

信用评级公告

联合〔2023〕1449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”和“23万马MTN001（科创票据）”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：

二〇二三年六月十六日

浙江万马股份有限公司

2023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 |
| 青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 21 万马 01 | AAA | 稳定 | AAA | 稳定 |
| 23 万马 MTN001 (科创票据) | 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 | 4.00 亿元 | 4.00 亿元 | 2026/08/10 |
| 23 万马 MTN001 (科创票据) | 2.00 亿元 | 2.00 亿元 | 2028/04/14 |

注：1. 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；2. 青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司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

评级时间：2023 年 6 月 16 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 | V4.0.202208 |
| 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) | V4.0.202208 |

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：

| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
|-------------|------|-------|---------|------|
| 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 | 3 | |
| | | 偿债能力 | 1 | |
| 指示评级 | | | | aa |
| 个体调整因素：-- | | | | -- |
| 个体信用等级 | | | | AA |
| 外部支持调整因素：-- | | | | -- |
| 评级结果 | | | | AA |

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，在产业链一体化、技术研发、产能规模与销售服务等方面仍具备综合竞争优势。公司控股股东对公司经营和融资环境的改善、资源协同、产业融合等方面具有较大的支持。2022 年，公司营业总收入保持增长态势，综合毛利率小幅提升，利润总额大幅增长，整体经营较为稳健，业绩持续良性增长。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，上游原材料价格仍高位运行，对公司成本控制形成压力；应收账款和存货对营运资金存在一定占用；债务负担有所加重且债务期限结构仍需进一步优化等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续债券的保障能力很强。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，有效提升了存续债券本息偿还的安全性。

未来随着公司加强各业务板块间新产品和新技术的联合研发，推进智能工厂和数字化车间的转型并持续拓展国内外双市场，其产销规模有望进一步扩大，综合实力有望进一步增强。

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”和“23 万马 MTN001（科创票据）”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的综合竞争优势。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；在新能源领域，公司形成了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布局。公司在产业链一体化、技术研发、产能规模与销售服务等方面仍具备综合竞争优势。

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。公司控股股东在资源协同、产业融合、融资等方面给与公司较大支持。

分析师：崔濛骁 孙长征

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

3. 公司整体经营较为稳健，业绩持续良性增长。2022年，公司营业总收入146.75亿元，同比增长14.94%；利润总额4.47亿元，同比增长55.21%；综合毛利率为13.53%，同比提升0.60个百分点。

4. 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。海控集团信用等级为AAA，海控集团担保实力强，有效提升了存续债券本息偿还的安全性。

关注

1. 公司所处电线电缆行业竞争激烈，原材料价格仍高位运行，对公司成本控制形成压力。公司所处电线电缆行业集中度偏低，国内市场竞争激烈。2022年，铜价经历冲高回落后仍高位运行，公司通过套期保值策略规避原材料价格波动风险，但仍面临一定的成本控制压力。

2. 公司应收账款和存货对营运资金形成一定占用。截至2022年底，公司应收账款和存货占流动资产的比重分别为37.85%和8.58%；截至2023年3月底，公司应收账款和存货占流动资产的比重分别为45.44%和12.04%。

3. 公司债务负担有所加重，债务结构仍需进一步优化。截至2022年底，公司全部债务56.00亿元，较上年底增长20.41%；全部债务资本化比率为53.42%，较上年底上升2.90个百分点；公司短期债务占全部债务的比重为72.52%，债务的期限结构仍需进一步优化。

主要财务数据：

| 项目 | 合并口径 | | | |
|--------------|--------|--------|--------|---------|
| | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年3月 |
| 现金类资产（亿元） | 24.13 | 37.48 | 44.84 | 27.41 |
| 资产总额（亿元） | 83.42 | 114.21 | 126.30 | 113.76 |
| 所有者权益（亿元） | 45.26 | 45.55 | 48.82 | 50.10 |
| 短期债务（亿元） | 18.92 | 36.68 | 40.61 | 32.80 |
| 长期债务（亿元） | 3.00 | 9.83 | 15.39 | 13.76 |
| 全部债务（亿元） | 21.92 | 46.51 | 56.00 | 46.57 |
| 营业总收入（亿元） | 93.22 | 127.67 | 146.75 | 30.75 |
| 利润总额（亿元） | 2.48 | 2.88 | 4.47 | 1.10 |
| EBITDA（亿元） | 4.54 | 5.34 | 7.49 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 7.04 | 9.09 | 6.90 | -18.44 |
| 营业利润率（%） | 15.03 | 12.68 | 13.26 | 13.41 |
| 净资产收益率（%） | 4.99 | 6.01 | 8.46 | -- |
| 资产负债率（%） | 45.74 | 60.12 | 61.34 | 55.96 |
| 全部债务资本化比率（%） | 32.63 | 50.52 | 53.42 | 48.17 |
| 流动比率（%） | 189.87 | 157.02 | 165.01 | 179.81 |
| 经营现金流动负债比（%） | 20.70 | 15.92 | 11.38 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 1.28 | 1.02 | 1.10 | 0.84 |

| | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 11.01 | 15.02 | 10.11 | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 4.83 | 8.70 | 7.48 | -- |
| 公司本部 (母公司) | | | | |
| 项 目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 3 月 |
| 资产总额 (亿元) | 66.05 | 92.66 | 105.73 | 94.53 |
| 所有者权益 (亿元) | 38.88 | 38.83 | 41.40 | 41.95 |
| 全部债务 (亿元) | 17.89 | 36.54 | 46.99 | 36.01 |
| 营业总收入 (亿元) | 54.94 | 77.51 | 85.29 | 16.63 |
| 利润总额 (亿元) | 2.10 | 2.45 | 3.35 | 0.21 |
| 资产负债率 (%) | 41.13 | 58.10 | 60.85 | 55.62 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 31.52 | 48.48 | 53.16 | 46.19 |
| 流动比率 (%) | 179.69 | 143.91 | 151.42 | 163.74 |
| 经营现金流动负债比 (%) | 21.27 | 18.81 | 10.81 | -- |

注: 1. 公司 2023 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

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 |
|--------------------|------|------|------|------------|------------|--|----------------------|
| 23 万马 MTN001(科创票据) | AAA | AA | 稳定 | 2023/02/10 | 孙长征 崔濛骁 | 一般工商企业信用评级方法 (V4.0.202208) 一般工商企业主体信用评级模型 (V4.0.202208) | 阅读全文 |
| 21 万马 01 | AAA | AA | 稳定 | 2022/06/13 | 孙长征 崔濛骁 | 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 (V3.1.202204) | 阅读全文 |
| 21 万马 01 | AAA | AA | 稳定 | 2021/06/30 | 孙长征 崔濛骁 | 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) | -- |

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、本报告所列示的主体评级及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。

九、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

2023 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”）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 2023 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市黄岛区国有资产发展中心（原名为“青岛西海岸新区国有资产管理局”，以下简称“黄岛区国资中心”）。截至 2023 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%。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，公司仍主要从事电线电缆、线缆用高分子材料的生产及销售以及新能源充电桩运营业务。截至 2022 年底，公司合并范围内拥有 47 家子公司，拥有在职员工合计 5599 人。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 126.30 亿元，所有者权益 48.82 亿元（含少数股东权益

0.19 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 146.75 亿元，利润总额 4.47 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 113.76 亿元，所有者权益 50.10 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 30.75 亿元，利润总额 1.10 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：李刚。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 5 月底，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。公司债券均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。

根据《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（第一期）募集说明书》有关条款的规定，“21 万马 01”付息日为 2022 年至 2026 年每年的 8 月 10 日，计息方式采用单利按年计息，不计复利。2022 年 8 月 10 日，公司已按照票面利率 4.30% 支付利息 43.00 元/每手（面值 1000 元）（含税），扣税后个人、证券投资基金债券持有人每手实际取得的兑息额为 34.40 元，非居民企业（包含 QFII/RQFII）每手实际取得的兑付兑息金额为 43.00 元。

表 1 截至 2023 年 5 月底公司存续债券概况

| 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 | 2021/8/10 | 5 年 |
| 23 万马 MTN001 (科创票据) | 2.00 | 2.00 | 2023/04/14 | 5 年 |

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基

调, 聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力, 推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力, 生产生活秩序加快恢复, 国民经济企稳回升。经初步核算, 一季度国内生产总值 28.50 万亿元, 按不变价格计算, 同比增长 4.5%, 增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看, 前期受到较大制约的服务业强劲复苏, 改善幅度大于工业生产; 从需求端来看, 固定资产投资实现平稳增长, 消费大幅改善, 经济内生动力明显加强, 内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面, 社融规模超预期扩张, 信贷结构有所好转, 但居民融资需求仍偏弱, 同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面, 资金利率中枢显著抬升, 流动性总体偏紧; 债券市场融资成本有所上升。

展望未来, 宏观政策将进一步推动投资和消费增长, 同时积极扩大就业, 促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下, 外需放缓叠加基数抬升的影响, 中国出口增速或将回落, 但消费仍有进一步恢复的空间, 投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续, 内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看, 当前积极因素增多, 经济增长有望延续回升态势, 全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报 (2023 年一季度) 》, 报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业分析

1. 电线电缆行业

(1) 行业概况

中国电线电缆行业总体保持平稳发展, 行业集中度低, 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发展态势。根据国家电网和国家能源局数据, 十四五期间, 国家电网和南方电网计划将投资电网及其相关产业合计超 3 万亿元, 较十三五期间 2.57 万亿投资有显著增长。

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。

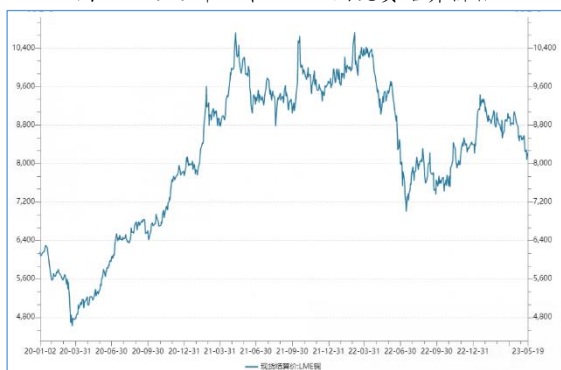
(2) 上下游情况

电线电缆企业生产经营受原材料价格变动影响较大, 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。2020 年, 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 5 月 10 日达到 10724.50 美元/吨, 2021 年 5 月至 2022 年 4 月, 铜现货价格一直处于高位运行; 2022 年 4 月至 2022 年 7 月, 价格下降至 7047.85 美元/吨。2022 年 7 月至今, 价格经过上涨后进入波动调整阶

段，在 8500 美元/吨左右震荡。同期铝现货的价格走势总体上与铜现货相似，2023 年 4 月底维持在 2342.00 美元/吨左右。

图 1 2020 年以来 LME 铜现货结算价格



资料来源：Wind，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，钢材价格综合指数在4月底下降至97左右后震荡上行，并一路震荡攀升至2021年5月份的174高位，此后震荡下行，2022年11月底下探至107左右。2022年11月至今，经历小幅上涨后再次回落至110左右。

图 2 2020 年以来钢材综合价格指数



资料来源：Wind，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，2022 年，全社会用电量 8.64 万亿千瓦时，同比增长 3.60%。其中，全年第一产业用电量 1146.00 亿千瓦时，同比增长 10.40%，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 57001.00 亿千瓦时，同比增长 1.20%，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 14859.00 亿千瓦时，同比增长 4.40%，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发展态势。

2022 年，全国发电装机容量约 25.60 亿千瓦，同比增长 7.80%，其中风电和太阳能发电装机容量分别为 3.70 亿千瓦和 3.90 亿千瓦，同比分别增长 11.20%和 28.10%。2022 年，中国电网工程建设完成投资 5012 亿元，同比增长 2.00%。

整体看，2022 年全社会用电量持续增长，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，整体仍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网工程、新能源电力系统、轨道交通等重点领域的建设投资，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。

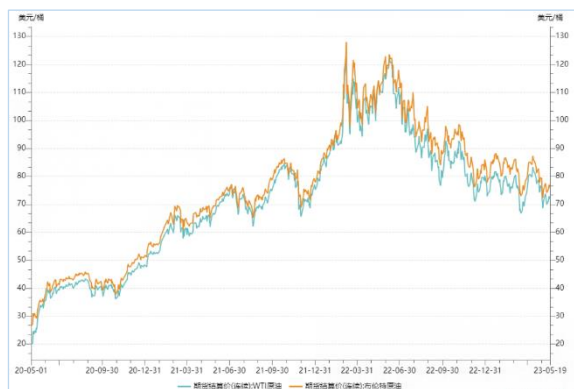
经过数十年的发展，中国线缆用高分子材料制造企业已能自主开发大部分的中高端线缆材料，包含辐照交联线缆材料、硅烷交联线缆材料、无卤低烟阻燃电缆材料等。但在高压、超高压电缆绝缘料、屏蔽料等电缆材料的关键技术上，中国企业仍与国际先进水平存在一定差距，国内高端市场被国外企业所垄断，国产高压电缆绝缘料市场占有率仅有15%左右，在一定程度上限制了中国电线电缆行业的发展。

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。受多重因素影响，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，于2022年3月和6月先后达到最高价，最高价格均超过120美元/桶；2022年6月至12月，石油期货价格震荡下行至72美元/桶。2023年以来，价格震荡调整。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，2021年10月至今，价格波动下降，已恢复至2020年上半年水平。

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，电网工程、新能源电力系统、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：Wind，联合资信整理

行业政策方面，近年来，我国宏观经济保持较快增长，国家提倡发展低碳、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、医疗等行业广泛推广应用节能技术，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

截至2023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，公司实际控制人为黄岛区国资中心。截至2023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. 企业规模和竞争力

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、产能规模与销售服务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，公司主要从事电线电缆的研发、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桩业务。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；在新能源领域，公司形成了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布局。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”）是国内电线电缆材料领域龙头企业，产销规模位居行业前列。万马高分子的化学交联、硅烷交联绝缘料国内市场占有率位居行业首位，屏蔽料、低烟

无卤电缆料、PVC电缆料市场占有率均位居前三位。2022年以来，公司逐步加强场站精细化运营，提升“爱充”品牌知名度，充电服务业务保持稳定，自营站充电量前三的北京东大停车场充电站、广州番禺石基站、番禺江南创意园站，年充电量均超过400万度。2022年，公司新能源充电设备对外销售发出同比增长39.13%，充电桩销量的提升带动代运营、代运维业务的增长。

(2) 技术研发优势

公司重视技术创新，2022年，公司自主研发的“超高压电缆（220kV）超净XLPE绝缘料”“超高压电缆用（220kV）超光滑半导体屏蔽料”及“35kV热塑性聚丙烯电缆料”三项新产品通过国家级新产品鉴定。公司研发生产的柔性线缆，解决了电缆长距离行程内反复运动造成应力扭曲及自身重力与拖链盒间反复摩擦导致寿命降低的行业难题，打破该领域进口产品的垄断。万马高分子高压电缆绝缘材料入选工信部重点产品、工艺一条龙应用示范名单。

截至2022年底，公司拥有有效知识产权595项，其中发明专利70项、实用新型专利416项、外观设计65项、软件著作权44项。公司参与制定国家标准、行业标准及团体标准等60余项，其中2022年参与制订9项国家标准和1项行业标准。

(3) 产能规模与销售服务优势

公司连续五年位居“中国线缆行业最具竞争力企业10强”，在中高端线缆产品市场竞争中具备稳定的竞争优势；万马高分子产销规模多年位居行业前列。截至2022年底，公司电力产品产能达到46.31万KM/年，高分子材料产能达到54.89万吨/年，整体产能处于行业前列，具备产能规模优势。公司建立了直销与分销并存的多渠道市场营销模式，不断强化市场职能，提升响应客户速度和服务能力。万马高分子完成临安、湖州、四川、清远四大生产基地建设，加大对中东、东南亚和北非等新兴经济体市场的培育和开拓力度，销售规模有望持续提升。

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2023年4月14日，公司本部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）。根据银行相关说明，上述关注类记录均系银行系统或客观原因所致。

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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2022年公司完成董事会和监事会的换届选举；公司管理制度连续，未发生重大变化。

2022年，公司完成了董事会和监事会的换届选举。公司董事、监事及高级管理人员变动情况详见下表。2023年5月17日，公司聘任谢辉凌先生担任财务总监，填补了该职位的空缺。

表2 2022年公司董事、监事、高级管理人员变动情况

| 姓名 | 担任的职务 | 类型 | 日期 | 原因 |
|-----|-------|----------|------------|---------------------------|
| 孟宪洪 | 董事长 | 任期满离任 | 2022/10/26 | 任期满离任 |
| 徐志宾 | 董事 | 任期满离任 | 2022/10/26 | 任期满离任 |
| 李刚 | 副总经理 | 任期满离任、选聘 | 2022/10/26 | 任期满，不再兼任副总经理，现任公司董事长 |
| 张珊珊 | 总经理 | 任期满离任、选聘 | 2022/10/26 | 任期满，不再兼任总经理，现任公司副董事长 |
| 徐兰芝 | 副总经理 | 任期满离任、选聘 | 2022/10/26 | 任期满，不再兼任副总经理，现任公司董事兼总经理 |
| 危洪涛 | 监事会主席 | 任期满离任、选聘 | 2022/10/26 | 任期满，不再兼任监事会主席，现任公司董事兼副总经理 |
| 龙磊 | 监事 | 选聘 | 2022/10/27 | 选聘 |
| 孙小红 | 副总经理 | 任期满离任 | 2022/10/26 | 任期满离任 |
| 董杰 | 财务总监 | 离职 | 2022/7/9 | 主动辞职 |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

除上述事项外，公司管理层其他成员未发生变动，管理制度未发生重大变动，管理运作正常。

八、重大事项

公司发布 2023 年度向特定对象发行股票预案。

2023 年 5 月 24 日，公司发布《浙江万马股份有限公司 2023 年度向特定对象发行股票预案》。

公司向特定对象发行股票的发行对象为控股股东海控集团在内的符合中国证监会规定条件的不超过三十五名投资者，除海控集团外，本次发行的其他发行对象尚未确定，最终发行对象由公司股东大会授权董事会在本次发行申请获得深交所审核通过并经中国证监会作出同

意注册决定后，根据中国证监会、深交所的相关规定，根据竞价结果与保荐机构协商确定。

本次发行的股票数量按照募集资金总额除以发行价格确定，且不超过本次向特定对象发行前公司总股本的 30%，即 310646729 股。其中，海控集团拟认购股票数量为本次实际发行数量的 25.01%，即按照本次发行前海控集团持有上市公司的股份比例进行同比例认购。本次向特定对象发行股票发行完成后，海控集团所认购的股份自发行结束之日起十八个月内不得转让，其他发行对象所认购的股份自发行结束之日起六个月内不得转让。

本次向特定对象发行募集资金总额不超过 17.00 亿元，扣除发行费用后拟将全部用于以下项目；本次向特定对象发行股票不构成重大资产重组，不会导致公司控制权发生变化。

表 3 公司募集资金拟定用途情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 实施主体 | 投资总额 | 拟投入募集资金金额 |
|---|-------------------|--------------|--------------|
| 青岛万马高端装备产业项目（一期） | 万马（青岛）电缆科技发展有限公司 | 16.50 | 10.00 |
| 浙江万马专用线缆科技有限公司年产 16000 公里电线电缆建设项目 | 公司、浙江万马专用线缆科技有限公司 | 2.04 | 2.00 |
| 浙江万马高分子材料集团有限公司年产 4 万吨高压电缆超净 XLPE 绝缘料项目 | 万马高分子 | 1.00 | 1.00 |
| 浙江万马高分子材料集团有限公司上海新材料研究院建设项目 | 上海万马高分子材料研究有限公司 | 1.53 | 1.50 |
| 补充流动资金 | 公司 | 2.50 | 2.50 |
| 合计 | | 23.57 | 17.00 |

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：Wind，联合资信整理

九、经营分析

1. 经营概况

2022 年，公司整体经营较为稳健，营业总收入保持增长态势；铜价整体有所回落，虽聚乙烯类原材料整体均价有所上涨，但公司在高分子材料产品上进行了一定的价格传导，公司综合毛利率同比小幅提升。

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。2022 年，公司营业总收入较上年增长 14.94%，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 55.21%，主要系收入规

模扩大以及毛利率提升所致。

收入构成方面，电力产品系对公司营业总收入贡献最大的产品，2022 年，公司电力产品收入较上年增长 10.28%，主要系下游电网投资规模稳定增长带动公司中、低压线缆订单增加以及公司加强市场拓展力度所致，占营业总收入的比重随高分子材料产品收入的显著提升而下降 2.45 个百分点。2022 年，高分子材料收入较上年增长 23.55%，主要系一方面线缆用高分子材料国产化替代持续推进，万马高分子市场占有率有所提升，另一方面万马高分子加强对中东、东南亚等新兴经济体市场的拓展，境外销售收入持续增长所致；占营业总收入的比重较

上年上升 2.21 个百分点。2022 年，公司通信产品收入较上年增长 22.39%，主要系公司调整产品结构，核心产品实现由同轴电缆向安防数据电缆转型，叠加工业智能装备线缆销量大幅增长所致；占营业总收入比重较上年小幅提升。2022 年，新能源业务收入较上年增长 12.21%，主要系公司新能源充电设备性能提升、销量有所增长，同时场站充电服务业务保持稳定所致，新能源业务收入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，2022 年，铜价呈现冲高回落后震荡调整的态势，公司铜杆采购均价较上年小幅下降，公司电力产品毛利率较上年下降 0.19 个百分点；公司通信产品毛利率较上年上升 1.64 个

百分点，主要系产品结构调整所致；2022 年，虽然聚乙烯类原材料整体采购均价有所升高，但公司进行了一定的价格传导，硅烷交联、化学交联、低烟无卤等主要产品销售均价同样有所升高，公司高分子材料毛利率较上年提升 2.61 个百分点；公司新能源业务毛利率较上年提升 1.83 个百分点，主要系充电设备销售收入增加使得收入结构略有调整所致。受上述因素影响，2022 年，公司毛利率较上年提升 0.60 个百分点。

2023 年 1—3 月，公司营业总收入 30.75 亿元，同比下降 1.69%；营业成本 26.52 亿元，同比下降 3.15%；毛利率同比提升 1.29 个百分点。2023 年 1—3 月，公司实现利润总额 1.10 亿元，同比增长 143.07%，主要系毛利率提升以及资产处置收益、其他收益增加所致。

表 4 2021—2022 年及 2023 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况

| 业务板块 | 2021 年 | | | 2022 年 | | | 2023 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 | 77.11 | 60.39 | 12.15 | 85.03 | 57.94 | 11.96 | 16.68 | 54.22 | 12.52 |
| 通信产品 | 8.68 | 6.80 | 15.11 | 10.62 | 7.24 | 16.75 | 1.91 | 6.22 | 16.90 |
| 高分子材料 | 37.67 | 29.50 | 12.81 | 46.54 | 31.71 | 15.42 | 10.98 | 35.71 | 14.64 |
| 新能源 | 3.24 | 2.54 | 13.83 | 3.64 | 2.48 | 15.66 | 0.85 | 2.78 | 20.07 |
| 贸易及其他 | 0.98 | 0.77 | 56.32 | 0.92 | 0.62 | 18.51 | 0.33 | 1.07 | 13.51 |
| 合计 | 127.67 | 100.00 | 12.93 | 146.75 | 100 | 13.53 | 30.75 | 100 | 13.77 |

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 原材料采购

2022 年，公司仍由供应链中心负责采购管理工作，铜和聚乙烯类材料为公司主要的生产原材料，铜采购均价整体有所回落、聚乙烯类材料采购均价有所上涨；公司增加票据支付比重，提高资金使用效率，采购集中度有所下降。

跟踪期内，公司的采购模式、采购产品类别均未发生重大变化。公司仍由供应链中心负责供应商的准入、集中采购招标等管理工作。

铜、铝等金属材料的采购方面，公司根据订单种类采用不同的采购方式；对于当期订单，公司在现货市场通过“点价+供应商加工费”的结算方式买入相应原材料；对于远期订单或框架协议，公司通过签订期货合约进行套期保值，此类订单套期保值比例通常为 50~80%。线缆用高

分子材料采购方面，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，占比为 40%左右。

万马高分子采购的主要原材料包括聚乙烯、交联剂等，其中聚乙烯约占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，采购渠道无重大变化。

公司采购的原材料种类较多，2022 年，公司采购额占比前四位的原材料分别为铜杆、铜丝、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯（占公司年度采购总额的比例约为 75%）。采购量方面，2022 年，铜杆采购量变化不大，铜丝、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯采购量均有所增长，同比分别增长 10.16%、15.40% 和 19.57%。采购

价格方面, 2022年, 铜价冲高回落后震荡调整, 公司采购的铜杆、铜丝均价有所下降; 低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯的采购均价变化不大。

2022年, 公司聚乙烯和光纤的采购均价分别增长7.14%和32.33%, 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 5 公司主要原材料采购情况

| 名称 | 项目 | 2021 年 | 2022 年 |
|-------------------------------|-----------------|---------|--------|
| 铜杆 | 采购量 (单位: 万吨) | 8.28 | 8.27 |
| | 采购均价 (单位: 万元/吨) | 6.94 | 6.73 |
| 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) | 0.24 | 0.09 |
| | 采购均价 (单位: 万元/吨) | 2.01 | 2.20 |
| 铝杆 | 采购量 (单位: 吨) | 713.24 | 712.07 |
| | 采购均价 (单位: 万元/吨) | 1.98 | 2.12 |
| 铜丝 | 采购量 (单位: 万吨) | 1.87 | 2.06 |
| | 采购均价 (单位: 万元/吨) | 7.10 | 6.85 |
| 铜包钢 | 采购量 (单位: 吨) | 1320.35 | 581.36 |
| | 采购均价 (单位: 万元/吨) | 1.48 | 1.55 |
| 聚乙烯 | 采购量 (单位: 万吨) | 3.02 | 3.67 |
| | 采购均价 (单位: 万元/吨) | 1.68 | 1.80 |
| 树脂 | 采购量 (单位: 万吨) | 2.03 | 3.99 |
| | 采购均价 (单位: 万元/吨) | 0.96 | 0.80 |
| 光纤 | 采购量 (单位: 万公里) | 161.95 | 159.13 |
| | 采购均价 (单位: 元/公里) | 23.88 | 31.60 |
| 护套料 | 采购量 (单位: 万吨) | 1.71 | 2.39 |
| | 采购均价 (单位: 万元/吨) | 1.11 | 1.16 |
| 低密度聚乙烯 | 采购量 (单位: 万吨) | 10.00 | 11.54 |
| | 采购均价 (单位: 万元/吨) | 1.13 | 1.10 |
| 线性低密度聚乙烯 | 采购量 (单位: 万吨) | 10.22 | 12.22 |
| | 采购均价 (单位: 万元/吨) | 0.87 | 0.88 |

资料来源: 公司提供

跟踪期内, 公司采购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。其中, 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。截至 2022 年底, 公司应付票据 37.65 亿元, 同比增长 12.85%, 公司通过开展票据池业务, 降低资金成本, 提高资金使用效率。

采购集中度方面, 2022年, 公司对前五大供应商采购金额为46.34亿元, 占当年采购总额的比重同比下降9.75个百分点至37.67%, 采购集中度尚可。

3. 生产与销售

2022 年, 公司产能有所提升, 受益于国家

电网投资规模稳定增长以及公司加强市场拓展力度, 电力产品和高分子材料产销量均有所增长; 部分下游客户账期有所延长, 但应收账款计提坏账比例较低, 应收账款质量尚可。

2022 年, 公司各产品经营主体和销售模式未发生变化。经营主体方面, 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，公司分为直销和经销，以直销为主，2022年公司直销业务收入占营业总收入的比重为93.97%。分产品看，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。公司已制定实施“南北联动”战略，重点推进的项目包括“青岛万马高端装备产业园基地”和“万马万华高分子一体化项目”。

产能方面，2022年，公司高压分厂和配套导体分厂投产，电力产品和通信产品产能较上年分别增长14.04%和13.67%；万马高分子的湖州长兴工厂产品线陆续投产，高分子材料产品产能较上年增长9.30%。

产销量方面，2022年，受益于国家电网投资规模稳定增长以及公司加强市场拓展力度，公司电力产品产销量均有所增长；万马高分子行业地位稳固、市场占有率有所提升，加强了对

中东、东南亚等新兴经济体市场的拓展，高分子材料产品产销量明显增长；公司通信产品产销量有所下降，主要受到产品结构调整影响。

销售价格方面，2022年，铜价有所回落，公司电力产品销售均价小幅下降；聚乙烯类原材料整体均价有所上涨，公司进行一定的价格传导，高分子材料产品销售均价有所升高；通信产品受到产品结构调整，销售均价有所提升。

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。截至2022年底，公司应收账款账面价值为37.84亿元，较上年底增长9.57%，1年以内应收账款账面余额占比为91.53%，累计计提坏账1.86亿元，计提比例为4.68%。

表6 公司主要产品产销量情况

| 项目 | 产品 | 2021年 | 2022年 |
|-------|-------------|--------|--------|
| 电力产品 | 产能（万KM） | 40.61 | 46.31 |
| | 生产量（万KM） | 32.45 | 34.45 |
| | 产能利用率（%） | 79.91 | 74.38 |
| | 销售量（万KM） | 32.93 | 36.72 |
| | 产销率（%） | 101.46 | 106.59 |
| | 销售均价（万元/KM） | 2.34 | 2.32 |
| 通信产品 | 产能（万KM） | 122.34 | 139.06 |
| | 生产量（万KM） | 81.56 | 70.29 |
| | 产能利用率（%） | 66.67 | 50.55 |
| | 销售量（万KM） | 89.03 | 72.83 |
| | 产销率（%） | 109.15 | 103.61 |
| | 销售均价（万元/KM） | 0.10 | 0.15 |
| 高分子材料 | 产能（万吨） | 50.22 | 54.89 |
| | 生产量（万吨） | 37.56 | 44.68 |
| | 产能利用率（%） | 74.80 | 81.40 |
| | 销售量（万吨） | 37.67 | 40.27 |
| | 产销率（%） | 100.29 | 90.12 |
| | 销售均价（万元/吨） | 1.11 | 1.16 |

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

客户集中度方面，2022年，公司对前五大客户销售额为13.49亿元，占年度销售总额比例

为9.20%，较上年下降1.49个百分点，集中度一般。

4. 经营效率

2022年，公司存货周转次数、销售债权周转次数较上年均有所提升，总资产周转次数小幅下降；公司整体经营效率良好，处于行业中上游水平。

2022年，公司存货周转次数和销售债权周转次数分别由上年的12.49次和3.08次提升至13.69次和3.10次；总资产周转次数由上年的1.29次下降至1.22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 7 2022 年同行业公司经营效率对比情况

| 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 | 6.24 | 2.89 | 1.03 |

表 8 截至 2023 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 2023 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) | | |
| 万马高端电缆产业化项目 | 3.98 | 0.00 | 2.01 | 1.09 | 1.64 | 1.06 | -- | 0.41 | 0.87 | 2023 年底 |
| 超高压二期 | 1.16 | 0.00 | 0.77 | 0.00 | -- | 0.77 | -- | 0.54 | 0.40 | 2023 年底 |
| 合计 | 5.14 | 0.00 | 2.78 | 1.09 | 1.64 | 1.83 | -- | 0.95 | 1.27 | -- |

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公司自身的业务规模与市场定位。

研发创新方面，公司将实施产品领先战略，加强各业务板块间新产品、新技术的联合开发，注重关键技术突破，打造产品领先优势，提高市场竞争力。智能制造和数字化方面，公司将逐步推动产业数字化转型，加速推进工业互联网、物联网平台的搭建，推进智能工厂和数字化车间的转型。市场拓展方面，公司将深度拓展国内市场、持续跟进国际市场，注重开发优质战略客户。重点专项方面，公司推进实施“南北联动”战略，加快青岛万马高端装备产业园基地建设和万马万华高分子一体化项目落地，力争打造成公司新的增长点。

| | | | |
|------|-------|------|------|
| 太阳电缆 | 17.78 | 8.02 | 2.68 |
| 中超控股 | 8.16 | 2.14 | 1.04 |
| 远东股份 | 5.36 | 5.39 | 1.18 |
| 通光线缆 | 5.26 | 2.07 | 0.77 |
| 中位数 | 6.24 | 2.89 | 1.04 |
| 万马股份 | 11.42 | 4.06 | 1.22 |

注：Wind 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 Wind 数据

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 在建项目

公司在建项目主要为产能扩建项目，未来资金支出压力不大。

公司在建项目主要包括万马高端电缆产业化项目和超高压二期等，规划总投资5.14亿元。截至2023年3月底，公司已完成规划总投资额的85.99%，未来资金支出压力不大。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年财务报告，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2023年一季度财务报表未经审计。

2022年，公司合并范围新增1家子公司，为广东万泓通信技术有限公司（非同一控制下企业合并，以下简称“万泓通信”）；合并范围减少2家子公司，分别为Optrum Technology LLC和Steed Networks Technologies Co.,Ltd（注销）。截至2022年底，公司纳入合并范围子公司共计47家。2023年1—3月，公司合并范围新增1家子公司，为万马（青岛）电缆科技发展有限公司。公

司主营业务未发生变化，新增或注销的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

截至2022年底，公司合并资产总额126.30亿元，所有者权益48.82亿元（含少数股东权益0.19亿元）；2022年，公司实现营业总收入146.75亿元，利润总额4.47亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额113.76亿元，所有者权益50.10亿元（含少数股东权益0.20亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入30.75亿元，利润总额1.10亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主；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，商誉减值损失对公司利润形成一定影响，需关注未来减值风险；货币资金受限比例高，主要为各类保证金。

截至2022年底，公司合并资产总额较上年底增长10.59%，主要系流动资产增加所致。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表9 2021-2022年及2023年3月底公司资产主要构成

| 科目 | 2021年底 | | 2022年底 | | 2023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 | 89.67 | 78.52 | 99.97 | 79.15 | 86.48 | 76.02 |
| 货币资金 | 25.53 | 28.47 | 36.31 | 36.32 | 19.66 | 22.74 |
| 应收票据 | 10.65 | 11.88 | 7.31 | 7.31 | 6.87 | 7.95 |
| 应收账款 | 34.53 | 38.51 | 37.84 | 37.85 | 39.30 | 45.44 |
| 存货 | 9.96 | 11.10 | 8.58 | 8.58 | 10.41 | 12.04 |
| 非流动资产 | 24.54 | 21.48 | 26.33 | 20.85 | 27.28 | 23.98 |
| 固定资产 | 13.62 | 55.53 | 14.94 | 56.73 | 15.43 | 56.55 |
| 在建工程 | 2.83 | 11.52 | 3.43 | 13.02 | 3.07 | 11.26 |
| 无形资产 | 2.61 | 10.62 | 2.49 | 9.47 | 3.16 | 11.59 |
| 商誉 | 1.96 | 8.00 | 1.51 | 5.73 | 1.51 | 5.53 |
| 资产总额 | 114.21 | 100.00 | 126.30 | 100.00 | 113.76 | 100.00 |

注：1.尾差系数据四舍五入所致；2.科目占比系各科目占流动资产或非流动资产的比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底，公司流动资产较上年底增长11.48%，主要系货币资金增加所致。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2022年底，公司货币资金较上年底增长42.24%，主要系公司优化付款方式，增加票据付款比例使银行承兑汇票保证金增加所致，资金来源主要为长期借款；货币资金中有19.53亿元受限资金，受限比例为53.79%，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2022年底，公司应收票据较上年底下降31.38%，主要系信用级别一般的银行承兑及商业承兑回款减少所致；公司应收票据中银行承兑汇票和商业承兑汇票的占比分别为49.41%和50.59%。

截至2022年底，公司应收账款账面价值较上年底增长9.57%，主要系公司销售规模扩大，对应的应收款增加所致。从应收账款账龄来看，按照应收账款账面余额计算，公司应收账款账龄1年以内占91.53%。截至2022年底，公司对应收账款累计计提坏账1.86亿元，计提比例为4.68%；应收账款前五大欠款方合计金额为4.70亿元，占比为11.84%，集中度一般。

截至2022年底，公司存货较上年底下降13.83%，主要系公司库存商品减少所致；公司存货主要由原材料（占19.14%）、在产品（占22.30%）和库存商品（占52.64%）构成，累计计提跌价准备0.18亿元，计提比例为2.10%。

(2) 非流动资产

截至2022年底,公司非流动资产较上年底增长7.32%,公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。

截至2022年底,公司固定资产较上年底增长9.63%,主要系公司万马高端电缆产业化、充电桩等在建工程转固所致;公司固定资产主要由房屋及建筑物(占51.18%)和机器设备(占46.24%)构成,累计计提折旧11.79亿元;固定资产成新率55.88%,成新率一般。

截至2022年底,公司在建工程较上年底增长21.25%,主要系高分子超高压二期、湖州PVC生产线、低烟无卤生产线投入增加所致;公司在建工程主要由万马高端电缆产业化项目、PVC生产线项目和超高压二期项目构成,累计计提减值准备0.02亿元。

截至2022年底,公司无形资产较上年底下降4.31%,变化不大;公司无形资产主要由土地使用权(占90.48%)、非专利技术(占3.76%)、商标权(占2.24%)、办公软件(占2.36%)和商业软件(占1.16%)构成,累计摊销0.95亿元,未计提减值准备。

截至2022年底,公司商誉账面价值较上年底下降23.12%,主要系公司对被投资单位浙江万马集团特种电子电缆有限公司(以下简称“万马特种电缆”)计提商誉减值准备所致;商誉主要为公司收购万马特种电缆(账面价值1.47亿元)和万泓通信(账面价值0.04亿元)形成,未来若被投资单位经营业绩未达预期,公司将面临商誉减值风险。

截至2022年底,公司所有权和使用权受到限制的资产情况见下表,考虑到受限货币资金主要为各类保证金,整体受限比例一般。

表 10 截至 2022 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 | 19.53 | 15.46 | 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 | 2.83 | 2.24 | 质押开具应付票据 |
| 固定资产 | 2.22 | 1.76 | 借款抵押 |
| 无形资产 | 1.86 | 1.47 | 借款抵押 |
| 应收款项融资 | 0.19 | 0.15 | 质押开具应付票据 |
| 合计 | 26.62 | 21.08 | -- |

注:尾差系数数据四舍五入所致

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至2023年3月底,公司合并资产总额113.76亿元,较上年底下降9.93%,主要系流动资产减少所致。公司资产以流动资产为主,资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2022 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 2022 年底,公司所有者权益 48.82 亿元,较上年底增长 7.19%,主要系未分配利润积累所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为 99.62%,少数股东权益占比为 0.38%。在所有者权益中,实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 21.21%、31.92%、7.39%和 42.92%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2023 年 3 月底,公司所有者权益 50.10 亿元,较上年底增长 2.61%。所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

截至 2022 年底,为优化融资结构和付款方式,公司增加长期借款和票据支付规模,公司负债和债务规模均有所增长,负债结构以流动负债为主;公司债务负担加重,但债务结构有所优化,资金使用效率有所提升。

截至 2022 年底,公司负债总额较上年底增长 12.84%,主要系非流动负债增加所致。公司负债以流动负债为主,负债结构较上年底变化不大。

表 11 2021 - 2022 年及 2023 年 3 月底公司负债主要构成

| 项目 | 2021 年底 | | 2022 年底 | | 2023 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 | 57.11 | 83.17 | 60.58 | 78.20 | 48.10 | 75.55 |
| 应付票据 | 33.37 | 58.43 | 37.65 | 62.15 | 26.12 | 54.31 |
| 应付账款 | 13.08 | 22.90 | 11.64 | 19.21 | 8.62 | 17.91 |
| 非流动负债 | 11.55 | 16.83 | 16.89 | 21.80 | 15.57 | 24.45 |
| 长期借款 | 4.70 | 40.68 | 10.42 | 61.68 | 8.78 | 56.43 |
| 应付债券 | 4.03 | 34.89 | 4.04 | 23.91 | 4.08 | 26.23 |
| 递延收益 | 1.25 | 10.78 | 1.09 | 6.46 | 1.06 | 6.84 |
| 负债总额 | 68.66 | 100.00 | 77.48 | 100.00 | 63.66 | 100.00 |

注：1.尾差系数数据四舍五入所致；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：公司财务报告。联合资信整理

截至2022年底，公司流动负债较上年底增长6.08%，主要系应付票据增加所致。公司流动负债主要由应付票据和应付账款构成。

截至2022年底，公司应付票据较上年底增长12.85%，主要系公司优化付款方式，增加票据支付所致。截至2022年底，公司应付账款较上年底下降11.01%，主要系公司票据付款增加，使应付账款减少。应付账款账龄以1年内为主，1年内应付账款占比为93.92%。

截至2022年底，公司非流动负债较上年底增长46.22%，主要系公司长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。

截至2022年底，公司长期借款较上年底增长121.69%，主要系公司优化融资结构、增加长期借款所致；长期借款主要由抵押借款（占24.36%）、保证借款（占21.59%）、信用借款（占42.77%）、保证+抵押借款（占11.08%）以及应付利息（占0.20%）构成。从期限分布看（截至2023年3月底），2024年到期的占22.17%，2025年到期的占55.34%，2026年及以后到期的占22.49%，长期借款到期期限相对分散，集中偿付压力尚可。

截至2022年底，公司应付债券4.04亿元，较上年底变化不大；公司应付债券全部为“21万马01”（票面金额为4.00亿元）。此外，公司于2023年4月发行中期票据“23万马MTN001（科创票据）”，票面金额2.00亿元。

截至2022年底，公司递延收益较上年底下降

12.44%，主要系政府补助转入其他收益的规模超过新增政府补助所致。

截至2023年3月底，公司负债总额较上年底下降17.83%，主要系流动负债减少所致。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至2022年底，公司全部债务56.00亿元，较上年底增长20.41%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占72.52%，长期债务占27.48%，以短期债务为主，其中，短期债务40.61亿元，较上年底增长10.72%，主要系公司优化付款方式，应付票据增加所致；长期债务15.39亿元，较上年底增长56.55%，主要系公司优化融资结构，长期借款增加所致。从债务指标来看，截至2022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61.34%、53.42%和23.97%，较上年底分别提高1.22个百分点、2.90个百分点和6.21个百分点。公司债务负担加重。

截至2023年3月底，公司全部债务46.57亿元，较上年底下降16.84%，主要系公司短期债务减少所致。债务结构方面，短期债务占70.44%，长期债务占29.56%，以短期债务为主，其中，短期债务32.80亿元，较上年底下降19.22%，主要系票据到期兑付所致；长期债务13.76亿元，较上年底下降10.56%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。从债务指标来看，截至2023年3月底，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 55.96%、48.17% 和 21.55%，较上年底分别下降 5.38 个百分点、5.25 个百分点和 2.41 个百分点。

截至本报告出具日，公司存续债券情况见下表。

表 12 截至报告出具日公司存续债券情况

| 债券简称 | 债券余额 (亿元) | 到期日 |
|------------------------|--------------|------------|
| 21 万马 01 | 4.00 | 2026/08/10 |
| 23 万马 MTN001 (科创票据) | 2.00 | 2028/04/14 |
| 合计 | 6.00 | -- |

资料来源：Wind，联合资信整理

4. 盈利能力

2022 年，公司营业总收入保持增长，利润总额大幅增长，资产减值损失对公司利润形成一定侵蚀，但其他收益对公司利润形成有效补充，公司盈利指标整体表现有所提升。

2022 年，公司营业总收入及利润总额分析参考“九、经营分析”。

2022 年，公司费用总额为 16.21 亿元，同比增长 14.79%，主要系销售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 38.93%、20.32%、37.73% 和 3.01%，以销售费用和研发费用为主。其中，销售费用为 6.31 亿元，同比增长 16.29%，主要系销售规模扩大，代理服务费及职工薪酬增加所致；管理费用为 3.30 亿元，同比增长 2.51%，同比变化不大；研发费用为 6.12 亿元，同比增长 29.32%，主要系公司促进产品技术更新和改造，加大研发投入所致；财务费用为 0.49 亿元，同比下降 35.01%，主要系美元汇率变动，公司汇兑收益增加所致。2022 年，公司期间费用率为 11.05%，同比下降 0.01 个百分点，相对稳定。

2022 年，公司实现其他收益 1.69 亿元，同比增长 20.11%，主要系增值税退税收入以及递延收益（主要为政府补助）摊销计入增加所致，其他收益占营业利润比重为 36.98%，对营业利润影响较大。2022 年，公司资产减值损失由上年 0.19 亿元增加至 0.87 亿元，主要系商誉减值损失、存货跌价损失及合同履约成本减值损失增

加所致；相当于营业利润的 19.00%，对营业利润影响较大。

表 13 公司盈利能力变化情况

| 项目 | 2021 年 | 2022 年 |
|-----------|--------|--------|
| 营业总收入（亿元） | 127.67 | 146.75 |
| 利润总额（亿元） | 2.88 | 4.47 |
| 营业利润率（%） | 12.68 | 13.26 |
| 总资本收益率（%） | 3.35 | 4.58 |
| 净资产收益率（%） | 6.01 | 8.46 |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2022 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别较上年提高 0.58 个百分点、1.23 个百分点和 2.45 个百分点。公司各盈利指标表现均有所提升。

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 14 2022 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 | 20.24 | 9.33 | 11.72 |
| 太阳电缆 | 4.63 | 7.21 | 12.29 |
| 中超控股 | 10.85 | 0.68 | -3.62 |
| 远东股份 | 12.92 | 4.47 | 13.75 |
| 通光线缆 | 20.86 | 4.66 | 1.05 |
| 中位数 | 12.92 | 4.66 | 11.72 |
| 万马股份 | 13.53 | 3.98 | 8.77 |

注：Wind 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上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind，联合资信整理

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 30.75 亿元，同比下降 1.69%，变化不大。2022 年 1—3 月，公司利润总额 1.10 亿元，同比增长 143.07%，主要系公司毛利率提升以及资产处置收益增加所致。

5. 现金流

2022 年，随着销售规模扩大，公司经营性应收项目增加，公司经营活动现金净流入规模有所下降，收入实现质量仍一般；投资活动现金净流出规模相对稳定；公司增加票据支付使得质押存款增加，筹资活动现金净流出规模有所扩大；公司经营活动现金净流入可以覆盖投资活动净支出需求。

表 15 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

| 项目 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 1-3 月 |
|--------------------|--------------|--------------|-----------------|
| 经营活动现金流入小计 | 113.22 | 132.34 | 26.29 |
| 经营活动现金流出小计 | 104.13 | 125.44 | 44.74 |
| 经营现金流量净额 | 9.09 | 6.90 | -18.44 |
| 投资活动现金流入小计 | 48.10 | 20.11 | 3.05 |
| 投资活动现金流出小计 | 51.62 | 24.04 | 4.52 |
| 投资活动现金流量净额 | -3.52 | -3.93 | -1.47 |
| 筹资活动前现金流量净额 | 5.57 | 2.97 | -19.92 |
| 筹资活动现金流入小计 | 10.38 | 12.94 | 13.60 |
| 筹资活动现金流出小计 | 11.52 | 15.07 | 1.11 |
| 筹资活动现金流量净额 | -1.15 | -2.13 | 12.49 |
| 现金收入比 (%) | 83.34 | 86.37 | 81.11 |

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从经营活动来看, 2022年, 公司经营活动现金流入同比增长16.89%, 主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致; 经营活动现金流出同比增长20.47%, 主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工以及为职工支付的现金增加所致。综上, 2022年, 公司经营活动现金净流入同比下降24.12%, 主要系公司销售规模扩大, 公司应收项目增加所致。2022年, 公司现金收入比同比提高3.04个百分点, 但收入实现质量仍一般。

从投资活动来看, 2022年, 公司投资活动现金流入同比下降58.20%, 主要系公司银行理财产品赎回金额减少所致; 投资活动现金流出同比下降53.44%, 主要系公司银行理财产品申购金额减少所致。综上, 2022年, 公司投资活动现金流量净额保持净流出。

2022年, 公司筹资活动前现金流量净额同比下降46.72%, 主要系经营活动现金流量净额减少所致。

从筹资活动来看, 2022年, 公司筹资活动现金流入同比增长24.68%, 主要系公司取得借款收到的现金增加以及银行保证金释放所致; 筹资活动现金流出同比增长30.81%, 主要系公司支付其他与筹资活动有关的现金(主要为质押开票的定期存款)增加所致。综上, 2022年, 公司筹资活动现金持续净流出且规模有所扩大。

2023年1-3月, 公司经营活动现金净流出18.44亿元, 同比增长27.56%, 主要系票据到期支付及采购付现增加所致; 投资活动现金净流出1.47亿元, 实现筹资活动现金净流入12.49亿元。

6. 偿债指标

公司长短期偿债能力指标表现仍处于较高水平; 且公司作为上市公司, 融资渠道畅通。

表 16 公司偿债指标

| 项目 | 项目 | 2021 年 | 2022 年 |
|----------------|-----------------|--------|--------|
| 短期 偿债 能力 | 流动比率 (%) | 157.02 | 165.01 |
| | 速动比率 (%) | 139.58 | 150.84 |
| | 经营现金/流动负债 (%) | 15.92 | 11.38 |
| | 经营现金/短期债务 (倍) | 0.25 | 0.17 |
| | 现金类资产/短期债务 (倍) | 1.02 | 1.10 |
| 长期 偿债 能力 | EBITDA (亿元) | 5.34 | 7.49 |
| | 全部债务/EBITDA (倍) | 8.70 | 7.48 |
| | 经营现金/全部债务 (倍) | 0.20 | 0.12 |
| | EBITDA/利息支出 (倍) | 15.02 | 10.11 |
| | 经营现金/利息支出 (倍) | 25.55 | 9.31 |

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从短期偿债能力指标看, 截至 2022 年底, 公司流动比率与速动比率同比均有所上升, 流动资产对流动负债的保障程度有所增强。截至 2022 年底, 公司经营现金对流动负债和短期债务的保障程度有所下降, 公司现金类资产对短期债务的保障程度提升。整体看, 公司短期偿债能力指标表现较强。

2022年, 公司EBITDA为7.49亿元, 同比增长40.08%。从构成看, 公司EBITDA主要由折旧(占28.43%)、计入财务费用的利息支出(占8.99%)和利润总额(占59.77%)构成。2022年, 公司EBITDA利息倍数有所下降, 但EBITDA对利息的覆盖程度较高; 公司全部债务/EBITDA有所下降, EBITDA对全部债务的覆盖程度一般; 经营现金对全部债务和利息支出的保障程度均有所下降, 但经营现金对利息支出的保障程度仍较强。整体看, 公司长期债务偿债能力表现仍较强。

对外担保方面, 截至2023年3月底, 公司不存在对合并范围以外企业的担保。

未决诉讼方面，截至2023年3月底，公司存在一笔重大未决诉讼。公司之孙公司清远万马新材料有限公司（以下简称“清远万马”）的工程承包人广东大城建设集团有限公司将部分工程转包给申请人莫箭。2020年10月16日，莫箭向广东省清远市清城区人民法院提起诉讼，要求清远万马偿付工程施工款并于2020年10月15日向清城法院提出财产保全，要求冻结清远万马银行账户存款827.43万元。该案件于2022年10月18日由清城法院出具了一审判决：要求清远万马向莫箭支付工程款1577.55万元及利息，向莫箭支付鉴定费37.95万元。清远万马对该判决结果提出异议，继续进行上诉，同时于2022年12月份将892.10万元追加划入清城法院指定账户，截至2022年底，清远万马共划入清城法院指定账户1719.52万元。

银行授信方面，截至2023年3月底，公司共计获得银行授信额度110.83亿元，其中已使用额度38.15亿元，未使用额度72.68亿元。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部作为重要的运营实体，截至2022年底，其资产结构以流动资产为主，资产负债率有所提升，且存在一定的短期偿付压力；2022年，公司本部收入和利润规模较大，经营活动现金流持续保持净流入状态。

截至2022年底，公司本部资产总额105.73亿元，较上年底增长14.11%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占73.31%，非流动资产占26.69%。从构成看，流动资产主要由货币资金（占33.75%）、应收账款（占36.45%）、其他应收款（占15.37%）和存货（占6.02%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占73.26%）和固定资产（合计）（占15.15%）构成。截至2022年底，公司本部货币资金为26.16亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额64.34亿元，较上年底增长19.51%。其中，流动负债占79.57%，非流动负债占20.43%。从构成看，流动负债主要由应付票据（占62.15%）、应付账

款（占19.27%）和其他应付款（合计）（占9.58%）构成；非流动负债主要由长期借款（占67.66%）和应付债券（占30.73%）构成。截至2022年底，公司本部全部债务46.99亿元。其中，短期债务占72.39%、长期债务占27.61%。截至2022年底，公司本部短期债务为34.01亿元，存在一定短期偿付压力。截至2022年底，公司本部资产负债率为60.85%，较上年底提高2.75个百分点；公司本部全部债务资本化比率53.16%，较上年底提高4.68个百分点，公司本部债务负担加重。

截至2022年底，公司本部所有者权益为41.40亿元，较上年底增长6.61%，主要系未分配利润积累所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润所占比重分别为25.01%、41.49%、5.15%和32.87%，所有者权益结构稳定性较强。

2022年，公司本部营业总收入为85.29亿元，利润总额为3.35亿元。同期，公司本部投资收益为1.44亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为5.53亿元，投资活动现金流净额-1.26亿元，筹资活动现金流净额-4.37亿元。

十一、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，公司在资源协同、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。2022年，公司计入当期损益的政府补助为6192.61万元，较上年增长35.10%。

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（以下

简称“万马新能源”)、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。公司下属子公司万泓通信、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，2022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。公司之孙公司万马新能源销售其自行开发生生产的软件产品，根据财政部、国家税务总局《财政部、国家税务总局关于软件产品增值税政策的通知》(财税〔2011〕100号)的规定，按13%税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过3%的部分实行即征即退。

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黄岛区国资中心，对公司经营和融资环境的改善、资源协同、产业融合等方面具有较大的支持。公司控股股东变更为海控集团后，除国家开发银行发放的贷款由海控集团提供担保外，公司的银行授信业务均由先前的保证担保方式改为纯信用方式。同时，海控集团为公司发行公司债券、中期票据等债券融资提供增信担保，丰富了公司的融资渠道。海控集团作为青岛西海岸新区的国有投资平台，

重点围绕金融服务产业、海洋科技与新兴产业、海洋文旅与高端服务产业进行战略性布局。公司发挥海控集团的业务优势，成立青岛万马海洋工程装备科技有限公司等子公司，进一步拓展业务范围。

十二、债券偿还能力分析

截至2022年底，公司对存续债券的偿付能力很强。

1. 债券偿还能力指标

截至2023年5月底，公司存续债券余额共6.00亿元。为便于分析，此处使用公司2022年底相关数据进行测算，截至2022年底，公司现金类资产44.84亿元，为公司存续债券待偿还本金的7.47倍。2022年，经营活动产生的现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为132.34亿元、6.90亿元、7.49亿元，为公司存续债券待偿还本金的22.06倍、1.15倍和1.25倍，公司对存续债券偿付能力很强。

表 17 截至 2022 年底公司存续债券偿还能力指标

| 项目 | 2022 年 |
|---------------------------|--------|
| 截至 2023 年 5 月底待偿债券余额 (亿元) | 6.00 |
| 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) | 22.06 |
| EBITDA/待偿债券余额 (倍) | 1.25 |

注：此处债券余额包含“23 万马 MTN001 (科创票据)”

资料来源：联合资信整理

2. 增信措施

海控集团于2018年11月成立，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(已更名为“青岛西黄岛区国有资产管理中心”，以下简称“黄岛区国资中心”)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。截至2022年3月底，海控集团注册资本50.00亿元，实收资本14.36亿元。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。黄岛区国资中心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内的工程代建、贸易、房地产及管理服务等业务。截至2022年3月底，海控集团本部设财务部、投资管理部和融资管理部等部门，合并范围拥有一级子公司15家。

截至2021年底，海控集团资产总额1318.33亿元，所有者权益462.05亿元（少数股东权益200.75亿元）。2021年，海控集团实现营业收入324.98亿元，利润总额5.60亿元。

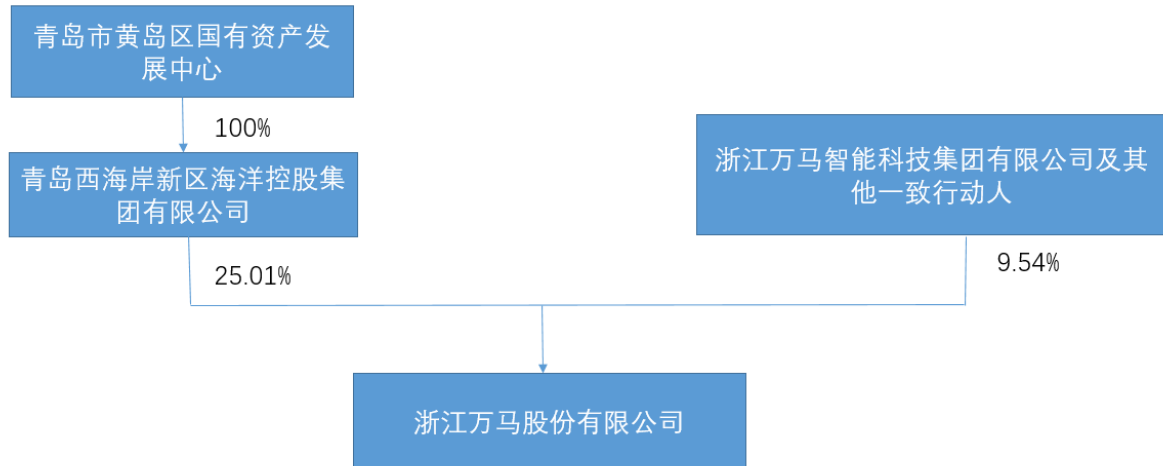
2021年，海控集团经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为415.44亿元、14.56亿元和19.12亿元，对公司存续债券余额的覆盖倍数分别为69.24倍、2.43倍和3.19倍。2021年，海控集团经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对公司存续债券的保障能力极强，EBITDA对存续债券的保障能力很强。

根据联合资信于2022年8月23日出具的《青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司主体长期信用评级报告》，海控集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。海控集团为公司存续债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了相关债券到期偿付的安全性。

十三、结论

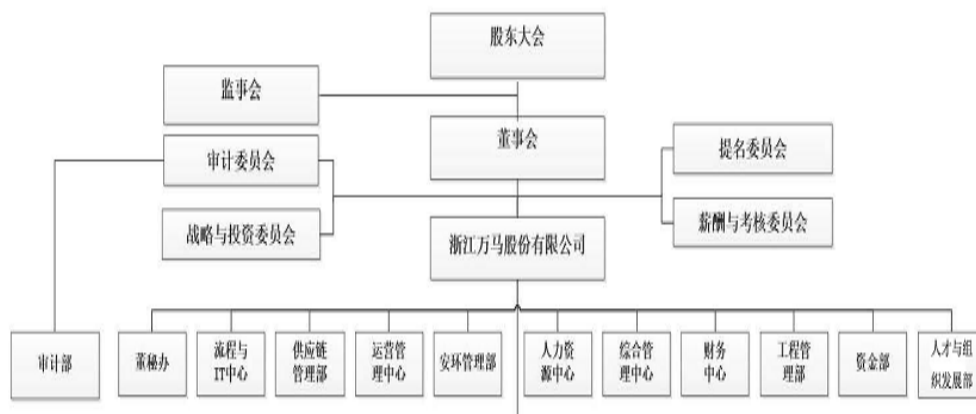
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“21万马01”和“23万马MTN001（科创票据）”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 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 2023 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 2023 年 3 月底浙江万马股份有限公司主要子公司情况

| 子公司名称 | 注册资本金 (万元) | 主营业务 | 持股比例 (%) | | 取得方式 |
|------------------|---------------|---|----------|--------|----------|
| | | | 直接 | 间接 | |
| 浙江万马电缆有限公司 | 30000.00 | 生产销售电缆产品 | 100.00 | -- | 设立 |
| 浙江万马专用线缆科技有限公司 | 4000.00 | 生产销售特种电缆 | 100.00 | -- | 设立 |
| 浙江万马天屹通信线缆有限公司 | 21000.00 | 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 | 1000.00 | 生产销售电线电缆 | 100.00 | -- | 非同一控制下合并 |
| 浙江万马高分子材料集团有限公司 | 22390.19 | 生产销售高分子材料产品 | 80.00 | 20.00 | 同一控制下合并 |
| 浙江万马新能源有限公司 | 5000.00 | 生产销售汽车充电设备 | -- | 100.00 | 设立 |
| 万马奔腾新能源产业集团有限公司 | 50000.00 | 销售、充电设施运营、实业新兴能源技术研发、充电桩投资，投资管理 | 100.00 | -- | 设立 |
| 万马联合新能源投资有限公司 | 60500.00 | 充电设施投资、建设、运营 | -- | 100.00 | 设立 |
| 青岛万马海洋工程装备科技有限公司 | 20000.00 | 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；电线、电缆经营；电力设施器材制造 | 100.00 | -- | 设立 |

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

| 项 目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 24.13 | 37.48 | 44.84 | 27.41 |
| 资产总额 (亿元) | 83.42 | 114.21 | 126.30 | 113.76 |
| 所有者权益 (亿元) | 45.26 | 45.55 | 48.82 | 50.10 |
| 短期债务 (亿元) | 18.92 | 36.68 | 40.61 | 32.80 |
| 长期债务 (亿元) | 3.00 | 9.83 | 15.39 | 13.76 |
| 全部债务 (亿元) | 21.92 | 46.51 | 56.00 | 46.57 |
| 营业总收入 (亿元) | 93.22 | 127.67 | 146.75 | 30.75 |
| 利润总额 (亿元) | 2.48 | 2.88 | 4.47 | 1.10 |
| EBITDA (亿元) | 4.54 | 5.34 | 7.49 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 7.04 | 9.09 | 6.90 | -18.44 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | 2.62 | 3.08 | 3.10 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 10.85 | 12.49 | 13.69 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 1.17 | 1.29 | 1.22 | -- |
| 现金收入比 (%) | 85.00 | 83.34 | 86.37 | 81.11 |
| 营业利润率 (%) | 15.03 | 12.68 | 13.26 | 13.41 |
| 总资本收益率 (%) | 3.98 | 3.35 | 4.58 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 4.99 | 6.01 | 8.46 | -- |
| 长期债务资本化比率 (%) | 6.22 | 17.75 | 23.97 | 21.55 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 32.63 | 50.52 | 53.42 | 48.17 |
| 资产负债率 (%) | 45.74 | 60.12 | 61.34 | 55.96 |
| 流动比率 (%) | 189.87 | 157.02 | 165.01 | 179.81 |
| 速动比率 (%) | 166.81 | 139.58 | 150.84 | 158.16 |
| 经营现金流动负债比 (%) | 20.70 | 15.92 | 11.38 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 1.28 | 1.02 | 1.10 | 0.84 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 11.01 | 15.02 | 10.11 | -- |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 4.83 | 8.70 | 7.48 | -- |

注: 1.公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2.本报告 2020-2022 年数据使用相应年度报告期末数据; 3. "--" 表示指标不适用
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

| 项 目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产 (亿元) | 10.84 | 19.80 | 29.19 | 14.49 |
| 资产总额 (亿元) | 66.05 | 92.66 | 105.73 | 94.53 |
| 所有者权益 (亿元) | 38.88 | 38.83 | 41.40 | 41.95 |
| 短期债务 (亿元) | 14.99 | 28.31 | 34.01 | 24.25 |
| 长期债务 (亿元) | 2.90 | 8.23 | 12.97 | 11.76 |
| 全部债务 (亿元) | 17.89 | 36.54 | 46.99 | 36.01 |
| 营业总收入 (亿元) | 54.94 | 77.51 | 85.29 | 16.63 |
| 利润总额 (亿元) | 2.10 | 2.45 | 3.35 | 0.21 |
| EBITDA (亿元) | / | / | / | / |
| 经营性净现金流 (亿元) | 5.10 | 8.53 | 5.53 | -15.68 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数 (次) | 2.80 | 3.20 | 2.78 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 9.65 | 11.92 | 14.10 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.87 | 0.98 | 0.86 | -- |
| 现金收入比 (%) | 97.19 | 86.75 | 95.23 | 91.96 |
| 营业利润率 (%) | 12.70 | 10.46 | 9.80 | 10.48 |
| 总资本收益率 (%) | 4.36 | 3.61 | 4.38 | -- |
| 净资产收益率 (%) | 5.47 | 6.22 | 7.93 | -- |
| 长期债务资本化比率 (%) | 6.95 | 17.49 | 23.86 | 21.90 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 31.52 | 48.48 | 53.16 | 46.19 |
| 资产负债率 (%) | 41.13 | 58.10 | 60.85 | 55.62 |
| 流动比率 (%) | 179.69 | 143.91 | 151.42 | 163.74 |
| 速动比率 (%) | 157.16 | 130.20 | 142.30 | 148.12 |
| 经营现金流动负债比 (%) | 21.27 | 18.81 | 10.81 | -- |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.72 | 0.70 | 0.86 | 0.60 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | / | / | / | / |
| 全部债务/EBITDA (倍) | / | / | / | / |

注：“/”表示数据未获取

资料来源：公司财务报告，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 | |
| 净资产年复合增长率 | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% |
| 营业总收入年复合增长率 | (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100% |
| 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 4-1 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 4-2 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 4-3 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 |