

# 浙江万马股份有限公司

## 2024 年跟踪评级报告

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.  
联合资信评估股份有限公司

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2024〕1930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，维持“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：

二〇二四年六月七日

# 声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

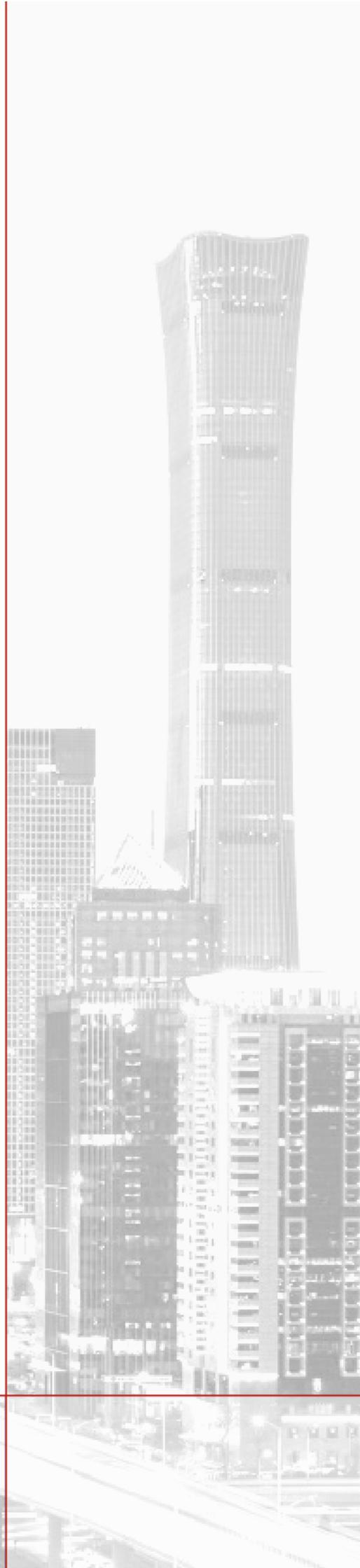
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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。



# 浙江万马股份有限公司

## 2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
浙江万马股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/07
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	

### 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，在产业链协同、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；公司对部分管理制度进行修订，管理运作正常；2023 年，公司营业总收入保持增长态势，综合毛利率有所提升，利润总额显著增长，整体经营较为稳健；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属于资金密集型行业，2024 年以来铜价持续上涨，对公司的营运资金规模提出更高要求，原材料价格波动亦对公司成本控制带来压力；财务方面，公司资产和负债规模较上年底均有所增长，应收账款和存货对营运资金存在占用，公司偿还部分长期借款但票据支付规模显著增长，债务压力尚属可控但期限结构有待优化，公司经营活动现金持续净流入；长短期偿债能力指标仍表现良好。

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，海控集团担保实力极强，有效提升了存续债券本息偿还的安全性。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**无。

### 评级展望

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，推进青岛万马高端装备产业园建设，其产销规模有望持续扩大，综合实力有望进一步增强。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**公司资产质量显著提升，资本实力显著增强；公司技术取得重大突破，使得产品盈利能力和市场竞争力大幅提升；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**铜或聚乙烯等原材料价格大幅波动，公司订单履约能力下降，盈利能力恶化；公司应收账款快速增长，经营效率明显降低，发生较大信用减值损失或面临较大坏账风险；公司募投项目效益不达预期，财务杠杆大幅升高，流动性变差，资本实力大幅削弱；公司控股股东、实际控制人及核心管理层发生重大变动，对公司经营造成重大不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

### 优势

- **公司具备产业链协同优势，产能规模及技术研发水平处于行业前列。**公司具备从线缆材料到各品类电线电缆、通信线缆、新能源线缆的产业链，是线缆企业中为数不多具备产业链协同优势的企业。公司连续六年位居“中国线缆行业最具竞争力企业 10 强”，在国内中高端线缆产品市场竞争中具备稳定的竞争优势；浙江万马高分子材料集团有限公司产销规模多年位居行业前列。截至 2023 年底，公司电力产品产能达到 53.59 万 KM/年，高分子材料产能达到 62.17 万吨/年。截至 2023 年底，公司拥有有效知识产权 696 项，其中发明专利 80 项、实用新型专利 494 项、外观设计 73 项、软件著作权 49 项。公司参与国家标准、行业标准及团体标准的制定或修订累计 97 余项。
- **公司获得政府和控股股东较大支持，控股股东为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。**公司在政府资金补贴、税收优惠方面获得持续支持。公司控股股东海控集团在资源协同、产业融合、融资等方面给与公司较大支持。海控集团为公司存续债券“21 万马 01”和“23 万马 MTN001（科创票据）”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，担保实力极强，其担保有效提升了存续债券本息偿还的安全性。
- **公司整体经营较为稳健。**2023 年，公司营业总收入 151.21 亿元，同比增长 3.04%；综合毛利率为 14.27%，同比提升 0.74 个百分点；利润总额 6.05 亿元，同比增长 35.14%。

## 关注

- **公司所处电线电缆行业属于资金密集型行业，原材料价格持续上涨，对公司的营运资金规模提出更高要求；原材料价格波动亦对公司成本控制带来压力。**电线电缆产品成本中，铜、铝等原材料所占比重较大，因此电线电缆行业属于重料轻工的资金密集型行业，公司的生产成本与对应的大宗商品价格走势高度相关。2024年2月至今，铜现货价格持续冲高，2024年5月LME铜现货结算价格最高达到10804美元/吨，对公司的营运资金规模提出更高要求。铜价、铝价剧烈波动会对公司的生产经营造成较大影响，虽然公司通过铜、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，但原材料价格波动仍将对公司成本控制带来压力。
- **公司应收账款和存货对公司营运资金形成占用。**截至2023年底，公司应收账款和存货占流动资产的比重分别为37.78%和11.27%；截至2024年3月底，公司应收账款和存货占流动资产的比重分别为47.84%和10.64%。
- **公司债务期限结构有待优化。**截至2023年底，公司全部债务61.31亿元，较上年底增长9.49%；公司短期债务占全部债务的比重为82.16%，债务的期限结构有待优化。

## 本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业信用评级方法信用评级模型（打分表）V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

## 本次评级打分表及结果

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
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			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

## 主要财务数据

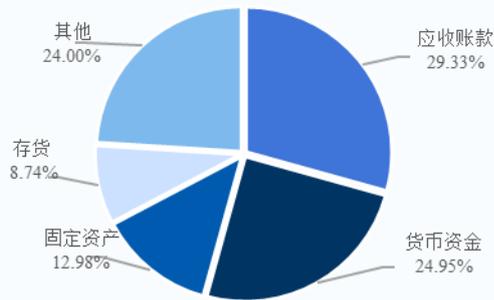
合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	44.84	43.86	30.16
资产总额（亿元）	126.30	137.60	133.21
所有者权益（亿元）	48.82	54.23	55.06
短期债务（亿元）	40.61	50.37	48.61
长期债务（亿元）	15.39	10.94	9.89
全部债务（亿元）	56.00	61.31	58.50
营业总收入（亿元）	146.75	151.21	38.01
利润总额（亿元）	4.47	6.05	0.72
EBITDA（亿元）	7.49	9.42	--
经营性净现金流（亿元）	6.90	4.45	-8.62
营业利润率（%）	13.26	13.90	12.20
净资产收益率（%）	8.46	10.34	--
资产负债率（%）	61.34	60.59	58.66
全部债务资本化比率（%）	53.42	53.06	51.51
流动比率（%）	165.01	150.98	153.34
经营现金流动负债比（%）	11.38	6.29	--
现金短期债务比（倍）	1.10	0.87	0.62
EBITDA 利息倍数（倍）	10.11	11.37	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.48	6.51	--

公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	105.73	117.80	116.68
所有者权益（亿元）	41.40	43.35	43.51
全部债务（亿元）	46.99	52.96	51.46
营业总收入（亿元）	85.29	88.95	23.60
利润总额（亿元）	3.35	2.16	0.01
资产负债率（%）	60.85	63.20	62.71
全部债务资本化比率（%）	53.16	54.99	54.19
流动比率（%）	151.42	134.61	133.43
经营现金流动负债比（%）	10.81	4.72	--

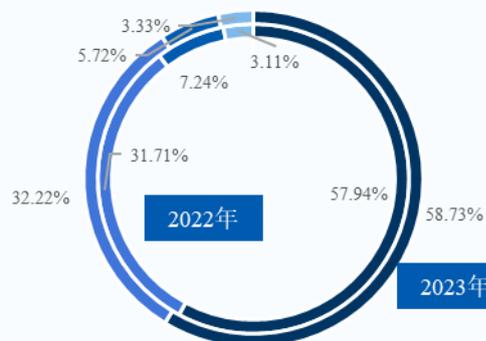
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年底公司资产构成



2023 年公司收入构成



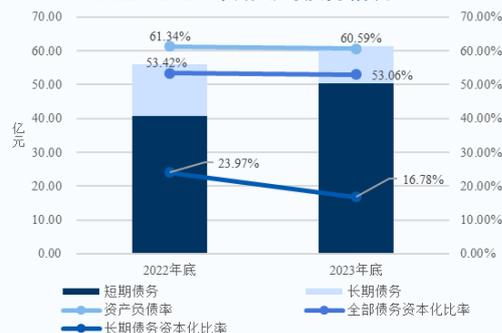
■ 电力产品 ■ 高分子材料 ■ 通信产品 ■ 贸易、服务及其他

2022—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2022—2023 年底公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 资产负债率 ■ 全部债务资本化比率

## 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	特殊条款
21 万马 01	4.00 亿元	4.00 亿元	2026/08/10	回售, 调整票面利率
23 万马 MTN001 (科创票据)	2.00 亿元	2.00 亿元	2028/04/14	调整票面利率, 回售

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  
 资料来源: 联合资信整理

## 评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 万马 01、 23 万马 MTN001 (科创票据)	AAA/稳定	AA/稳定	2023/06/16	崔濛骁 孙长征	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23 万马 MTN001 (科创票据)	AAA/稳定	AA/稳定	2023/02/10	孙长征 崔濛骁	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
21 万马 01	AAA/稳定	AA/稳定	2021/06/30	孙长征 崔濛骁	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907</a>	--

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

## 评级项目组

项目负责人: 崔濛骁 [cui mx@lhratings.com](mailto:cui mx@lhratings.com)

项目组成员: 李成帅 [lics@lhratings.com](mailto:lics@lhratings.com)

公司邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址: [www.lhratings.com](http://www.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)



## 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 2024 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 2024 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%。

公司主营业务为电线电缆、线缆用高分子材料的生产和销售以及新能源充电桩制造、运营业务。按照联合资信行业分类标准划分为一般工商行业。

截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内子公司共计 50 家；公司本部内设供应链管理部、工程管理部、财务管理部、资金部等部门，详见附件 1-2。截至 2023 年底，公司在职工工共 5550 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 137.60 亿元，所有者权益 54.23 亿元（含少数股东权益 0.23 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 151.21 亿元，利润总额 6.05 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 133.21 亿元，所有者权益 55.06 亿元（含少数股东权益 0.23 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 38.01 亿元，利润总额 0.72 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 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。“21 万马 01”和“23 万马 MTN001（科创票据）”募集资金均已按指定用途使用完毕，公司在付息日均正常付息。“21 万马 01”和“23 万马 MTN001（科创票据）”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。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	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（3+2）年
23 万马 MTN001（科创票据）	2.00	2.00	2023/04/14	5（3+2）年

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

## 五、行业分析

### 1 电线电缆行业

中国电线电缆行业竞争日趋激烈，行业集中度低；行业内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内企业营运资金量及成本控制提出更高要求；电网建设等有望带动行业的持续发展。

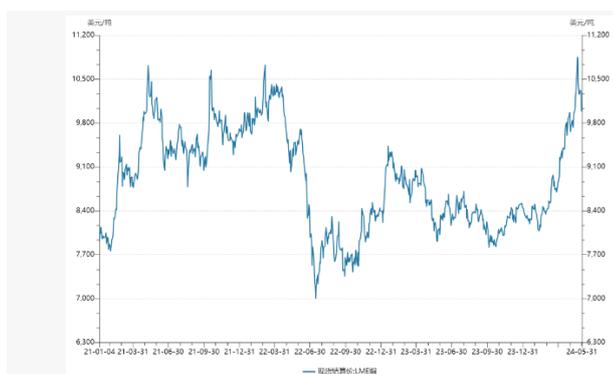
电线电缆是输送电能、传递信息和制造各种电机、仪器、仪表，实现电磁能量转换所不可缺少的基础性器材。近年来，随着电力、轨道交通等行业的快速发展，特别是电网改造进程加快、特高压工程相继投入建设，中国电线电缆行业保持稳定发展态势。根据国家电网和国家能源局数据，十四五期间，国家电网和南方电网计划将投资电网及其相关产业合计超 3 万亿元，较十三五期间 2.57 万亿投资有显著增长。

中国电线电缆行业的市场竞争格局主要呈现以下特点：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。

电线电缆行业的上游行业为电解铜、电解铝、塑料、橡胶行业、线缆料制造业等。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。

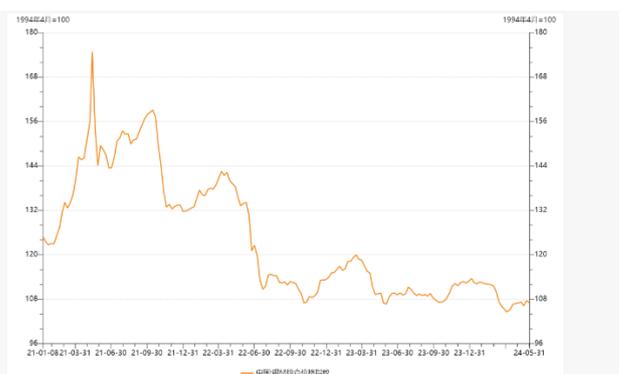
从价格走势来看，2021 年 5 月至 2022 年 4 月，铜现货价格一直处于高位运行。2022 年 4 月至 2022 年 7 月，价格下降至 7047.85 美元/吨。2022 年 7 月至 2024 年 2 月，价格经过上涨后进入震荡调整阶段，在 8400 美元/吨左右波动。2024 年 2 月至今，价格持续冲高，2024 年 5 月最高达到 10857 美元/吨。同期铝现货的价格走势总体上与铜现货相似，2022 年 12 月至 2024 年 2 月，价格在 8400 美元/吨左右震荡；2024 年 2 月至今，价格持续冲高，2024 年 5 月最高达到 10804 美元/吨。钢材方面，2021 年 5 月至 2022 年 11 月，钢材综合价格指数从最高点 174 震荡下行至 108 左右。2022 年 11 月至今，经历小幅上涨后在 108 左右波动。

图表 2 • 2021 年以来 LME 铜现货结算价格



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图表 3 • 2021 年以来钢材综合价格指数



资料来源：联合资信根据 Wind 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，2023 年，全社会用电量 9.22 万亿千瓦时，同比增长 6.70%。其中，全年第一产业用电量 1278.00 亿千瓦时，同比增长 11.50%，第二产业用电量 60745.00 亿千瓦时，同比增长 6.50%；第三产业用电量 16694.00 亿千瓦时，同比增长 12.20%。2023 年，全国全口径发电装机容量 29.20 亿千瓦，同比增长 13.90%；人均发电装机容量自 2014 年底历史性突破 1.00 千瓦/人后，在 2023 年首次历史性突破 2.00 千瓦/人，达到 2.10 千瓦/人。非化石能源发电装机在 2023 年首次超过火电装机规模，占总装机容量比重在 2023 年首次超过 50%，煤电装机占比首次降至 40% 以下。

整体看，2023 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，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

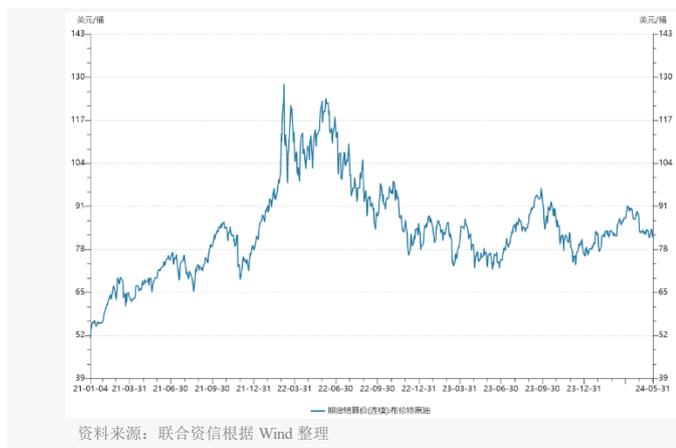
保持稳定发展，进而带动线缆用高分子材料的需求增长。

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，是电缆产品中除金属导线、光纤之外的主要原材料之一。

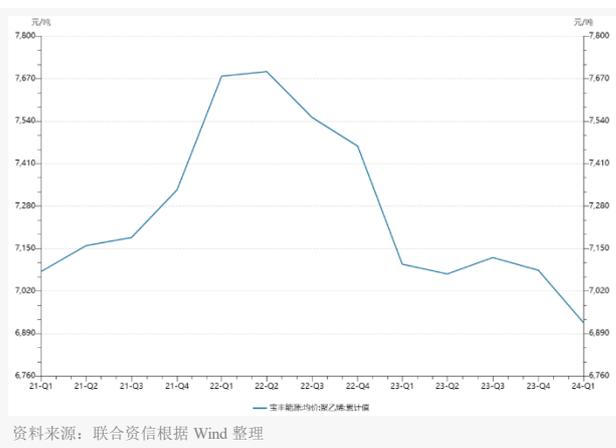
中国线缆用高分子材料制造企业已能自主开发大部分的中高端线缆材料，包含辐照交联线缆材料、硅烷交联线缆材料、无卤低烟阻燃电缆材料等。但在高压、超高压电缆绝缘料、屏蔽料等电缆材料的关键技术上，中国企业仍与国际先进水平存在一定差距，国内高端市场被国外企业所垄断，国产高压电缆绝缘料市场占有率仅有 15% 左右。

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 78 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 127 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，价格围绕 80 美元/桶震荡调整。与石油价格相对应，2021 年，聚乙烯价格持续走高；2022 年 6 月至 12 月，价格波动下降；2023 年，价格围绕 7100 元/吨震荡调整；2024 年以来，价格持续下降。

图表 4 • 2021 年以来石油期货价格走势



图表 5 • 2021 年以来聚乙烯价格走势



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。一方面，企业生产经营受铜、铝等原材料价格大幅波动影响较大；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，为电线电缆行业发展创造新的机遇。

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、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

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备竞争优势；过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东仍为海控集团（截至 2024 年 3 月底，持有 25.01% 股权），实际控制人为西海岸新区国资局。企业竞争力方面，公司在产业链协同、技术研发、产能规模与销售服务方面具备竞争优势。

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、新能源线缆的产业链，是线缆企业中为数不多具备产业链协同优势的企业；在新能源领域，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及代运营代运维等一体化产业链优势。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 电缆料市场占有率位居前三位。2023 年，公司充电设备对外销售发出量同比增长 33%，充电设备销量的提升有助于代运营、代运维业务的发展。

技术研发方面，2023年，公司研制了“额定电压 110kV 聚丙烯绝缘电力电缆”，技术达到国内领先水平，“防藻抗菌型户外景观用照明电缆”实现订单销售；公司开展的高压纯净绝缘材料及配套超光滑屏蔽料的联合攻关，首次实现国产高压电缆材料在电缆生产上的试用，并应用于大型工程项目中，解决了高压电缆料的进口依赖问题。截至 2023 年底，公司拥有有效知识产权 696 项，其中发明专利 80 项、实用新型专利 494 项、外观设计 73 项、软件著作权 49 项。公司参与国家标准、行业标准及团体标准的制定或修订累计 97 余项。

产能规模与销售服务方面，公司连续六年位居“中国线缆行业最具竞争力企业 10 强”，在国内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 2023 年底，公司电力产品产能达到 53.59 万 KM/年，高分子材料产能达到 62.17 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，销售规模持续提升。

企业信用记录方面，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 2024 年 5 月 16 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，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

## （二）管理水平

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。2023 年 12 月 25 日，赵健康先生辞任公司独立董事职位；2024 年 2 月 7 日，经董事会提名，杨黎明先生任职公司独立董事。除上述事项外，公司董事会、监事会及管理层其他成员未发生变化。

管理制度方面，2023 年，公司更新制定了《浙江万马股份有限公司信息披露管理制度》《浙江万马股份有限公司投资者关系管理制度》《浙江万马股份有限公司重大信息内部报告制度》《浙江万马股份有限公司内部审计制度》《浙江万马股份有限公司审计委员会年报工作制度》《浙江万马股份有限公司独立董事工作制度》，并首次制定了《浙江万马股份有限公司非金融企业债务融资工具信息披露事务管理制度》。公司管理制度完善，管理运作正常。

## （三）重大事项

### 公司向特定对象发行股票申请已进入深圳证券交易所审核问询阶段。

2023 年 8 月 9 日，公司向特定对象发行股票申请获得深圳证券交易所受理。2024 年 5 月 31 日，公司已完成对深圳证券交易所第二轮审核问询回复。

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。

图表 6 • 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）	山东万海电缆有限公司	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
<b>合计</b>		<b>23.57</b>	<b>17.00</b>

注：尾差系四舍五入所致  
 资料来源：联合资信根据 Wind 整理

## （四）经营方面

### 1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入同比小幅增长，其中电力产品经营稳健，高分子材料销售收入增长显著；公司铜、聚乙烯等原材料采购均价有所回落，叠加公司在中高压电缆以及高分子材料产品上的相对定价优势，公司综合毛利率同比小幅提升。2024 年一季度，公司营业总收入同比增长，利润总额同比下降。

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制造、运营等。2023 年，公司营业总收入较上年增长 3.04%，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底增长 35.14%，主要系收入规模扩大、毛利率提升以及资产处置收益增加所致。

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，2023 年，公司电力产品收入较上年增长 4.43%，主要系下游电网投资规模稳定增长，公司加强拓展核心客户所致，占营业总收入的比重同比提升 0.79 个百分点。2023 年，高分子材料收入较上年增长 4.69%，主要系万马高分子在中东、东南亚等新兴经济体市场境外销售收入显著增长所致；占营业总收入的比重同比提升 0.51 个百分点。2023 年，公司通信产品收入较上年下降 18.52%，主要系“光进铜退”背景下，大客户需求减少所致；占营业总收入比重同比下降 1.52 个百分点。2023 年，公司贸易、服务及其他业务主要包括新能源充电设备制造、销售和充电网络运营以及废料处置等业务，收入较上年增长 10.53%，主要系新能源充电设备销售收入增加所致，占营业总收入的比重同比提升 0.22 个百分点。

毛利率方面，2023 年，铜价延续高位震荡调整的走势，震荡位置较 2022 年略有下调；2023 年，公司铜杆采购均价较上年有所下降，公司中高压电缆具备相对定价优势，电力产品毛利率较上年提升 0.31 个百分点，通信产品毛利率较上年提升 1.47 个百分点，主要系产品结构变化所致；2023 年，聚乙烯、树脂等原材料整体采购均价均有所下降，公司硅烷交联、化学交联、低烟无卤等主要产品销售均价下降幅度弱于原材料下降幅度，公司高分子材料毛利率较上年提升 1.28 个百分点；公司贸易、服务及其他业务毛利率较上年提升 3.07 个百分点，主要系充电设备销售收入增加使得该业务收入结构略有调整所致。受上述因素影响，2023 年，公司毛利率较上年提升 0.74 个百分点。

图表 7 • 2022—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力产品	85.03	57.94%	11.96%	88.79	58.73%	12.27%
通信产品	10.62	7.24%	16.75%	8.65	5.72%	18.22%
高分子材料	46.54	31.71%	15.42%	48.72	32.22%	16.70%
贸易、服务及其他	4.56	3.11%	16.24%	5.04	3.33%	19.31%
<b>合计</b>	<b>146.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.53%</b>	<b>151.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.27%</b>

注：尾差系四舍五入所致  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理 12.5756 13.7561

2024 年 1—3 月，公司营业总收入 38.01 亿元，同比增长 23.61%，主要系电力产品订单增加以及高分子材料业务收入显著增长所致；毛利率同比下降 1.20 个百分点。2024 年 1—3 月，公司实现利润总额 0.72 亿元，同比下降 33.94%，主要系毛利率下降、费用支出增加以及上年同期政府拆迁处置收益金额较大所致。

2023 年，公司铜和聚乙烯等主要原材料采购均价均有所下降，公司增加信用证支付比重，提高资金使用灵活性，采购集中度有所提高且处于较高水平；2024 年以来，铜价持续升高，对公司的营运资金规模提出更高要求。

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 50~100%。线缆用高分子材料采购方面，万马高分子内部供应比重约为 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，占比约为 40%。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，2023 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，2023 年，匹配电力产品和高分子材料生产端需求，所需原材料整体采购金额增长，铜杆采购量同比增长 22.55%，铜丝采购量相应减少 37.49%；高分子材料所需的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 10.12% 和 17.20%。采购价格方面，2023 年，铜价持续呈现高位震荡调整的走势，但震荡位置较 2022 年略有下调，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同样有不同程度下降，与市场行情走势一致。

2023 年，公司采购结算方式未发生变化，对于铜、铝等主要原材料，公司结算方式为现款现货，付款方式包括现汇、银行承兑汇票、信用证或供应链产品；辅料采购的付款账期一般为 3 个月左右。截至 2023 年底，公司应付票据 45.16 亿元，同比增长 19.95%，公司优化付款方式，增加票据支付，尤其是增加了信用证的支付比重，提高资金使用灵活性。采购集中度方面，2023 年，公司对前五大供应商采购金额为 54.44 亿元，占当年采购总额的比重同比增长 5.70 个百分点至 43.37%，采购集中度有所提高且处于较高水平。

图表 8 • 公司主要原材料采购情况

产品类别	原材料	项目	2022 年	2023 年	2023 年同比增减
电力产品	铜杆	采购量（吨）	82734.03	101387.66	22.55%
		采购均价（万元/吨）	6.73	6.13	-8.92%
	220kV 及以下超级交联聚乙烯绝缘料	采购量（吨）	930.85	1827.96	96.38%
		采购均价（万元/吨）	2.20	2.24	1.82%
	铝杆	采购量（吨）	712.07	999.66	40.39%
		采购均价（万元/吨）	2.12	1.76	-16.98%
	铜丝	采购量（吨）	20618.28	12888.90	-37.49%
		采购均价（万元/吨）	6.85	6.34	-7.45%
铜包钢	采购量（吨）	581.36	465.29	-19.97%	
	采购均价（万元/吨）	1.55	1.38	-10.97%	
高分子材料	聚乙烯	采购量（吨）	36653.93	41770.31	13.96%
		采购均价（万元/吨）	1.80	1.32	-26.67%
	树脂	采购量（吨）	39869.67	54125.66	35.76%
		采购均价（万元/吨）	0.80	0.63	-21.25%
	低密度聚乙烯	采购量（吨）	115356.38	127034.86	10.12%
		采购均价（万元/吨）	1.10	0.92	-16.36%
线性低密度聚乙烯	采购量（吨）	122155.90	143165.11	17.20%	
	采购均价（万元/吨）	0.88	0.84	-4.55%	
通信产品	光纤	采购量（公里）	1591286.52	1209156.07	-24.01%
		采购均价（元/公里）	31.60	26.20	-17.09%
	护套料	采购量（吨）	23854.71	24351.31	2.08%
		采购均价（万元/吨）	1.16	0.95	-18.10%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

**2023 年，公司电力产品和高分子材料产销量均有所增长，销售均价均有所下调；通信产品销售均价稳定，但产销量同比均有所下降；下游客户付款账期偏长，对公司营运资金形成占用，但整体应收账款质量尚可。**

2023 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，2023 年公司直销业务收入占营业总收入的比重为 94.21%。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。公司逐步推进“南北联动”战略，重点建设项目为“青岛万马高端装备产业园（一期）”。

产能方面，2023年，公司高端电缆产业化项目达产，电力产品产能较上年增长14.04%；万马高分子超高压二期项目陆续投产，高分子材料产能较上年增长13.26%。产销量方面，2023年，受益于国家电网投资规模稳定增长以及公司加强重点客户拓展，公司电力产品产销量均有所增长；万马高分子加强了对中东、东南亚等新兴经济体市场的拓展，高分子材料产销量明显增长；公司通信产品产销量有所下降，主要受到市场需求影响。

销售价格方面，2023年，铜、聚乙烯类原材料年度均价均有所回落，公司电力产品和高分子材料销售均价均有所下调；通信产品销售均价相对稳定。

图表9·公司主要产品产销量情况

项目	指标	2022年	2023年	2023年同比增减
电力产品	产能（万KM）	46.31	53.59	15.72%
	产量（万KM）	34.45	38.78	12.57%
	产能利用率	74.38%	72.36%	-2.02个百分点
	销量（万KM）	36.72	40.34	9.86%
	产销率	106.59%	104.02%	-2.57个百分点
	销售均价（万元/KM）	2.32	2.20	-5.17%
通信产品	产能（万KM）	139.06	139.06	0.00%
	产量（万KM）	70.29	54.73	-22.14%
	产能利用率	50.55%	39.36%	-11.19个百分点
	销量（万KM）	72.83	57.42	-21.16%
	产销率	103.61%	104.91%	1.30个百分点
	销售均价（万元/KM）	0.15	0.15	0.00%
高分子材料	产能（万吨）	54.89	62.17	13.26%
	产量（万吨）	44.68	52.98	18.58%
	产能利用率	81.40%	85.22%	3.82个百分点
	销量（万吨）	40.27	48.37	20.11%
	产销率	90.12%	91.29%	1.17个百分点
	销售均价（万元/吨）	1.16	1.01	-12.93%

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：联合资信根据公司提供资料整理

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，实际账期长于约定账期，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3个月左右，均对公司营运资金形成占用。截至2023年底，公司应收账款账面价值为40.36亿元，较上年底增长6.65%，1年以内应收账款账面余额占比为89.72%，累计计提坏账2.13亿元，计提比例为5.02%。客户集中度方面，2023年，公司对前五大客户销售额为36.34亿元，占年度销售总额比例为24.03%，较上年升高14.83个百分点，主要系公司将同一母公司控制下的客户销售收入合并统计所致，集中度尚可。

2023年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别由上年的3.10次、13.69次和1.22次下降至3.02次、12.58次和1.15次，公司经营效率有所下降。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。

图表10·2023年同行业可比公司经营效率指标情况（单位：次）

股票简称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
亨通光电	4.74	3.23	0.81
太阳电缆	14.54	7.57	2.32
杭电股份	3.09	2.54	0.76
远东股份	5.81	5.16	1.25
<b>公司</b>	<b>10.37</b>	<b>3.87</b>	<b>1.15</b>

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：联合资信根据Wind整理

## 2 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；在建项目主要为产能扩建项目，未来面临一定的资金筹集压力。

公司将推进“南北联动”战略，优化产业布局，加快数智化转型；加大研发创新力度，提升产品附加值；加强产业协同，优化资源配置。电线电缆板块，公司将加强关键客户和重点行业的拓展，提高生产效率，提升交付能力。高分子材料板块，公司将优化市场布局，加快产品迭代更新，推动内部业务协同，提升产品竞争力和行业地位。新能源板块，公司将围绕场站运营、充电桩销售两大业务，完善产品品类，优化销售渠道，加强场站精细化管理。

公司在建项目主要包括青岛万马高端装备产业化项目和年产4万吨高压电缆超净XLPE绝缘材料项目等，规划总投资21.07亿元。截至2024年3月底，公司已完成规划总投资额的25.53%，未来面临一定的资金筹集压力。

图表 11 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预算投资	启动建设时间	资金筹措方案		截至 2024 年 3 月底投资进度
			募投资金	自筹资金先行投入金额	
青岛万马高端装备产业项目（一期）	165010.00	2023 年 5 月	100000.00	37824.40	22.92%
年产 16000 公里电线电缆建设项目	20373.00	2023 年 6 月	20000.00	7983.34	39.19%
年产 4 万吨高压电缆超净 XLPE 绝缘材料项目	10003.00	--	10000.00	1456.64	14.56%
上海新材料研究院建设项目	15269.00	2023 年 8 月	15000.00	6525.90	42.74%
<b>合计</b>	<b>210654.87</b>	--	<b>145000.00</b>	<b>53790.28</b>	<b>25.53%</b>

注：尾差系四舍五入所致  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## （五）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该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 2024 年一季度财务报表未经审计。

重要会计政策方面，财政部于 2022 年 11 月 30 日公布了《企业会计准则解释第 16 号》（财会〔2022〕31 号），其中“关于单项交易产生的资产和负债相关的递延所得税不适用初始确认豁免的会计处理”的规定自 2023 年 1 月 1 日起施行。公司自 2023 年 1 月 1 日起执行该规定，公司对租赁业务确认的租赁负债和使用权资产，以及确认的弃置义务相关预计负债和对应的相关资产，产生应纳税暂时性差异和可抵扣暂时性差异的，按照解释第 16 号的规定进行了调整。重要会计估计方面，公司未发生变化。

2023 年，公司合并范围内新增 2 家子公司，分别为山东万海电缆有限公司（以下简称“万海电缆”）（同一控制下企业合并）和上海万马高分子材料研究有限公司（新设）；截至 2023 年底，公司纳入合并范围子公司共计 49 家。2024 年 1—3 月，公司合并范围内新增 1 家总公司。整体看，公司合并范围变动不大，财务数据可比性较强。

### 1 主要财务数据变化

2023 年，公司整体经营较为稳健，收入规模小幅增长，毛利率提升以及资产处置收益增加使得利润总额显著增长；公司资产和负债规模较上年底均有所增长，资产仍以流动资产为主，应收账款和存货对营运资金存在占用；公司偿还部分长期借款但票据支付规模显著增长，债务压力尚属可控但债务期限结构有待优化；公司经营活动现金持续净流入，考虑到推进中的在建项目，未来存在筹资需求。

公司营业总收入和毛利率变化见经营部分。从期间费用看，2023 年，公司费用总额为 17.09 亿元，同比增长 5.38%，变化不大，公司费用仍以销售费用和研发费用为主。2023 年，公司期间费用率为 11.30%，同比升高 0.25 个百分点，相对稳定。

2023 年，公司实现其他收益 1.99 亿元，同比增长 18.18%，主要系增值税加计抵减额增加所致，其他收益占营业利润比重为 32.80%，对营业利润影响较大。2023 年，公司资产处置收益 0.67 亿元，主要系子公司政府搬迁项目完成，确认资产处置收益所致，资产处置收益占营业利润比重为 11.07%，对营业利润形成补充。2024 年 1—3 月，公司营业总收入 38.01 亿元，同比增长 23.61%，主要系电力产品订单增加以及高分子材料业务收入显著增长所致；实现利润总额 0.72 亿元，同比下降 33.94%，主要系毛利率下降以及费用支出增加所致。

图表 12 • 公司盈利能力指标

指标	2022 年	2023 年	2023 年同比增长率	2024 年 1—3 月
营业总收入	146.75	151.21	3.04%	38.01
营业成本	126.89	129.63	2.16%	33.23
费用总额	16.21	17.09	5.38%	4.43
其他收益	1.69	1.99	18.18%	0.65
资产处置收益	-0.05	0.67	--	-0.01
利润总额	4.47	6.05	35.14%	0.72
营业利润率	13.26%	13.90%	0.64 个百分点	12.20
总资本收益率	4.58%	5.56%	0.98 个百分点	--
净资产收益率	8.46%	10.34%	1.88 个百分点	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，随着公司经营规模扩大以及在建工程持续推进建设，公司以流动资产为主的总资产规模有所增长。流动资产方面，截至 2023 年底，公司货币资金较上年底下降 5.46%，主要系公司偿还部分长期借款所致；货币资金中有 16.16 亿元受限资金，受限比例为 47.09%，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 2023 年底，公司应收账款账面价值较上年底增长 6.65%，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，公司应收账款账龄 1 年以内占 89.72%。截至 2023 年底，公司对应收账款累计计提坏账 2.13 亿元，计提比例为 5.02%；应收账款（含合同资产）前五大欠款方合计金额为 5.93 亿元，占比为 12.95%，集中度一般。截至 2023 年底，公司存货较上年底增长 40.24%，主要系公司备货库存增加所致；公司存货主要由原材料（占 11.35%）、在产品（占 23.98%）和库存商品（占 63.44%）构成，累计计提跌价准备 0.16 亿元，计提比例为 1.27%。

截至 2023 年底，公司固定资产较上年底增长 19.61%，主要系公司万马高端电缆产业化项目、超高压二期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 46.34%）和机器设备（占 51.04%）构成，累计计提折旧 12.76 亿元。截至 2023 年底，公司在建工程较上年底增长 9.18%，主要系万马（青岛）电缆高端装备产业项目一期、专用线缆产业项目开工建设所致；公司在建工程累计计提减值准备 0.02 亿元。

受限资产方面，截至 2023 年底，公司所有权或使用权受限资产金额为 22.60 亿元，占总资产的 16.42%，受限比例一般。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底下降 3.19%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

图表 1 • 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2022年底		2023年底		2024年3月底		2023年同比变化
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
<b>流动资产</b>	<b>99.97</b>	<b>79.15%</b>	<b>106.82</b>	<b>77.63%</b>	<b>102.17</b>	<b>76.70%</b>	<b>6.85%</b>
货币资金	36.31	36.32%	34.33	32.14%	20.99	20.54%	-5.46%
应收账款	37.84	37.85%	40.36	37.78%	48.87	47.84%	6.65%
存货	8.58	8.58%	12.03	11.27%	10.87	10.64%	40.24%
<b>非流动资产</b>	<b>26.33</b>	<b>20.85%</b>	<b>30.78</b>	<b>22.37%</b>	<b>31.04</b>	<b>23.30%</b>	<b>16.91%</b>
固定资产	14.94	56.73%	17.88	58.07%	17.49	56.34%	19.67%
在建工程	3.43	13.02%	3.56	11.58%	3.91	12.60%	3.95%
<b>资产总额</b>	<b>126.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>137.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>133.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.95%</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2023 年底，随着公司偿还部分长期借款，增加票据支付比重，公司以流动负债为主的总负债规模有所增长。截至 2023 年底，公司应付票据较上年底增长 19.95%，主要系公司增加票据支付所致。截至 2023 年底，公司应付账款较上年底下降 19.56%，主要系公司票据付款增加，应付账款相应减少所致；应付账款账龄以 1 年内为主，1 年内应付账款占比为 94.17%。非流动负债方面，截至 2023 年底，公司长期借款较上年底下降 60.37%，主要系公司偿还部分长期借款以及部分长期借款转入一年内到期的其他非流动负债所致；长期借款主要由抵押借款（占 39.57%）、信用借款（占 49.52%）、保证+抵押借款（占 10.66%）以及应付利息（占 0.26%）构成。从期限分布看（截至 2024 年 3 月底），2025 年到期的占 33.59%，2026 年到期的占 66.41%，长期借款到期集中偿付压力尚可。截至 2023 年底，公司应付债券较上年底增长 50.96%，主要系公司发行 2 亿元中期票据所致；公司存续应付债券包括“21 万马 01”（票面金额为 4.00 亿元）和“23 万马

MTN001（科创票据）”（票面金额为 2.00 亿元）。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额 78.15 亿元，较上年底下降 6.27%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 85.26%，非流动负债占 14.74%，公司流动负债占比有所上升。

基于上述变化，公司全部债务较上年底增长 9.49%，其中短期债务增长 24.04%，长期债务下降 28.93%；公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底分别下降 0.76 个百分点和 0.36 个百分点，变化不大，公司债务压力尚属可控。截至 2024 年 3 月底，公司偿还部分长期借款，全部债务较上年底下降 4.59%。债务结构方面，短期债务占 83.10%，长期债务占 16.90%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 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 58.66%、51.51%和 15.22%，较上年底分别下降 1.92 个百分点、下降 1.55 个百分点和下降 1.56 个百分点。

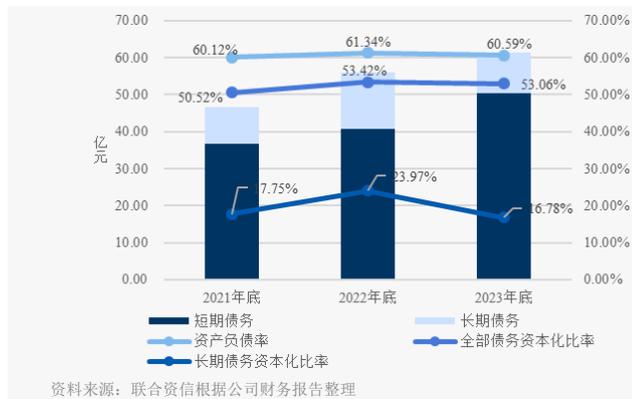
图表 2 • 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2022年底		2023年底		2024年3月底		2023年同比变化
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
<b>流动负债</b>	<b>60.58</b>	<b>78.20%</b>	<b>70.75</b>	<b>84.86%</b>	<b>66.63</b>	<b>85.26%</b>	<b>16.78%</b>
应付票据	37.65	62.15%	45.16	63.84%	45.02	67.56%	19.95%
应付账款	11.64	19.21%	9.36	13.23%	8.56	12.84%	-19.56%
<b>非流动负债</b>	<b>16.89</b>	<b>21.80%</b>	<b>12.62</b>	<b>15.14%</b>	<b>11.52</b>	<b>14.74%</b>	<b>-25.28%</b>
长期借款	10.42	61.68%	4.13	32.72%	3.05	26.50%	-60.37%
应付债券	4.04	23.91%	6.10	48.31%	6.16	53.50%	50.96%
<b>负债总额</b>	<b>77.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>83.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>78.15</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.61%</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

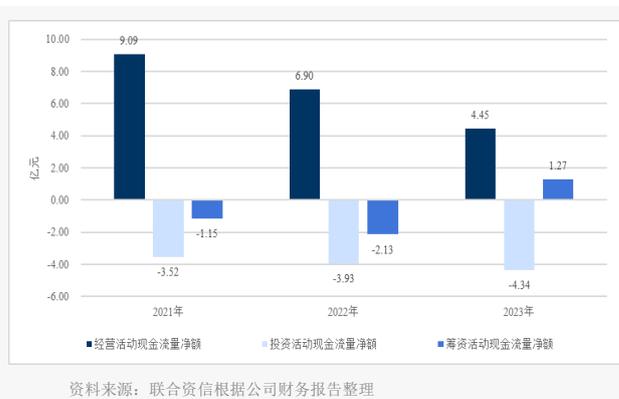
所有者权益方面，截至 2023 年底，公司所有者权益 54.23 亿元，较上年底增长 11.08%，主要系未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 19.09%、28.63%和 47.63%，所有者权益结构稳定性一般。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 55.06 亿元，规模和结构较上年底变化不大。

图表 15 • 2021—2023 年底公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 16 • 2021—2023 年底公司现金流量情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

经营活动方面，2023 年，经营活动现金净流入额同比下降 35.51%，主要系公司应收类款项及存货增加所致，现金收入比由 86.37% 提升至 92.11%，经营获现能力有所增强；投资活动方面，公司投资活动现金持续净流出，主要系公司资产购建支出增加所致；筹资活动方面，公司筹资活动现金由净流出转为净流入，主要系公司票据保证金到期净流入增加所致。2024 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 8.62 亿元，投资活动现金净流出 1.48 亿元，筹资活动现金净流出 0.66 亿元。

## 2 偿债指标变化

公司长短期偿债能力指标表现较好；且公司作为上市公司，融资渠道畅通。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	165.01%	150.98%
	速动比率	150.84%	133.98%
	经营现金/流动负债	11.38%	6.29%

	经营现金/短期债务（倍）	0.17	0.09
	现金类资产/短期债务（倍）	1.10	0.87
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	7.49	9.42
	全部债务/EBITDA（倍）	7.48	6.51
	经营现金/全部债务（倍）	0.12	0.07
	EBITDA/利息支出（倍）	10.11	11.37
	经营现金/利息支出（倍）	9.31	5.37

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2023年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的165.01%和150.84%分别下降至150.98%和133.98%，流动资产对流动负债的保障程度仍较高；现金短期债务比由上年底的1.10倍下降至0.87倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。

从长期偿债能力指标看，2023年，公司EBITDA为9.42亿元，同比增长25.81%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占24.69%）、计入财务费用的利息支出（占8.70%）和利润总额（占64.20%）构成。2023年，公司EBITDA利息倍数由上年的10.11倍提高至11.37倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的7.48倍下降至6.51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0.12倍下降至0.07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9.31倍下降至5.37倍，经营现金对利息支出的保障程度仍较强。

对外担保方面，截至2024年3月底，公司无对外担保，无重大未决诉讼或仲裁事项。

银行授信方面，截至2024年3月底，公司共计获得银行授信额度131.53亿元，其中已使用额度46.99亿元，未使用额度84.54亿元。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

### 3 公司本部主要变化情况

公司本部作为重要的运营实体，资产和负债占合并口径比例高；截至2023年底，公司本部资产仍以流动资产为主，债务负担有所加重，且存在一定的短期偿付压力；2023年，公司本部收入和利润规模对合并口径贡献较大，经营活动现金流持续保持净流入状态。

截至2023年底，公司本部资产总额117.80亿元，较上年底增长11.42%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产86.75亿元（占73.64%），非流动资产31.05亿元（占26.36%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占27.61%）、应收账款（占38.00%）、其他应收款（占15.47%）和存货（占9.59%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占73.86%）和固定资产（合计）（占16.66%）构成。截至2023年底，公司本部货币资金为23.95亿元。

截至2023年底，公司本部负债总额74.46亿元，较上年底增长15.73%。其中，流动负债64.45亿元（占86.56%），非流动负债10.01亿元（占13.44%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占59.61%）、应付账款（占18.35%）、其他应付款（合计）（占9.15%）和一年内到期的非流动负债（占5.87%）构成；非流动负债主要由长期借款（占35.86%）和应付债券（占60.92%）构成。公司本部2023年末资产负债率为63.20%，较2022年提高2.36个百分点。截至2023年底，公司本部全部债务52.96亿元。其中，短期债务占81.71%、长期债务占18.29%。截至2023年底，公司本部短期债务为43.27亿元，存在一定的短期偿付压力。截至2023年底，公司本部全部债务资本化比率54.99%，公司本部债务负担偏高。

截至2023年底，公司本部所有者权益为43.35亿元，较上年底增长4.71%，主要系未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本为10.35亿元（占23.89%）、资本公积合计17.13亿元（占39.51%）、未分配利润合计15.07亿元（占34.76%）、盈余公积合计2.35亿元（占5.41%），所有者权益结构稳定性一般。

2023年，公司本部营业总收入为88.95亿元，利润总额为2.16亿元。同期，公司本部投资收益为0.19亿元。现金流方面，截至2023年底，公司本部经营活动现金流净额为3.04亿元，投资活动现金流净额-3.66亿元，筹资活动现金流净额2.04亿元。

## （六）ESG方面

2023年，公司未发生环境污染事故及环境违法事件，未因环境问题受到环保部门的行政处罚；主动履行作为上市公司的社会责任。整体来看，目前公司ESG表现尚可，对其持续经营无负面影响。

环境保护方面，公司及下属子公司不属于重点排污单位。2023年，公司及下属子公司未发生环境污染事故及环境违法事件，未因环境问题受到环保部门的行政处罚。2023年，公司购置低温蒸发设备，对原作危废处置的废液进行低温蒸发处理，蒸发所得水用于循环水回用，降低了危废产生量，取得了一定的环境和经济效益；公司完成停车场车棚光伏和储能电站项目，完成3台SCB10更新为SCB18变压器，实现节能降耗。

社会责任方面，公司纳税情况良好，为2023年度纳税信用A级纳税人，解决就业5550人次。技能人才培养方面，公司建立了包括国际级技能大师工作室在内的7个大师工作室，并开展校企合作，培养了一批工匠和技师；专业人才培养方面，公司拥有认证内训师150人，覆盖生产技术、经营管理等领域的6大专业，开展了多期专项培训活动。公司制定并完善供应商准入制度，主要原材料采购通过公开招标的方式进行，与主要供应商建立了战略合作关系，保证了公司供应链安全和稳定。公司注重产品质量管理，推行生产过程智能化、工艺过程标准化、品质管理精细化。2023年，公司暂未开展脱贫攻坚、乡村振兴等工作。

整体看，公司ESG表现对其持续经营无负面影响。

## 七、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。

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。2023年，公司计入当期损益的政府补助为6146.87万元，相对稳定。

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、杭州以田科技有限公司和湖州万马高分子材料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。

控股股东支持方面，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，公司的银行授信业务由先前的保证担保方式改为以纯信用方式为主。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并将万海电缆纳入合并范围，进一步拓宽业务范围。

## 八、债券偿还能力分析

公司对存续债券的偿付能力很强，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。

### 1 债券偿还能力指标

截至2024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2023年底相关数据进行测算，截至2023年底，公司现金类资产43.86亿元，为公司存续债券待偿还本金的7.31倍。2023年，经营活动产生的现金流入额、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为145.21亿元、4.45亿元和9.42亿元，为公司存续债券待偿还本金的24.20倍、0.74倍和1.57倍，公司对存续债券偿付能力很强。

图表 18 • 公司存续债券偿还能力指标

项目	2023年
待偿债券余额（亿元）	6.00
现金类资产/待偿债券余额（倍）	7.31
经营活动现金流入额/待偿债券余额（倍）	24.20
经营活动现金流量净额/待偿债券余额（倍）	0.74
EBITDA/待偿债券余额（倍）	1.57

注：1. 上表中的待偿债券余额统计时间为2024年5月底；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA均采用2023年度数据  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 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“青岛西海岸新区国有资产管理局”）将其持有的青岛黄岛发展（集团）有限公司、青岛海洋投资集团有限公司、青岛西海岸旅游投资集团有限公司、中德联合集团有限公司（以下简称“中德集团”）、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”）和青岛西海岸农高发展集团有限公司的股权无偿划拨给海控集团。2019 年以来，西海岸新区国资局将其持有的青岛海王纸业股份有限公司 58.04% 股权和青岛琅琊台集团股份有限公司 41.79% 股权无偿划转至公司。2021 年 8 月，根据西海岸新区国资局《关于中德联合集团有限公司股权调整有关事宜的批复》，西海岸新区内多家主体对中德集团进行增资，增资后海控集团持有中德集团 33% 股权，不再具有实控权，故不再纳入合并范围。截至 2023 年 3 月底，海控集团注册资本 50.00 亿元，实收资本 30.40 亿元。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内的基础设施建设、贸易、房地产及国有资产运营等业务。截至 2023 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 2022 年底，海控集团资产总额 1598.20 亿元，所有者权益 544.44 亿元（少数股东权益 213.02 亿元）。2022 年，海控集团实现营业收入 465.11 亿元，利润总额 6.46 亿元。

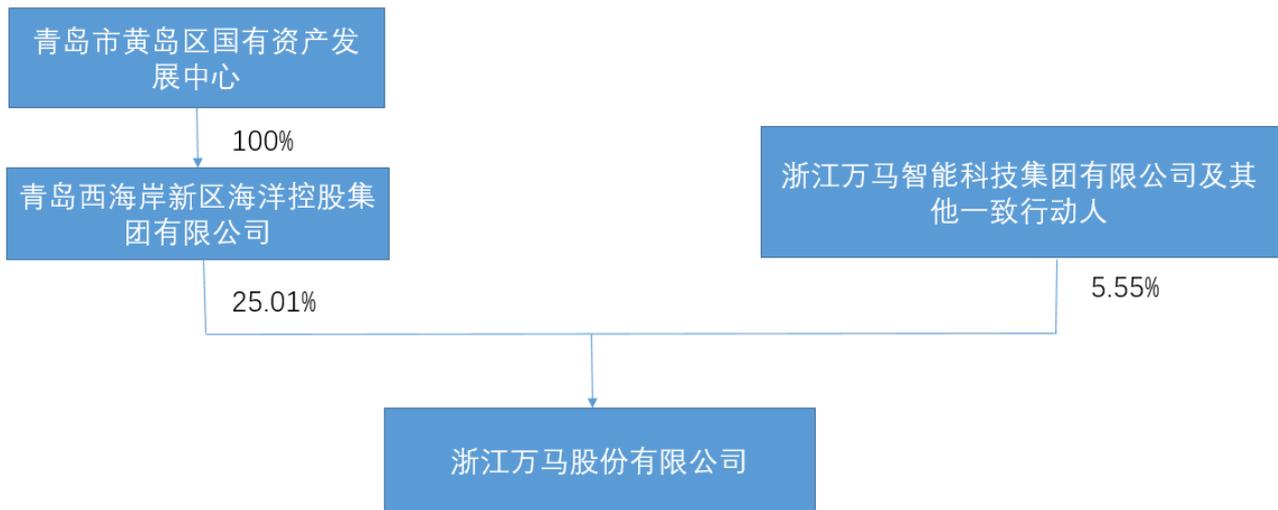
2022 年，海控集团经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为 546.93 亿元和 34.73 亿元，对公司存续债券余额的覆盖倍数分别为 91.16 倍和 5.79 倍。2022 年，海控集团经营活动现金流入量对公司存续债券的保障能力极强，EBITDA 对存续债券的保障能力很强。

根据联合资信于 2023 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。

## 九、跟踪评级结论

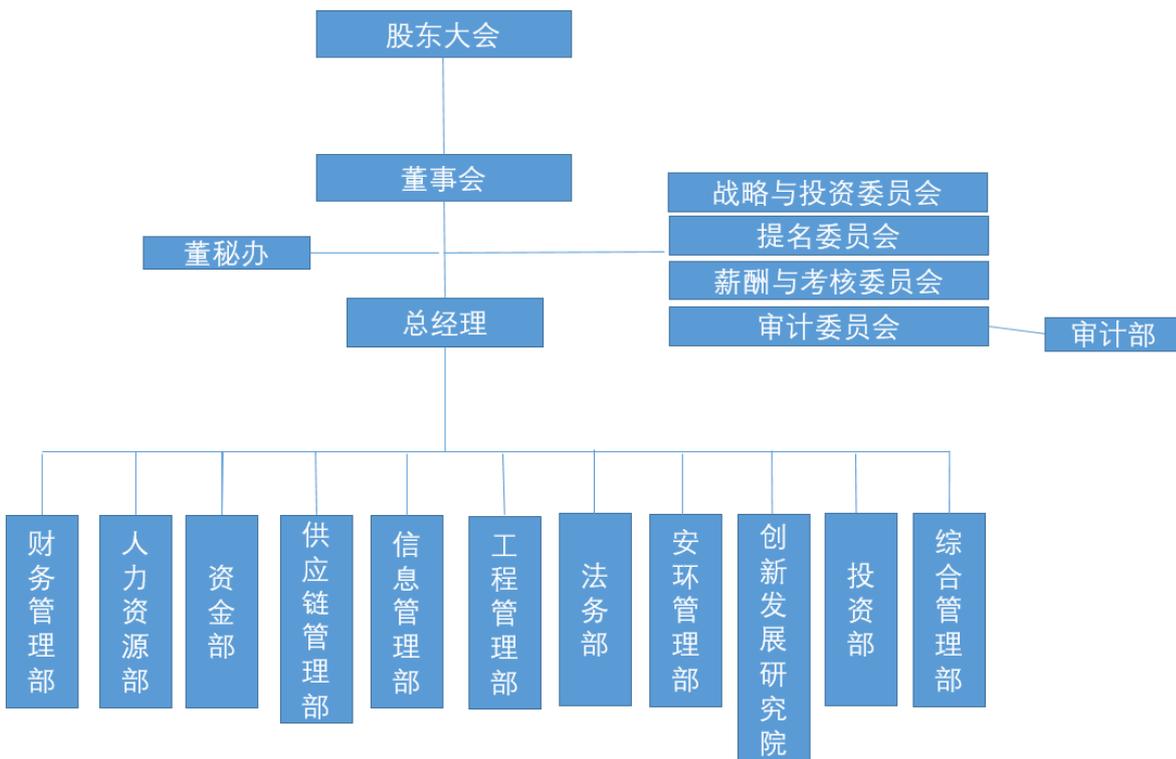
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 万马 01”和“23 万马 MTN001（科创票据）”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

**附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）**

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
山东万海电缆有限公司	50000.00	生产销售电缆产品	100.00%	--	同一控制下合并

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	44.84	43.86	30.16
应收账款（亿元）	37.84	40.36	48.87
其他应收款（亿元）	1.76	1.58	2.13
存货（亿元）	8.58	12.03	10.87
长期股权投资（亿元）	0.92	0.98	0.98
固定资产（亿元）	14.94	17.86	17.49
在建工程（亿元）	3.17	3.46	3.91
资产总额（亿元）	126.30	137.60	133.21
实收资本（亿元）	10.35	10.35	10.35
少数股东权益（亿元）	0.19	0.23	0.23
所有者权益（亿元）	48.82	54.23	55.06
短期债务（亿元）	40.61	50.37	48.61
长期债务（亿元）	15.39	10.94	9.89
全部债务（亿元）	56.00	61.31	58.50
营业总收入（亿元）	146.75	151.21	38.01
营业成本（亿元）	126.89	129.63	33.23
其他收益（亿元）	1.69	1.99	0.65
利润总额（亿元）	4.47	6.05	0.72
EBITDA（亿元）	7.49	9.42	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	126.75	139.28	24.11
经营活动现金流入小计（亿元）	132.34	145.21	25.55
经营活动现金流量净额（亿元）	6.90	4.45	-8.62
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.93	-4.34	-1.48
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.13	1.27	-0.66
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	3.10	3.02	--
存货周转次数（次）	13.69	12.58	--
总资产周转次数（次）	1.22	1.15	--
现金收入比（%）	86.37	92.11	63.41
营业利润率（%）	13.26	13.90	12.20
总资本收益率（%）	4.58	5.56	--
净资产收益率（%）	8.46	10.34	--
长期债务资本化比率（%）	23.97	16.78	15.22
全部债务资本化比率（%）	53.42	53.06	51.51
资产负债率（%）	61.34	60.59	58.66
流动比率（%）	165.01	150.98	153.34
速动比率（%）	150.84	133.98	137.03
经营现金流动负债比（%）	11.38	6.29	--
现金短期债务比（倍）	1.10	0.87	0.62
EBITDA 利息倍数（倍）	10.11	11.37	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.48	6.51	--

注：1.公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2.本报告 2021—2023 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：联合资信根据公司财务报告整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
<b>财务数据</b>			
现金类资产（亿元）	29.19	26.52	17.46
应收账款（亿元）	28.26	32.97	39.93
其他应收款（亿元）	11.92	13.42	14.95
存货（亿元）	4.67	8.32	7.18
长期股权投资（亿元）	20.67	22.93	22.96
固定资产（亿元）	4.28	5.17	5.10
在建工程（亿元）	1.26	0.79	0.92
资产总额（亿元）	105.73	117.80	116.68
实收资本（亿元）	10.35	10.35	10.35
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	41.40	43.35	43.51
短期债务（亿元）	34.01	43.27	42.75
长期债务（亿元）	12.97	9.69	8.71
全部债务（亿元）	46.99	52.96	51.46
营业总收入（亿元）	85.29	88.95	23.60
营业成本（亿元）	76.78	79.10	21.39
其他收益（亿元）	0.71	0.87	0.36
利润总额（亿元）	3.35	2.16	0.01
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	81.22	94.31	15.55
经营活动现金流入小计（亿元）	83.61	97.85	16.37
经营活动现金流量净额（亿元）	5.53	3.04	-6.21
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.26	-3.66	-1.65
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.37	2.04	1.11
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数（次）	2.78	2.57	--
存货周转次数（次）	14.10	12.18	--
总资产周转次数（次）	0.86	0.80	--
现金收入比（%）	95.23	106.02	65.89
营业利润率（%）	9.80	10.81	9.11
总资本收益率（%）	4.38	2.99	--
净资产收益率（%）	7.93	4.97	--
长期债务资本化比率（%）	23.86	18.27	16.68
全部债务资本化比率（%）	53.16	54.99	54.19
资产负债率（%）	60.85	63.20	62.71
流动比率（%）	151.42	134.61	133.43
速动比率（%）	142.30	121.70	122.23
经营现金流动负债比（%）	10.81	4.72	--
现金短期债务比（倍）	0.86	0.61	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：“-”表示数据不适用，“/”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

### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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