

浙江万马股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕3640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：

二〇二五年六月六日

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。

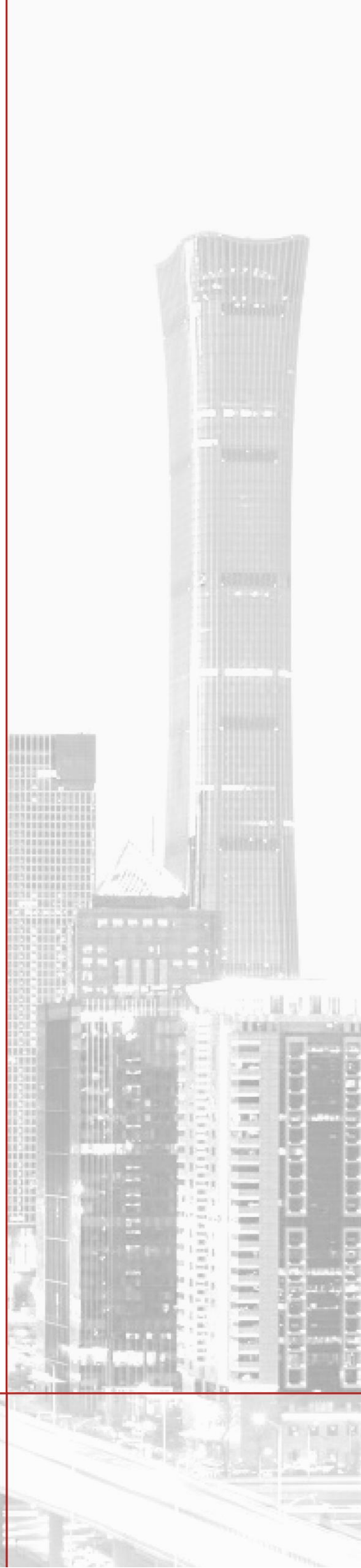
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2025 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	2025/06/06
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，在产业链协同发展、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；公司主要管理制度连续，管理运作正常。2024 年，公司营业总收入保持增长态势，但综合毛利率下降使得利润总额同比下降，盈利指标表现有所下降；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。跟踪期内，公司资产和负债规模均有所增长，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，公司经营活动现金净流入额同比下降；长短期偿债指标表现仍非常强。公司 EBITDA 和经营活动现金流对存续债券的保障能力很强。综合公司经营和财务风险表现，公司整体偿债能力仍属很强。公司控股股东青岛海控投资控股有限公司（以下简称“海控投控”）之母公司（原公司控股股东）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，公司存续债券违约概率极低。

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，有助于其信用水平的稳定。

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

- **公司保持了在产业链协同发展、产能规模等方面的综合竞争优势。**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。公司连续七年位居“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。截至 2024 年底，公司电力产品产能达到 71.39 万 KM/年，高分子材料产能达到 67.16 万吨/年，具备产能规模优势。
- **公司整体偿债指标表现仍非常强。**截至 2024 年底，公司流动资产对流动负债的保障程度很高；公司 2024 年 EBITDA 对利息支出的保障能力非常强。整体看，公司偿债指标表现仍非常强。
- **海控集团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对债券仍有显著增信效果。**公司在政府资金补贴、税收优惠方面获得持续支持。公司控股股东海控投控在资源协同、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。

关注

- **公司所处电线电缆行业属于资金密集型行业，原材料价格高位运行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 月以来，铜、铝等原材料价格的高位运行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 2024 年底，公司应收账款和存货占流动资产的比重分别为 46.57%和 11.56%；截至 2025 年 3 月底，公司应收账款和存货占流动资产的比重分别为 52.27%和 11.77%。
- **公司债务以短期为主。**截至 2024 年底，公司全部债务 66.65 亿元，较上年底增长 8.71%；公司短期债务占全部债务的比重为 86.11%，现金短期债务比由 0.87 倍降至 0.58 倍。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

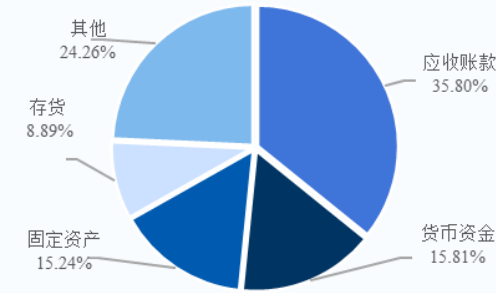
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	43.86	33.34	23.01
资产总额（亿元）	137.60	150.17	148.87
所有者权益（亿元）	54.23	56.67	58.15
短期债务（亿元）	50.37	57.39	59.15
长期债务（亿元）	10.94	9.25	9.64
全部债务（亿元）	61.31	66.65	68.79
营业总收入（亿元）	151.21	177.61	39.70
利润总额（亿元）	6.05	3.71	0.85
EBITDA（亿元）	9.42	6.91	--
经营性净现金流（亿元）	4.45	2.01	-8.73
营业利润率（%）	13.90	10.99	11.55
净资产收益率（%）	10.34	6.06	--
资产负债率（%）	60.59	62.26	60.94
全部债务资本化比率（%）	53.06	54.04	54.19
流动比率（%）	150.98	139.92	143.85
经营现金流动负债比（%）	6.29	2.43	--
现金短期债务比（倍）	0.87	0.58	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	11.37	13.61	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.51	9.64	--

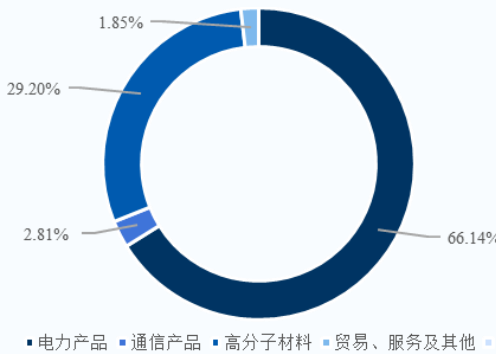
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	117.80	131.26	131.22
所有者权益（亿元）	43.35	45.24	46.28
全部债务（亿元）	52.96	56.98	58.52
营业总收入（亿元）	88.95	116.31	25.80
利润总额（亿元）	2.16	2.78	0.40
资产负债率（%）	63.20	65.53	64.73
全部债务资本化比率（%）	54.99	55.74	55.84
流动比率（%）	134.61	125.33	128.03
经营现金流动负债比（%）	4.72	1.53	--

注：1. 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；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；4. “—”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

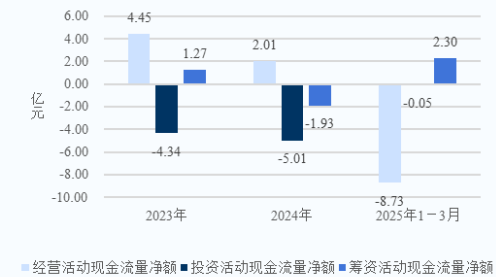
2024 年底公司资产构成



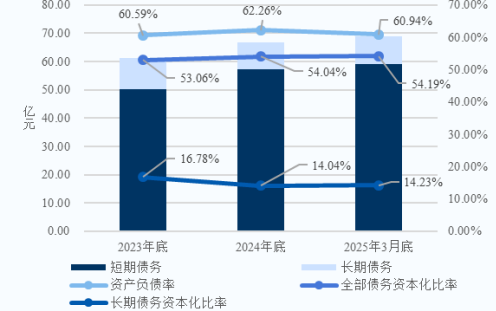
2024 年公司收入构成



2023—2024 年及 2025 年一季度公司现金流情况



2023—2024 年及 2025 年一季度末公司债务情况



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	3.20 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；债券余额为截至 2025 年 3 月底数据
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	2024/06/07	崔濛骁 李成帅	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
23 万马 MTN001 (科创票据)	AAA/稳定	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/稳定	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张 垌 zhangtong@lhratings.com

项目组成员：张 乾 zhangqian@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：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 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 2025 年 3 月底，公司总股本 101428.98 万股，公司控股股东青岛海控投资控股有限公司（以下简称“海控投控”）持有公司 25.53% 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 2025 年 3 月底，海控投控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电气设备行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2025 年 3 月底，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 2024 年底，公司合并资产总额 150.17 亿元，所有者权益 56.67 亿元（含少数股东权益 0.23 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 177.61 亿元，利润总额 3.71 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 148.87 亿元，所有者权益 58.15 亿元（含少数股东权益 0.22 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 39.70 亿元，利润总额 0.85 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 2025 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投控之母公司（原公司控股股东）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”）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 2025 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	3.20	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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025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。

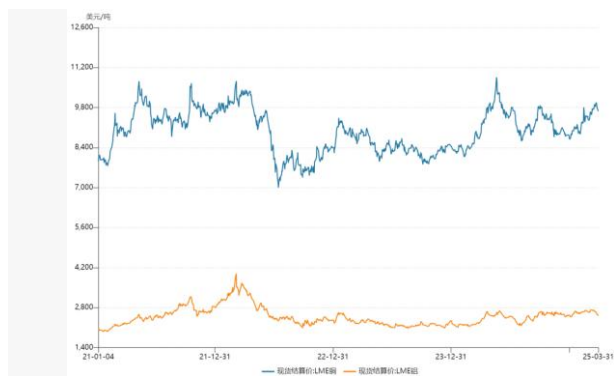
电线电缆是输送电能、传递信息和制造各种电机、仪器、仪表，实现电磁能量转换所不可缺少的基础性器材。近年来，随着电力、轨道交通等行业的快速发展，特别是电网改造进程加快、特高压工程相继投入建设，中国电线电缆行业保持稳定发展态势。“十四五”期间，国家电网和南方电网的电网规划投资额预计分别约为3500亿美元和6700亿元人民币，外加部分地区电网公司，显著高于“十三五”期间全国电网总投资2.57万亿元。

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。

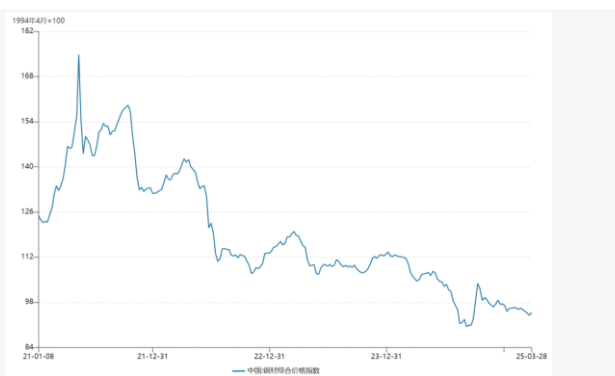
电线电缆行业上游行业为电解铜、电解铝、塑料、橡胶行业、电缆料制造业等。电线电缆产品成本中，钢材、铜、铝等原材料所占比重较大，其生产企业的生产成本与对应的大宗商品价格走势高度相关。铜价、铝价剧烈波动会对企业的生产经营造成较大影响，但大部分企业通过铜、铝的期货保值、签订远期合同一定程度上规避了价格波动的风险。

从价格走势来看，2024年2月以来，铝价格略有波动；铜价格快速上涨，直至2024年5月重新达到近年高点，虽然之后铜价格有所回落，但仍处于高位。钢材方面，2024年前三季度，国内钢材综合价格指数呈下降趋势，最低至90左右；伴随着央行降准、降息以及房地产利好政策密集出台，2024年9月底至10月中旬国内钢材价格迅速反弹；而后需求端修复不及预期和原燃料成本下移等利空驱动，钢价震荡下行。

图表2 • 2021年以来LME铜、铝现货结算价格



图表3 • 2021年以来钢材综合价格指数



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，2024年，全社会用电量9.85万亿千瓦时，同比增长6.8%，主要系“两新”政策等一揽子增量政策措施作用下，国民经济运行总体平稳，支撑电力消费较快增长所致。其中，第二产业用电量6.39亿千瓦时，同比增长5.1%；全国第三产业用电量1.83万亿千瓦时，同比增长9.9%。2024年，全国新增发电装机容量4.3亿千瓦。受能源转型规划和大基地项目推进影响，新能源装机增量明显，风电和太阳能发电全年合计新增装机3.6亿千瓦，占新增发电装机总容量的比重达到82.6%。截至2024年底，全国全口径发电装机容量33.5亿千瓦，同比增长14.6%。其中，非化石能源发电装机容量19.5亿千瓦，同比增长23.8%，占总装机容量比重为58.2%，比上年底提高4.3个百分点。截至2024年底，全国风电、太阳能发电以及生物质发电在内的新能源发电装机达到14.5亿千瓦，首次超过火电装机规模（11.9亿千瓦）。

整体看，2024 年全社会用电量继续增长，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

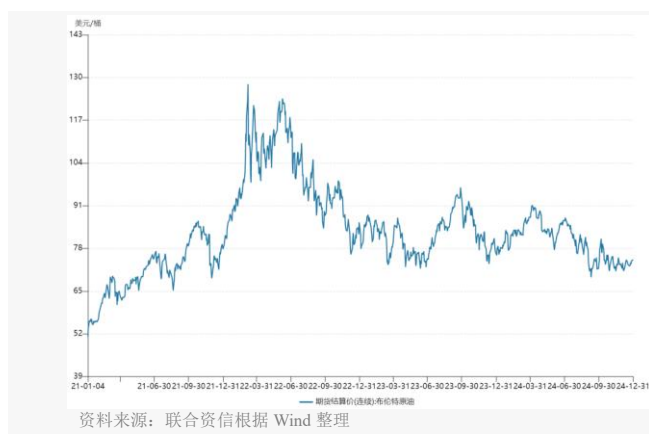
线缆用高分子材料行业作为电线电缆行业的伴生行业，处于垄断竞争阶段，高端市场被国外企业所垄断；上游原材料价格受石油及聚乙烯期货价格的影响而波动；下游电线电缆行业随着电网工程、新能源电力系统、轨道交通等重点领域的建设投资，有望保持稳定发展，进而带动线缆用高分子材料的需求增长。

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。2023 年以来，石油期货价格围绕 80 美元/桶震荡调整。2024 年上半年，原油价格因 OPEC+ 延长减产协议有所提高，叠加聚乙烯生产装置检修较多，中国聚乙烯价格持续走高。2024 年下半年，原油价格下跌，叠加宏观经济恢复缓慢、需求走弱影响，聚乙烯价格有所回落。

图表 4 • 2021 年以来原油期货价格走势



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

跟踪期内，公司主要基础素质未发生重大变化，保持了在产业链协同发展、技术研发、产能规模与销售服务等方面的综合竞争优势。

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，仍为西海岸新区国资局；公司控股股东由海控集团变更为海控投控，相关情况详见“六、（三）重大事项”。

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。

技术研发方面，2024 年，公司建立了浙江省博士后工作站，上海万马高分子材料研究有限公司正式投入使用，全年共 12 项新产品通过浙江省工业新产品鉴定。截至 2024 年底，公司拥有有效知识产权 812 项，其中发明专利 93 项、实用新型专利 596 项、外观设计 74 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 108 余项。

产能规模与销售服务方面，公司连续七年位居“中国线缆产业最具竞争力企业 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；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。截至 2024 年底，公司电力产品产能达到 71.39 万 KM/年，高分子材料产能达到 67.16 万吨/年，具备产能规模优势。公司建立了直销与经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。

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 2025 年 5 月 28 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本部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本部曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司本部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中存在重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事长李刚因工作调动原因辞去公司董事长职务，辞职后，其仍在公司担任董事、董事会战略委员会主任委员、审计委员会委员及其他在公司控股子公司所任职务；董事高珊珊因工作原因辞去职务；经董事会提名，赵健任职公司董事；公司其他董事、监事和高级管理人员均无变化。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

（三）重大事项

公司终止向特定对象发行股票事项并撤回申请文件。

2023 年 8 月 9 日，公司向特定对象发行股票申请获得深交所受理。2023 年 8 月 21 日和 2024 年 4 月 26 日，公司分别收到深圳证券交易所（以下简称“深交所”）的首轮审核问询函和第二轮审核问询函，公司对两轮问询函所列的问题进行了逐项回复。

综合考虑当前市场环境、公司发展规划等因素，公司决定终止 2023 年底向特定对象发行股票事项。2024 年 7 月 10 日，公司召开第六届董事会第二十六次会议和第六届监事会第十六次会议，审议通过了《关于终止 2023 年度向特定对象发行股票事项并撤回申请文件的议案》，并向深交所申请撤回相关申请文件。

2024 年 7 月 18 日，公司收到深交所出具的《关于终止对浙江万马股份有限公司申请向特定对象发行股票审核的决定》（深证上审〔2014〕217 号），深交所决定终止对公司申请向特定对象发行股票的审核。

公司控股股东发生变更，实际控制人仍为西海岸新区国资局。

2024 年 9 月，公司原控股股东海控集团与其全资子公司海控投控签署《股份转让协议》，海控集团将其所持有公司 258975823 股无限售流通股股份（占公司总股本的 25.53%）转让给海控投控。本次变更主要是海控集团内部股权结构调整，为内部协议转让。本次股份转让的价格为 9.18 元/股，股份转让价款合计 2376153498.73 元。本次股份协议转让已于 2024 年 12 月 23 日完成过户登记手续，并取得中国证券登记结算有限责任公司出具的《证券过户登记确认书》。本次权益变动后，公司控股股东由海控集团变更为海控投控，公司实际控制人仍为西海岸新区国资局。

（四）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，受益于电力产品订单增加以及高分子材料业务收入增长，公司营业总收入同比增长；毛利率受原材料市场价格上涨及市场竞争激烈等因素影响而有所下降；公司主要原材料采购价格随行就市，采购集中度较高；主要产品中电力产品和高分子

材料产销量同比有所增长，通信产品产销量有所下降，产销率均保持高位；公司电力和通信产品等下游客户在产业链中占据优势地位，付款账期偏长，对公司营运资金形成占用。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。2024 年，受益于电力产品订单增加以及高分子材料业务收入增长，公司实现营业总收入 177.61 亿元，同比增长 17.46%。从收入构成来看，2024 年，公司电力产品和高分子材料业务收入同比均有所增长；通信产品业务收入同比大幅下降，主要系客户需求减弱，订单量不足所致；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，在营业总收入中的占比较低。从毛利率来看，2024 年，受原材料市场价格上涨及市场竞争激烈等因素影响，公司电力产品、通信产品及高分子材料业务板块毛利率同比均有所下降，使得公司综合毛利率同比下降。2025 年 1—3 月，公司营业总收入 39.70 亿元，同比增长 4.43%，主要系电力产品及高分子材料订单增加所致；毛利率 11.96%，同比下降 0.62 个百分点。

图表 6 • 2023—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力产品	88.79	58.73%	12.27%	117.47	66.14%	9.92%
通信产品	8.65	5.72%	18.22%	4.99	2.81%	12.31%
高分子材料	48.72	32.22%	16.70%	51.85	29.20%	13.24%
贸易、服务及其他	5.04	3.33%	19.31%	3.30	1.85%	29.66%
合计	151.21	100.00%	14.27%	177.61	100.00%	11.32%

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

跟踪期内，公司在采购模式、采购产品类别、采购结算方式等方面均未发生重大变化。2024 年，随着电力产品和高分子材料产品销量的持续增长，公司铜材、聚乙烯、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯的采购量亦有所增长。公司铜材和聚乙烯类石油化工材料的采购价格与大宗商品价格波动高度相关，虽然公司通过期货保值、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。2024 年，公司主要原材料铜材和低密度聚乙烯采购价格均较上年有所上涨，聚乙烯采购价格较上年有所下降，线性低密度聚乙烯采购价格较为稳定。采购集中度方面，2024 年，公司前五大供应商采购金额占当年采购总额的比重为 35.55%（上年为 43.37%），集中度较高。

图表 7 • 公司原材料采购金额及占比情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2024 年	
	采购金额	占比	采购金额	占比
铜材	70.57	56.22%	86.92	56.11%
聚乙烯（PE）	5.00	3.99%	4.71	3.04%
低密度聚乙烯（LDPE）	10.59	8.44%	12.30	7.94%
线性低密度聚乙烯（LLDPE）	10.70	8.53%	12.17	7.85%
塑力线芯	2.32	1.85%	3.21	2.07%
树脂	3.04	2.42%	3.11	2.01%
护套料	2.24	1.78%	2.15	1.39%
其他	21.06	16.77%	30.34	19.59%
合计	125.52	100.00%	154.91	100.00%

注：1.采购金额为不含税金额；2. 尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 8 • 公司主要原材料采购平均价格情况

原材料	2023 年	2024 年
铜材（万元/吨）	6.13	6.71
聚乙烯（PE）（万元/吨）	1.20	1.04
低密度聚乙烯（LDPE）（万元/吨）	0.83	0.90

线性低密度聚乙烯（LLDPE）（万元/吨）	0.75	0.75
塑力线芯（万元/KM）	0.77	1.28
树脂（万元/吨）	0.56	0.52
护套料（万元/吨）	0.93	0.89

注：1.采购价格为不含税金额；2. 尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公司各产品经营主体和销售模式未发生变化。公司仍以直销为主，2024 年公司直销业务收入占营业总收入的比重为 92.80%。公司逐步推进“南北联动”战略，重点建设青岛万马高端装备产业项目（一期），同时在国内南方和北方开拓市场，产品产销率保持高位。

产能方面，2024 年，随着公司技改及在建项目陆续投产，电力产品及高分子材料产能较上年有所增长。产销量方面，2024 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海外市场的拓展，高分子材料产销量均有所增长；公司通信产品产销量有所下降，主要受到市场需求下降影响。2024 年，由于产能增长幅度较大，公司电力产品产能利用率有所下降；公司高分子材料产能利用率有所提升，处于行业较高水平；公司通信产品产能利用率不足。

销售价格方面，2024 年，原材料铜价上涨带动公司电力产品销售均价有所上涨；聚乙烯类原材料年度均价各有涨跌，公司高分子材料销售均价略有下调；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	2023 年	2024 年
电力产品	产能（万 KM/年）	53.59	71.39
	产量（万 KM）	38.78	44.12
	产能利用率	72.37%	61.80%
	销量（万 KM）	40.34	47.37
	产销率	104.00%	107.39%
	销售均价（万元/KM）	2.20	2.48
通信产品	产能（万 KM/年）	139.06	139.06
	产量（万 KM）	54.73	30.91
	产能利用率	39.36%	22.23%
	销量（万 KM）	58.82	31.17
	产销率	107.46%	100.85%
	销售均价（万元/KM）	0.15	0.16
高分子材料	产能（万吨/年）	62.17	67.16
	产量（万吨）	52.98	59.13
	产能利用率	85.22%	88.05%
	销量（万吨）	48.37	52.87
	产销率	91.29%	89.41%
	销售均价（万元/吨）	1.01	0.98

注：尾差系四舍五入所致；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，但电力和通信产品的下游客户主要为电力等垄断行业大型企业，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。客户集中度方面，2024 年，公司对前五大客户销售额为 35.90 亿元，占年度销售总额比例为 20.21%（上年为 24.03%），集中度尚可。

2024 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数分别由上年的 3.02 次和 12.58 次下降至 2.93 次和 12.41 次，主要系公司应收账款及存货增长所致；总资产周转次数由上年的 1.15 次提升至 1.23 次，公司整体经营效率有所下降。与同行业上市公司相比，2024 年，公司各项经营效率指标基本处于行业中上游水平。

图表 10 • 2024 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	5.00	3.78	0.93
太阳电缆	14.01	8.04	2.20
杭电股份	3.65	2.88	0.89
远东股份	6.09	4.83	1.30
中位数	6.09	3.78	1.23
公司	10.32	3.77	1.23

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：联合资信根据 Wind 整理

2 未来发展

公司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；随着产能的逐步释放，公司经营规模将进一步扩大，但需关注产能消纳风险及盈利表现。

截至 2024 年底，公司在建项目主要包括青岛万马高端装备产业项目（一期）和专用线缆产业项目等，预算投资金额为 14.51 亿元，资金来源主要为自筹资金与项目贷款。考虑到公司非受限的货币资金较为有限，公司主要在建项目未来面临一定的资金筹集压力。此外，随着产能的逐步释放，公司经营规模将进一步扩大，但需关注产能消纳风险及盈利表现。

图表 11 • 截至 2024 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算投资	资金筹措方案		工程累计投入占预算比例
		自筹资金	项目贷款	
青岛万马高端装备产业项目（一期）	9.90	8.40	1.50	56.11%
专用线缆产业项目	1.42	1.42	--	83.62%
新增年产 2 万吨超高压用超净绝缘料项目	0.78	0.78	--	31.01%
上海新材料研究院建设项目	1.53	1.53	--	49.49%
年产 8 万吨环保型高分子材料产业化项目	0.89	0.89	--	9.18%
合计	14.51	13.01	1.50	--

注：尾差系四舍五入所致，“--”表示不适用
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

（五）财务方面

公司提供了 2024 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 2025 年一季度财务报表未经审计。

截至 2024 年底，公司合并范围内子公司共 51 家，较 2023 年底新设 3 家，注销 1 家。2025 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。公司合并范围的变化对公司财务数据影响不大，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产和负债规模均有所增长，受限比例低，但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；公司所有者权益和债务均有所增长，债务压力尚属可控但债务期限结构有待优化。2024 年，公司营业总收入同比增长，但盈利指标表现下降；减值损失对营业利润存在一定影响，其他收益对公司利润形成有效补充；公司经营活动现金净流入额同比下降，经营获现能力有待加强。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底增长 9.14%，主要系应收账款和存货增加以及部分在建项目转固所致，资产中流动资产仍占比较高。其中，公司货币资金较上年底下降 30.84%，主要系铜价上涨导致采购支出增加、在建工程投入及偿还部分借款所致；随着产销规模扩大，公司 2024 年应收账款和存货均有所增长，较大规模的应收账款和存货对公司营运资金仍形成一定占用。截至 2024 年底，公司应收账款账面价值为 53.76 亿元，较上年底增长 33.21%，1 年以内应收账款账面余额占比为 87.34%，累计计提坏账准备 2.85 亿元，计提比例为 5.04%；应收账款（含合同资产）前五大欠款方合计金额为 3.49 亿元，占应收账款和合同资产期末余额合计数的比例为 5.74%，集中度低。随着青岛万马高端装备产业项目（一期）和专用线缆产业项目等在建工程转入固定资产，截至 2024 年底，公司固定资产（合计）较上年底增长 28.14%；在建工程（合计）较上年底下降 52.35%。公司采用年限平均法计提折旧，固定资产自达到预定可使用状态时开始计提折旧，终止确认时或划分为持有待售非流动资产时停止计提折旧。

图表 12 • 公司资产构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	106.82	77.63%	115.44	76.87%	113.93	76.53%
货币资金	34.33	32.14%	23.74	20.56%	15.83	13.89%
应收账款	40.36	37.78%	53.76	46.57%	59.56	52.27%
存货	12.03	11.27%	13.35	11.56%	13.41	11.77%
非流动资产	30.78	22.37%	34.73	23.13%	34.94	23.47%
固定资产（合计）	17.88	58.07%	22.91	65.96%	22.55	64.53%
在建工程（合计）	3.56	11.58%	1.70	4.89%	2.01	5.75%
资产总额	137.60	100.00%	150.17	100.00%	148.87	100.00%

注：“流动资产”与“非流动资产”的占比，系占资产总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动资产或非流动资产的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司受限资产金额占资产总额的 14.54%，资产受限比例低。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底下降 0.87%。公司资产以流动资产为主，应收账款的增加使得货币资金进一步减少。

图表 13 • 截至 2024 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	10.51	7.00%	银行承兑汇票保证金、保函及信用证保证金等
应收票据	0.19	0.12%	质押开具应付票据
固定资产	8.72	5.80%	借款抵押
无形资产	2.43	1.62%	借款抵押
合计	21.84	14.54%	---

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

截至 2024 年底，公司所有者权益 56.67 亿元，较上年底增长 4.50%，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 17.90%、25.46%和 50.11%，所有者权益结构稳定性一般。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 58.15 亿元，规模和结构较上年底变化不大。

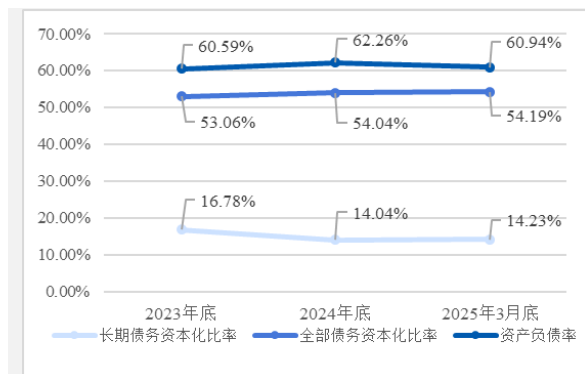
截至 2024 年底，公司负债总额较上年底增长 12.15%，主要系应付类款项增加所致；公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2024 年底，公司应付票据 54.67 亿元，较上年底增长 21.05%，系公司优化付款方式，增加票据支付，尤其是增加了信用证的支付比重，提高资金使用灵活性；应付账款 12.84 亿元，较上年底增长 37.17%，主要系公司销售规模扩大，原材料采购增加导致应付账款相应增加。截至 2024 年底，公司长期借款较上年底下降 21.84%，主要系公司归还部分长期借款所致；应付债券较上年底下降 13.48%，主要系“21 万马 01”债券回售所致。

图 表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	70.75	84.86%	82.51	88.24%	79.20	87.30%
应付票据	45.16	63.84%	54.67	66.26%	56.61	71.47%
应付账款	9.36	13.23%	12.84	15.56%	9.30	11.74%
非流动负债	12.62	15.14%	10.99	11.76%	11.52	12.70%
长期借款	4.13	32.72%	3.23	29.36%	3.63	31.47%
应付债券	6.10	48.31%	5.27	47.98%	5.32	46.15%
负债总额	83.37	100.00%	93.50	100.00%	90.72	100.00%

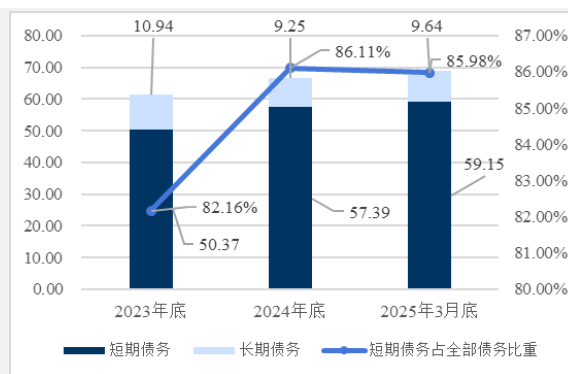
注：“流动负债”与“非流动负债”的占比，系占负债总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动负债或非流动负债的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图 表 15 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图 表 16 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司全部债务 66.65 亿元，较上年底增长 8.71%。其中，短期债务较上年底增长 13.94%，主要系公司增加票据支付所致；长期债务 9.25 亿元，较上年底下降 15.37%，主要系公司归还部分长期借款及“21 万马 01”债券回售所致。从债务指标来看，截至 2024 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较上年底分别提高 1.67 个百分点、提高 0.98 个百分点和下降 2.74 个百分点。公司债务压力尚属可控。

截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 2.97%，规模和结构均较上年底变化不大。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 68.79 亿元，较上年底增长 3.21%。从债务指标来看，截至 2025 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较上年底分别下降 1.32 个百分点、提高 0.15 个百分点和提高 0.19 个百分点。

2024 年，受益于电力产品订单增加以及高分子材料业务收入增长，公司营业总收入同比增长 17.46%；利润总额同比下降 38.68%，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；营业利润率同比下降 2.91 个百分点。2024 年，随着生产经营规模的扩大，公司在职工数量及薪酬费用增加，带动管理费用同比增长，财务费用随利息支出减少同比下降，期间费用总额同比增长 3.66%；期间费用率为 9.97%，同比下降 1.33 个百分点。非经常性损益方面，2024 年，公司资产减值损失和信用减值损失合计额相当于营业利润的 26.82%，减值损失对营业利润存在一定影响；公司资产减值损失主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失；公司信用减值损失主要为应收账款坏账损失。2024 年，公司实现其他收益 3.20 亿元，同比增长 60.38%，主要系增值税加计抵减额增加所致，其他收益占营业利润的比例为 84.47%，对营业利润影响大。盈利指标方面，2024 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别下降 2.36 个百分点和 4.28 个百分点，盈利指标表现整体有所下降。2025 年 1—3 月，受益于电力产品及高分子材料订单增加，公司营业总收入同比增长 4.43%，利润总额同比增长 17.10%。

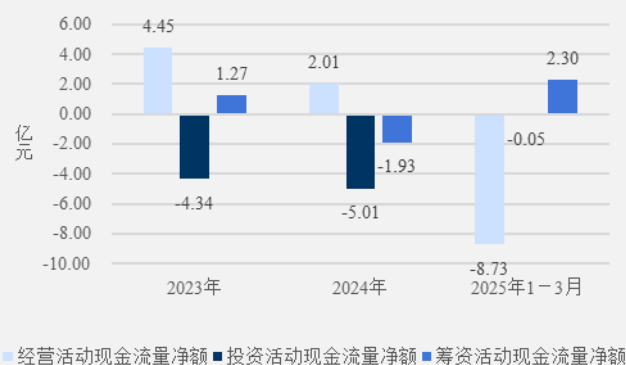
图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	151.21	177.61	39.70
营业成本	129.63	157.49	34.95
期间费用	17.09	17.71	4.31
其他收益	1.99	3.20	0.65
减值损失	-0.66	-1.02	-0.21
利润总额	6.05	3.71	0.85
营业利润率	13.90%	10.99%	11.55%
总资本收益率	5.56%	3.20%	--
净资产收益率	10.34%	6.06%	--

注：减值损失为资产减值损失和信用减值损失合计数

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 18 • 公司现金流情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

现金流方面，2024 年，受铜价上涨及产品销量增长影响，采购付款增加叠加回款存在账期，公司经营活动现金净流入额同比下降 54.90%，现金收入比由 92.11%下降至 77.38%，经营获现能力有所减弱；公司投资活动现金保持净流出，主要系公司资产购建支出所致；公司筹资活动现金由净流入转为净流出，主要系公司借款减少所致。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 8.73 亿元，投资活动现金净流出 0.05 亿元，筹资活动现金净流入 2.30 亿元。

2 偿债指标变化

公司整体偿债指标表现仍非常强，融资渠道较为畅通，无重大或有风险。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	150.98%	139.92%
	速动比率	133.98%	123.74%
	经营现金流动负债比	6.29%	2.43%
	经营现金/短期债务（倍）	0.09	0.03
	现金短期债务比（倍）	0.87	0.58
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	9.42	6.91
	全部债务/EBITDA（倍）	6.51	9.64
	经营现金/全部债务（倍）	0.07	0.03
	EBITDA 利息倍数（倍）	11.37	13.61
	经营现金/利息支出（倍）	5.37	3.95

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

从短期偿债指标看，截至 2024 年底，公司流动资产对流动负债的保障程度很高；现金类资产对短期债务的保障能力有所下降。2024 年，公司经营活动现金净流入额同比下降，对流动负债和短期债务的保障程度有所下降。从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 同比下降 26.60%，EBITDA 对全部债务的保障能力很高，对利息支出的保障能力非常强；公司经营性净现金流对利息支出、全部债务的保障程度有所下降。整体看，公司偿债指标趋弱但表现仍非常强。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在对外担保事项。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼或仲裁事项。

融资渠道方面，截至 2025 年 3 月底，公司共获得银行授信额度为 144.43 亿元，未使用额度为 83.31 亿元，间接融资渠道较为畅通；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 2024 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；2024 年，公司本部收入和利润规模对合并口径贡献较大，经营活动现金流保持净流入状态。

公司本部为公司重要的运营实体，截至 2024 年底，公司本部资产总额 131.26 亿元，较上年底增长 11.43%。其中，流动资产 98.90 亿元，主要由货币资金（占 13.71%）、应收账款（占 48.97%）、其他应收款（占 18.60%）和存货（占 8.39%）构成；非流动资产 32.36 亿元，主要由长期股权投资（占 73.56%）、固定资产（合计）（占 17.69%）构成。截至 2024 年底，公司本部负债总额 86.02 亿元，较上年底增长 15.53%。其中，流动负债 78.91 亿元，主要由应付票据（占 61.08%）、应付账款（占 23.52%）和其他应付款（合计）（占 8.70%）构成；非流动负债 7.11 亿元，主要由长期借款（占 19.08%）和应付债券（占 74.21%）构成。截至 2024 年底，公司本部资产负债率为 65.53%；全部债务 56.98 亿元，其中短期债务为 50.29 亿元，存在一定的短期偿付压力；全部债务资本化比率 55.74%，公司本部债务负担压力尚属可控。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 45.24 亿元，主要由实收资本 10.14 亿元（占 22.42%）、资本公积合计 16.03 亿元（占 35.42%）、未分配利润合计 17.09 亿元（占 37.78%）和盈余公积合计 2.63 亿元（占 5.82%）构成。2024 年，公司本部营业总收入为 116.31 亿元，利润总额为 2.78 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.74 亿元。现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 1.21 亿元，投资活动现金流净额-4.48 亿元，筹资活动现金流净额-1.31 亿元。

（六）ESG 方面

2024 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；公司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。2024 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。2024 年，公司淘汰部分传统的油式氮气增压机，替换为高效无油氮气增压机；公司对部分旧生产设备的电机进行了更换，采用高效节能型电机。

社会责任方面，公司纳税情况良好，解决就业 5852 人次。公司及下属子公司中有三个法人主体为福利性企业，常年招收、帮扶残疾人，为近千位残疾员工提供了就业岗位。2024 年，公司暂未开展脱贫攻坚、乡村振兴等工作。

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投标的方式进行，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。

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。2024 年，公司计入当期损益的政府补助为 6286.55 万元。

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、浙江万马天屹通信线缆有限公司、浙江万马集团特种电子电缆有限公司、浙江万马新能源有限公司（以下简称“万马新能源”）、浙江万马专用线缆科技有限公司、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投控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。公司控股股东海控投控之母公司（原公司控股股东）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 2025 年 5 月底，公司存续债券余额共 5.20 亿元。为便于分析，此处使用公司 2024 年底相关数据进行测算，截至 2024 年底，公司现金类资产 33.34 亿元，为公司存续债券待偿还本金的 6.41 倍。2024 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 分别为公司存续债券待偿还本金的 27.85 倍、0.39 倍和 1.33 倍，公司对存续债券偿付能力很强。

图表 20 • 公司存续债券偿还能力指标

项目	2024 年
待偿债券余额（亿元）	5.20
现金类资产/待偿债券余额（倍）	6.41
经营活动现金流入额/待偿债券余额（倍）	27.85
经营活动现金流量净额/待偿债券余额（倍）	0.39
EBITDA/待偿债券余额（倍）	1.33

注：1. 上表中的待偿债券余额统计时间为 2025 年 5 月底；2. 现金类资产、经营活动现金流入额、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2024 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、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 2024 年 3 月底，海控集团注册资本及实收资本均为 50.00 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 2024 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 2023 年底，海控集团资产总额 1918.47 亿元，所有者权益 665.94 亿元（少数股东权益 223.17 亿元）。2023 年，海控集团实现营业总收入 513.04 亿元，利润总额 10.93 亿元。

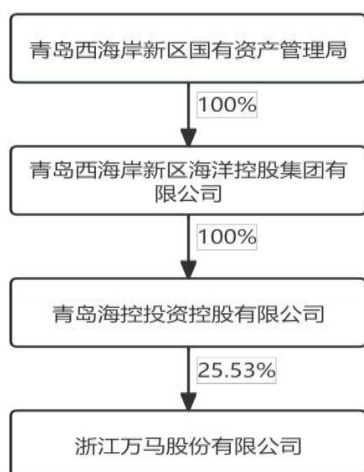
2023 年，海控集团经营活动现金流入量和 EBITDA 分别为 571.70 亿元和 41.46 亿元，对公司存续债券余额的覆盖倍数分别为 109.94 倍和 7.97 倍。2023 年，海控集团经营活动现金流入量对公司存续债券的保障能力极强，EBITDA 对存续债券的保障能力很强。

根据联合资信于 2024 年 9 月 10 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》，海控集团个体信用等级为 a⁺，考虑到政府支持，外部支持提升 4 个子级，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

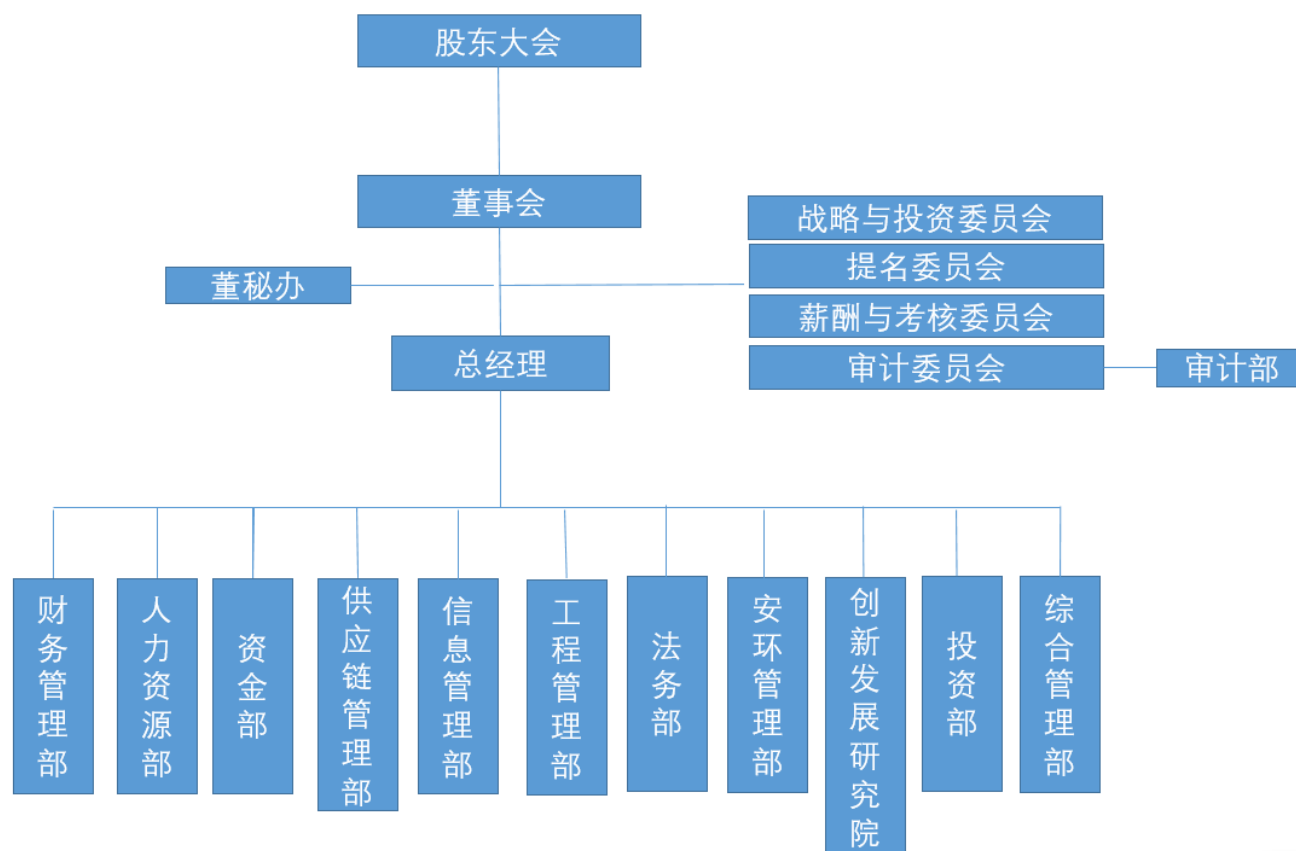
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 万马 01”和“23 万马 MTN001（科创票据）”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 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 3KV 以下电缆	100.00%	--	设立
浙江万马专用线缆科技有限公司	20000.00	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	同轴电缆、光缆及光电复合缆	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	卫星电视用同轴电缆、工业智能装备线缆	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、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
湖州万马高分子材料有限公司	15000.00	生产销售高分子材料产品	--	100.00%	设立
山东万海电缆有限公司	50000.00	电线、电缆制造	100.00%	--	同一控制下合并

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	43.86	33.34	23.01
应收账款（亿元）	40.36	53.76	59.56
其他应收款（合计）（亿元）	1.58	2.50	2.21
存货（亿元）	12.03	13.35	13.41
长期股权投资（亿元）	0.98	0.92	0.92
固定资产（合计）（亿元）	17.88	22.91	22.55
在建工程（合计）（亿元）	3.56	1.70	2.01
资产总额（亿元）	137.60	150.17	148.87
实收资本（亿元）	10.35	10.14	10.14
少数股东权益（亿元）	0.23	0.23	0.22
所有者权益（亿元）	54.23	56.67	58.15
短期债务（亿元）	50.37	57.39	59.15
长期债务（亿元）	10.94	9.25	9.64
全部债务（亿元）	61.31	66.65	68.79
营业总收入（亿元）	151.21	177.61	39.70
营业成本（亿元）	129.63	157.49	34.95
其他收益（亿元）	1.99	3.20	0.65
利润总额（亿元）	6.05	3.71	0.85
EBITDA（亿元）	9.42	6.91	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	139.28	137.42	26.55
经营活动现金流入小计（亿元）	145.21	144.81	28.93
经营活动现金流量净额（亿元）	4.45	2.01	-8.73
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.34	-5.01	-0.05
筹资活动现金流量净额（亿元）	1.27	-1.93	2.30
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.02	2.93	--
存货周转次数（次）	12.58	12.41	--
总资产周转次数（次）	1.15	1.23	--
现金收入比（%）	92.11	77.38	66.87
营业利润率（%）	13.90	10.99	11.55
总资本收益率（%）	5.56	3.20	--
净资产收益率（%）	10.34	6.06	--
长期债务资本化比率（%）	16.78	14.04	14.23
全部债务资本化比率（%）	53.06	54.04	54.19
资产负债率（%）	60.59	62.26	60.94
流动比率（%）	150.98	139.92	143.85
速动比率（%）	133.98	123.74	126.91
经营现金流动负债比（%）	6.29	2.43	--
现金短期债务比（倍）	0.87	0.58	0.39
EBITDA 利息倍数（倍）	11.37	13.61	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.51	9.64	--

注：1. 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；2. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；3. 本报告 2023 及 2024 年数据使用相应年度报告期末数据；4. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	26.52	16.37	12.49
应收账款（亿元）	32.97	48.43	50.79
其他应收款（合计）（亿元）	13.42	18.40	16.94
存货（亿元）	8.32	8.30	7.65
长期股权投资（亿元）	22.93	23.80	23.82
固定资产（合计）（亿元）	5.17	5.73	5.65
在建工程（合计）（亿元）	0.79	0.16	0.39
资产总额（亿元）	117.80	131.26	131.22
实收资本（亿元）	10.35	10.14	10.14
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	43.35	45.24	46.28
短期债务（亿元）	43.27	50.29	51.09
长期债务（亿元）	9.69	6.69	7.43
全部债务（亿元）	52.96	56.98	58.52
营业总收入（亿元）	88.95	116.31	25.80
营业成本（亿元）	79.10	105.21	23.12
其他收益（亿元）	0.87	1.82	0.39
利润总额（亿元）	2.16	2.78	0.40
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	94.31	96.18	20.09
经营活动现金流入小计（亿元）	97.85	99.36	21.65
经营活动现金流量净额（亿元）	3.04	1.21	-6.58
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.66	-4.48	1.30
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.04	-1.31	3.32
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.57	2.52	--
存货周转次数（次）	12.18	12.66	--
总资产周转次数（次）	0.80	0.93	--
现金收入比（%）	106.02	82.69	77.89
营业利润率（%）	10.81	9.33	10.13
总资本收益率（%）	2.99	3.25	--
净资产收益率（%）	4.97	6.34	--
长期债务资本化比率（%）	18.27	12.88	13.83
全部债务资本化比率（%）	54.99	55.74	55.84
资产负债率（%）	63.20	65.53	64.73
流动比率（%）	134.61	125.33	128.03
速动比率（%）	121.70	114.82	118.07
经营现金流动负债比（%）	4.72	1.53	--
现金短期债务比（倍）	0.61	0.32	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告 2023 及 2024 年数据使用相应年度报告期末数据；3. “--”表示指标不适用；“/”表示无法获取
 资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理

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

期间费用率=费用总额/营业总收入

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