

信用评级公告

联合〔2023〕821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拟发行的 2023 年度第一期中期票据（科创票据）的信用状况进行综合分析和评估，确定浙江万马股份有限公司主体长期信用等级为 AA，浙江万马股份有限公司 2023 年度第一期中期票据（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

二〇二三年二月十日

浙江万马股份有限公司

2023年度第一期中期票据（科创票据）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA
担保方信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：2.00 亿元
本期中期票据期限：5（3+2）年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
担保方式：青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
偿还方式：按年付息，到期一次性还本
募集资金用途：偿还和置换公司的有息负债

评级时间：2023 年 2 月 10 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

评级观点

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具备综合竞争优势。2019—2021 年，公司整体经营情况良好，收入规模和利润总额均有所增长，经营活动现金持续净流入；2022 年前三季度，受益于下游订单增加以及公司产能的提升，公司营业总收入和利润总额同比均有所增长。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。

公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力较强。

公司拟发行的浙江万马股份有限公司 2023 年度第一期中期票据（科创票据）由青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司（以下简称“海控集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保可有效提升本期中期票据到期偿付的安全性。

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，其经营规模有望进一步扩大，综合实力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期中期票据信用等级为 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”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、融资担保等

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		2	
		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

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

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）等。

4. 近年来，公司经营规模扩大、利润增长、经营活动现金流状况较好。2019—2021年，公司营业总收入年均复合增长14.46%，利润总额年均复合增长6.30%，经营活动现金持续呈净流入状态且净流入额有所增长。

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，下游电力系统垄断性企业议价能力较强。2019—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，公司营业利润率、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。2019—2021年底，公司应收账款占流动资产的比重分别为47.89%、41.61%和38.51%；公司存货占流动资产的比重分别为11.45%、12.14%和11.10%。截至2022年9月底，公司应收账款和存货占流动资产的比重分别为41.53%和9.17%。

3. 公司债务负担有所加重，债务结构有待优化。截至2022年9月底，公司全部债务62.54亿元，较上年底增长34.48%；全部债务资本化比率为56.68%，较上年底上升6.16个百分点；其中短期债务占71.63%，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 9 月
现金类资产（亿元）	19.03	24.13	37.48	42.80
资产总额（亿元）	75.98	83.42	114.21	130.99
所有者权益（亿元）	42.79	45.26	45.55	47.79
短期债务（亿元）	18.40	18.92	36.68	44.80
长期债务（亿元）	1.15	3.00	9.83	17.74
全部债务（亿元）	19.54	21.92	46.51	62.54
营业总收入（亿元）	97.45	93.22	127.67	109.94
利润总额（亿元）	2.55	2.48	2.88	3.64
EBITDA（亿元）	4.83	4.54	5.34	--
经营性净现金流（亿元）	8.72	7.04	9.09	-2.27
营业利润率（%）	16.41	15.03	12.68	12.98
净资产收益率（%）	5.44	4.99	6.01	--
资产负债率（%）	43.68	45.74	60.12	63.51
全部债务资本化比率（%）	31.35	32.63	50.52	56.68
流动比率（%）	186.10	189.87	157.02	162.99
经营现金流动负债比（%）	27.69	20.70	15.92	--
现金短期债务比（倍）	1.03	1.28	1.02	0.96
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 9 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	/
营业总收入（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	/
经营现金流动负债比（%）	39.42	21.27	18.81	/

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，除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 公司 2022 年三季度财务报表未经审计；4. 本报告 2019-2021 年数据使用相应年度报告期末数据；5. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：公司财务报告、公司提供资料，联合资信整理

青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	86.00	115.18	143.53	200.74
资产总额（亿元）	702.04	941.08	1318.33	1414.36
所有者权益（亿元）	234.71	287.49	462.05	466.83
短期债务（亿元）	89.25	140.67	240.96	241.34
长期债务（亿元）	313.80	423.51	443.24	546.33
全部债务（亿元）	403.05	564.18	684.20	787.67
营业收入（亿元）	85.82	161.93	324.98	102.04
利润总额（亿元）	3.70	4.30	5.60	1.39
EBITDA（亿元）	9.34	12.33	19.12	--
经营性净现金流（亿元）	-1.54	-32.05	14.56	-37.63
营业利润率（%）	3.44	5.67	7.13	11.00
净资产收益率（%）	1.20	1.16	1.01	--

资产负债率（%）	66.57	69.45	64.95	66.99
全部债务资本化比率（%）	63.20	66.24	59.69	62.79
流动比率（%）	314.40	278.03	174.86	210.65
经营现金流动负债比（%）	-1.04	-14.47	3.74	--
现金短期债务比（倍）	0.96	0.82	0.60	0.83
EBITDA 利息倍数（倍）	0.58	0.59	0.70	--
全部债务/EBITDA（倍）	43.15	45.77	35.78	--

注：1. 担保方分析中，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. 担保方报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务，将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算；3. 担保方 2022 年一季度财务报表未经审计，相关指标未经年化

资料来源：青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司财务报告，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2022/07/15	孙长征 崔濛骁	一般工商企业信用评级方法（V3.1.202204） 一般工商企业信用评级模型（打分表）（V3.1.202204）	—
AA	稳定	2019/06/21	孙长征 罗 峤	一般工商企业评级方法（2018 年） 一般工商企业主体信用评级模型	阅读全文
AA ⁻	稳定	2013/12/18	张连娜 徐 翔 张 伟	工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

浙江万马股份有限公司

2023 年度第一期中期票据（科创票据）信用评级报告

一、主体概况

浙江万马股份有限公司（以下简称“公司”）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”。后经多次转股、非公开发行股票及股份转让，截至 2022 年 9 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 9 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%。

公司主要从事电线电缆、线缆用高分子材料的生产和销售以及新能源充电桩运营业务。截至 2022 年 9 月底，公司合并范围内拥有 49 家子公司，拥有在职员工合计 5597 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 9 月底，公司合并资产总额 130.99 亿元，所有者权益 47.79 亿元（含少数股东权益 0.18 亿元）；2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 109.94 亿元，利润总额 3.64 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。

二、本期中期票据概况

公司拟申请注册总金额为 12.00 亿元的中期票据，2023 年度第一期中期票据（科创票据）（以下简称“本期中期票据”）拟发行额度 2.00 亿元；发行期限为 5（3+2）年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；偿还方式为按年付息，到期一次性还本。

本期中期票据募集资金用途为偿还和置换公司的有息负债。

本期中期票据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。

三、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 年上半年，我国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022 年前三季度国内生产总值 87.03 万亿元，按不变价计算，同比增长 3.00%，较上半年回升 0.50 个百分点。其中，受疫情冲击，二季度 GDP 当季同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP 当季同比增速回升至 3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022 年前三季度，第一产业增加值同比增长 4.20%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.90%、2.30%，

较上年同期两年平均增速¹（分别为 5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值

表 1 2021 年三季度至 2022 年三季度中国主要经济数据

项目	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度	2022 年 三季度
GDP 总额（万亿元）	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 增速（%）	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速（%）	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速（%）	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资增速（%）	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资增速（%）	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资增速（%）	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速（%）	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速（%）	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速（%）	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅（%）	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅（%）	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速（%）	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速（%）	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速（%）	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率（%）	5.03	5.00	5.53	5.83	5.40
全国居民人均可支配收入增速（%）	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00	3.20

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.社融存量增速为期末值；5.城镇调查失业率为季度均值；6.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；7.2021 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，固定资产投资相对平稳，出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面，2022 年前三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元，同比增长 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 4.60%，受疫情影响较大。投资方面，2022 年前三季度全国固定资产投资（不含农户）42.14 万亿元，同比增长 5.90%，整体保持平稳增长。其中，房地产开发投资增速持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处于高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体增长较快，但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中国货物进出口总额 4.75 万亿美元，同比增长 8.70%。其中，出口 2.70 万亿美元，同比增长 12.50%；

进口 2.05 万亿美元，同比增长 4.10%；贸易顺差 6451.53 亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度，CPI 累计同比增长 2.00%，各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看，食品价格同比有所上涨，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度，PPI 累计同比增长 5.90%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻，三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度 PPI-CPI 剪刀差由正转负，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度，新增社融规模 27.77 万亿元，同比多增 3.01 万亿元；9

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较 6 月末低 0.20 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；表外融资方面，受益于金融监管政策边际松动，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”，稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年前三季度，全国一般公共预算收入 15.32 万亿元，按自然口径计算同比下降 6.60%，扣除留抵退税因素后，增长 4.10%。支出方面，2022 年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元，同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障，科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

稳就业压力仍然较大，居民消费水平有所恢复。受疫情冲击，2022 年二季度城镇调查失业率均值上升至 5.83%，三季度失业率均值较二季度有所下降，但仍高于上年同期水平，稳就业压力较大。2022 年前三季度，全国居民人均可支配收入 2.77 万元，实际同比增长 3.20%；全国居民人均消费支出 1.79 万元，实际同比增长 1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

2022 年 9 月 28 日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实

际加大政策落实和配套力度，确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022 年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将继续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

四、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。按照用途划分，电线电缆产品可以分为电力电缆、电气装备用电线电缆、通信电缆和光缆、裸电线、绕组线。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。从行业产销情况来看，2021 年，中国电线电缆产品产量为 5480 万千米，同比增长 4.52%；电线电缆产品销售收入为 1.12 万亿元，同比增长 3.58%。进出口方面，中国电线电缆市场供应充足，以出口为主，2021 年，中国电线电缆出口数量为

207.29 万吨，同比增长 13.04%。

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：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 年下半年攀升并在 2018 年二季度回落后，至 2020 年初保持相对稳定的态势，2020 年一季度，铜现货价格大幅下跌至 4617.50 美元/吨左右，继而一路震荡上行，于 2021 年 10 月 19 日达到 10651 美元/吨，至 2022 年 5 月底一直处于高位运行；此后价格回落至 2022 年 7 月中下旬 7231.50 美元/吨，至 2022 年底，价格经历震荡回调，围绕 8000 美元/吨左右波动。

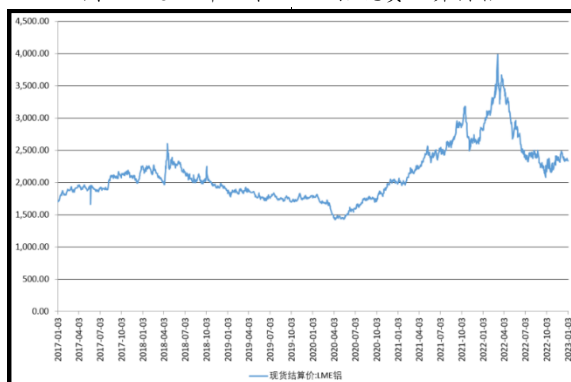
图 1 2017 年以来 LME 铜现货结算价格



资料来源：Choice，联合资信整理

同期铝现货的价格走势总体上与铜现货相似，2022 年 3 月初价格冲高至维持在 3984.50 美元/吨，此后价格回落至 2022 年 9 月底 2080 美元/吨，至 2022 年底，价格经历震荡回调，围绕 2300 美元/吨左右波动。

图 2 2017 年以来 LME 铝现货结算价格



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。

2022年1—11月，全社会用电量7.86万亿千瓦时，同比增长3.5%。分产业看，第一产业用电量1051亿千瓦时，同比增长9.7%，第二产业用电量5.19万亿千瓦时，同比增长1.50%，第三产业用电量1.36亿千瓦时，同比增长4.10%。

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%、16.60%、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%。2022年1—11月，全国发电装机容量约25.10亿千瓦，同比增长8.10%。其中，风电装机3.50亿千瓦、太阳能发电装机3.70亿千瓦，同比分别增长15.10%和29.40%。

整体看，2021年及2022年1—11月，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。

（3）行业关注

宏观经济周期波动和行业政策变动风险。

从宏观经济来看，电线电缆下游的电力行业需求受到国民经济中其他行业用电需求、尤其是重工业和制造业的用电需求影响较大，与经济周期的景气度具有较大相关性。目前国内外经济走势偏弱，外部环境的不确定性可能对相关公司的经营和盈利造成一定影响。此外，国务院、国家发改委等相关部门发布政策持续优化产业结构，推进节能减排，加快发展低碳经济，国家政策为行业发展带来机遇的同时也带来了一定的政策变动风险。

受原材料价格及性能的影响较大。2021年以来，国内外铜材、铝材等原材料的价格波动较大，若成本无法转嫁至下游，将对企业的原材料管理和盈利能力造成较大影响，增加盈利波动性。

行业竞争激励，行业集中度有望提升。从整体看，中国电线电缆行业市场集中度较低，中小企业众多，市场较为分散。随着国家不断加强

对电线电缆产品的质量安全监管和专项整治，将促使一批规模小、缺乏核心竞争力的电线电缆企业退出市场，有利于进一步提升行业集中度。

（4）未来发展

随着科技的进步和政策的推动，中国在传统产业的转型升级、战略性新兴产业和高端制造业等领域将得到较快发展，经济社会向低碳节能、智能化、信息化等方向发展。智能电网建设、现代化城市建设、新能源汽车制造和轨道交通建设等领域对电线电缆的功能和质量提出了更高的要求，将促进电线电缆产品结构不断得到优化升级。

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。

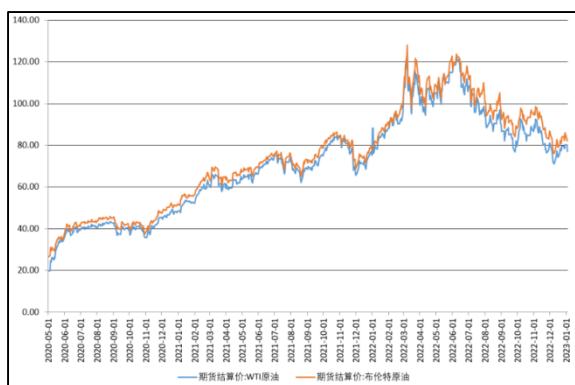
线缆用高分子材料又称线缆材料，是指在电线电缆中应用的，起绝缘、屏蔽、保护作用的高分子材料。线缆用高分子材料是电缆产品中的主要原材料之一，电缆、光缆中除金属导线、光纤外，其结构的主体就是线缆材料。

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年上半年,石油期货价格仍处于高位震荡,最高达到120美元/桶。2022年下半年,石油期货价格逐步回落至80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年上半年,价格维持高位震荡,2022年7—8月,价格有所回落,2022年9月至今,价格小幅升高后平稳运行。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本密集型行业,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, 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工艺技术。

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年9月底,公司总股本103548.91万股,公司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9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、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。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,具备一定的规模优势。

3. 人员素质

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

求。

截至2022年底,公司董事、监事及高级管理人员共13人。其中,非独立董事6人、独立董事3人、监事3人、非董事高级管理人员1人。

李刚先生,1974年出生,中国国籍,无境外永久居留权,中国海洋大学项目管理领域工程硕士学位;1997年7月至2008年9月,担任经济日报《中国企业家》杂志社青岛办事处主任,2008年9月至2014年9月,担任青岛鹰奥置业有限公司总经理一职,2014年9月至2020年7月,担任特来电新能源股份有限公司副总裁。2020年12月至今担任公司董事、副总经理,2022年10月至今担任公司董事长。

张珊珊女士,1978年出生,中国国籍,无境外永久居留权,本科学历。2003年2月至2007年7月任浙江万马房地产集团有限公司成本控制中心主任;2007年7月至今,历任万马联合控股集团有限公司投资总监、副总裁,2019年10月至2020年12月2日,任公司董事长,现任万马联合控股集团有限公司董事兼总经理、浙江万马智能科技有限公司董事、万马科技股份有限公司董事、公司副董事长。

截至2022年9月底,公司人员构成以生产和销售人员为主,教育程度以大专以下学历为主,能够满足公司日常生产经营需要。

表2 截至2022年9月底公司员工情况

类别	构成	占比(%)
专业构成	生产	61.43
	销售	10.47
	技术	5.36
	财务	2.32
	行政	7.75
	其他	12.67
教育程度	硕士及以上学历	0.91
	本科学历	14.26
	大专及以下学历	84.83

注:合计数与各数之和有差异,系四舍五入造成
资料来源:公司提供

4. 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基本信

用信息报告（机构信用代码：913300007043088475），截至2023年1月5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，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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东大会、董事会、监事会和经理层，法人治理结构相对完善，管理有序，各机构独立运作并依法行使职权。

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

股东大会是公司的权力机构，其职权包括决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会报告，审议批准公司年度财务预算方案、决算方案，审议批准公司的利润分配和弥补亏损方案，对发行公司债券作出决议，对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式做出决议以及修改公司章程等。

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

公司设监事会。监事会由3名监事组成，设主席1人。监事会应包括股东代表和适当比例的

公司职工代表，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会的职权包括检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督以及向股东大会提出提案等。

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

2. 管理水平

公司建立了规范的内部管理制度和经营管理机制，部门设置齐全，管理运作情况良好。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，设置了董秘办、供应链管理部、运营管理中心、工程管理部、财务中心以及人力资源中心等部门，并在财务管理、资金管理、内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。

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

采购与付款管理方面，公司制定了《采购与付款管理制度》，涵盖采购预算、供应商评价制度与比质比价采购、验收与付款、应付款项核对。公司对采购业务的相关岗位制订了岗位责任制，再请购与审批、询价与确定供应商、采购合同的谈判与核准、采购、验收与相关会计记录、付款申请、审批与执行等环节明确了各自的权责与相关制约要求。

销售管理方面，公司设置销售公司和销售

管理部负责销售商品及销售后勤管理工作。每年度修订补充完善《销售管理制度》，涉及岗位与权限设置，销售预算，销售客户信用评估，销售客户资料的记录与保管，合同谈判、记录与核准，合同保管，发货、收款程序，业务费用结算。

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

关联交易方面，明确划分股东大会和董事会对关联交易的审批权限。重大关联交易在经独立董事认可后，方可提交董事会审议。对关联交易采取公平、公正、自愿、诚信以及对公司有利的原则，关联交易定价按照公平市场价格，充分保护各方投资者的利益，必要时聘请专业的评估机构对其进行评估并按规定披露。

七、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源为电力产品、通信产品和高分子材料的销售，2019—2021年，受新冠疫情及下游需求变动影响，公司营业总收入和利润总额波动增长；铜、聚乙烯等原材料价格上涨对公司利润空间形成一定挤压，公司毛利率持续下降。2022年前三季度，受益于下游订单增加以及公司产能的提升，公司营业总收入同比有所增长，公司通过调整产品售价消除了原材料价格上涨的不利影响，综合毛利率有所提高。

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。2019—

2021年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长14.46%。其中，2021年，公司营业总收入同比增长36.96%，主要系电力产品和高分子材料销售收入增长所致。

收入构成方面，2019—2021年，公司主营业务收入占营业总收入的比重分别为98.82%、99.20%和99.25%，主营业务突出。分产品来看，电力产品系对公司营业总收入贡献最大的业务，2019—2021年，电力产品收入波动增长，年均复合增长12.36%；2020年，电力产品销售收入同比下降10.45%，主要系新冠疫情影响，中低压电缆下游订单减少所致；2021年，电力产品销售收入同比增长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。2019—2021年，高分子材料收入持续增长，年均复合增长16.55%，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；2021年，高分子材料收入同比增长30.27%，占营业总收入的比重较上年下降1.52个百分点。2019—2021年，通信产品收入持续增长，年均复合增长31.36%，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；2021年，公司通信产品收入较上年增长37.38%，占营业总收入比重较上年变化不大。2019—2021年，随着公司新能源业务布局的基本完成及稳健运营，公司新能源业务收入波动增长，年均复合增长15.00%。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，占营业总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。

表3 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1—9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 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
电力产品	61.08	62.68	15.55	54.70	58.68	14.56	77.11	60.39	12.15	63.04	57.34	11.65
通信产品	5.03	5.16	21.10	6.32	6.78	17.90	8.68	6.80	15.11	8.20	7.46	15.12
高分子材料	27.73	28.46	18.40	28.92	31.02	15.20	37.67	29.50	12.81	35.51	32.30	15.12

新能源	2.45	2.51	18.75	2.33	2.50	15.20	3.24	2.54	13.83	2.59	2.36	16.65
贸易及其他	1.17	1.20	17.91	0.96	1.03	43.53	0.98	0.77	56.32	0.59	0.54	29.48
合计	97.45	100.00	16.76	93.22	100.00	15.30	127.67	100.00	12.93	109.94	100.00	13.24

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019—2021年，受铜、聚乙烯等原材料价格上涨影响，公司电力产品、通信产品和高分子材料产品毛利率均持续下降；2021年，电力产品、通信产品和高分子材料产品毛利率同比分别下降2.41个百分点、2.79个百分点和2.39个百分点。2019—2021年，新能源业务毛利率持续下降；2020年，新能源业务毛利率同比下降3.55个百分点，主要系受新冠肺炎疫情影响，充电量较上年下降1861.34万度，且产出不及固定摊销所致；2021年，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。2019—2021年，公司贸易及其他业务受毛利较低的贸易业务占比下降影响，毛利率持续上升。受上述因素影响，2019—2021年，公司毛利率持续下降。

2022年1—9月，公司实现营业总收入109.94亿元，同比增长18.15%，主要系下游订单充足以及公司产能提升所致；实现利润总额3.64亿元，同比增长81.46%，主要系收入规模扩大以及综合毛利率提升所致；营业利润率为12.98%，同比提高0.51个百分点。

2. 原材料采购

2019—2021年，公司以销定产定采，铜杆、低密度聚乙烯等主要原材料的采购量和采购均价均有所增长；2022年1—9月，主要原材料采购均价小幅回落但仍处于高位；公司采购集中度较高。

公司原材料采购由供应链中心负责管理。采购模式方面，公司根据销售情况确定生产计

划，并根据生产计划采购相应原材料。公司电力产品及通信产品板块的主要原材料为铜、铝、光纤、交联绝缘料、屏蔽料及护套料等。其中，铜、铝等金属材料的采购根据订单种类采用不同的采购方式；对于当期订单，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，中低压绝缘料主要由万马高分子内部供应，110kV及以上绝缘料主要向陶氏化学及北欧化工的国内代理商询价采购，占比40%左右。公司高分子材料板块的主要原材料为聚乙烯、交联剂等，其中聚乙烯约占公司高分子材料生产成本的75%，主要供应商为国内大型石化企业。

原材料品类方面，由于公司线缆类产品品类众多，因此所需原材料种类较多。2019—2021年，采购额在6亿元以上的原材料主要为铜杆、铜丝、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯。2019—2021年，铜杆和低密度聚乙烯采购量持续增长，线性低密度聚乙烯采购量波动增长，铜丝采购量波动下降。采购价格方面，受市场原材料价格行情影响，2019—2021年，公司铜杆、铜丝、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯的采购均价均持续上涨，分别复合增长20.12%、19.76%、21.94%和9.17%。2022年1—9月，公司铜杆、铜丝、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯的采购均价较上年均发生小幅回落，但仍然处于2019年以来的较高水平。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—9月
铜杆	采购量（单位：万吨）	6.54	6.76	8.28	6.04
	采购均价（单位：万元/吨）	4.81	4.92	6.94	6.85

220kV 及以下超级交联聚乙烯绝缘料	采购量（单位：万吨）	0.35	0.22	0.24	0.07
	采购均价（单位：万元/吨）	1.84	1.81	2.01	2.00
铝杆	采购量（单位：万吨）	0.17	0.12	0.07	0.07
	采购均价（单位：万元/吨）	1.48	1.53	1.98	2.13
铜丝	采购量（单位：万吨）	1.92	1.61	1.87	1.94
	采购均价（单位：万元/吨）	4.95	5.01	7.10	6.86
铜包钢	采购量（单位：吨）	1293.76	1325.65	1320.35	494.53
	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	2.50
	采购均价（单位：万元/吨）	0.82	1.07	1.68	1.87
树脂	采购量（单位：万吨）	2.69	2.10	2.03	2.90
	采购均价（单位：万元/吨）	0.63	0.69	0.96	0.84
光纤	采购量（单位：万公里）	97.32	157.64	161.95	106.55
	采购均价（单位：元/公里）	37.21	26.28	23.88	30.69
护套料	采购量（单位：万吨）	1.66	1.05	1.71	1.59
	采购均价（单位：万元/吨）	0.88	0.90	1.11	1.21
低密度聚乙烯	采购量（单位：万吨）	8.09	8.41	10.00	8.43
	采购均价（单位：万元/吨）	0.76	0.90	1.13	1.05
线性低密度聚乙烯	采购量（单位：万吨）	9.93	10.30	10.22	8.56
	采购均价（单位：万元/吨）	0.73	0.73	0.87	0.86

资料来源：公司提供

结算方面，公司主要采用入库后次日付款的方式采购铜、铝等主要原材料，付款方式为现汇或银行承兑汇票，银行承兑汇票的账期一般为3~6个月。2021年，铜、铝等原材料价格上涨，叠加公司利用银行承兑汇票成本低的优势开展票据池业务，公司应付票据规模大幅增长。截至2021年底，公司应付票据较上年底增长118.01%。

采购集中度方面，2019—2021年，公司对前五大供应商采购金额分别为30.86亿元、32.36亿元和52.87亿元，占当年采购总金额的比重分别为40.32%、41.11%和47.42%，持续上升，采购集中度较高。

3. 产品生产

2019—2021年，公司电力产品和高分子材料产能逐年扩张，通信产品产能波动下降；主要产品产量均有所增长，电力产品和高分子材料产能利用率处于较高水平，通信产品产能利用率尚有提升空间。

经营主体方面，公司电力产品经营主体为公司本部、浙江万马电缆有限公司和浙江万马

专用线缆科技有限公司（以下简称“万马专缆”），主要产品为各类电缆。公司通信产品经营主体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”），主要产品包括同轴电缆、光纤光缆、数据缆和用户缆等。公司高分子材料经营主体为万马高分子，主要产品包括化学交联、硅烷交联、PVC产品和低烟无卤产品等。

产能方面，2019—2021年，公司电力产品产能逐年增长，年均复合增长3.03%，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；公司通信产品产能波动下降，年均复合下降1.80%，主要系在通信行业“光进铜退”的发展趋势下，公司同轴电缆产能下降所致；公司高分子材料产能逐年增长，年均复合增长19.70%，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。受上述因素影响，2019—2021年，公司整体产能显著提升。2019—2021年，公司电力产品、通信产品和高分子材料

平均生产周期为18天、42天和1天，部分高分子材料需要2天进行二次加工。

产量方面，2019—2021年，受益于国家加大电网投资力度以及持续推进新能源建设，公司各类产品产量均维持增长态势。分产品来看，2019—2021年，公司电力产品产量波动增长，年均复合增长1.50%；通信产品和高分子材料产量均持续增长，分别复合增长25.70%和8.80%。

2019—2021年，公司电力产品产能利用率基本稳定，处于较高水平；因产能增速高于产量增速，高分子材料产能利用率有所下降，但仍处于较高水平；公司通信产品产能利用率逐年提高。

2022年1—9月，公司电力产品、通信产品和高分子材料的产能均有所提升，电力产品和通信产品的产能利用率较2021年有所下降，高分子材料的产能利用率较2021年有所提升。

表 5 公司主要产品生产情况

项目	产品	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
电力产品	产能（万 KM）	38.26	39.80	40.61	34.80
	产量（万 KM）	31.50	31.18	32.45	25.10
	产能利用率（%）	82.33	78.33	79.91	72.13
通信产品	产能（万 KM）	126.86	105.09	122.34	104.35
	产量（万 KM）	51.62	59.18	81.56	55.83
	产能利用率（%）	40.69	56.32	66.67	53.50
高分子材料	产能（万吨）	35.05	38.76	50.22	40.90
	产量（万吨）	31.73	33.50	37.56	33.15
	产能利用率（%）	90.51	86.42	74.80	81.04

注：1.产量与公司年报数据的差异系统统计口径不同所致；2.产能利用率尾数差异系四舍五入造成；3.2022 年 1—9 月的产能未年化
资料来源：公司提供

4. 产品销售

2019—2021年，公司各类产品销量均呈现增长态势，产销率均维持在很高水平；公司给予下游客户账期较长，应收账款规模较大，对资金形成一定占用。

销售模式方面，公司产品以直销为主，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，近年来核心区域在浙江省的基础上增加了山东省（公司控股股东海控集团的经营所在地，归属于华中区域）。

表 6 公司主要产品销售情况

项目	产品	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
电力产品	销售量（万 KM）	32.74	33.18	32.93	26.83
	产销率（%）	103.94	106.42	101.46	106.89
	销售均价（万元/KM）	1.87	1.65	2.34	2.35
通信产品	销售量（万 KM）	49.13	67.31	89.03	52.31
	产销率（%）	95.17	113.74	109.15	93.70
	销售均价（万元/KM）	0.10	0.09	0.10	0.16
高分子材料	销售量（万吨）	28.54	31.54	37.67	30.12
	产销率（%）	89.97	94.15	100.29	90.85
	销售均价（万元/吨）	1.03	1.09	1.11	1.18

注：销量与公司年报数据的差异系统统计口径不同所致
资料来源：公司提供

销售价格方面，公司以铜、聚乙烯等主要原材料价格和制造费用为依据，测算产品的制造成本，在此基础上，加上一定的毛利确定销售价格。2019—2021年，受到铜价变动、产品结构不同及中标价格差异等因素影响，公司电力产品销售均价波动增长；公司通信产品销售价格基本稳定；高分子材料销售均价持续增长，主要系聚乙烯价格上涨所致。

销量方面，2019—2021年，受益于国家加大电网投资力度、持续推进新能源建设以及公司不断开拓下游市场，公司电力产品销量波动增长，通信产品和高分子材料销量持续增长。

2022年1—9月，公司电力产品、通信产品和高分子材料销售均价较2021年均有所提升，产销量仍维持在较高水平。截至2022年底，公司在手订单约12.80亿元。

结算方面，公司与客户的结算方式以电汇和银行承兑汇票为主，约定账期一般为3~6个月，但电力和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。2021年，由于公司销售规模增大以及开展票据池业务，应收票据规模大幅增长。截至2021年底，公司应收票据较上年底增长107.90%。

从客户集中度来看，2019—2021年，公司对前五大客户销售额分别为6.59亿元、7.93亿元和13.65亿元，占年度销售总额比例分别为6.76%、8.51%和10.69%，逐年上升，但集中度较低。

5. 经营效率

2019—2021年，公司经营效率基本稳定，目前处于行业中游水平。

从经营效率指标看，2019—2021年，公司销售债权周转次数分别为2.84次、2.62次和3.08次，波动上升，主要系营业总收入波动增长所致；受营业成本和存货波动影响，公司存货周转率分别为10.51次、10.85次和12.49次，持续上升；受营业总收入波动增长、总资产持续增长影响，总

资产周转次数分别为1.30次、1.17次和1.29次，波动下降。与同行业上市公司相比，2021年，公司经营效率处于行业中游水平。

表7 2021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	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

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、销售及服务的本地化，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2019—2020年财务报告均由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2021年财务报告由致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准的无保留意见。公司2022年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2020年，公司合并范围内新增1家子公司（新设），减少1家子公司（注销）；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；2022年1—9月，公司合并范围内新增1家子公司（非同一

控制下企业合并）。截至2022年9月底，公司纳入合并范围子公司共计49家。公司主营业务未发生变化，新增和不再纳入合并范围的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

截至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9月底，公司合并资产总额130.99亿元，所有者权益47.79亿元（含少数股东权益0.18亿元）；2022年1—9月，公司实现营业总收入109.94亿元，利润总额3.64亿元。

2. 资产质量

2019—2021年底，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主；公司流动资产中应收账款和存货对营运资金存在一定占用；非流动资产中固定资产占比较高，商誉或存在一定的减值风险。

2019—2021年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长22.60%。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 公司资产主要构成情况

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 9 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	58.61	77.14	64.56	77.40	89.67	78.52	104.20	79.55
货币资金	11.68	19.92	15.15	23.46	25.53	28.47	31.18	29.92
应收票据	3.61	6.17	5.12	7.94	10.65	11.88	10.74	10.30
应收账款	28.07	47.89	26.87	41.61	34.53	38.51	43.27	41.53
存货	6.71	11.45	7.84	12.14	9.96	11.10	9.55	9.17
非流动资产	17.37	22.86	18.86	22.60	24.54	21.48	26.79	20.45
固定资产（合计）	10.40	59.87	11.68	61.93	13.62	55.53	13.32	49.72
在建工程（合计）	1.69	9.73	0.80	4.24	2.83	11.52	4.65	17.37
无形资产	1.80	10.38	2.62	13.89	2.61	10.62	2.53	9.45
商誉	2.23	12.82	1.96	10.41	1.96	8.00	1.99	7.43
资产总额	75.98	100.00	83.42	100.00	114.21	100.00	130.99	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9月底，固定资产和在建工程金额为合计金额

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

2019—2021年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长23.69%。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。

2019—2021年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长47.86%。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。

2019—2021年底，公司应收票据持续增长，年均复合增长71.69%。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叠加公司开展票据池业务，公司收到的商业承兑汇票大幅增加所致；商业承兑汇票占应收票据的46.10%，存在一定的回收风险。

2019—2021年底，公司应收账款波动增长，年均复合增长10.92%。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（占91.37%）为主，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。

2019—2021年底，公司存货持续增长，年均复合增长21.80%。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

2019—2021年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长18.86%。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、无形资产和商誉构成。

2019—2021年底，公司固定资产（合计）持续增长，年均复合增长14.46%。截至2021年底，公司固定资产（合计）较上年底增长16.68%，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。

2019—2021年底，公司在建工程（合计）波动增长，年均复合增长29.38%。截至2021年底，公司在建工程（合计）由上年的0.80亿元增长至2.83亿元，主要系万马高端电缆产业化项目增加所致。

2019—2021年底，公司无形资产波动增长，年均复合增长20.23%。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。

2019—2021年底，公司商誉持续下降，年均复合下降6.08%。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万马特缆形成，未来若被收购单位经营业绩未达预期，公司或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：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年9月底，公司资产总额130.99亿元，较上年底增长14.69%，主要系货币资金和应收账款增加所致。其中，公司流动资产占79.55%，非流动资产占20.45%，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021年底，公司所有者权益持续增长，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。

2019—2021年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长3.17%。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9月底，公司所有者权益47.79亿元，较上年底增长4.93%，主要系未分配利润积累所致。所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2019—2021年底，公司负债规模持续增长，以流动负债为主；为匹配生产端扩张的资金需求，公司债务规模显著增长，整体债务负担加重，债务以短期债务为主，期限结构有待优化。

2019—2021年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长43.83%。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 公司负债主要构成情况

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 9 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	31.50	94.89	34.00	89.12	57.11	83.17	63.93	76.84
应付票据	8.83	28.05	15.31	45.01	33.37	58.43	40.44	63.26
应付账款	6.57	20.85	9.91	29.14	13.08	22.90	9.49	14.85
其他流动负债	1.49	4.74	1.94	5.71	3.55	6.21	4.51	7.05
非流动负债	1.69	5.11	4.15	10.88	11.55	16.83	19.27	23.16
长期借款	1.15	67.62	3.00	72.36	4.70	40.68	12.77	66.29
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	4.03	34.89	3.99	20.73
递延收益	0.49	29.13	0.66	15.94	1.25	10.78	1.13	5.85
负债总额	33.19	100.00	38.16	100.00	68.66	100.00	83.20	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：公司财务报告，联合资信整理

2019—2021年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长34.66%。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、应付账款和其他流动负债构成。

2019—2021年底，公司应付票据持续增长，年均复合增长94.35%。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。公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2019—2021年底，公司应付账款持续增长，

年均复合增长41.11%。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%。

2019—2021年底，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长54.10%。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。

2019—2021年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长161.10%。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、应付债券和递延收益构成。

2019—2021年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长102.53%。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。

2019—2020年底，公司无应付债券。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）。

2019—2021年底，公司递延收益持续增长，年均复合增长58.86%。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9月底，公司负债总额83.20亿元，较上年底增长21.17%，主要系应付票据和长期借款增加所致。其中，长期借款较上年底增加171.76%至12.77亿元，主要系公司固定资产投资对长期资金需求增加所致。其中，流动负债占76.84%，非流动负债占23.16%。公司以流动负债为主，非流动负债占比有所上升。

有息债务方面，2019—2021年，公司全部债务持续增长。截至2021年底，公司全部债务较上年底大幅增长，主要系短期债务增加所致。公司债务结构以短期债务为主。从债务指标来看，2019—2021年，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均持续增长，公司债务负担明显加重。

表 11 2019—2021 年底及 2022 年 9 月底公司债务及其相关指标情况

科目	2019 年底	2020 年底	2021 年底	2022 年 9 月底	年均复合增长率	2021 年底同比增长率
短期债务（亿元）	18.40	18.92	36.68	44.80	41.20	93.90
长期债务（亿元）	1.15	3.00	9.83	17.74	192.89	227.25
全部债务（亿元）	19.54	21.92	46.51	62.54	54.27	112.17
短期债务占全部债务比重（%）	94.14	86.30	78.86	71.63	--	-7.43
资产负债率（%）	43.68	45.74	60.12	63.51	--	14.38
全部债务资本化比率（%）	31.35	32.63	50.52	56.68	--	17.90
长期债务资本化比率（%）	2.61	6.22	17.75	27.08	--	11.53

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年9月底，公司全部债务较上年底大幅增长，主要系应付票据和长期借款增加所致。债务结构仍以短期债务为主，但长期借款的增加使得长期债务占比有所上升。从债务指标来看，截至2022年9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较上年底分别上升3.39个百分点、6.16个百分点和9.32个百分点。

4. 盈利能力

2019—2021年，公司营业总收入和利润总额均波动增长；期间费用控制能力有所增强，但

期间费用对利润侵蚀仍然较重；公司减值损失对利润有较大影响，且对增值税退税等非经常性损益依赖较大，公司整体盈利能力处于行业平均水平。

2019—2021年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长14.46%。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，2019—2021年，公司费用总额波动增长，年均复合增长2.26%；期间费用率

²分别为13.86%、12.76%和11.06%，持续下降。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，但对整体利润侵蚀仍较重。

2019—2021年，公司资产减值损失和信用减值损失合计分别为1.14亿元、0.88亿元和0.47亿元，持续下降，分别相当于营业利润的46.38%、36.05%和16.22%，减值损失对营业利润存在较大侵蚀；公司资产减值损失主要为计提商誉减值准备，信用减值损失主要为计提应收账款坏账准备。

2019—2021年，公司其他收益分别为1.00亿元、1.10亿元和1.40亿元，持续增长，占营业利润的比重分别为48.20%、45.40%和40.80%，主要为公司作为社会福利企业取得的增值税退税，具有一定的持续性。2019—2021年，公司营业外收入分别为0.16亿元、0.14亿元和0.07亿元，占利润总额的比重分别为6.32%、5.50%和2.59%。综合考虑其他收益和营业外收入在利润总额中的占比，公司盈利对增值税退税等非经常性损益依赖较大。

表 12 公司盈利能力变化情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
营业总收入（亿元）	97.45	93.22	127.67	109.94
利润总额（亿元）	2.55	2.48	2.88	3.64

² 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

营业利润率（%）	16.41	15.03	12.68	12.98
总资本收益率（%）	4.92	3.98	3.35	--
净资产收益率（%）	5.44	4.99	6.01	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资本收益率持续下降，净资产收益率波动上升。与国内同行业主要上市公司相比，2021年公司盈利能力指标处于行业中等水平。

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—9月，公司实现营业总收入109.94亿元，同比增长18.15%，实现利润总额3.64亿元，同比增长81.46%，主要系收入规模扩大和综合毛利率提升所致。

5. 现金流

2019—2021 年，公司经营活动现金持续净流入，且净流入规模波动增长；投资活动主要为大宗原材料的期货套期保值和理财产品投资，投资活动现金净流出规模有所增长；筹资活动现金流量净额持续为负，但净流出规模有所下降。

表 14 公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	86.72	83.77	113.22	91.31
经营活动现金流出小计	78.00	76.73	104.13	93.59
经营现金流量净额	8.72	7.04	9.09	-2.27
投资活动现金流入小计	81.10	92.23	48.10	16.64
投资活动现金流出小计	81.99	92.16	51.62	20.21

投资活动现金流量净额	-0.89	0.07	-3.52	-3.58
筹资活动前现金流量净额	7.83	7.11	5.57	-5.85
筹资活动现金流入小计	15.37	8.81	10.38	13.32
筹资活动现金流出小计	20.62	13.91	11.52	7.39
筹资活动现金流量净额	-5.25	-5.11	-1.15	5.93
现金收入比(%)	84.42	85.00	83.34	79.28

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

经营活动方面，2019—2021 年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长 14.26%，2020 年，公司经营活动现金流入量同比有所下降，主要系新冠疫情影响，公司销售收入下降所致；2021 年，公司经营活动现金流入同比增长 35.15%，主要系公司销售增加所致。同期，公司经营活动现金流出量波动增长，年均复合增长 15.54%，综合以上因素，2019—2021 年，公司经营活动现金持续净流入，流入净额波动增长。2019—2021 年，公司现金收入比波动下降，收入实现质量一般。

投资活动方面，公司投资活动现金流入和流出主要由银行理财活动和公司为对冲原材料价格波动进行的期货保值产生。2019—2021 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 22.99%；投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 20.65%。2019—2020 年，公司投资活动现金由净流出转为净流入；2021 年，投资活动现金转为净流出，且净流出规模较 2019 年有所增长。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金持续呈净流入状态，流入净额有所下降，经营活动获现可以覆盖投资支出需求。

筹资活动方面，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降 17.84%；筹资活动现金流出量持续下降，年均复合下降 25.24%。综合以上因素，2019—2021 年，公司筹资活动现金持续净流出，但净流出规模有所下降。

2022 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.27 亿元、-3.58 亿元和 5.93 亿元。

6. 偿债指标

2019—2021 年，公司短期偿债能力指标波动下降但仍处于较高水平，长期偿债能力指标表现很强；公司融资渠道畅通。

表 15 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率(%)	186.10	189.87	157.02
	速动比率(%)	164.78	166.81	139.58
	经营现金/流动负债(%)	27.69	20.70	15.92
	经营现金/短期债务(倍)	0.47	0.37	0.25
	现金类资产/短期债务(倍)	1.03	1.28	1.02
长期偿债能力	EBITDA(亿元)	4.83	4.54	5.34
	全部债务/EBITDA(倍)	4.04	4.83	8.70
	经营现金/全部债务(倍)	0.45	0.32	0.20
	EBITDA/利息支出(倍)	6.57	11.01	15.02
	经营现金/利息支出(倍)	11.86	17.06	25.55

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

从短期偿债指标看，2019—2021年底，公司流动比率和速动比率波动下降，流动资产对流动负债的保障程度有所下降但仍处于较高水平；现金短期债务比较为稳定，现金类资产对短期债务覆盖程度高。2019—2021年，公司经营现金流动负债比率持续下降。整体看，公司短期偿债能力指标有所下降但仍处于较高水平。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 波动增长，EBITDA 利息倍数持续提高，EBITDA 对利息的覆盖程度高；全部债务/EBITDA 持续上升，EBITDA 对全部债务的覆盖程度有所下降。2019—2021 年，经营现金/全部债务持续下降，经营现金对全部债务的保障程度一般；经营现金/利息支出持续增长，经营现金对利息的保障程度很高。整体看，公司长期偿债能力指标表现很强。

对外担保方面，截至2022年9月底，公司不存在对合并范围以外的担保。

未决诉讼方面，截至2022年9月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年9月底，公司共计获得银行授信额度102.33亿元，其中已使用额度48.23亿元，未使用额度54.10亿元，间接融资

渠道畅通。公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

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，流动资产中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，债务结构有待优化；所有者权益结构稳定性较好；2021年，母公司收入规模较大，经营活动现金保持净流入状态。

2019—2021年底，母公司资产总额持续增长，年均复合增长24.50%。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（占11.09%）和在建工程（占5.71%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为15.84亿元。

2019—2021 年底，母公司负债持续增长，年均复合增长 52.12%。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为 48.48%，较上年底上升 16.96 个百分点，母公司债务负担加重。

2019—2021 年底，母公司所有者权益波动增长，年均复合增长 3.12%。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。

2019—2021 年，母公司营业总收入波动增长，年均复合增长 12.04%。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。

九、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。2019—2021年，公司计入当期损益的政府补助分别为4254.78万元、4730.45万元和4583.96万元。

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、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响不大;公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力较强。海控集团对本期中期票据提供全额无条件不可撤销的连带责任

保证担保,能有效提升本期中期票据到期偿付的安全性。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行金额为2.00亿元,分别占2022年9月底公司长期债务和全部债务的11.27%和3.20%,对公司现有债务结构影响不大。以2022年9月底财务数据为基础,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由63.51%、56.68%和27.08%上升至64.06%、57.45%和29.23%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金计划用于置换公司及子公司的有息负债,公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2019—2021年,公司EBITDA分别为4.83亿元、4.54亿元和5.34亿元,分别为本期债券发行额度(2.00亿元)的2.42倍、2.27倍和2.67倍。2019—2021年,公司经营活动现金流量净额分别为8.72亿元、7.04亿元和9.09亿元,分别为本期债券发行额度(2.00亿元)的4.36倍、3.52倍和4.54倍。

表 16 本期中期票据偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务*(亿元)	11.83
经营现金流入/发行后长期债务(倍)	9.57
经营现金/发行后长期债务(倍)	0.77
发行后长期债务/EBITDA(倍)	2.21

注:发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的截至2021年底长期债务总额

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

3. 增信措施

(1) 担保条款

海控集团为公司本期中期票据提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,担保范围包括中期票据本金及利息,以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。海控集团承担保证责任的期间为本期中期票据存续期及到期之日起两年。

（2）担保人信用概况

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（2019年7月更名为“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”）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。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 and 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。

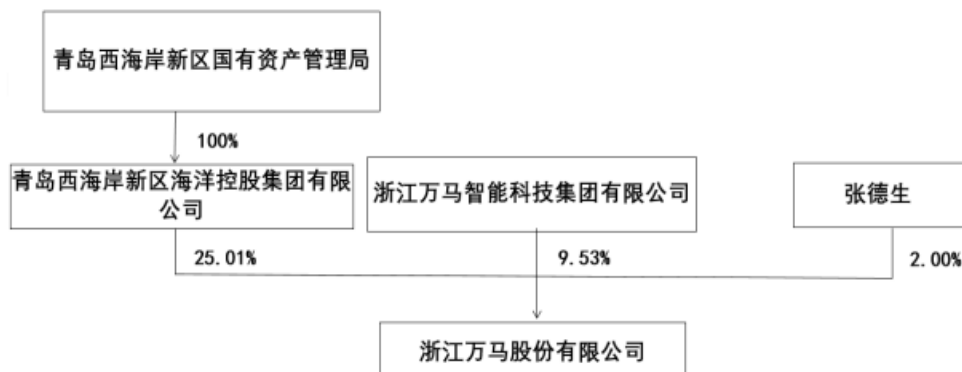
2021年，海控集团经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为415.44亿元、14.56亿元和19.12亿元，对本期中期票据覆盖倍数分别为207.72倍、7.28倍和9.56倍。2021年，海控集团经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期中期票据的保障能力极强，EBITDA对本期中期票据的保障能力很强。

根据联合资信于2022年8月23日出具的评级报告，海控集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。海控集团为本期中期票据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本期中期票据到期偿付的安全性。

十一、结论

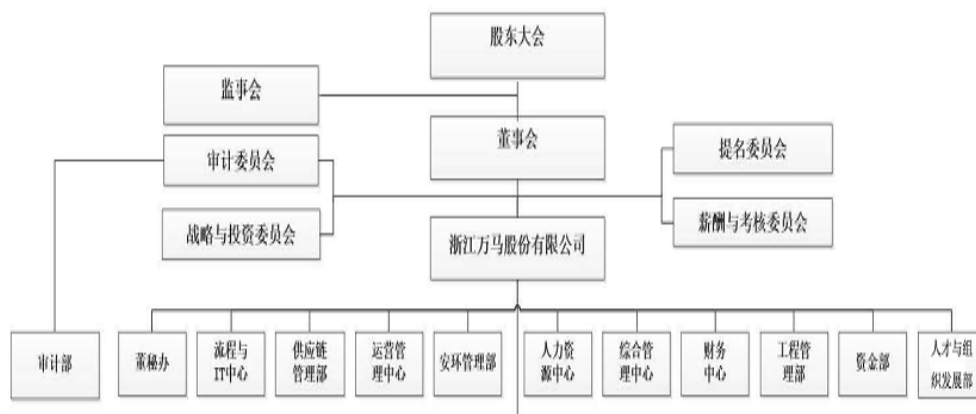
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA，本期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底公司股权结构图



注：青岛西海岸新区国有资产管理局现已更名为青岛市黄岛区国有资产发展中心
 资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 9 月底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

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
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
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
49	广东万泓通信技术有限公司	生产销售光纤光缆、通信电缆	900.00	100.00	100.00	非同一控制下合并

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 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	19.03	24.13	37.48	42.80
资产总额 (亿元)	75.98	83.42	114.21	130.99
所有者权益 (亿元)	42.79	45.26	45.55	47.79
短期债务 (亿元)	18.40	18.92	36.68	44.80
长期债务 (亿元)	1.15	3.00	9.83	17.74
全部债务 (亿元)	19.54	21.92	46.51	62.54
营业总收入 (亿元)	97.45	93.22	127.67	109.94
利润总额 (亿元)	2.55	2.48	2.88	3.64
EBITDA (亿元)	4.83	4.54	5.34	--
经营性净现金流 (亿元)	8.72	7.04	9.09	-2.27
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	79.28
营业利润率 (%)	16.41	15.03	12.68	12.98
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	27.08
全部债务资本化比率 (%)	31.35	32.63	50.52	56.68
资产负债率 (%)	43.68	45.74	60.12	63.51
流动比率 (%)	186.10	189.87	157.02	162.99
速动比率 (%)	164.78	166.81	139.58	148.04
经营现金流动负债比 (%)	27.69	20.70	15.92	--
现金短期债务比 (倍)	1.03	1.28	1.02	0.96
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 年三季度财务报表未经审计；2.本报告 2019 - 2021 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/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 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	/
营业总收入 (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 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%
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

联合资信评估股份有限公司关于 浙江万马股份有限公司 2023 年度第一期中期票据（科创 票据）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

浙江万马股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。