屋管理局委托负责清洁能源客车场地和唯品会土地平整工作。根据双方签署的《土地平整项目协议书》，项目建设资金由海投集团自筹，收入由西海岸新区财政局按经西海岸新区审计局审计成本加成 5% 拨付。

董家口集团主要负责冷链物流基地、泊里镇东魏家滩西侧、泊里镇东庄村东、滨海大道南侧和盐场土地整理。其中，董家口集团子公司青岛西海隆盛综合开发建设有限公司(以下简称“西海隆盛”)负责冷链物流基地的土地整理、项目区域内基础设施建设等，土地整理按土地整理实际成本支付开发管理费，项目区域内的土地出让收入等除上缴国家、省、市部分外作为资本金注入西海隆盛，西海隆盛在该区域的投资总额与注入资本金的差额由政府财政预算进行拨付；泊里镇东魏家滩西侧、泊里镇东庄村东等项目资金由董家口集团自筹，收入按西海岸新区审计局审计成本拨付。

海高集团对青岛海洋高新区内海洋产业园 12 平方公里土地实施一级开发整理，项目建设资金由海高集团自筹，该区域内土地出让收入扣除上缴国家、省、市基金费用外，剩余部分用于区域开发建设投资、增加海高集团注册资本、归还园区开发建设项下融资款和支持入园企业发展。

旅投集团主要负责青岛海洋高新区内青岛中央活力区 14.46 平方公里的土地一级开发。项目资金由旅投集团自筹，西海岸新区财政局按土地整理项目总投资金额加成 10% 拨付。

截至 2021 年 3 月底，海控集团已完工土地整理项目已投资金额合计 2.58 亿元，累计确认收入 2.10 亿元，已回款金额 1.07 亿元；主要在建土地整理项目总投资 39.46 亿元，已投资 16.51 亿元，尚需投资 22.95 亿元，累计确认收入 6.89 亿元，累计回款 3.42 亿元。

表 18 截至 2021 年 3 月底海控集团主要在建土地整理项目

(单位: 亿元、亩)

地块名称	总投资额	已投资额	累计确认收入	面积
清洁能源客车场地平整工程	0.64	0.62	0.62	351.00
唯品会土地平整工程	0.75	0.62	0.61	680.00
海洋装备产业园一期配套项目	5.79	1.85	0.00	564.00
横五路道路建设工程(原路北六路)	1.48	0.56	0.00	72.24
海洋装备产业园纵一路道路建设工程	1.80	0.97	0.00	82.33
大哨头村	15.00	5.16	2.14	900.00
广城村	14.00	6.73	3.52	700.35
合计	39.46	16.51	6.89	3349.92

资料来源: 海控集团提供

房地产开发与销售

海控集团已完工房地产项目去化情况整体良好, 2018-2020 年业务收入有所波动, 毛利率水平有所提升, 主要在建房地产项目未来面临较大的资本支出压力。

海控集团房地产开发项目包括商品房和保障性住房开发。

海控集团商品房开发业务主要由黄发集团、海投集团、中德集团、董家口集团及海高集团负责。黄发集团及其下属子公司青岛灵山湾开发建设有限公司均具备房地产开发三级资质。

海控集团商品房开发业务经营模式为自主筹资开发普通商品房项目, 通过市场化方式对外销售或出租实现收入及资金回笼。

海控集团保障性住房主要由黄发集团和海投集团负责。海投集团主要负责黄岛区部分两限房、经济适用房、公租房等保障性住房项目的建设, 其中两限房及经济适用房建成后销售给符合条件的保障对象, 公租房计划在出租期满五年后出售给承租人, 出售价格由区国土资源房管部门会同区物价、财政部门制定。黄发集团建设的保障性住房包括安置房、经适房、公租房、限价房及廉租房等; 除限价房用地通过招拍挂方式取得外, 其余保障性住房的用地均为划拨用地; 项目完工后, 安置房、廉租房和公租房由政府进行回购, 经适房和限价房由政府有关部门筛选符合要求的购房者名单按照政府核准的销售价格进行销售。

截至 2021 年 3 月底, 海控集团主要已完工商品房项目总投资 58.03 亿元, 可租售面积 106.76 万平方米, 整体出租率/去化率较高。截至 2021 年 3 月底, 海控集团主要已完工保障房项目总投资 35.83 亿元, 可租售面积 69.77 万平方米, 整体去化率较高。

表 19 截至 2021 年 3 月底海控集团主要已完工房地产项目情况

(单位: 年、亿元、万平方米、%)

项目名称	项目建设期	总投资额	总建筑面积	可售/租面积	出租率/去化率
商品房					
金融大厦	2011-2018	6.50	6.95	5.52 (可租)	100.00 (出租率)
专家公寓	2018-2020	0.40	0.80	0.80	100.00
阳光大厦	2005-2006	1.80	4.84	4.84	100.00
经贸大厦	2005-2007	2.70	8.40	7.66	100.00
珠山秀景	2009-2010	7.00	33.82	25.95	87.75
山水新城一期	2009-2011	2.30	10.85	9.84	100.00
蓝岸郡景 (LNG 生活区)	2015-2018	6.00	10.93	8.94	100.00
铁山商业广场	2015-2017	0.75	1.85	1.76	100.00
山水新城二期五标段	2014-2017	4.14	10.61	7.90	86.85
新城国际	2011-2013	2.10	3.19	2.73	100.00
盛世福邸	2014-2017	6.13	14.19	9.80	89.69
盛世华章	2013-2014	5.60	6.43	4.68	91.24
中德青年创新创业基地	2015-2016	1.05	1.90	1.90	100.00
弗朗霍夫明日之城	2015-2017	3.06	4.50	4.50	100.00

被动房住宅推广示范小区	2017—2019	5.00	4.14	4.14	96.38
泊里镇-港都-香城项目	2015—2020	3.50	7.80	5.80	94.50
合计	--	58.03	131.20	106.76	--
保障房					
大卢家疃	2011—2012	0.60	2.17	1.59	100.00
山水新城二期保障房	2010—2015	5.72	16.57	16.57	100.00
山水新城三期	2012—2017	2.31	5.61	3.96	100.00
情怡福苑	2009—2013	2.36	5.78	5.45	100.00
盛世华章回迁	2013—2014	1.58	2.37	1.72	91.86
盛世香江公馆	2008—2011	1.50	2.17	1.95	96.92
盛世江山北区	2008—2010	0.60	12.20	10.13	100.00
盛世江山南区	2009—2011	7.00	16.04	12.56	100.00
舍埠林	2007—2009	1.99	4.39	4.38	100.00
昆山山路适用房	2009—2011	1.59	6.14	5.92	98.82
辛安公共租赁住房	2011—2018	2.70	6.00	--	--
黄埠岭公共租赁住房	2012—2018	4.38	11.31	--	--
团结新城一期	2013—2015	3.50	6.97	5.54	100.00
合计	--	35.83	97.72	69.77	--

注：辛安公共租赁住房、黄埠岭公共租赁住房为公共租赁住房，不进行销售，所形成的租赁收入计入管理服务业务
资料来源：海控集团提供

截至 2021 年 3 月底，海控集团主要在建房地产项目较多，计划总投资 110.24 亿元，已投资 47.64 亿元，未来面临较大的资本支出压力。

截至 2021 年 3 月底，海控集团土地储备面积为 43.07 万平方米，主要为住宅及商业用地，土地储备较充足。

表 20 截至 2021 年 3 月底海控集团主要在建房地产开发项目情况

(单位：亿元、万平方米)

项目名称	项目类别	总投资额	已投资额	总建筑面积
张家楼蓝调商街	商业	1.30	0.47	3.68
海青茶博园一期项目	农业、文化、旅游	2.80	1.69	4.00
铁山特色商街二期	商业	0.68	0.47	1.50
海青甜水河商业项目（北茶三期）	商业	1.95	1.78	2.29
海青翠茗商业项目（北茶二期）	商业	1.07	0.90	1.17
山水丽景	商住	1.55	1.13	3.12
山水尚街	商业	4.50	2.56	8.94
北京路项目	商业	1.73	0.71	2.17
柏乡园子（文化地块）	商业	1.20	0.18	1.90
柏乡商街（商业地块）	商业	0.55	0.11	0.93
柏乡家园（住宅地块）	住宅	0.62	0.10	1.25
团结新城二期	住宅	11.00	9.94	18.17
盛世桃源	住宅	1.50	1.08	3.45
蓝湾中心项目	商住	37.67	16.83	30.70
西海岸文化大厦	商业	7.19	2.40	9.67
东庄、上庄、庙后、西庄、沙岭子、柳树底棚户区改造项目	商住	31.76	4.95	47.23
家园三期	商住	3.17	2.34	6.90
合计	--	110.24	47.64	147.07

资料来源：海控集团提供

贸易业务

海控集团贸易业务依托青岛的外向型经济和港口资源优势，业务收入快速增长，但业务毛利率较低，对利润贡献较小。

海控集团贸易业务主要依托青岛的外向型经济和港口资源优势、政府支持以及自身资金实力开展国内、国外贸易。海控集团下属多个子公司从事贸易业务，贸易品种包括建材、煤炭、橡胶、有色金属、钢铁等大宗商品的代理贸易及进口商品、建材产品的自营贸易，以代理采购模式为主。

代理采购模式下，贸易产品包括煤炭、钢材、水泥、木材等大宗商品，海控集团客户指定供应商并由海控集团代为采购。自营模式下，黄发集团为其战略合作及上下游建筑施工类客户集中采购钢材、水泥等建筑材料；中德集团凭借其自身定位优势大力开展以食品酒水、个护类、清洁用品为主的德国商品采购与自行销售。

结算方面，代理采购模式下，海控集团一般通过锁定上下游客户及产品价格的方式控制业务风险，海控集团一般收取下游客户 10%~20% 左右的定金，海控集团向客户订货并根据合同约定的比例和时间进度支付货款或对外开立信用证，其中对外贸易主要采用信用证方式结算，国内贸易一般采取现金结算，待货物到港后收取下游客户剩余货款后将货权交付下游客户。自营模式下，包括先款后货模式和先货后款模式。各子公司在开展贸易业务时根据上下游客户需求以及具体情况商定结算方式与结算周期，先货后款的结算周期基本在 3 个月以内。

2018—2020 年，海控集团加大贸易业务拓展力度，业务收入快速增长，但毛利率较低，对利润贡献较小。2021 年 1—3 月，海控集团实现贸易收入 30.97 亿元，毛利率为 2.28%。

风险管控方面，海控集团主要与区域内大型企业合作，并通过制定客户准入制度、尽职调查、严格资金收付管理等措施管控贸易业务风险。

未来发展

海控集团是青岛西海岸新区重要的国有资本运营主体，负责西海岸新区海洋经济的创新发展、现代海洋旅游体系的产业推动和山海互动乡村振兴的产业整合。

在产业布局上，海控集团重点打造金融服务产业集群、海洋科技与新兴产业集群、海洋文旅与高端服务产业集群“三大产业集群”。海控集团将寻找合适标的，进行战略投资收购，重点投向海洋文旅、高端制造产业，整合西海岸西区现有产业资源；收购国内优质融资租赁、担保等牌照，构建海控集团金融牌照体系。

在产业园区布局上，结合西海岸新区产业布局 and 空间区域，协同各持股公司打造海洋装备产业园区、临港物流及贸易园区、国际经济合作园区、高效现代农业园区及现代海洋牧场，为实体产业孵化运营提供空间载体，进一步助力“三大产业集群”的发展。

(5) 财务分析

海控集团提供了 2016—2018 年三年连审模拟合并财务报表和 2019—2020 年合并财务报表，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，审计结论均为标准无保留意见。海控集团 2021 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年 3 月底，海控集团拥有纳入合并范围的一级子公司 16 家，2019 年底较 2018 年底增加 5 家，分别为青岛西海岸农高发展集团有限公司（以下简称“农高集团”）、青岛海控集团金融控股有限公司、青岛海控创新投资促进有限公司、青岛海控海域开发有限公司和海王纸业。其中，农高集团及海王纸业为划拨取得，其余 3 家均为投资设立。2020 年底较 2019 年底新增 3 家，分别为琅琊台股份、万马股份和青岛海控桥头堡开发建设有限公司（以下简称“桥头堡开发”），琅琊台股份为划拨，万马股份为购入，桥头堡开发为投资设立。2021 年 1—3 月，海控集团合并范围内一级子公司无变化。本报告 2018 年数据为 2019 年经调整后的

期初数。总体看，合并范围变化对海控集团财务数据可比性有较大影响。

(1) 资产质量

受企业合并范围变化影响，海控集团资产规模持续增长。应收类款项及存货中基建成本

对资金形成较大占用。海控集团整体资产质量一般。

2018—2020 年底，海控集团资产总额持续增长，年均复合增长 36.02%，以流动资产为主。

表 21 海控集团主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	369.91	72.72	466.00	66.38	615.81	65.44	676.34	64.79
货币资金	36.43	7.16	85.28	12.15	106.97	11.37	132.61	12.70
应收账款	26.08	5.13	25.11	3.58	59.47	6.32	62.50	5.99
其他应收款	57.73	11.35	69.38	9.88	73.06	7.76	83.35	7.98
存货	233.78	45.96	265.40	37.80	331.61	35.24	349.58	33.49
非流动资产	138.76	27.28	236.04	33.62	325.26	34.56	367.58	35.21
可供出售金融资产	4.26	0.84	12.26	1.75	23.30	2.48	25.39	2.43
长期股权投资	17.91	3.52	28.19	4.02	35.30	3.75	46.64	4.47
投资性房地产	46.09	9.06	65.43	9.32	77.87	8.27	77.88	7.46
固定资产	15.91	3.13	33.01	4.70	59.17	6.29	79.34	7.60
在建工程	24.55	4.83	61.22	8.72	68.43	7.27	70.97	6.80
其他非流动资产	25.58	5.03	25.57	3.64	25.52	2.71	25.66	2.46
资产总额	508.67	100.00	702.04	100.00	941.08	100.00	1043.92	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据海控集团财务报告整理

2018—2020 年底，海控集团流动资产持续增长，年均复合增长 29.03%，主要系货币资金、其他应收款、存货及应收账款增长所致。

2018—2020 年底，海控集团货币资金持续增长，年均复合增长 71.36%。2020 年底，海控集团货币资金主要为银行存款，其中有 26.29 亿元受限资金，受限比例为 24.58%，主要为各类保证金和存单质押。

2018—2020 年底，海控集团应收账款波动增长，年均复合增长 51.00%。截至 2020 年底，海控集团应收账款较上年底增长 136.87%，主要系收购万马股份所致。截至 2020 年底，万马股份应收账款为 26.87 亿元，欠款方分布较为分散，账龄以 1 年内为主。海控集团应收账款中按账龄组合计提坏账准备的占 60.74%，账龄以 1 年以内（含 1 年）为主，账龄较短，累计计提坏账 2.44 亿元。应收账款前五大欠款方合计金额为 20.24 亿元，占账面金额的 32.53%，集中

度一般，主要为应收政府部门的工程款及代建管理费。

表 22 截至 2020 年底海控集团应收账款前五名情况（单位：亿元、%）

单位	账面余额	占比
青岛西海岸新区财政局	7.78	12.51
青岛市黄岛区旅游局	4.93	7.93
青岛市黄岛区胶南街道办事处	3.42	5.50
青岛海洋高新区管理委员会	2.40	3.86
青岛市黄岛区交通局	1.70	2.73
合计	20.24	32.53

资料来源：海控集团财务报告

2018—2020 年底，海控集团其他应收款持续增长，年均复合增长 12.50%，主要系往来款增长所致。截至 2020 年底，按账龄组合计提坏账准备的其他应收款（占 15.16%）中，1 年以内的占 73.55%，1 至 2 年的占 11.19%。从集中度看，海控集团其他应收款前五名欠款方均为关联方或政府部门，合计金额占其他应收款账

面余额的 42.67%，集中度一般，对海控集团资金形成占用。海控集团共计提坏账准备 0.82 亿元，占其他应收款账面余额的 1.11%。

表 23 截至 2020 年底海控集团其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比
青岛市黄岛区财政局	11.45	15.58
青岛市黄岛区红石崖街道办事处	6.63	9.02
青岛市黄岛区泊里镇财政所	6.13	8.34
青岛满天下文化投资发展有限公司	4.65	6.33
青岛澳柯玛创新科技有限公司	2.50	3.40
合计	31.36	42.67

资料来源: 海控集团财务报告

2018—2020 年底,海控集团存货持续增长,年均复合增长 19.10%,主要系项目持续投入所致。截至 2020 年底,海控集团存货主要为开发成本 166.47 亿元及工程施工成本 140.45 亿元,分别主要核算房地产项目开发成本和工程代建项目成本。海控集团存货累计计提跌价准备 0.10 亿元,计提比例低。

2018—2020 年底,海控集团非流动资产持续增长,年均复合增长 53.11%,主要来自可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和在建工程的增长。

2018—2020 年底,海控集团可供出售金融资产持续增长,年均复合增长 133.94%。截至 2020 年底,海控集团可供出售金融资产主要以成本法计量,未计提减值准备,以基金投资为主,基金投向主要以芯片、先进制造业、新能源和文化等行业为主,投资对象较为分散。

2018—2020 年底,海控集团长期股权投资持续增长,年均复合增长 40.40%,以权益法计量。截至 2020 年底,海控集团长期股权投资规模较大的主要为山东济铁董家口物流园有限公司、青岛世博城国际会议展览有限公司、山东西海岸海洋产业投资基金合伙企业(有限合伙)及广州旅金科技有限公司。

2018—2020 年底,海控集团投资性房地产持续增长,年均复合增长 29.98%。截至 2020 年底,海控集团投资性房地产全部为采用成本

计量模式的土地使用权及自持物业资产等,按成本计量。

2018—2020 年底,海控集团固定资产持续增长,年均复合增长 92.83%,主要系合并范围新增子公司所致。截至 2020 年底,海控集团固定资产主要为房屋建筑物和机器设备,累计计提折旧 19.64 亿元,累计计提减值准备 175.91 万元,固定资产成新率 76.08%。2020 年底,固定资产清理余额共 1.31 亿元,主要为南洋学校已被政府收回,款项尚未收到但产权证已变更。

2018—2020 年底,海控集团在建工程持续增长,年均复合增长 66.97%,主要系合并范围新增子公司所致。截至 2020 年底,海控集团在建工程主要包括青岛灵山湾红树林度假酒店二期、贸大青岛国际校区(一期)等项目。

2018—2020 年底,海控集团其他非流动资产持续下降,年均复合下降 0.11%,主要为行政办公楼、西城区雨(污)水管网及政府划拨的公益性资产、苗木等(尚未办理权证)。其他非流动资产会陆续确权,海控集团将根据具体情况选择出租或自用;不能确权的部分由海控集团协调政府解决。

截至 2020 年底,海控集团受限资产 134.97 亿元,受限资产占总资产的 14.34%。此外,截至 2021 年 3 月底,海控集团质押了所持万马股份中的 1.29 亿股以获得银行借款,所质押股份占万马股份总股本的 12.50%,占所持股份的比例为 50.00%。

表 24 截至 2020 年底海控集团受限资产情况
(单位: 亿元)

科目	期末账面价值	主要受限原因
货币资金	26.29	保证金、存单质押等
投资性房地产	50.14	借款抵押
在建工程	28.53	借款抵押
存货	10.25	借款抵押
固定资产	6.05	借款抵押
其他非流动资产	4.19	借款抵押
无形资产	6.67	借款抵押
其他	2.84	应收票据质押等
合计	134.97	--

资料来源: 海控集团提供

截至 2021 年 3 月底，海控集团合并资产总额较上年底增长 10.93%，资产结构较上年底变化不大。

(2) 资本结构

海控集团所有者权益持续增长，以资本公积和少数股东权益为主，权益稳定性一般。

2018—2020 年底，海控集团所有者权益持续增长，年均复合增长 21.61%，主要系资本公积及少数股东权益增长所致。截至 2020 年底，海控集团所有者权益 287.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益占比为 74.30%、少数股东权益占比为 25.70%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 1.07%、67.16% 和 6.14%。

2018—2020 年底，海控集团实收资本分别为 0.00 亿元、2.20 亿元及 3.08 亿元，为股东实缴出资。

2018—2020 年底，海控集团资本公积持续增长，年均复合增长 9.49%，增长原因见“外部支持”部分。

2018—2020 年底，海控集团少数股东权益持续增长，年均复合增长 95.25%，主要系部分新合并的子公司为非全资子公司所致。

截至 2021 年 3 月底，海控集团所有者权益合计 316.64 亿元，较上年底增长 10.14%，主要系实收资本及资本公积增长所致。海控集团所有者权益结构较上年底变化不大。所有者权益稳定性一般。

海控集团债务规模快速增长，债务负担较重，于 2022—2023 年面临一定债券集中偿还压力。

2018—2020 年底，海控集团负债总额持续增长，年均复合增长 44.21%。2020 年底，海控集团负债总额较上年底增长 39.86%，以非流动负债为主。

表 25 海控集团主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	105.60	33.60	148.22	31.72	221.49	33.89	239.85	32.98
短期借款	18.15	5.78	27.82	5.95	33.87	5.18	45.90	6.31
应付票据	1.08	0.34	10.06	2.15	32.49	4.97	32.20	4.43
预收款项	14.45	4.60	23.93	5.12	31.63	4.84	34.96	4.81
其他应付款	13.66	4.35	19.12	4.09	20.97	3.21	32.12	4.42
一年内到期的非流动负债	44.40	14.13	51.36	10.99	74.31	11.37	66.21	9.10
非流动负债	208.68	66.40	319.11	68.28	432.10	66.11	487.43	67.02
长期借款	132.60	42.19	175.45	37.54	197.22	30.18	224.71	30.90
应付债券	49.28	15.68	121.94	26.09	207.83	31.80	233.59	32.12
长期应付款	24.48	7.79	18.41	3.94	22.67	3.47	24.45	3.36
负债总额	314.28	100.00	467.33	100.00	653.59	100.00	727.28	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据海控集团财务报告整理

2018—2020 年底，海控集团流动负债持续增长，年均复合增长 44.82%。

2018—2020 年底，海控集团短期借款持续增长，年均复合增长 36.60%。截至 2020 年底，海控集团短期借款主要为保证借款、抵押借款

及信用借款，保证人主要为海控集团本部及子公司，抵押物主要为海控集团房地产。

2018—2020 年底，海控集团应付票据持续增长，年均复合增长 448.68%，主要系子公司采用票据结算情况增多及合并范围变化所致。

截至 2020 年底，海控集团应付票据主要为银行承兑汇票。

2018—2020 年底，海控集团预收款项持续增长，年均复合增长 47.94%。截至 2019 年底，海控集团预收款项较上年底增长 65.56%，主要系预收售房款增长所致。截至 2020 年底，海控集团预收款项较上年底增长 32.18%，主要系海控集团贸易业务扩张，预收贸易款增长所致。

2018—2020 年底，海控集团其他应付款持续增长，年均复合增长 23.91%，主要为与政府部门及政府控股单位往来款。

2018—2020 年底，海控集团一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 29.37%。截至 2020 年底，海控集团一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款 42.95 亿元、一年内到期的应付债券 20.00 亿元及一年内到期的长期应付款 11.36 亿元。

2018—2020 年底，海控集团非流动负债持续增长，年均复合增长 43.90%。

2018—2020 年底，海控集团长期借款持续增长，年均复合增长 21.96%，主要由于海控集团工程项目建设不断推进导致借款增长。截至 2020 年底，海控集团长期借款主要由抵押借款及保证借款构成，抵押物主要为海控集团房地产，保证人主要为海控集团本部及子公司。

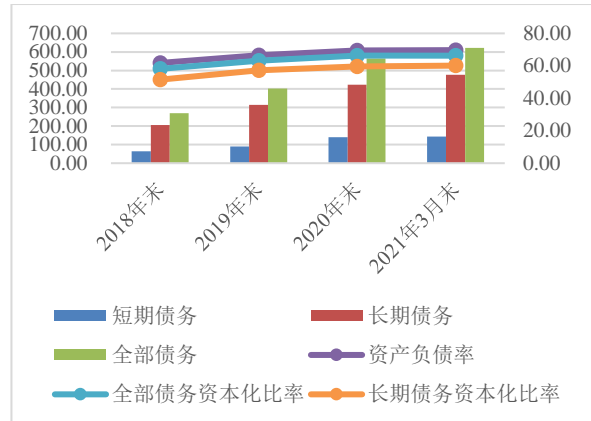
2018—2020 年底，海控集团应付债券持续增长，年均复合增长 105.37%，主要系海控集团本部及子公司发行债券较多所致。

2018—2020 年底，海控集团长期应付款波动下降，年均复合下降 3.77%。截至 2020 年底，海控集团长期应付款主要为融资租赁款，本报告已将长期应付款中有息部分纳入长期债务计算。

截至 2021 年 3 月底，海控集团负债总额较上年底增长 11.27%，主要系长期借款及应付债券增长所致，负债结构较上年底变化不大。

图 4 海控集团债务及债务指标情况

(单位: 亿元、%)



资料来源：联合资信根据海控集团财务报告整理

有息债务方面，2018—2020 年底，海控集团全部债务持续增长，年均复合增长 44.56%，2020 年底为 564.18 亿元。从债务指标看，2018—2020 年底，海控集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续增长。截至 2020 年底，海控集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.45%、66.24% 和 59.57%。

截至 2021 年 3 月底，海控集团全部债务 621.70 亿元，较上年底增长 10.20%，主要系长期借款及应付债券增长所致。债务结构方面，短期债务占 23.21%，长期债务占 76.79%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，海控集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.67%、66.26% 和 60.12%，较上年底分别提高 0.22 个百分点、0.01 个百分点和 0.56 个百分点。海控集团债务负担较重。

截至 2021 年 6 月底，考虑行权情况，海控集团将于 2021 年下半年、2022 年、2023 年及 2024 年偿还的债券规模分别为 28.00 亿元、85.00 亿元、114.00 亿元和 25.50 亿元，海控集团于 2022—2023 年面临债券集中偿还压力。

(3) 盈利能力

海控集团营业总收入大幅增长，政府补助对海控集团利润贡献高，2020 年投资收益对利

润产生重要影响，海控集团费用控制能力一般，整体盈利能力尚可。

2018—2020年，海控集团营业总收入大幅增长，年均复合增长61.78%。同期，海控集团营业成本持续增长，年均复合增长61.42%；营业利润率波动增长。

表 26 海控集团盈利能力情况

(单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
营业收入	61.87	85.82	161.93	63.77
营业成本	58.07	81.96	151.31	58.69
费用总额	3.27	6.15	12.88	6.74
其他收益	2.38	6.75	5.81	2.26
投资收益	0.16	-0.09	1.90	0.16
利润总额	3.96	3.70	4.30	0.30
营业利润率	5.06	3.44	5.67	7.31
总资本收益率	0.80	0.79	1.03	--
净资产收益率	1.68	1.20	1.16	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据海控集团财务报告整理

从期间费用看，2018—2020年，海控集团费用总额持续增长，年均复合增长98.47%，主要系职工薪酬、折旧费及利息支出等增长所致。海控集团费用总额以管理费用及财务费用为主。同期，海控集团费用总额占营业收入的比重分别为5.29%、7.17%和7.96%，考虑到海控集团将大部分利息资本化，海控集团费用控制能力

一般。

2018—2020年，海控集团其他收益波动增长，全部为政府补助，占营业利润的比重分别为112.64%、207.21%和146.38%。同期，海控集团投资收益波动增长，其中2020年主要为持有山东高速城市建设投资有限公司等股权获得的长期股权投资收益和青岛西海岸集成电路股权投资合伙企业（有限合伙）、青岛西海岸融合供应链产业投资合伙企业（有限合伙）和中水电（青岛）投资发展有限公司等确认的可供出售金融资产在持有期间的投资收益。2018—2020年，投资收益占营业利润的比重分别为7.74%、-2.83%和47.87%。海控集团政府补助和2020年投资收益对利润的贡献程度高。

盈利指标方面，2018—2020年，海控集团总资本收益率波动增长，净资产收益率持续下降。海控集团整体盈利能力尚可。

2021年1—3月，海控集团实现营业总收入63.77亿元，同比增长209.64%；利润总额0.30亿元，同比下降31.24%。

(4) 现金流

海控集团收入实现质量高。受其项目持续投入及对外投资规模较大影响，海控集团经营及投资活动现金流均持续净流出，且净流出规模较大。未来，随着项目持续推进建设，海控集团存在较大融资需求。

表 27 海控集团现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
经营活动现金流入合计	82.61	130.75	210.15	133.15
经营活动现金流出合计	103.61	132.29	242.20	142.90
经营活动现金流量净额	-21.00	-1.54	-32.05	-9.75
投资活动现金流入合计	10.10	5.55	40.24	14.08
投资活动现金流出合计	36.88	64.14	96.55	31.34
投资活动现金流量净额	-26.78	-58.59	-56.31	-17.26
筹资活动现金流入合计	106.37	256.73	288.18	99.28
筹资活动现金流出合计	84.06	154.41	196.73	47.98
筹资活动现金流量净额	22.31	102.31	91.45	51.30
现金收入比	78.30	101.44	104.85	106.26

资料来源：联合资信根据海控集团财务报告整理

从经营活动来看，2018—2020年，海控集团经营活动现金流入及流出量均持续增长，主

要为经营性收支及往来款项。受贸易业务增长带动，海控集团销售及采购商品的收支均快速

增长。受海控集团项目持续投入影响，2018—2020年，海控集团经营活动现金净额持续为负。同期，海控集团现金收入比持续提升，现金收入质量高。

从投资活动来看，2018—2020年，海控集团投资活动现金流入量波动增长；同期，海控集团投资活动现金流出量持续增长。2018—2020年，海控集团投资活动现金持续大规模净流出，主要系海控集团投资基金及股权、购买理财产品及购建固定资产规模较大所致。

从筹资活动来看，2018—2020年，海控集团筹资活动现金流入持续增长，主要为向金融机构借款及发行债券等收到的资金；同期，海控集团筹资活动现金流出持续增长，主要是偿还债务支付的现金。2018—2020年，海控集团筹资活动现金净流入规模波动增长。

2021年1—3月，海控集团经营及投资活动现金持续净流出。同期，筹资活动现金净流入规模较大。预计未来随着项目持续推进建设，海控集团存在较大融资需求。

(5) 偿债能力

海控集团短期偿债能力较强，长期偿债能力较弱。考虑到海控集团在区域内的业务地位以及当地政府的大力支持，海控集团整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年底，海控集团流动比率持续下降，速动比率波动下降。截至2020年底，剔除受限资金后，现金短期债务比为0.63倍。截至2021年3月底，海控集团流动比率与速动比率较上年底均小幅提高。整体看，海控集团短期偿债能力较强。

表 28 海控集团偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2018年底	2019年底	2020年底	2021年3月底
短期偿债能力指标				
流动比率	350.28	314.40	278.03	281.98
速动比率	128.91	135.34	128.31	136.23
现金短期债务比	0.57	0.96	0.82	0.96
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息	0.55	0.58	0.59	--

倍数				
全部债务/EBITDA	44.59	43.15	45.77	--

资料来源：联合资信根据海控集团财务报告整理

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，海控集团 EBITDA 分别为 6.06 亿元、9.34 亿元和 12.33 亿元，持续增长。2018—2020年，海控集团 EBITDA 利息倍数持续增长，EBITDA 对利息的覆盖程度一般。同期，海控集团全部债务/EBITDA 倍数波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度低。整体看，海控集团长期偿债能力较弱。

截至 2021 年 3 月底，海控集团各银行授信额度合计 463.18 亿元，其中尚未使用 165.43 亿元（其中 47.71 亿元为专项项目贷，因项目规模调减实际不可使用），海控集团间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 3 月底，海控集团无重大未决诉讼。

截至 2021 年 3 月底，海控集团对外担保余额为 6.79 亿元，担保比率为 2.14%，包括对青岛军民融合发展集团有限公司的担保 3.40 亿元及对青岛西海岸医疗健康发展有限公司的担保 3.39 亿元。海控集团对外担保企业全部为当地国有企业，或有负债风险较小。

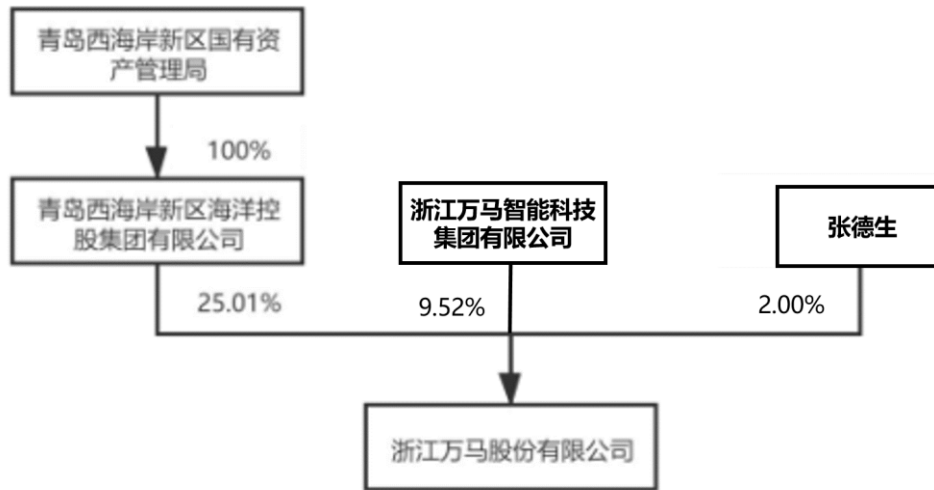
2. 担保效果评价

从担保效果来看，截至 2021 年 3 月底，海控集团资产总额和净资产分别为 1043.92 亿元和 316.64 亿元，为公司待偿债券余额的 260.98 倍和 79.16 倍。海控集团的资产总额和净资产对公司待偿债券余额的覆盖倍数很高，其担保显著提升了上述债券本息偿付的安全性。

十三、结论

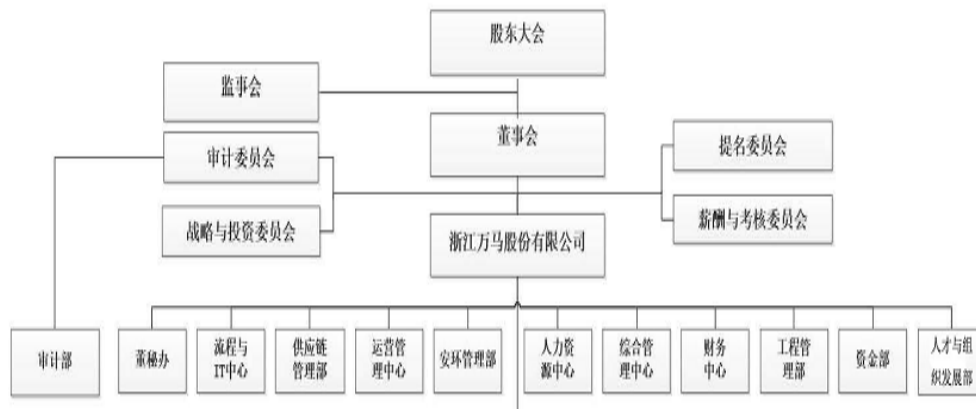
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21万马01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底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 2022 年 3 月底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 2022 年 3 月底浙江万马股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比 例 (%)	取得方式
1	浙江万马电缆有限公司	生产销售电缆	30000.00	100.00	100.00	设立
2	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	22390.19	100.00	100.00	同一控制 下合并
3	四川万马高分子材料有限公司	生产销售高分子材料产品	1000.00	100.00	100.00	设立
4	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	1000.00	100.00	100.00	设立
5	清远万马新材料有限公司	生产销售高分子材料产品	2000.00	100.00	100.00	设立
6	湖州万马高分子材料有限公司	生产销售高分子材料产品	15000.00	100.00	100.00	设立
7	万马(浙江)高压材料有限公司	生产销售高分子材料产品	2900.00	60.00	60.00	设立
8	浙江万马天屹通信线缆有限公司	生产销售通信电缆	21000.00	100.00	100.00	同一控制 下合并
9	杭州万马天屹进出口有限公司	货物进出口	300.00	100.00	100.00	设立
10	浙江万马集团特种电子电缆有限公司	生产销售电线电缆	1000.00	100.00	100.00	非同一控 制下合并
11	浙江万马专用线缆科技有限公司	生产销售特种电缆	4000.00	100.00	100.00	设立
12	杭州万海电缆有限公司	电线、电缆经营	50.00	100.00	100.00	设立
13	杭州以田科技有限公司	生产销售高分子材料产品	500.00	60.00	60.00	设立
14	万马奔腾新能源产业集团有限公司	充电设施运营、能源技术研发、充电桩投资,	50000.00	100.00	100.00	设立
15	浙江万马新能源有限公司	生产销售汽车充电设备	5000.00	100.00	100.00	设立
16	浙江万马光伏有限公司	新能源领域开发、光伏发电	10000.00	100.00	100.00	设立
17	浙江爱充网络科技有限公司	互联网技术开发	10000.00	100.00	100.00	设立
18	上海万马乾驭电动汽车服务有限公司	货物服务运输、仓储、装卸、搬运	1000.00	60.00	60.00	设立
19	山东万恩新能源科技有限公司	电动车充电设备运营	4305.54	100.00	100.00	非同一控 制下合并
20	潍坊天恩巴士有限公司	公交运输、电车充电、租赁	1000.00	100.00	100.00	非同一控 制下合并
21	潍坊天恩出租车有限公司	出租客运、电车充电、租赁	1000.00	100.00	100.00	非同一控 制下合并
22	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)	60500.00	100.00	100.00	设立
23	江苏万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	4000.00	100.00	100.00	设立
24	苏州万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	2000.00	100.00	100.00	设立
25	无锡万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	2000.00	100.00	100.00	设立
26	武汉万爱新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	2000.00	100.00	100.00	设立
27	北京万京新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	8000.00	100.00	100.00	设立
28	宁波万爱新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	1000.00	100.00	100.00	设立
29	上海万遥新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	2000.00	100.00	100.00	设立
30	福州万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	2000.00	100.00	100.00	设立

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比 例 (%)	取得方式
31	深圳万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	8000.00	100.00	100.00	设立
32	陕西万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	3000.00	100.00	100.00	设立
33	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	1000.00	100.00	100.00	设立
34	重庆万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	5000.00	100.00	100.00	设立
35	四川万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	3000.00	100.00	100.00	设立
36	广州万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	8000.00	100.00	100.00	设立
37	海南万充新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	2000.00	100.00	100.00	设立
38	佛山万爱新能源科技有限公司	充电设施投资、建设、运营	500.00	100.00	100.00	设立
39	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	100.00	100.00	设立
40	浙江万马传输技术有限公司	电线电缆贸易	3000.00	100.00	100.00	设立
41	Optrum Technology LLC	电线电缆、高分子材料等销 售和贸易	--	100.00	100.00	设立
42	浙江骏业科创科技有限公司	技术开发、咨询及转让	1000.00	100.00	100.00	设立
43	香港骐骥国际发展有限公司	进出口贸易	--	100.00	100.00	设立
44	万马线缆（越南）有限公司	生产销售通信电缆	--	100.00	100.00	设立
45	Steed Networks Technologies	电线电缆贸易	--	100.00	100.00	非同一控 制下合并
46	青岛万马海洋工程装备科技有限 公司	海洋工程设计和模块设计 制造服务;海洋能系统与设 备制造等	20000.00	100.00	100.00	设立
47	西安万马智慧新能源科技有限公 司	技术研发、新能源汽车设施 销售、充电桩销售等	1000.00	70.00	70.00	设立
48	青岛万马创业投资管理有限公司	创业投资	400.00	100.00	100.00	设立

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-1 浙江万马股份有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	15.29	20.27	36.22	25.50
资产总额 (亿元)	75.98	83.42	114.21	109.65
所有者权益 (亿元)	42.79	45.26	45.55	46.06
短期债务 (亿元)	18.40	18.92	36.68	29.69
长期债务 (亿元)	1.15	3.00	9.83	14.19
全部债务 (亿元)	19.54	21.92	46.51	43.88
营业收入 (亿元)	97.45	93.22	127.67	31.28
利润总额 (亿元)	2.55	2.48	2.88	0.45
EBITDA (亿元)	4.83	4.54	5.34	--
经营性净现金流 (亿元)	8.72	7.04	9.09	-14.46
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.84	2.62	3.08	--
存货周转次数 (次)	10.51	10.85	12.49	--
总资产周转次数 (次)	1.30	1.17	1.29	--
现金收入比 (%)	84.42	85.00	83.34	67.94
营业利润率 (%)	16.41	15.03	12.68	12.22
总资本收益率 (%)	4.92	3.98	3.35	--
净资产收益率 (%)	5.44	4.99	6.01	--
长期债务资本化比率 (%)	2.61	6.22	17.75	23.55
全部债务资本化比率 (%)	31.35	32.63	50.52	48.79
资产负债率 (%)	43.68	45.74	60.12	57.99
流动比率 (%)	186.10	189.87	157.02	175.89
速动比率 (%)	164.78	166.81	139.58	153.94
经营现金流流动负债比 (%)	27.69	20.70	15.92	--
现金短期债务比 (倍)	0.83	1.07	0.99	0.86
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.57	11.01	15.02	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.04	4.83	8.70	--

注: 1.公司 2022 年一季度财务报表未经审计 2. "--" 表示指标不适用

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 浙江万马股份有限公司主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	7.91	10.05	18.74	/
资产总额 (亿元)	59.78	66.05	92.66	/
所有者权益 (亿元)	36.52	38.88	38.83	/
短期债务 (亿元)	14.10	14.99	28.31	/
长期债务 (亿元)	1.05	2.90	8.23	/
全部债务 (亿元)	15.15	17.89	36.54	/
营业收入 (亿元)	61.74	54.94	77.51	/
利润总额 (亿元)	1.46	2.10	2.45	/
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	8.75	5.10	8.53	/
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.02	2.80	3.20	/
存货周转次数 (次)	9.54	9.65	11.92	/
总资产周转次数 (次)	1.04	0.87	0.98	/
现金收入比 (%)	98.97	97.19	86.75	/
营业利润率 (%)	13.61	12.70	10.46	/
总资本收益率 (%)	4.05	4.36	3.61	/
净资产收益率 (%)	3.92	5.47	6.22	/
长期债务资本化比率 (%)	2.79	6.95	17.49	/
全部债务资本化比率 (%)	29.32	31.52	48.48	/
资产负债率 (%)	38.91	41.13	58.10	/
流动比率 (%)	180.69	179.69	143.91	/
速动比率 (%)	160.34	157.16	130.20	/
经营现金流流动负债比 (%)	39.42	21.27	18.81	/
现金短期债务比 (倍)	0.56	0.67	0.66	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3-1 海控集团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)	36.50	86.00	115.18	139.03
资产总额 (亿元)	508.67	702.04	941.08	1043.92
所有者权益 (亿元)	194.39	234.71	287.49	316.64
短期债务 (亿元)	63.63	89.25	140.67	144.32
长期债务 (亿元)	206.36	313.80	423.51	477.39
全部债务 (亿元)	269.99	403.05	564.18	621.70
营业收入 (亿元)	61.87	85.82	161.93	63.77
利润总额 (亿元)	3.96	3.70	4.30	0.30
EBITDA (亿元)	6.06	9.34	12.33	--
经营性净现金流 (亿元)	-21.00	-1.54	-32.05	-9.75
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.50	3.30	3.46	--
存货周转次数 (次)	0.27	0.33	0.51	--
总资产周转次数 (次)	0.13	0.14	0.20	--
现金收入比 (%)	78.30	101.44	104.85	106.26
营业利润率 (%)	5.06	3.44	5.67	7.31
总资本收益率 (%)	0.80	0.79	1.03	--
净资产收益率 (%)	1.68	1.20	1.16	--
长期债务资本化比率 (%)	51.49	57.21	59.57	60.12
全部债务资本化比率 (%)	58.14	63.20	66.24	66.26
资产负债率 (%)	61.78	66.57	69.45	69.67
流动比率 (%)	350.28	314.40	278.03	281.98
速动比率 (%)	128.91	135.34	128.31	136.23
经营现金流动负债比 (%)	-19.89	-1.04	-14.47	--
现金短期债务比 (倍)	0.57	0.96	0.82	0.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.55	0.58	0.59	--
全部债务/EBITDA (倍)	44.59	43.15	45.77	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算; 3. 2021 年一季度财务报表未经审计, 相关指标未经年化; 4. 2018 年数据为 2019 年经调整后的期初数

资料来源: 联合资信根据海控集团财务报告整理

附件 3-2 海控集团主要财务数据及指标 (海控集团本部/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)	0.21	27.92	13.45	14.30
资产总额 (亿元)	77.78	264.78	308.65	328.15
所有者权益 (亿元)	77.57	212.54	213.75	215.94
短期债务 (亿元)	0.00	0.00	6.42	15.42
长期债务 (亿元)	0.00	51.67	86.05	95.07
全部债务 (亿元)	0.00	51.67	92.47	110.49
营业收入 (亿元)	0.00	0.93	0.94	0.41
利润总额 (亿元)	*	0.12	-1.07	-0.37
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	0.21	-6.32	-19.81	-14.17
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	--	3.27	3.03	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.01	0.003	--
现金收入比 (%)	--	32.46	246.83	0.00
营业利润率 (%)	--	99.45	97.74	99.64
总资本收益率 (%)	0.00	0.37	0.68	--
净资产收益率 (%)	0.00	0.04	-0.50	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	19.56	28.70	30.57
全部债务资本化比率 (%)	0.00	19.56	30.20	33.85
资产负债率 (%)	0.27	19.73	30.75	34.19
流动比率 (%)	100.00	6049.66	577.88	383.18
速动比率 (%)	100.00	6049.66	577.88	383.18
经营现金流动负债比 (%)	99.84	-1098.09	-223.68	--
现金短期债务比 (倍)	--	--	2.10	0.93
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直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 母公司 2021 年一季度财务报表未经审计, 相关指标未经年化; 3. 2018 年数据为 2019 年经调整后的期初数; 4. 因母公司 EBITDA 相关数据未获取, 相关指标用“/”表示; 5. 部分指标分母为零, 计算结果无意义, 用“-”表示; 6. 2018 年, 母公司利润总额为 281.93 元, 表格中用“*”表示

资料来源: 联合资信根据海控集团财务报告整理

附件 4-1 浙江万马股份有限公司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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-2 海控集团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 5-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 5-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持