

## 浙江万马电缆股份有限公司

### 2014 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 6 亿元 (含 6 亿元)

债券期限: 5 年 (附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权)

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2013 年 12 月 18 日

主要财务数据:

发行人	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	18.72	23.57	39.15	40.27
所有者权益(亿元)	10.75	15.85	23.26	24.14
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.41	0.41
全部债务(亿元)	5.20	3.79	11.19	11.45
营业收入(亿元)	21.44	26.02	38.51	33.41
净利润(亿元)	0.97	1.03	1.77	1.35
EBITDA(亿元)	1.67	1.84	3.06	-
经营性净现金流(亿元)	0.03	-1.11	-0.15	-2.33
营业利润率(%)	14.16	13.91	15.36	14.14
净资产收益率(%)	9.43	7.72	9.03	5.69
资产负债率(%)	42.54	32.72	40.60	40.06
全部债务资本化比率(%)	32.76	19.29	32.49	32.17
流动比率	1.88	2.46	1.85	1.90
EBITDA 全部债务比	0.32	0.49	0.27	-
EBITDA 利息倍数(倍)	6.49	5.19	5.36	-
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.28	0.31	0.51	-

注: ①本报告财务数据及指标计算均是合并口径; ②本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; ③表中三季度财务数据未经审计。

分析师

张连娜 徐翔 张祎

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201 室 (100022)

http: //www.lianhecrediting.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对浙江万马电缆股份有限公司 (以下简称“公司”或“万马电缆”) 的评级反映了其作为国内知名电缆生产企业, 在电线电缆制造领域的领先地位, 以及其在技术研发、质量管理、产业链经营方面的显著优势; 同时, 联合评级关注到国内电线电缆行业竞争激烈, 公司拓展电缆业务新领域所带来的不确定性。

目前, 中国电线电缆市场容量大, 发展前景良好。近年来公司通过资产重组延伸产业链, 丰富产品种类, 其资产规模、营业收入和利润水平快速增长。未来随着公司在中高压电力电缆和电缆材料等领域的拓展, 公司整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 我国电线电缆行业市场容量大, 下游电力、通信、交通等行业受国家政策推动力度大, 需求逐年增加, 行业未来发展前景良好。

2. 公司通过资产重组延伸产业链, 丰富产品种类, 已成为行业内综合产品供应商, 能充分满足各类客户的特定需求。

3. 公司在电缆绝缘材料领域具有较强的技术研发实力, 主要产品和技术处于国内领先地位。

4. 公司建立了完善的销售服务网络体系, 客户认可度高, 并与国家电网、南方电网、中铁电气化局等行业巨头保持着良好的合作关系。

5. 公司收入规模逐步扩大, 盈利能力稳步增强。

## 关注

1. 主要原材料铜材的采购价格波动对公司盈利的稳定性有一定的影响，对公司成本控制及营销管理提出了更高的要求。

2. 公司石油、电力等垄断性行业客户增长较快，该类客户议价能力较强，订单金额大但付款周期长，对公司资金占用较多。

3. 目前公司加大对高压、超高压电力电缆的投资力度，市场的认可程度将影响公司未来的收入规模和盈利能力。

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与浙江万马电缆股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与浙江万马电缆股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因浙江万马电缆股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由浙江万马电缆股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

浙江万马电缆股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

## 一、 主体概况

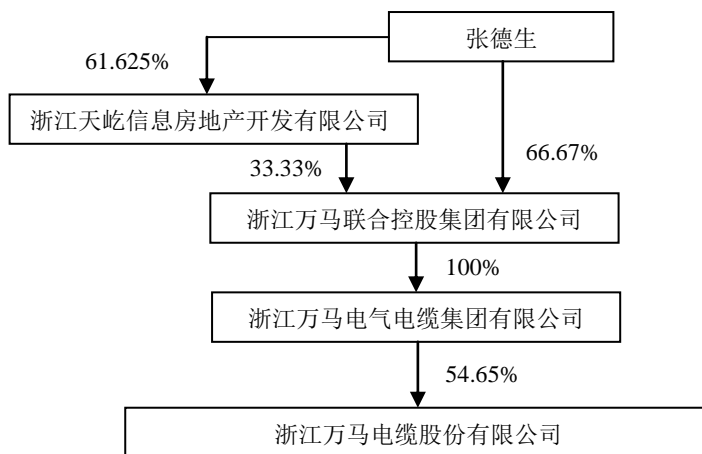
浙江万马电缆股份有限公司（以下简称“公司”或“万马电缆”）是以浙江万马电气电缆集团有限公司和张珊珊等15位自然人为发起人，由浙江万马集团电缆有限公司于2007年2月6日整体变更设立的股份有限公司。

2009年7月，经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）证监许可[2009]557号文许可，公司向社会公开发行人民币普通股A股股票5,000万股，发行募集资金总额54,920.10万元，发行后公司股本总额增至20,000万股，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”）。

2010年3月25日，公司召开2009年股东大会，审议通过了以资本公积每10股转增10股的权益分配方案，分派之后公司总股本为40,000万股。2011年10月17日，经证监会证监许可[2011]517号文核准，公司非公开发行股票3,160万股。2012年3月20日，公司召开2011年股东大会，审议通过了以资本公积每10股转增8股的权益分配方案。2012年11月5日，经证监会证监许可[2012]1332号文核准，公司非公开发行股票15,205.70万股。经多次转股和非公开发行后，截至2013年9月30日，公司总股本为92,893.80万股，其中浙江万马电气电缆集团有限公司合计持有公司54.65%的股份，为公司实际控制人。

2013年10月24日，公司2013年第四次临时股东大会审议通过了限制性股票激励计划，由王震宇等105位自然人以限制性股票授予价格2.32元每股认购，认购股数为976.8万股。公司总股本变更为93,871万股。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供，基准日为2013年9月30日

公司属于电线电缆行业，主要从事电缆料、电力电缆、通信电缆等产品的研发、生产和销售，主要产品包括超高压电缆、交联电缆、塑力电缆、控制电缆、特种电缆、铝绞线及钢芯铝绞线和布电线、计算机电缆、预制分支电缆共180多个品种，产品规格14,000余个，公司产品广泛应用于全国三十二个省市的城、农网改造、全国各大电厂、铁路、石油化工系统以及各大城市地铁、轻轨、机场等重点工程。

公司目前设有财务部、采购部、基建管理部、办公室、人力资源中心、布电线事业部、特种电缆事业部、大行业销售总公司等职能部门、事业部和销售公司（附件1），拥有3个全资子公司

公司和 1 个控股子公司。截至 2013 年 9 月底，公司拥有在职员工 3,125 人。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 391,513.42 万元，负债合计 158,954.78 万元，所有者权益（含少数股东权益）232,558.64 万元。2012 年公司实现营业收入 385,094.27 万元，净利润（含少数股东损益）17,653.03 万元；经营活动产生的现金流量净额 -1,483.60 万元，现金及现金等价物净增加额 -9,507.42 万元。

截至 2013 年 9 月底，公司合并资产总额 402,712.68 万元，负债合计 161,314.64 万元，所有者权益（含少数股东权益）241,398.03 万元。2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 334,114.14 万元，净利润（含少数股东损益）13,484.08 万元；经营活动产生的现金流量净额 -23,309.78 万元，现金及现金等价物净增加额 -36,892.41 万元。

公司注册地址：浙江省临安经济开发区南环路 88 号；法人代表：顾春序。

## 二、 本次债券及债券筹资项目概况

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“浙江万马电缆股份有限公司 2014 年公司债券”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过 6 亿元（含 6 亿元）。本次债券为固定利率债券，期限为 5 年（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权），每年付息一次，到期一次性还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券面值 100 元，按票面金额平价发行，本次债券票面利率由发行人和主承销商通过发行时市场询价协商确定。

### 2. 本期债券募集资金用途

经公司于 2013 年 12 月 10 日召开的 2013 年第五次临时股东大会批准，本期公司债券募集的资金拟部分用于偿还银行贷款，优化公司债务结构，剩余部分用于补充公司流动资金，改善公司资金状况。

## 三、 行业分析

公司主要从事电缆料、电力电缆、通信电缆等产品的研发、生产和销售，按照国民经济行业分类，公司主要业务属于电线电缆行业。

### 1. 行业现状

#### （1） 电线电缆行业概况

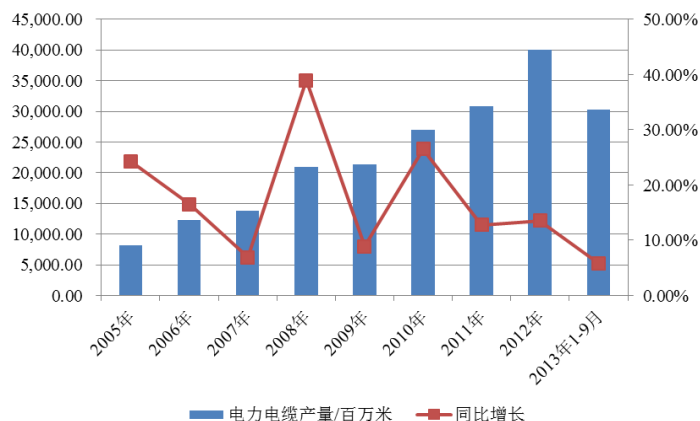
电线电缆被称为国民经济的“动脉”与“神经”，是输送电能、传递信息和制造各种电机、仪器、仪表，实现电磁能量转换所不可缺少的基础性器材。电线电缆行业属于配套行业，是中国机电领域中仅次于汽车行业的第二大行业，占据着中国电工行业 1/4 的产值。电线电缆产品种类繁多，应用范围十分广泛，主要应用于能源、交通、信息通信、建筑、铁路、城轨、汽车、航空、冶金、石油化工等众多产业领域，是未来电气化、信息化社会中必要的基础产品。

在世界范围内，中国电线电缆总产值已超过美国，成为世界上第一大电线电缆生产国，产品品种满足率和国内市场占有率均超过 90%。伴随着中国电线电缆行业高速发展，新增企业数量不断上升，行业整体技术水平得到大幅提高。

随着相关行业快速发展和规模的不断扩大，特别是电网改造加快、特高压工程相继投入建设，电线电缆行业规模增长迅速，电线电缆制造业工业总产值已从 2006 年的 4,131.61 亿元上升为 2012

年的 11,458.96 多亿元，2006 年-2012 年平均增长速度为 18.53%，超过 GDP 增长速度。电线电缆行业在国民经济中的地位越来越重要，行业总产值占 GDP 的比重逐年上升，2007 年突破 2%，2009 年受国际金融危机影响有所下降，截至 2012 年底这一比例达到 2.21% 的水平。我国已经成为全球电线电缆制造规模、市场消费规模最大的国家。电力电缆是电线电缆行业的重要分支，其产量情况反映了电线电缆行业的发展情况，我国电力电缆产量情况见图 2。

图 2 我国电力电缆产量情况（单位：百万米）



数据来源：国家统计局

电线电缆行业在快速发展过程中也突现出一些问题，从企业微观角度来看，战略定位的偏差、自主研发的薄弱、缺乏规模化和专业化等问题，对企业的后续发展影响较大，使得企业核心竞争能力不强，同时也困扰着行业的健康发展；从行业宏观层面看，主要表现在产业集中度低、市场竞争无序、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，制约了中国电线电缆业整体竞争能力的提高。这些问题的集中体现就是电缆产品的同质化严重，差别化不足，能满足市场日益变化需求的特种电缆严重不足。另外，电线电缆行业对资金的依赖性比较大。受铜、铝、塑料等原材料价格的影响，线缆制造企业面临着巨大的成本压力。资金紧缺，资金链吃紧成为制约中小型线缆企业发展的重要因素。随着市场竞争的日趋激烈，线缆企业的兼并重组、资金整合成为必然趋势。

## （2）特种电缆子行业概况

所谓特种电缆，目前没有统一的官方定义，业内一般认为，相对于普通电缆，在性能、结构和使用环境等方面有特殊要求的电缆称为特种电缆。因电线电缆应用领域广泛，各行业对电线电缆的功能要求差异大，为满足特殊需求的特种电缆将成为今后电线电缆行业的发展方向。部分电气装备用电线电缆是特种电缆的重要组成部分，在特殊环境中需要很多特种产品，如耐火线缆、阻燃线缆、低烟无卤/低烟低卤线缆、防白蚁、防鼠线缆、耐油/耐寒/耐温/耐磨线缆、薄壁电线等。此外，其他特殊领域的特种电缆也很多，如船用电缆、矿用电缆、机车电缆、医用电缆、农用电缆等特殊使用领域的电缆，特种电缆的使用对于环保、安全、节能等方面往往起到重要作用。与其他行业相同，特种电缆实际上是产品差别化不断发展的产物，是未来电缆企业及电缆产品竞争力的重要体现，未来特种电缆的发展将更多体现在企业的自主知识产权和核心机密方面。

低烟无卤阻燃电缆，是指由不含卤素（F、Cl、Br、I、At）、不含铅、镉、铬、汞等环境污染物质的胶料制成，燃烧时不会发出有毒烟雾的环保型电缆。由于低烟无卤阻燃电缆阻燃性能优越、燃烧时不产生有毒烟雾、无腐蚀性气体逸出，被广泛应用于核电站、地铁车站、电话交换机及计算机控制中心、高层建筑大楼和宾馆等人员较集中，空气密度低的场所。目前，世界先进国家已

纷纷推出低烟无卤阻燃材料替代 PVC 材料，并制定了相关的标准，欧美，日本已经在民用电线中全面推广。我们国家也制定了相应的标准，如国家制定了 GB/T19666-2005《阻燃和耐火电线电缆通则》，国家公安部制定了 GA306.1-2001《阻燃及耐火电缆：塑料绝缘阻燃及耐火电缆分级和要求》，机械工业部制定了 JB/T 10491-2004《额定电压 450、750V 及以下交联聚合物绝缘电线和电缆》等系列标准。随着产品优越性不断地被市场认识，低烟无卤阻燃电缆已经在机场、地铁、大型建筑、政府工程中大量采用。特别是国家《民用建筑耐火设计规范》、《高层建筑耐火设计规范》等一系列标准、条例的出台，低烟无卤阻燃电缆在各行业中的应用前景将非常广阔。

电线电缆产品按电压等级划分，可分为低压、中压、高压、超高压和特高压等不同电压等级。高压电缆指用于输电电压处于 110KV~220KV 等级的电缆，超高压电缆指用于输电电压处于 330KV~750KV 等级的电缆。电压等级越高，电场强度越高，要求材料的纯净度越高，分子量分布越均匀，对绝缘的生产加工中产生的微孔、杂质等缺陷要求也越严格，对半导体层和绝缘层的交界也有较高的要求。

中国线缆产业虽然具有全世界领先的生产能力，但却存在着较为严重的产品结构不合理性。企业主要生产低附加值的中低压线缆，而高压、超高压等高端线缆产品则依赖进口。

随着我国高压、特高压电网建设的投资力度日益加大，但我国绝大部分线缆企业却难以生产出市场所需的产品，这成为线缆行业面临的一大挑战。而现今我国电线电缆持续健康发展的后劲不足，技术力量分散，科技含量低，大型企业市场份额占比不高，产品质量问题重重，国际竞争力不强，自主创新能力也比较弱。

总体看，作为全球第一大电线电缆生产国，我国电线电缆行业正处在一个新的发展阶段。随着未来国内电网建设、通讯网络、交通运输等行业的发展，我国电线电缆的需求量仍然处于快速增长态势，在此背景下，万马电缆迎来广阔的发展前景。

## 2. 行业竞争

### (1) 国内市场

我国电线电缆企业规模相对较小，而且企业产品使用领域跨度较大，不同的统计部门的统计口径不完全一致。最新数据显示，目前我国大大小小的电线电缆企业多达 7,000 家，其中以中小企业为主，最大的企业所占的市场份额也不过在 1%~2.5%。根据国家统计局的数据，我国最大的 19 家线缆企业市场份额仅占全行业的 11.7%，而美国前 3 家企业在本国的市场份额就达到 54%，日本前 7 大企业的份额占行业的 86%，英国前 12 大线缆企业的集中度高达 95%。企业众多、产业集中度低的直接后果就是行业利润率下降，根据国家统计局的官方数据，2012 年国内电缆生产企业的利润率为 5.54%，截至 2013 年 4 月，这一数字进一步下滑至 4.15%，不少电缆企业的实际利润率已低至 3%，我国电线电缆行业的调整和整合势在必行。

目前我国电线电缆行业中，外资企业占有一定的比重。来自欧洲的耐克森、比瑞利以及来自日本的古河、住友都在我国线缆市场中占有相当份额，外资企业在高端产品市场上的优势相对明显。从未来的发展趋势看，各行各业对线缆产品的需求将向着高性能、高质量的方向发展，国内企业若想在与国际企业的竞争中取得立足之地，必须在产品性能上逐步缩小与世界先进企业之间的差距。

中国产业研究院根据企业的综合竞争能力把我国电线电缆企业分为三个阵营。处于行业中绝对领先地位的第一阵营企业包括几家著名的跨国公司，以及国内线缆行业中规模处于优势的企业；第二阵营是行业内规模次之的企业以及在某些产品领域内占有一定垄断优势的企业；第三阵营是

其他缺乏特色与竞争能力的企业。三大阵营企业的划分如下表所示。

表 1 我国电线电缆企业

阵营	主要企业
第一阵营	外资企业：耐克森、比瑞利、住友、古河； 内资企业：特变鲁能
第二阵营	江苏新远东集团、江苏亨通集团、江苏上上电缆； 特种电缆领域的中利科技
第三阵营	其他企业

在国内企业的竞争中，民营企业与国有企业相比占有明显优势。民营企业大多为较新的企业，运营负担小，发展快速；相比之下电线电缆行业中的国有企业老厂较多，各方面负担沉重，创新不足，竞争能力不强。电线电缆行业具有产品多样，技术含量相对不高的行业特性。国内目前还没有形成具有突出优势的品牌，价格竞争在传统电线电缆行业竞争中起重要作用，从而导致传统电线电缆市场中经常发生价格战，这对行业整体的长期健康发展很不利。

### (2) 国际市场

目前全球电线电缆企业主要集中在欧洲、美洲和亚洲，其中欧洲一直占据着主导地位，目前全球领先的几家企业如法国耐克森、意大利比瑞利和英国 BICC 都在欧洲。在电缆行业近一个世纪的发展过程中，数次大规模的并购造就了规模庞大的行业巨头。1998 年意大利比瑞利收购西门子输电电缆集团全球 15 个生产厂家，比瑞利成为世界电缆企业第一强；全球第二大电缆生产商耐克森脱胎于法国电信阿尔卡特，是最早进入中国的电缆巨头。

欧洲电缆制造商之所以能够在国际市场上占据主导地位，最主要的原因是在电缆技术的研发方面欧洲企业一直处于领跑地位。虽然欧洲电缆业在国际市场上处于明显的领先地位，但全球的电缆市场仍处于被瓜分的局面。美国电缆市场的结构与其它国家市场差别较大，相当大的内需市场给很多专业生产厂商提供了市场空间，专业生产厂商既包括市场规模大的企业，也包括拥有非常专业的产品的企业，经过并购重组，美国国内的电线电缆企业也逐渐走向集中。

亚洲的电线电缆企业主要集中在日本和中国，其中日本的电线电缆企业也相对分散，原来基本为内需型产业，近几年随着经济不景气和产业外移，本国内电线电缆行业的产能有下降趋势，目前主要企业有古河、住友等。

未来国际电缆市场的竞争还将进一步加剧，企业只有在技术创新上有独到之处，才能有效增强竞争力，在市场上占有一席之地。耐克森、比瑞利等传统领先企业在各种通用产品领域仍将占有一定优势，在一些细分产品市场中，他们将面临来自于中、小型新企业的强有力竞争。

目前，欧洲、美国和日本等发达国家对所使用的电缆的要求越来越高，已严禁使用或进口非环保型电缆，并明确规定电线电缆必须符合无卤、低毒、阻燃、燃烧时低烟、不产生或少产生腐蚀性气体和有害卤素气体、不含铅等重金属、不污染土壤、耐热温度高、废旧电线材料可回收使用等标准和特点，尤其是对产品的安全性、无毒性和难燃性等指标格外重视。

总体看，我国电线电缆行业市场集中度低，竞争激烈，行业整体利润率较低，行业亟需调整和整合。由于国内企业整体技术水平落后，只有进一步加大技术创新力度，培养核心竞争力，才能在国际市场占得一席之地。

### 3. 上下游行业

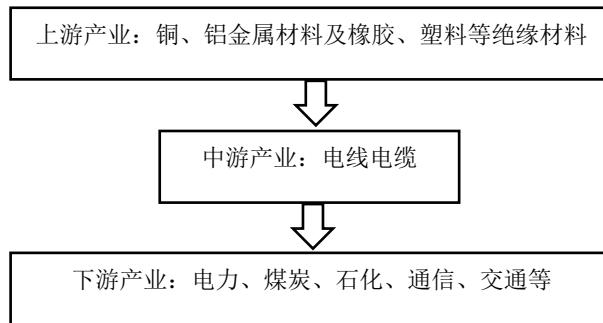
电线电缆行业的重要特点是“重料轻工”，根据中国电器工业协会电线电缆分会的研究资料，



国际上该行业成本的大约 70%取决于原材料，其中大多数为铜，劳动力仅占电线电缆行业的全部成本的 10%左右，近几年随着铜等原材料的涨价，中国的电缆企业料重工轻的特点体现的更加明显。

电线电缆行业的上游行业为电解铜、电解铝、塑料、橡胶行业、电缆料制造业等（图 3）。在电线电缆产品中，铜、铝、塑料橡胶占成本 80%左右，所以电解铜制造业、电解铝制造业、塑料、橡胶行业的变动对电线电缆行业的影响较大，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。

图 3 行业上下游产业关系



数据来源：联合评级收集整理

电解铜价格从 2003 年开始快速增长，2006-2008 年一直在高位波动，价位维持在 6 万元/吨左右。2008 年下半年，受国际金融危机影响，电解铜价格出现大幅下滑，2008 年底跌至 2.7 万元/吨，从 2009 年二季度开始，随着国际经济的逐渐复苏，电解铜价格逐渐回升，2011 年 3 月份，铜价升至 7 万元/吨左右，之后电解铜价格基本保持了温和下跌的趋势。截至 2013 年 9 月份，价格在 5.2 万元/吨左右。电解铜价格的波动对电缆生产企业资金运用和利润空间提出了挑战。

电线电缆行业的下游行业为电力、发电、通信、铁路、石油化工、矿山、船舶等重要的国民经济领域。电线电缆行业作为国民经济中不可缺少的配套产业，受这些下游行业的发展速度影响较大。“十二五”相关行业规划中，上述产业依然保持较大的投资规模，将为电线电缆行业带来巨大发展潜力和市场容量。电力工业“十二五”规划提出：优先开发水电、优化发展煤电、大力发展核电、积极发展风电等可再生能源发电、促进发展太阳能发电、因地制宜发展生物质能及其它可再生能源发电、适度发展天然气集中发电、因地制宜发展分布式发电、建设大型电源基地外送通道构建坚强网架，建设大型水电、煤电、风电基地外送通道、建设跨国输电通道、加强省级 500（750/330）千伏电网建设、促进城乡电网协调发展、推进电网智能化。在通信领域，“十二五”期间电信业投资达 2 万亿，宽带投入占 80%。新一代信息技术作为战略新兴产业之一，2 万亿投资为其提供发展保障；宽带成为电信业投资重点，将积极利好光通信行业长期发展，大规模的投资建设需要电缆的彻底更新和升级。在交通领域，未来铁路轨道交通和城市轻轨交通将加速建设。此外，建筑领域、汽车领域、家电领域和采矿业的快速发展等都给电线电缆行业带来了很大的市场。

电缆料即电线电缆绝缘及护套用塑料，其中包括了橡胶、塑料、尼龙等多种品种。目前我国电缆料的生产大体可以分为几种情况：一是化工行业企业生产；另一种是电缆厂自己生产电缆料，基本是以本企业自给自足为目的；第三种是专业的电缆料生产企业生产。电线电缆产品中除钢芯铝绞线、电磁线等裸线产品外几乎都需要绝缘层口，因此电线电缆的需求直接带动电缆料的市场。目前我国有电线电缆生产企业近 5,000 家，但普遍生产水平落后，产品层次低，在高压电缆料方

面，依然由一些国际知名公司占据市场。在电线电缆的良好发展预期的带动下，电缆料在我国具有广泛的市场发展前景。

总体看，电线电缆行业的生产经营受原材料影响较大。未来几年，受下游行业的发展带动，电线电缆行业具有良好的发展预期。

#### 4. 行业政策

##### (1) 《产业结构调整指导目录（2011 年本）》

该指导目录由国家发改委于2011年颁布，其中对电线电缆行业的指导政策为：除用于新能源、信息产业、航天航空、轨道交通、海洋工程等领域的特种电线电缆外，电线、电缆制造项目为限制类产业。这在产业政策层面上对特种电缆的发展指明了方向。

##### (2) 《电气电子产品强制性认证实施规则—电线电缆产品—电线电缆》

因电线电缆产品涉及各应用领域的安全，因此针对其做出强制性认证的规定是规范行业健康发展的必要强制手段。该规则由国家认证认可监督管理委员会颁布，对电线电缆产品的强制认证（即 3C 认证）做出了详细规定。

##### (3) 《中国电线电缆行业“十二五”发展指导意见》

该规划由中国电器工业协会电线电缆分会于 2011 年 4 月份制定，对电线电缆行业“十一五”期间的发展进行了总结和回顾，对该行业“十二五”期间的发展规划提出了建议。根据该建议，“十二五”期间的主要目标为：采取措施坚决抑制产能过剩、强化产品质量监管；大力推进行业重组，构建现代产业体系；加大对产业发展关键环节的政策支持，促进产业结构调整和升级优化；突破人才、管理瓶颈，实现产业技术创新水平跨越；加强行业协会建设，协调行业发展；加强知识产权保护、加快标准化创新步伐。

##### (4) 《国家发展改革委关于修改〈产业结构调整指导目录（2011 年本）〉有关条款的决定》

该决定由国家发改委于 2013 年 2 月 16 日发布，自 2013 年 5 月 1 日起实施。新调整的产业政策在充分考虑电线电缆制造业作为基础性配套产业特点和发展需求——满足国民经济各领域及各产业发展的配套需要的，对原有产业政策做出了较大调整；同时结合了电线电缆制造业发展状况，对过剩状况严重的产能明确进行了限制，使得政策在产业发展导向更符合配套产业的发展需要，对限制过剩产能有了明晰的指向，对产业政策的实施更具有可操作性。

#### 5. 行业关注

##### (1) 市场竞争无序

我国传统电线电缆企业众多，且规模小、行业集中度低。我国电线电缆产业为高度分散化的格局，不仅很难取得规模经济效益，而且行业市场秩序较为紊乱，加剧了生产能力过剩和市场的过度竞争状况，对整个行业的发展造成了不利的影 响。

##### (2) 原材料价格及性能的影响

电线电缆的主要原材料是铜导体和电缆料两大类，近几年国内外铜的价格波动很大，若成本无法转嫁至下游，将对电线电缆企业的原材料管理和盈利能力造成很大影响，增加盈利波动性。

绝缘及护套材料等电缆料是特种电缆性能的主要决定因素，大部分电缆的绝缘材料，除必须有较高的绝缘电阻、耐电压强度或低的介电损耗外，还必须兼顾良好的物理机械性能，如抗拉、抗弯曲、抗振动、抗扭等；护套材料则要适应不同的使用环境和场合，有抗撕裂、耐高低温、耐气候、耐油、耐溶剂等要求。有些电缆料则是针对成品电缆提出的综合要求，如径向、纵向压力密封性、阻燃、耐火等。在这些要求相互叠加的前提下，材料的合理选择和配合是电缆能否满足

客户要求的决定因素。我国目前电缆料的基础研究相对薄弱，影响了电缆行业产品性能和附加值的提高。

### （3）下游客户议价能力强

电线电缆行业的下游客户基本为电力、通讯等大客户，议价能力强。尤其是以中国移动、国家电网为代表的大型集团开始逐渐实施集中采购，打破了以往各省各自采购的格局，在议价方面更容易掌握主动性。

## 6. 行业未来发展

未来我国对于电线电缆的需求有扩大趋势。根据电线电缆行业“十二五”发展指导意见，我国十二期间电力电缆将迎来中高发展期。预计五年中电网建设中、低压电力电缆平均增长 9~10% 左右；66kv 及以上高压电缆会达到 12% 以上。预测“十二五”末期，1kv 电力电缆需求量为 62~66 万公里；10kv~35kv 电力电缆 28~30 万公里；66kv 及以上高压电力电缆 1.7~2.0 万公里；绝缘架空电缆 24~26 万公里。“十二五”期间，电线电缆行业将保持稳健增长，提高发展的质量和效益，“十二五”期间行业销售规模年均增长 6~8%，争取到“十二五”期末在行业内形成 2~5 家销售额达 300~500 亿规模并且具有一定国际竞争能力的大型企业集团，形成 8~15 家销售额达 100 亿规模并且在专业产品领域具有较强国际竞争能力的专业化特色企业，形成一批产品各具特色、专业制造能力强、配套较为齐全、差异化发展的区域线缆产业集群。

“十二五”期间，我国在电力、发电、通信、铁路、石油化工、矿山、船舶等行业将进行大规模投资，为电线电缆行业带来了巨大的市场空间。

伴随着新兴行业的兴起，带动了电线电缆行业的发展，风力发电带动了风电用电缆，光伏发电产生了光伏用电缆，因此随着新兴产业的发展，必然会产生新的电线电缆品种。同时近期智能电网、三网融合、物联网、超导输电等发展，必然会对与之相配套的电缆产生大量的需求。

总体看，下游行业的快速发展将为电线电缆行业带来巨大的市场，由于电线电缆行业集中度非常低，因此亟待线缆行业进行整合，提高行业集中度，规范行业竞争，引领行业发展。

## 四、 基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

#### 资产重组延伸产业链，产品种类丰富

2012 年，公司实施重大资产重组，合并了浙江万马高分子材料有限公司（以下简称“万马高分子”）、浙江万马天屹通信线缆有限公司（以下简称“万马天屹”）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”）三家子公司，形成了从电缆料到电力电缆、通信电缆的产业链布局，产业链得以延伸，公司产品种类较为丰富。公司从单纯的电力电缆供应商发展为行业内综合产品供应商，能充分满足各类客户的特定需求。此外，从电缆料到电缆的纵向产业链布局，有助于公司技术研发和产品测试形成良性互动，促进产业链整体的研发创新。

#### 细分市场竞争力较强，客户群体广泛

万马高分子是国内电缆绝缘料行业的知名企业，在国内 35KV 及以下的中低压电缆绝缘料市场上已占据龙头地位，合作电缆客户遍布全国。客户广泛分布在除西藏、台湾以外的国内市场以及东南亚、中东、欧洲、非洲、南美等海外市场。目前，国内绝大部分电缆企业都是万马高分子的客户，如远东电缆、宝胜股份、中超电缆、太阳电缆等，客户布局较为广泛。

公司“天屹”品牌在广电行业有较强的影响力，目前产品在国内销往三十几个省（市），客户

覆盖了国内各级广电网络运营商，如上海东方有线、北京歌华、杭州华数、吉视传媒、江苏有线、天津广电等。广电网络运营商为节约采购成本和提高供应链管理效率，更为青睐“一站式”集中采购方式。万马天屹目前的主导产品涵盖广电网络传输所需的全部线缆类型，是国内极少数能提供全系列广电行业所需线缆的企业之一，完全满足不同广电网络运营商“一站式”采购需求，竞争力较强。

#### 持续研发投入、技术优势较为突出

公司对产品、工艺流程研发较为重视，并通过不断研发适应市场需求的产品来创造、保持竞争优势。如万马高分子持续加强在超高压电缆绝缘料方面的研发投入，成功开发了适用于超高压电缆绝缘料生产的工艺技术，改变了化学交联系列高端产品 110KV 及以上超高压电缆绝缘料一直被国外厂商所垄断的状况，并获得国家发明专利。2012 年 4 月，万马高分子开发的超高压电缆绝缘料通过省级新产品鉴定，鉴定委员会认为该项目在产品配方、工艺技术、净化技术等方面具有创新性，产品性能达到国际先进水平，产品成果填补国内空白。

#### 重视质量管理，市场认可度较高

公司严格执行我国电线电缆产品的国家标准和电线电缆行业协会颁布的行业标准，并参照 IEC（国际电工委员会）标准和国际先进标准组织生产。在生产过程中，公司坚持推行全面质量管理，并按照 ISO9001 标准建立了覆盖原材料采购、生产、检测、产品入库、出厂、售后服务等全过程的质量管理体系。公司于 2008 年通过了 ISO14001:2004 环境管理体系认证，于 2010 年通过了 ISO9001:2008 质量管理体系认证。

万马特缆通过了由中国海关总署与美国海关共同开展的 C-TPAT（海关与商界反恐伙伴计划<sup>1</sup>）中美联合验证，成为国际供应链反恐伙伴成员，是杭州地区唯一、全国 57 家获得这张通向美国市场“绿卡”的企业之一，产品的通关效率较高。

公司“万马神”牌交联电缆先后获得“中国电工器材行业协会首家优等品证书”、“浙江名牌产品证书”、“中国质量万里行采购首选品牌”、“国家产品质量免检证书”等荣誉，公司是国家经贸委全国城乡电网建设与改造推荐企业，先后被评为“全国企业管理先进单位”、“浙江省最大工业企业”，公司所获市场认可度较高。

整体来看，公司具有较强的行业地位，品牌知名度较高；2012 年增发重组完成后，公司产业链优势进一步增强。

## 2. 技术水平

公司的技术研发主要从产品研发部、工艺技术部以及各子公司的研究中心两个层面开展，各子公司的技术开发按自身经营情况、市场变化进行，有较强的独立性。公司总部的产品研发中心于 2009 年被认定为省级研发中心。

公司较为重视产品及工艺流程研发工作，每年投入大量的研究经费用于新产品、新技术的研究开发，2011 年和 2012 年的研发费用投入分别达到 4,402.72 万元和 7,064.10 万元。较高的研发费用投入为公司带来了多项技术成果，近几年公司先后开发浙江省级新产品 24 多项，与西安交通大学、上海电缆研究所、国网武汉高压研究所共同开展课题研究 3 项。自 2010 年起，公司共获得授权专利 87 项，其中发明专利 9 项，实用新型专利 78 项。公司通过研发人员参与市场调研、参

<sup>1</sup>海关与商界反恐伙伴计划，是由美国海关与商界自发建立的一种合作关系，旨在保护全球商业免受恐怖分子的攻击，非 C-TPAT 会员的货物在海关被抽查的机会是 C-TPAT 会员的 6 倍。C-TPAT 安全标准包括八个方面：始发地安全、货柜安全、门岗控制、人员安全、程序安全、安全培训和警觉意识、实体安全、电脑安全。

加技术交流会、销售人员反馈市场需求等多种方式收集市场需求变化,结合公司对行业发展预测,通过项目评审方式确定研发项目,所确定的研发项目与市场需求较为契合,近三年在授权的 87 项专利中转化为科技成果共 13 项,对公司产品生产支持力度较大。

近年来,公司研制开发了智能型高压、超高压交联电缆等新产品,同时,公司根据市场需求预测,结合公司发展战略,加大了对轨道交通电缆、超高压电缆、防火电缆、智能电缆及石化、军用电缆的研发力度。公司在进行技术研发的同时,积极参与国家及行业标准制定,共参与塑料绝缘控制电缆、额定电压 500kV 交联聚乙烯绝缘电缆等 9 项国家或行业标准制定(其中四项标准尚未公布),有利于公司产品良好质量的持续保持。

从研发设备来看,公司拥有从德国特勒斯特公司引进的国际先进的 500kV 立式三层共挤交联电缆生产线、从美国哈勃公司引进的 700kV 局部放电检测设备等研发设备,设备技术水平较高,为公司研发技术的提高起到了积极的作用。

总体来看,公司在电缆行业领域具有较强的技术研发实力,对公司产品的生产经营有较好的推动作用。

### 3. 人员素质

公司重视人力资源建设,近几年通过各种渠道引进专业人才充实到公司中高级管理人员及技术人员队伍中,以加强人力资源队伍建设,满足公司业务发展人才需求。

公司高层管理人员设总经理 1 名,财务总监 1 名,董事会秘书 1 名,均从事相关业务和管理工作多年,行业经验较为丰富。

公司副董事长张珊珊女士,1978 年出生,本科学历,2003 年参加工作,曾任浙江万马房地产集团有限公司成本控制中心主任,现任公司董事长、万马联合控股集团有限公司副董事长和浙江万马电气电缆集团有限公司董事,为公司实际控制人张德生之女。

公司实际控制人、董事张德生先生,1949 年出生,大专学历,高级经济师。自 1974 年起历任临天乡农机厂副厂长、临天乡标牌厂副厂长、临天乡供销社公司经理;1989 年起开始自主创业,现任万马联合控股集团有限公司董事长、浙江万马电气电缆集团有限公司董事长,担任浙江省第十一次党代会代表、浙江省第十届人大代表、浙江省工商联直属商会会长。截至 2013 年 9 月 30 日,张德生先生本人持有公司 1.26% 股份,通过万马集团间接控制公司 54.65% 股份,为公司实际控制人。

公司董事长顾春序先生,1966 年出生,中共党员,大专学历,高级经济师。1984 年参加工作,历任浙江万马职业篮球俱乐部总经理、浙江万马集团电子有限公司总经理、浙江万马电气电缆集团有限公司总裁、本公司总经理。

公司总经理王震宇先生,1972 年出生,中共党员,本科学历。历任青岛半导体研究所工程师、三美电机有限公司主任、海尔电机有限公司总经理。

公司副总经理夏臣科先生,1973 年出生,本科学历。夏臣科先生于 1995 年加入万马高分子,历任万马高分子总经办主任、总经理助理、副总经理,万马电气电缆集团总裁助理、副总裁。

截至 2013 年 9 月底,公司共有员工 2,952 人,其中管理人员占比 8%、销售人员占比 10%、技术人员占比 12%、生产人员占比 61%、其他人员占比 9%。员工中大专及以上学历人员占比 31.9%、高中及中专学历占比 23%、高中以下占比 45.1%。截至 2013 年 9 月底,公司拥有残疾员工 780 人,残疾员工主要从事辅助性工作和部分简单生产性工作。

总体来看,公司管理层从业经验丰富,整体素质高;员工中生产人员占比较大,符合公司所

属行业特点，员工素质能够满足目前生产需要。

#### 4. 外部环境

根据浙科发高[2011]263号文件，万马高分子和万马特缆通过2011年的高新技术企业复审，复审后的有效期为2011年至2013年；根据浙科发高[2012]312号文件，公司本部及万马天屹通过2012年的高新技术企业复审，复审后的有效期为2012年至2014年；按《中华人民共和国企业所得税法》规定，自通过高新技术企业复审后三年内，企业可以享受按15%的税率缴纳企业所得税的税收优惠政策。

公司本部、万马高分子和万马天屹均为社会福利企业，按财政部、国家税务总局相关规定，福利企业所得税实施成本加计扣除法，即可以按照支付给残疾职工的实际工资的2倍在税前扣除；增值税按实际安置残疾人员人数限额即征即退（每位残疾员工可退还增值税最高限额为3.5万元），且取得的增值税退税免征企业所得税。

### 五、 公司管理

#### 1. 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市准则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》及中国证监会有关法律法规要求，不断完善公司治理结构，建立健全公司内部管理和控制制度，规范公司运作。

目前公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权利机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。公司董事会由9名董事组成，设董事长1名，副董事长1名，独立董事3名。公司设监事会，由3名监事组成，设监事会主席1名，职工代表1名。监事会监督董事和高级管理人员行为的合法、合规性，向股东会负责。公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司高级管理人员（包括总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书）由董事会聘任或解聘，总经理是公司管理层的负责人，负责日常的经营管理，对董事会负责，接受董事会和监事会的监督。

为规范控股股东与公司的关系，控股股东与公司之间的机构、人员、资产、财务、业务分开，控股股东按照法律法规的要求只享有出资人的权利。

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关法律法规的规定，制定了《总经理工作细则》、《募集资金管理办法》、《投资者关系管理制度》、《对外担保管理制度》、《投资决策管理制度》等一系列规章制度。公司制订的内部管理与控制制度以公司的基本控制制度为基础，涵盖了财务管理、生产管理、物资采购、产品销售、对外投资、行政管理等整个生产经营过程，确保各项工作都有章可循，形成了规范的内部管理体系。

总体看，公司认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善健全，整体运行情况良好。

#### 2. 管理体制

公司目前设有财务部、采购部、基建管理部、办公室、人力资源中心、布电线事业部、特种电缆事业部、大行业销售总公司等职能部门、事业部和销售公司，拥有3个全资子公司和1个控股子公司。公司制定了相应的规章制度，对各部门作了明确分工，各部门负责人由公司按照规定的程序任免。

公司实行全面预算管理制度，预算管理的业务范围涵盖销售与收款、采购与付款、存货、投资（包括固定资产构建、工程项目和对外投资）、融资、经营管理费用、人力资源、生产制造以及税金等各个方面，公司年度预算需经股东大会批准后实施。公司预算管理工作由总经理负责，公司财务部门为预算的组织、实施部门。公司预算编制完成并经股东大会批准后，将预算指标分解成各业务部门及具体岗位的业务指标，公司对预算执行情况进行定期分析与检查制度，内部审计部门定期或不定期的实施审计监督，及时发现和纠正预算执行过程中存在的问题。

子公司管理方面，公司给予控股子公司充分的经营自主权，通过公司总部对控股子公司进行宏观方向上的把握，具体业务运营由子公司自行安排，重大事项上报公司总部统一决策，公司通过业绩指标考核等方式实现对控股子公司的业务监控、引导。财务上公司实行“大一统”的管理方式，由公司总部向控股子公司派驻财务负责人，对资金进行统一管理，杜绝资金违规占用风险。

工程项目管理方面，公司进行重大工程项目决策时必须制定或聘请专业机构制定项目建议书与可行性研究，由工程技术、财务会计与法律部门共同对项目建议书与可行性研究报告的完整性、客观性进行经济技术分析和评审，并出具评审意见。重大工程项目决策需上报公司董事会讨论决定，禁止个人单独决策或擅自改变集体决策意见。

筹资管理方面，公司由财务部门负责制订筹资方案，进行筹资风险评估，筹资方案如需国家有关部门或上级单位批准的，由董事会秘书办公室负责及时报请批准。公司重大筹资需经股东大会（或董事会）批准。经股东大会（董事会）批准后的筹资方案由董事会秘书办公室指定专人负责实施。

对外担保管理方面，公司重大担保事项报经股东大会（董事会）批准后执行。以公司资产提供担保的，由资产管理部门、财务部门等共同审核后提出申请，按规定程序实施审批；提供信用担保的，由财务部门提出申请，按规定程序实施审批。公司提供的对外担保到期清除时，由董事会办公室负责全面清理用于担保的资产、权利凭证，保护资产安全完整。

总体看，公司建立的管理体制对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用，能够促进工作及生产效率的提升。

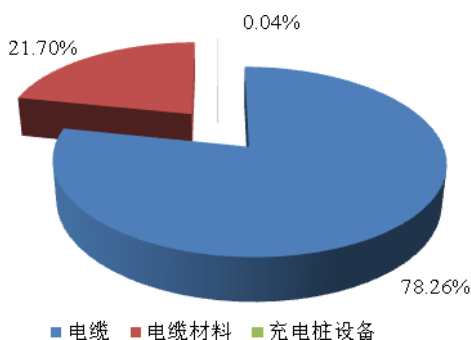
## 六、 经营分析

### 1. 经营概况

公司主要从事电缆料、电力电缆、通信电缆等产品的研发、生产和销售。2012年，公司通过同一控制下企业合并方式取得子公司万马高分子和万马天屹，通过非同一控制下企业合并取得子公司万马特缆，公司生产经营规模不断扩大。

通过合并子公司的方式，公司将业务从单纯的电力电缆领域扩展到电缆料、通信电缆等领域，不仅实现了对公司产业链的前后延伸，也丰富了公司产品种类。2012年，公司新产品高压交联料、屏蔽料、低烟无卤料等陆续投放市场，通信市场领域销售取得突破，公司在内蒙古、陕西等区域市场销售取得新进展，新产品、新区域的拓展对公司经营规模增长提供了有力支撑。2012年公司营业收入和净利润的增长率分别达到 48.02%和 71.88%，总体增长趋势明显，公司产品收入实现仍以电缆销售收入为主，但产品结构日益得到丰富。2012年，公司实现营业收入 38.51 亿元，其中主营业务收入占 99.73%，主营业务十分突出。

图 4 2012 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司年报

从公司各产品盈利情况看，公司电缆产品盈利实现受铜价波动影响较大。2012年，公司铜材采购价格有所下降，因电缆产品价格波动较铜材价格波动有一定的反应时滞，电缆产品毛利率水平有所增长。另一方面，公司电缆材料产能近几年逐步增加，产量保持增长趋势，单位成本有所摊薄，也带动了毛利率水平的提升。

表 2 2010 年~2012 年公司主营业务收入及成本构成表（单位：万元）

项目	2010 年度		2011 年度		2012 年度		2013 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电缆	214,051.47	14.54%	259,853.02	14.31%	300,568.00	16.07%	266,271.18	14.27%
电缆材料					83,337.31	14.63%	67,368.44	15.64%
充电桩设备					138.08	21.99%	0.49	12.24%
合计	<b>214,051.47</b>	<b>14.54%</b>	<b>259,853.02</b>	<b>14.31%</b>	<b>384,043.39</b>	<b>15.76%</b>	<b>333,640.11</b>	<b>14.54%</b>

资料来源：公司提供

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 33.41 亿元、净利润 1.35 亿元，受合并口径变化影响，分别同比增长 70.90%和 38.02%，公司业务发展继续保持稳步增长趋势。

## 2. 生产经营

公司主要生产、销售电力电缆、同轴电缆、特种电缆、布电线、电缆料、屏蔽料、线套料等产品。

从 2012 年 7 月起，公司严格采用订单生产的方式，除民用布电线因规格既定而常备 150 吨左右库存外，公司其余产品仅根据所接订单安排生产，不备存货，存货滞压风险小。从生产组织方面来看，公司销售支持中心将远期订单及现货订单情况录入 ERP 系统，经市场总监评审后，下达正式订单，并根据公司产能情况制定生产排产计划，生产部门根据排产计划制定生产计划和物料需求计划，原材料仓库将根据物料需求计划安排生产提供所需原材料，接受订单的具体车间领料进行生产。

从生产产能来看，公司根据对市场走势的预判，对超高压电力电缆、高分子材料等产品适当扩大产能，产品产量逐年上升。由于公司市场拓展进度落后于产能增长速度，新增生产线产能利用不够充分，整体产能利用率不高。随着公司市场拓展的持续推进，公司产能利用率有望得到进一步提升。公司自 2012 年 7 月起严格按照订单生产方式组织生产活动，电力电缆、高分子材料产销率维持在较高水平。公司民用布电线等通信电缆因规格既定而留有一定库存，随着产能的迅速



扩张，通信电缆产销率有所下降。从产品产销率来看，公司近三年主要产品的产销率一直维持在90%以上（表3）。

表3 2010年~2013年9月公司主要产品产销率情况

产品种类	2010年			2011年			2012年		
	产能	产能利用率	产销率	产能	产能利用率	产销率	产能	产能利用率	产销率
电力电缆（万吨）	3.48	85.58%	98.03%	3.98	87.32%	91.38%	4.22	88.47%	97.91%
通信电缆（万公里）	16.00	76.37%	101.95%	16.00	85.06%	99.59%	20.00	82.08%	93.49%
高分子材料（万吨）	7.84	64.28%	95.73%	9.14	75.61%	94.20%	11.40	72.95%	95.42%

资料来源：公司提供

从产品质量标准来看，自1996年起，公司建立了质量管理体系并相继通过了环境管理体系认证、职业健康安全管理体系认证、AAA级测量管理体系认证和AAA级标准化良好行为规范确认，取得了“全国工业产品生产许可证”、“中国国家强制性产品认证证书”、“矿用产品安全标志证书”及“国家产品质量免检证书”等证书。公司严格执行我国电线电缆产品的国家标准和电线电缆行业协会颁布的行业标准，并参照IEC（国际电工委员会）标准和国际先进标准进行产品的质量的控制。因客户采购产品的具体用途不同，往往对产品有特殊的标准要求，公司在符合国家及相关行业标准的基础上，按客户特殊需求订制。

公司质量控制分为事前、事中、事后三个阶段。事前控制主要体现在公司对原材料实行严格的质量检查，事中控制主要体现在公司品质检验部对生产过程中各环节合规操作现场检查、各生产流程对上一流程的产品检验合格后方可进入下一环节等质量控制手段，即事中控制坚持检测、自检和互检相结合原则；事后控制主要体现在公司品质检验部对产成品按批次进行抽检，合格方可入库销售。公司近几年从未因产品质量问题受到政府质量主管部门的处罚。

公司对生产设备的定期检修主要采用开机时间及生产电缆长度等标准安排检修，对特种设备的检修，公司外包给有专业检修资质的公司完成。对基础设备的检修或日常的设备维护保养，由公司生产部门负责安排专业技术人员完成。公司计量设备的检修、校对管理由品质检验部负责，其中长度计量器具、温控仪表和压力仪表由公司组织力量鉴定、校对，其余计量设备采取送浙江省计量科学研究院或杭州市测量计量研究院鉴定或请专业机构检测方式进行定期鉴定、校对。

总体看，随着公司规模的不增长，公司生产产能和产量呈持续增长态势。公司注重产品质量，严格的质量控制为公司生产经营的良性发展提供了保障。

### 3. 原料采购

公司的原材料主要含铜（铜杆或铜丝）、绝缘料、护套料、高分子材料、聚乙烯等，铜的采购金额占原材料采购金额的75%左右，由此可见铜采购成本在公司经营中的重要性。

在铜材采购方面，公司针对不同性质订单采用不同的采购策略：对于现货订单，公司直接在现货市场上买入相应的铜以锁定利润空间；对于远期订单，公司采取“锁铜”策略，即以与订单期限相匹配的期货铜价订立远期采购合约，从而锁定铜材成本，保证公司的利润空间。在采取“锁铜”策略时，公司根据长期合作伙伴远期铜价及加工费报价，结合远期合同执行率变化、市场信息、公司对铜价变动预期等相关因素，对“锁铜量”进行一定的波动调整。公司“锁铜量”的确定，由采购部门按相关流程确定后上报总经理协商确定后，由采购部执行相应操作，坚守“锁铜为主、套保为辅”策略在期货市场上进行套期保值操作。

由于公司主要原料铜材的采购量每年在4万吨左右，金额较大，公司为保证原料得到及时、

稳定的供应，选取了 4 家主要的铜材供应商，建立了稳定的合作关系。公司选取的主要供应商产量较大，若其中一家出现供应困难，其余几家供应商可基本分摊剩余所需采购额，合理规避铜材采购带来的经营风险。

从铜材采购的结算上看，公司议价能力较弱。目前，公司铜材现货采购主要采取原材料入库 7~10 天后付全款，远期采购主要采取预付 10%~15% 的远期保证金，待材料到库 7~10 天即支付全款方式。铜材采购几乎全部采用现款支付，极少采用承兑等支付方式。

公司电缆料主要原材料为聚乙烯，占电缆料主营业务成本的 85% 左右，主要供应商是国内大型石化企业。目前，公司与中石化、中石油、上海高桥石化等供应商签订了合作协议，公司相对于其他电缆料生产企业在采购方面有较强的规模优势，能有力保障原材料供应的稳定性。

公司其他原材料如绝缘料、护套料、电缆料等主要采用招投标制采购，其中公司生产所需高分子材料 70% 左右由内部供应。货款在材料入库 1~3 个月后支付，可采用银行承兑等支付方式。

2012 年，公司从前五大供应商的采购金额占采购总额的比例为 39.21%，采购集中度不高，公司不存在严重依赖少数供应商的情况。

从原料储备来看，公司每三个月由采购部门牵头，生产部、销售部等其他部门配合，对现有库存指标作一次变化调整。如在铜价较低时，可适当增加铜材库存。目前，公司的原材料库存量以 1~2 个月的消耗量为原则进行储备，能够有效保证生产的连续性。

公司对原材料供应商实行准入管理，新发展的供应商经过资质审核后可申请送检原材料样品，经品质检验部检测合格后，由工艺技术部、生产部和品质检验部组成评审小组在生产线上进行试样生产，品质检验部对产成品进行质量检测，符合公司质量要求的原材料供应商纳入公司供应商名单管理。公司生产部门、品质检验部会定期或不定期对各原材料使用情况、质量抽检情况进行反馈，公司据此对原材料供应商进行持续管理。

总体看，公司多年来坚持稳健的原料采购策略，最大限度规避原材料采购风险，保障了公司的快速发展。同时，原材料采购价格波动特别是铜材的价格波动对公司盈利的稳定性有一定的影响，对公司成本控制提出了更高的要求。

#### 4. 产品销售

公司销售部下设大行业事业部，专职负责五大发电集团、中石油、中石化、轨道交通、港口机场、军工行业的销售管理；设南方销售公司，负责南方电网的销售管理；设北方销售公司，负责国家电网的销售管理；设浙江分公司，分管浙江区域市场；并设特缆事业部和民用电线事业部，负责对应产品的生产、销售管理。

公司的产品销售模式以直接销售为主，主要通过招投标方式与客户签订销售合同。对于重点行业客户，由公司销售部门领导亲自带队，组成销售团队具体负责客户开发和维护；公司在全国重点城市、区域引进业务销售员负责区域市场开发、销售。对于长期合作且销售业绩较好的业务销售员，经公司审核批准后，准予采用资产抵押等方式在公司获取一定的授信额度，公司在核定的授信额度内可对其直接供货，方便其市场开拓、资金周转。

从销售价格来看，公司报价采用成本加成法核算，即由销售支持中心根据沪铜现货或期货价格、适当的加工费空间、工艺技术部提供的单位物料消耗系数、采购部门提供的除铜以外的原材料招标定价、公司确定的利润空间等因素共同组成公司对外报价。现货合同公司可较为精确的锁定利润，若公司所签订的远期合同有明确的执行时间，公司也可通过远期套期保值方式锁定利润空间。但若公司签订的远期合同为框架性合同，购买方根据市场行情不定期在框架合同约定数量

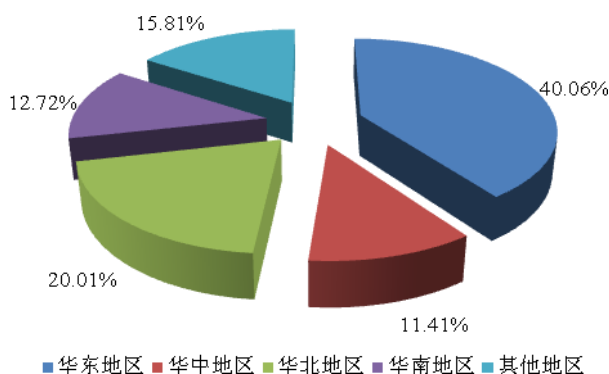
范围内下达订单，公司对利润率的实现难以精确把握。

从销售结算来看，公司根据不同的客户类型采取不同的结算方式，整体来看，公司产品销售采用现款交易方式的很少。对于电力系统客户，公司中标后，客户预付30%的货款，在收货后的次月内支付完总价款的90%，剩余10%作为质保金一年后支付，目前国家电网对公司的产品质保期延长为一年半；对于大行业客户，如中石油、中石化系统客户，收货后60天内可回款90%，质保金10%一年后支付；对于发电企业，公司不预收货款，货到付款60%，在通电运行167小时后支付20%~30%的货款，剩下10%~20%在通电运行后1~2年内支付；对于机场、港口类客户，公司收取30%的预付款，收货后支付60%的货款，剩余10%的质保金在一年后支付。万马高分子销售收款以承兑汇票较多，其他子公司现金结算较多。目前的销售结算方式给公司造成了较大规模的资金占压，公司营运资金受到较大影响。

从产品销售市场来看，公司客户以供电局类型客户居多，并与国家电网、南方电网及其他大型企业保持了良好的合作关系，如北京市轨道交通建设管理有限公司、中铁电气化局集团有限公司、中石化南京工程有限公司都将公司作为长期战略合作伙伴。

从销售区域来看，公司产品销售主要面向国内市场，子公司万马特缆的一部分客户群集中在海外市场，业务合作较为稳定。2012年，公司在内蒙古、陕西等区域市场拓展上取得突破。2012年公司取得的主营业务收入中，国内销售额占比97.53%。公司国内销售区域范围覆盖全国大部分地区，主要集中在华东区域市场，销售收入占比主营业务收入达40.06%；公司海外市场销售收入占主营业务收入的2.47%，销量较为稳定。未来，公司将集中在销售部门增设国际事业部，并积极在欧洲市场、中东市场寻找新客源，以拓宽公司海外销售渠道，并规避公司海外市场较为集中的风险。

图 5 公司 2012 年主营业务收入分区域实现情况



资料来源：公司提供

从客户集中度看，公司主要合作客户较为固定，主要系各电力公司、供电局等。2010~2012年，公司对前五大客户销售收入占比全年销售收入分别为 15.89%、15.96%和 9.32%，客户集中度不高，公司不存在对单一客户的过度依赖。

表 4 2012 年公司对前五大客户销售情况（单位：万元）

客户名称	销售额	总额占比
天津市城区电力物资公司	16,001.64	4.16%
浙江省电力公司	5,702.01	1.48%
北京市轨道交通建设管理有限公司	5,459.83	1.42%

远东电缆有限公司	4,765.95	1.24%
中建工业设备安装有限公司	3,935.72	1.02%
<b>合计</b>	<b>35,865.15</b>	<b>9.32%</b>

资料来源：公司年报

总体看，公司产品销售渠道畅通稳定，与主要客户保持良好合作关系，销售集中度较低。目前，公司采用的销售结算方式造成了较大规模的资金占压，公司营运资金受到较大影响。

## 5. 关联交易

公司关联交易主要为从关联方采购、向关联方销售，与关联方之间租赁车辆和房屋等方面。公司的关联方主要是受同一控股股东及最终控制方控制的企业。公司关联交易按市场价格作为定价基础，交易金额较小。

表 5 2011~2012 年公司关联交易情况（单位：万元，%）

年份	向关联方采购		向关联方销售		租赁车辆	租赁房屋	出租房屋	借款利息	其他
	金额	占同类交易比	金额	占同类交易比					
2011 年	38.56	0.01	344.40	0.10	5.02	270.77	34.31	106.17	126.17
2012 年	33.96	0.01	510.24	0.13		293.81	33.34		114.37

资料来源：公司年报

注：公司2012年通过同一控制下企业合并取得子公司浙江万马高分子材料有限公司和浙江万马天屹通信线缆有限公司，通过非同一控制下企业合并取得子公司浙江万马集团特种电子电缆有限公司。公司同一控制下企业合并对2011年数据作了追溯调整，2010年数据未经调整，未纳入比较。

总体看，公司关联交易采用市场价格定价，且交易规模较小，不存在侵害中小股东利益及影响公司独立性的关联交易行为。

## 6. 重要子公司情况

公司于2012年通过定向增发进行资产重组，通过同一控制下企业合并取得万马高分子和万马天屹100%的股权，通过非同一控制下企业合并取得万马特缆100%股权，相关股权变更的工商登记手续已于2012年10月17日办理完毕。

万马高分子设立于2000年5月23日，主要生产、销售高分子材料产品，是国内电缆绝缘料行业的知名企业，在国内35KV及以下的中低压电缆绝缘料市场上处于龙头地位。在生产模式方面，万马高分子主要采取“以销定产”模式，因公司主导产品长期处于供不应求状态，为保证及时、快速满足优质客户的临时性订单，万马高分子对通用型产品保留一定库存；在销售模式方面，万马高分子主要采用直销模式开展销售，直接和下游客户开展业务，确保与最终客户保持面对面的直接沟通，目前已与全国500余家电力电缆制造商开展合作，与国内绝大部分大型电缆企业保持着合作关系，客户布局广泛，销售稳定；在销售区域方面，万马高分子国内市场主要集中在长三角地区、珠三角地区，海外市场主要集中在东南亚、非洲、东欧地区。近几年，万马高分子加大了在超高压电缆绝缘料方面的研发投入，成功开发了适用于110KV及以上超高压电缆绝缘料生产的工艺技术，实现了超高压电缆绝缘料的国产化；低烟无卤阻燃电缆料生产销售取得突破，产能大幅扩张，市场拓展速度较快。此外，万马高分子还在抗水树电缆料、超光滑屏蔽料等各方面保持技术领先优势。万马高分子预计于2014年启动PVC特种电缆、弹性体特种电缆项目，着力开发契合市场需求的产品，保持技术领先优势。

万马天屹设立于 2007 年 10 月 8 日，专业从事通信电缆的研发、生产和销售，主要产品是同轴电缆和光纤电缆。目前，万马天屹的主导产品涵盖广电网络传输所需的全部线缆，是国内极少数能提供全系列广电行业所需线缆的企业之一，客户网络覆盖了国内各级广电网络运营商。万马天屹拥有国家火炬计划临安电线电缆产业基地骨干企业、中国电子元件百强企业、浙江省专利示范企业、浙江省高新技术企业、浙江省名牌产品和浙江省著名商标等各项荣誉称号。根据中国电子元件行业协会光电线缆分会的统计，2011 年，万马天屹 CATV 同轴电缆在国内广电市场占有率约为 8%，综合排名在前五名以内。在全国广电系统中，万马天屹是 27 个省级网络公司的入围供应商，是同行业中省级网络公司入围较多的企业之一，也是国内 CATV 同轴电缆行业的主流供应商。

万马特缆设立于 2000 年 5 月 29 日，隶属于电线电缆行业，主要产品是电线电缆和用户线。万马特缆客户较为单一，市场主要集中在美国市场，通过了由中国海关总署与美国海关共同开展的 C-TPAT 中美联合验证，成为国际供应链反恐伙伴成员，是杭州地区唯一、全国 57 家获得这张通向美国市场“绿卡”的企业之一，产品的通关效率远远高于同行业企业。万马特缆在购买日 2012 年 10 月 31 日的可辨认净资产公允价值 10,493.99 万元，与公司合并成本即非公开发行股份公允价值 40,040 万元的差形成商誉共 29,546.01 万元。

总体看，各子公司在其细分领域较具竞争优势，其业务发展有利的支持了公司整体产业链布局。未来，随着公司总部在战略规划和业务发展方面所提供的持续支持，各子公司收入和盈利规模持续增加，对公司整体贡献度有望持续扩大。

#### 7. 经营效率

2012 年，公司营业收入、净利润较上年分别增长 48.02% 和 71.88%，公司经营规模及盈利水平有所增长。

2012 年，随着公司营业收入规模的扩大、市场竞争的持续加剧，客户回款周期有所延长，应收账款规模增长较快，应收账款周转率有所下降；受企业合并影响，存货和总资产规模有所增长，存货周转速度和总资产周转速度同比分别增长和持平。2012 年，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为分别从 2011 年的 3.56 次、8.38 次和 1.23 次变动为 2012 年的 3.39 次、9.56 次和 1.23 次。从同行业比较情况看（表 6），公司应收账款周转率处于中等水平，存货周转率和总资产周转率水平表现较好。

表 6 2012 年同行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

指标	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
宝胜股份	4.12	12.97	1.63
通光线缆	2.19	5.58	0.72
南洋股份	2.82	4.03	0.85
亨通光电	4.07	3.72	0.92
中天科技	3.11	3.32	0.79
太阳电缆	6.34	7.72	1.48
中利科技	2.50	3.28	0.65
<b>万马电缆</b>	<b>3.51</b>	<b>9.69</b>	<b>1.23</b>

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级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 资讯数据。

总体看，公司经营效率处于正常水平。

## 8. 未来发展

2012年，公司通过重组延伸了产业链，丰富了产品线，打造出业内综合产品供应商的发展平台。未来，公司将以此为起点，通过产品创新，不断将业务扩展到电线电缆领域的各个分支，最终成为产品系列全、市场声誉好的综合线缆产品供应商。围绕“专注于电缆行业，充分发挥产业链竞争优势，打造行业内综合产品供应商”的战略定位，公司制定了各业务条线的具体发展规划。

电力电缆业务方面，电力电缆行业的稳定增长是公司制订并实施发展战略的基础。未来几年，公司将在配电、用电两个领域同时发力，在配电领域仍以“超高压做强、中低压做大、特缆做专”为战略指导，在超高压领域保持110KV扩量的同时加大220KV的开拓力度，在中低压领域继续完善销售网络，在特缆领域继续专注于橡胶、煤矿类电缆产品；在用电环境，结合城镇化建设的趋势，加大布电线等民用产品的开拓力度，力争成为浙江省内领先的区域品牌。万马特缆以精细化管理和客户服务水平为基础，在巩固原有北美市场的同时，大力开拓南美市场、欧洲、日本市场，争取实现市场突破。

电缆料业务方面，继续保持万马高分子基于电缆外层材料综合供应商的战略定位，“强、高、优”的新产品研发要求。近年来，公司通过自主创新成功开发了超高压电缆绝缘料和抗水树电缆绝缘料之外，还开发出覆盖中低压特种线缆领域的衍生产品及其他配套产品——低烟无卤电缆料、屏蔽料、特种PVC等，提升了公司整体实力。未来几年内，万马高分子将在超高压料、中低压料、特种电缆料三个产品大类继续精耕细作，推陈出新，在巩固中低压料龙头地位的基础上，向超高压料、特种电缆料等高精尖领域拓展。

通信电缆业务方面，针对国内通信电缆产品规格多样化的市场特点，万马天屹顺应国内三网融合的产业趋势，以光电复合为拳头产品，带动同轴电缆及光缆产品的销售，巩固“一站式”采购的优势地位。

总体看，公司各板块业务均立足公司实际和市场需求制定了稳步发展战略，发展目标明确，符合行业规律。随着各项项目的逐步实施，公司业务有望保持较好的发展态势。

## 七、 财务分析

### 1. 财务概况

公司2010~2012年度财务报告已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，2013年三季度财务报告未经审计。公司执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》。2012年10月，公司发生资产重组，非公开发行股份并购了万马高分子、万马天屹和万马特缆三家公司，其中万马特缆为非同一控制下企业合并。由于合并口径发生变化，公司近三年财务数据可比性较差。

截至2012年底，公司合并资产总额391,513.42万元，负债合计158,954.78万元，所有者权益（含少数股东权益）232,558.64万元。2012年公司实现营业收入385,094.27万元，净利润（含少数股东损益）17,653.03万元；经营活动产生的现金流量净额-1,483.60万元，现金及现金等价物净增加额-9,507.42万元。

截至2013年9月底，公司合并资产总额402,712.68万元，负债合计161,314.64万元，所有者权益（含少数股东权益）241,398.03万元。2013年1~9月，公司实现营业收入334,114.14万元，净利润（含

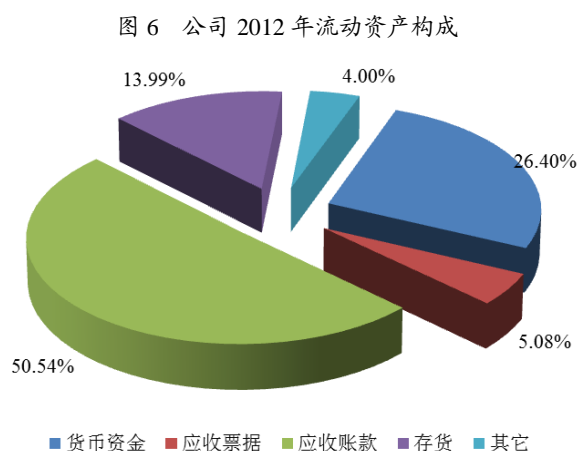
少数股东损益) 13,484.08万元; 经营活动产生的现金流量净额-23,309.78万元, 现金及现金等价物净增加额-36,892.41万元。

## 2. 资产质量

受益于经营规模的不断扩大, 公司近三年资产规模实现较快增长。尤其公司分别于2011年非公开增发, 募集资金4.07亿元; 于2012年非公开发行股份进行并购, 资产规模大幅扩张。截至2012年底, 公司资产总额为391,513.42万元, 其中流动资产合计占72.21%, 非流动资产合计占27.79%, 公司资产以流动资产为主。

### 流动资产

截至2012年底, 公司流动资产合计282,703.86万元, 以货币资金、应收账款和存货为主(图6)。



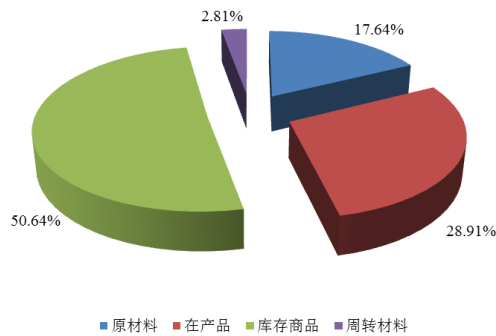
数据来源: 公司年报

公司近年来货币资金较为充足, 近三年在流动资产中平均占比为 30.58%。截至 2012 年底, 公司货币资金余额为 74,626.15 万元, 占当年流动资产的 26.40%。公司货币资金余额中 62,220.45 万元为可动用资金, 占流动资产的 83.38%, 其余为使用受限的质押借款保证金。

近三年公司应收账款规模以年均 49.20% 的速度增长, 高于营业收入 34.01% 的增长速度, 主要原因是随着公司业务领域的不断拓宽, 大行业客户增长较快, 这些客户主要分布于石油、电力等能源行业及轨道交通、港口机场等基建行业, 多数为中国石油、中国石化、国家电网等市场话语权较强的大型企业, 其应收账款金额较大且收款周期较长。但该类客户多为国内处于行业垄断地位的大型企业, 应收账款发生损失的风险很低。同时, 为进一步降低应收账款坏账损失风险, 公司专门成立了应收账款小组, 加大催收力度, 并制定了相应的考核措施。截至 2012 年底, 公司应收账款余额 142,877.81 万元, 账龄在 1 年以内的占比为 90.80%, 公司对应收账款按账龄分析法计提坏账准备, 已累计提取 4,877.38 万元坏账准备。

近三年, 随着经营规模的扩大和企业资产重组合并范围扩大, 公司存货余额分别为 24,989.14 万元、27,397.88 万元及 39,542.47 万元, 呈现逐年增长趋势。2012 年公司计提存货跌价准备 480.15 万元。

图 7 公司 2012 年底存货构成

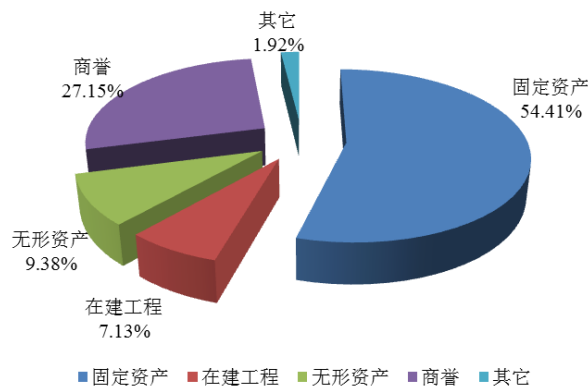


资料来源：公司年报

### 非流动资产

截至 2012 年底，公司非流动资产合计 108,809.55 万元，近三年年均增长 66.92%，主要是公司新上项目的建设所带来建设工程的增加、合并范围增加带来的无形资产增加、通过非同一控制下企业合并取得子公司万马特缆形成的商誉等。公司非流动资产以固定资产、商誉、无形资产和在建工程为主（图 8）。

图 8 2012 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

2012 年，受超高压第三、四条立塔生产线及青山厂房等 17,188.72 万元在建工程转固影响，公司固定资产增长较快。截至 2012 年底，公司固定资产余额为 93,328.91 万元，其中房屋及建筑物占比 36.30%，机器设备占比 60.01%，以厂房、机器设备为主的固定资产构成符合生产企业的财务结构。截至 2012 年底，公司固定资产累计计提折旧 33,981.12 万元，固定资产成新率 63.59%，成新率一般。

公司于 2011 年非公开增发募投特种电缆项目于 2012 年部分转固，因此近三年在建工程呈波动增长趋势。截至 2012 年底，公司在建工程账面价值为 7,760.79 万元，主要为部分超高压设备及设施。由于在建工程未出现减值迹象，公司未计提在建工程减值准备。

由于 2012 年公司合并范围增加，因此无形资产获得较快增长。截至 2012 年底，公司无形资产账面价值为 10,208.35 万元，主要为公司持有的土地使用权。

公司于 2012 年资产重组中对万马特缆的合并系非同一控制下企业合并。万马特缆设立于 2000 年 5 月 29 日，主要产品是电线电缆和用户线。万马特缆市场主要集中在美国市场，是杭州地区唯



一通过由中国海关总署与美国海关共同开展的 C-TPAT 中美联合验证的电缆企业，成为国际供应链反恐伙伴成员，产品的通关效率远远高于同行业企业。公司合并成本与购买日可辨认净资产公允价值之差形成商誉，金额为 29,546.01 万元。

截至 2013 年 9 月底，公司资产总额为 402,712.68 万元，较年初增长 2.86%。公司资产中流动资产和非流动资产的构成变化较小；流动资产仍以货币资金、应收账款、存货为主，随着公司经营规模的扩大，且年终收账节点尚未来临，应收账款较年初增幅较大；非流动资产中的各项资产构成较年初变化不大。

总体看，受 2012 年资产重组影响，近年来公司资产规模增长较快。公司应收账款占比较高，鉴于下游客户大多数为优质客户，坏账风险不大，但大额应收和存货增加了公司资金管理的难度；非流动资产以固定资产和土地使用权为主。总体资产质量较好。

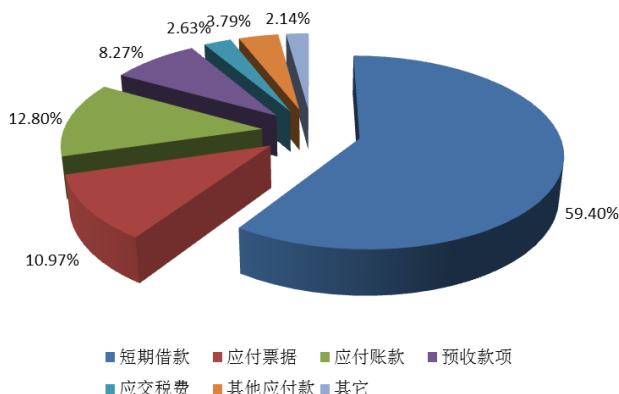
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2012 年和 2013 年 9 月底公司资产负债率分别为 40.60% 和 40.06%。截至 2012 年底，公司负债合计 158,954.78 万元，以流动负债为主，流动负债占比 96.35%，负债结构有待改善。

截至 2012 年底，公司流动负债合计 153,153.91 万元，年均增长率 39.26%，流动负债主要以短期借款、应付票据和应付账款为主（图 9）。

图 9 2012 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

截至 2012 年底，公司短期借款余额为 90,977.44 万元，三年年均增长率 42.19%，主要原因为随着公司合并口径的增加、经营规模扩大以及新增借款偿还 1 亿元的短期融资券，相应增加了资金需求。银行融资是公司补充流动资金的主要渠道，随着公司销售规模的增加银行短期借款明显增加。

截至 2012 年底，公司应付票据余额为 16,802.54 万元，三年年均增长率 54.93%，应付票据余额大幅增长的主要原因为公司合并口径的增加、期末存货储备增加以及公司采购规模扩大采用了票据结算。

截至 2012 年底，公司应付账款余额为 19,611.12 万元。近三年应付账款年均增长 16.44%，保持稳定增长，主要原因为随着产品类型的不断丰富，期末存货储备有所增加，相应增加了应付账款。

公司非流动负债由长期借款、递延所得税负债和其他非流动负债构成，合计为 5,800.87 万元，金额较小，对整体财务状况影响不大。

2012 年底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.60%、32.49%和 1.74%，公司债务水平有所降低，债务结构以短期债务为主，长期债务占比很低。截至 2012 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均处于适中水平。

2013 年 9 月底，公司负债合计 161,314.64 万元，较年初增长 1.48%，负债结构变化不大，仍以流动负债为主。截至 2013 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各指标均较 2012 年末变化不大，负债规模继续保持适中水平。

总体看，公司近年来负债规模适中，偿债负担一般，但短期为主的债务结构亟待改善。

#### 所有者权益

公司2009年IPO发行上市，并于2010年~2012年转股和非公开发行股份，股本实现快速增长。截至2012年底，公司所有者权益合计232,558.64万元，其中归属于母公司所有者权益占比99.83%。归属于母公司所有者权益中，股本占40.01%，资本公积占32.89%，盈余公积占3.89%，未分配利润占23.20%，公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

2013 年 9 月底，公司所有者权益为 241,398.03 万元，较年初增长 3.80%，主要来自于未分配利润的增长。

#### 4. 盈利能力

近三年，公司的营业收入分别为 214,442.26 万元、260,163.44 万元和 385,094.27 万元，年均增长率为 34.01%，系经营规模大幅扩张所致。2012 年公司实现利润总额 19,811.94 万元，净利润 17,653.03 万元，公司利润规模较大。

从期间费用方面来看，2012 年公司销售费用、财务费用和管理费用分别为 22,320.62 万元、5,502.23 万元和 13,554.40 万元，期间费用整体呈逐年上涨之势，其中管理费用增长较快，系公司加大研发投入和高级管理人员的引进，从而研发支出和职工薪酬增加较快所致。销售费用和财务费用的增长主要系公司合并范围扩大所致。期间费用占营业收入的比重分别为 5.80%、1.43%和 3.52%。

从盈利指标看，公司近三年来总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较为稳定，2012 年分别为 8.58%、8.08%和 9.03%，公司各项盈利指标处于正常水平。

从同行业比较情况看，公司主要盈利指标处于适中水平（表 7）。公司目前处于良性增长阶段，未来随着公司在中高压电缆、电缆料等领域的拓展，公司盈利能力有较大的提升空间。

表 7 2012 年同行业上市公司盈利能力指标比较

指标	销售毛利率(%)	净资产收益率(年化,%)	总资产报酬率(%)
宝胜股份	8.51	5.49	5.53
通光线缆	28.37	9.01	7.38
南洋股份	14.18	5.63	7.01
中利科技	19.61	9.81	6.89
亨通光电	19.68	14.96	8.90
中天科技	21.50	9.52	8.32
太阳电缆	11.77	11.24	10.38
平均值	17.66	9.38	7.77
<b>万马电缆</b>	<b>15.74</b>	<b>9.10</b>	<b>7.72</b>

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级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 资讯数据

2013 年以来，公司继续保持着良好的经营状况。2013 年 1~9 月份，公司已实现营业收入 334,114.14 万元，占上年全年营业收入的 86.76%，主要原因一是公司大力发展电力电缆新客户带动公司销售增长，二是电缆材料业板块实现快速增长；实现净利润 13,484.08 万元，占上年全年净利润的 76.38%，显示出公司良好的增长势头。

总体看，公司盈利能力较好，随着公司逐年加大研发投入及积极促进高压电缆、电缆材料等高附加值产品的生产销售，公司未来盈利能力有望继续增强。

## 5. 现金流

从经营活动看，公司近三年经营活动的现金流净额波动下降，2012 年净流出 1,483.60 万元。经营活动的现金流波动下降的主要原因是：2012 年公司加大资金回笼考核力度，加速资金回笼，同比 2011 年经营活动现金净流出 11,132.83 万元出现大幅好转，但受客户结构中大客户占比加大引起账期延长的影响，2012 年经营性净现金流仍为净流出。公司 2013 年经营规模增长较快，对资金的需求有所增加。

从投资活动来看，公司近三年呈现出投资活动现金净流出的状况，数额逐年减小，2012 年净流出为 7,542.59 万元，主要原因为公司为扩大经营规模，持续对固定资产、无形资产的投资。

公司近三年筹资活动的现金流量净额分别为 19,304.97 万元、36,242.03 万元和-480.26 万元，呈波动下降趋势。2011 年公司通过非公开发行股份融资 4.21 亿元，因此筹资活动现金流量净额较大，受此影响，2012 年公司资金面较为宽松，筹资需求不大。公司 2013 年 1~9 月筹资活动的现金净额为-9,609.05 万元，筹资活动现金净流出继续增加，主要原因是银行借款的大幅增加。

总体看，公司现金流规模较大，经营活动现金流状况一般，因下游客户对现金流的占用以及投资活动流出现金需求，导致公司对资金的需求上升较快。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012 年末公司流动比率和速动比率分别为 1.85 和 1.59，三年来较为稳定，处于较好水平，近年来公司加大对应收账款的管理对短期偿债能力产生积极影响。现金短期债务比为 0.83，现金类资产对短期债务的保障程度较好。2013 年 1~9 月，公司生产经营持续稳定，流动比率和速动比率均变化不大，分别为 1.90 和 1.63。公司销售商品、提供劳务收到的现金情况规模较大，有利于保障短期债务偿还能力。

从长期偿债能力指标看，2012 年底的资产负债率为 40.60%，偿债压力较小；EBITDA 全部债务比为 0.27 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力尚可；EBITDA 利息倍数为 5.36 倍，公司对全部债务利息的保障能力正常。由于 2012 年公司投资活动规模较大，公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为负值。截至 2013 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率分别上升至 40.06% 和 32.17%，债务负担平稳，处于合理水平。

截至 2013 年 9 月底，公司无对外担保事项，公司或有负债风险不大。

截至 2013 年 9 月底，公司无重大诉讼仲裁事项。

公司与中国农业银行、中国建设银行等多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2013 年 9 月 30 日，公司及控股子公司已获银行授信额度 20.42 亿元，尚未使用的额度为 8.31 亿元（合并口径），公司间接融资能力较强。

总体看，公司整体偿债能力强。

## 八、 本期公司债券偿债能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2013 年 9 月底，公司债务总额为 114,508.90 万元。本次拟发行公司债规模不超过 6 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度适中，对公司负债结构将有一定的影响。

以 2013 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 6 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 20.98%、41.96% 和 47.83%，债务负担有所加重，但考虑到部分债券募集资金将用于偿还银行借款、调整债务结构，上述实际的债务指标数据将有所降低，且债务结构将获得改善。

### 2. 本期公司债偿债能力分析

以 2012 年的财务数据为基础，公司 2012 年 EBITDA 为 30,556.67 万元，为本期公司债券发行额度（6 亿元）的 0.51 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度尚可。公司 2012 年经营活动产生的现金流入 373,288.82 万元，为本期公司债券发行额度（6 亿元）的 6.22 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度较高。

未来随着公司在中高压电缆、特种电缆材料等领域的拓展，公司整体竞争实力将进一步增强，经营规模将进一步扩大，盈利水平、现金流规模的进一步增大将对本期债券形成有力的保障。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、技术水平等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

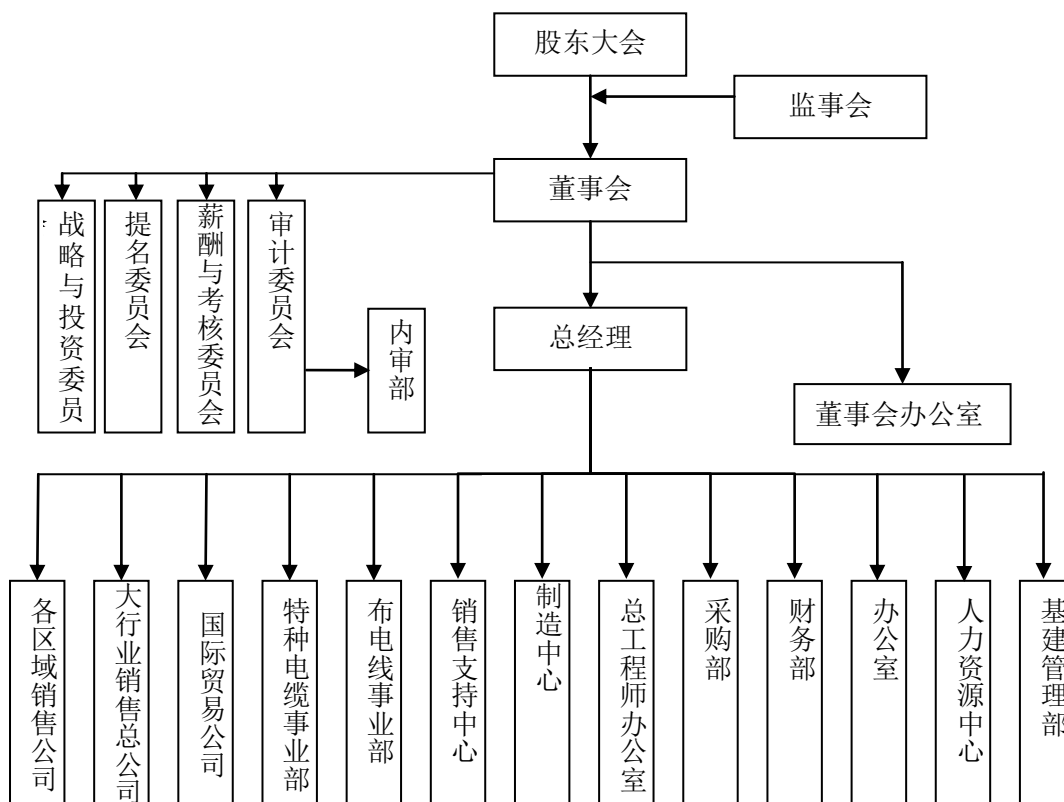
## 九、 综合评价

联合评级对公司的评级反映了其作为国内知名电缆生产企业，在电力电缆制造领域的领先地位，以及其在技术研发、质量管理、产业链经营方面的显著优势；同时，联合评级关注到国内电线电缆行业竞争激烈，公司拓展电缆业务新领域所带来的不确定性。

目前，中国电线电缆市场容量大，发展前景良好。近年来公司通过资产重组延伸产业链，丰富产品种类，其资产规模、营业收入和利润水平快速增长。未来随着公司在中高压电力电缆和电缆材料等领域的拓展，公司整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 附件 1 浙江万马电缆股份有限公司组织结构图



附件 2-1 浙江万马电缆股份有限公司  
2010 年~2013 年 9 月合并资产负债表（资产）  
（单位：人民币万元）

资产	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
<b>流动资产：</b>					
货币资金	46,360.05	64,000.21	74,626.15	26.87	36,385.20
交易性金融资产	0.00	370.79	0.00	-	0.00
应收票据	3,221.78	11,496.82	14,350.98	111.05	12,598.69
应收账款	64,183.72	76,501.83	142,877.81	49.20	184,692.88
预付款项	5,626.15	5,574.18	4,074.33	-14.90	9,191.09
应收利息					
应收股利					
其他应收款	3,730.67	2,701.74	6,565.93	32.66	10,436.48
存货	24,989.14	27,397.88	39,542.47	25.79	41,595.05
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	0.00	0.00	666.19	-	108.94
<b>流动资产合计</b>	<b>148,111.51</b>	<b>188,043.44</b>	<b>282,703.86</b>	<b>38.16</b>	<b>295,008.33</b>
<b>非流动资产：</b>					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	0.00	0.00	700.00	-	700.00
投资性房地产					
固定资产	30,149.23	31,806.99	59,200.90	40.13	57,580.87
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	3,780.97	10,577.23	7,760.79	43.27	8,306.06
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	4,568.79	4,480.31	10,208.35	49.48	10,006.74
开发支出					
商誉	0.00	0.00	29,546.01	-	29,546.01
长期待摊费用	0.00	40.73	230.03	-	162.27
递延所得税资产	554.35	708.94	1,163.47	44.87	1,402.38
其他非流动资产					
<b>非流动资产合计</b>	<b>39,053.34</b>	<b>47,614.20</b>	<b>108,809.55</b>	<b>66.92</b>	<b>107,704.34</b>
<b>资产总计</b>	<b>187,164.85</b>	<b>235,657.65</b>	<b>391,513.42</b>	<b>44.63</b>	<b>402,712.68</b>

附件 2-2 浙江万马电缆股份有限公司  
2010 年~2013 年 9 月合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
<b>流动负债：</b>					
短期借款	45,000.00	33,500.00	90,977.44	42.19	85,272.56
交易性金融负债					
应付票据	7,000.00	4,400.00	16,802.54	54.93	25,149.93
应付账款	14,465.49	9,961.79	19,611.12	16.44	23,169.73
预收款项	5,878.30	10,720.37	12,659.39	46.75	12,001.99
应付职工薪酬	783.77	820.69	2,178.69	66.73	1,897.19
应交税费	2,727.37	3,607.26	4,023.87	21.46	2,087.32
应付利息	0.00	0.00	7.04	-	6.11
应付股利					
其他应付款	2,732.61	3,031.68	5,807.94	45.79	4,666.25
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	390.22	10,460.70	1,085.88	66.81	1,354.38
<b>流动负债合计</b>	<b>78,977.76</b>	<b>76,502.49</b>	<b>153,153.91</b>	<b>39.26</b>	<b>155,605.45</b>
<b>非流动负债：</b>					
长期借款	0.00	0.00	4,116.52	-	4,086.41
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债	0.00	0.00	301.34	-	293.78
其他非流动负债	648.00	612.00	1,383.00	46.09	1,329.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>648.00</b>	<b>612.00</b>	<b>5,800.87</b>	<b>199.20</b>	<b>5,709.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>79,625.76</b>	<b>77,114.49</b>	<b>158,954.78</b>	<b>41.29</b>	<b>161,314.64</b>
<b>所有者权益：</b>					
股本	40,000.00	43,160.00	92,893.75	52.39	92,893.75
资本公积	39,221.19	76,794.66	76,362.15	39.53	76,362.15
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	3,263.85	4,300.33	9,039.44	66.42	9,039.44
未分配利润	24,454.05	33,782.33	53,867.91	48.42	62,793.80
外币报表折算差额					
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>106,939.09</b>	<b>158,037.32</b>	<b>232,163.24</b>	<b>47.34</b>	<b>241,089.14</b>
少数股东权益	600.00	505.84	395.40	-18.82	308.89
<b>所有者权益合计</b>	<b>107,539.09</b>	<b>158,543.16</b>	<b>232,558.64</b>	<b>47.06</b>	<b>241,398.03</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>187,164.85</b>	<b>235,657.65</b>	<b>391,513.42</b>	<b>44.63</b>	<b>402,712.68</b>

附件3 浙江万马电缆股份有限公司  
2010年~2013年9月合并利润表

(单位:人民币万元)

项目	2010年	2011年	2012年	变动率(%)	2013年1-9月
<b>一、营业收入</b>	214,442.26	260,163.44	385,094.27	34.01	334,114.14
减: 营业成本	183,329.20	222,995.09	324,462.11	33.04	285,578.40
营业税金及附加	746.40	968.49	1,490.43	41.31	1,299.55
销售费用	14,912.46	17,158.43	22,320.62	22.34	14,058.29
管理费用	3,274.41	5,193.26	13,554.40	103.46	14,963.76
财务费用	2,094.23	3,100.57	5,502.23	62.09	3,886.12
资产减值损失	1,315.35	1,193.25	2,569.79	39.77	2,083.45
加: 公允价值变动收益(损失以“-”号填列)	0.00	-165.80	200.05	-	-157.23
投资收益(损失以“-”号填列)	236.02	-6.60	-36.99	-	157.93
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益(损失以“-”号填列)					
				-	
<b>二、营业利润(亏损以“-”号填列)</b>	<b>9,006.24</b>	<b>9,381.95</b>	<b>15,357.75</b>	30.58	<b>12,245.28</b>
加: 营业外收入	2,256.54	2,550.09	4,639.16	43.38	3,013.83
减: 营业外支出	124.64	238.39	184.97	21.82	283.44
其中: 非流动资产处置损失					
				-	
<b>三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)</b>	<b>11,138.13</b>	<b>11,693.65</b>	<b>19,811.94</b>	33.37	<b>14,975.66</b>
减: 所得税费用	1,395.61	1,423.05	2,158.91	24.38	1,491.58
				-	
<b>四、净利润(净亏损以“-”号填列)</b>	<b>9,742.52</b>	<b>10,270.60</b>	<b>17,653.03</b>	34.61	<b>13,484.08</b>
其中: 归属于母公司所有者的净利润	9,742.52	10,364.76	17,763.47	35.03	13,570.58
少数股东损益	0.00	-94.16	-110.44	-	-86.50
				-	
<b>五、每股收益:</b>					
(一) 基本每股收益	0.24	0.25	0.20	-8.71	0.15
(二) 稀释每股收益	0.24	0.25	0.20	-8.71	0.15
<b>六、其他综合收益</b>					
<b>七、综合收益总额</b>	<b>9,742.52</b>	<b>10,270.60</b>	<b>17,653.03</b>	34.61	<b>13,484.08</b>
归属于母公司所有者的综合收益总额	9,742.52	10,364.76	17,763.47	35.03	9,089.64
归属于少数股东的综合收益总额	0.00	-94.16	-110.44	-	-74.02



附件4 浙江万马电缆股份有限公司  
2010年~2013年9月合并现金流量表  
(单位:人民币万元)

项目	2010年	2011年	2012年	变动率(%)	2013年1-9月
<b>一、经营活动产生的现金流量:</b>					
销售商品、提供劳务收到的现金	216,094.57	256,256.98	364,807.41	29.93	273,333.48
收到的税费返还	1,682.18	1,649.67	3,597.01	46.23	5,009.98
收到其他与经营活动有关的现金	1,618.02	2,393.97	4,884.39	73.75	2,532.09
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>219,394.77</b>	<b>260,300.61</b>	<b>373,288.82</b>	<b>30.44</b>	<b>280,875.55</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	191,862.17	240,469.66	322,065.76	29.56	254,340.76
支付给职工以及为职工支付的现金	4,328.93	5,200.98	11,272.21	61.37	11,627.91
支付的各项税费	5,059.48	7,756.65	13,091.88	60.86	12,778.00
支付其他与经营活动有关的现金	17,833.34	18,006.16	28,342.56	26.07	25,438.66
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>219,083.91</b>	<b>271,433.44</b>	<b>374,772.41</b>	<b>30.79</b>	<b>304,185.33</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>310.86</b>	<b>-11,132.83</b>	<b>-1,483.60</b>	-	<b>-23,309.78</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量:</b>					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	370.79	-	0.00
取得投资收益收到的现金	236.02	-6.60	119.26	-28.92	338.10
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	28.72	86.92	19.45	-17.71	29.50
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		0.00			
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	588.81	-	7.91
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>264.74</b>	<b>80.32</b>	<b>1,098.31</b>	<b>103.68</b>	<b>375.51</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,678.19	5,939.55	7,675.90	-15.22	4,320.57
投资支付的现金	0.00	370.79	0.00	-	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		0.00			
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	965.00	-	0.04
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>10,678.19</b>	<b>6,310.34</b>	<b>8,640.90</b>	<b>-10.04</b>	<b>4,320.60</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-10,413.45</b>	<b>-6,230.02</b>	<b>-7,542.59</b>	-	<b>-3,945.09</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>					
吸收投资收到的现金	600.00	42,091.20	0.00	-100.00	0.00
发行债券所收到的现金		0.00			
取得借款收到的现金	82,660.58	111,219.53	130,341.56	25.57	84,612.99
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	-	4,566.24
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>83,260.58</b>	<b>153,310.73</b>	<b>130,341.56</b>	<b>25.12</b>	<b>89,179.23</b>
偿还债务支付的现金	59,456.62	112,719.53	120,827.02	42.55	90,124.22
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,432.83	2,962.93	9,932.80	49.69	8,607.60
支付其他与筹资活动有关的现金	66.16	1,386.24	62.00	-3.20	56.45
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>63,955.61</b>	<b>117,068.69</b>	<b>130,821.82</b>	<b>43.02</b>	<b>98,788.28</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>19,304.97</b>	<b>36,242.03</b>	<b>-480.26</b>	-	<b>-9,609.05</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>	<b>-10.47</b>	<b>-21.63</b>	<b>-0.97</b>	-	<b>-28.49</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>9,191.91</b>	<b>18,857.55</b>	<b>-9,507.42</b>	-	<b>-36,892.41</b>
加: 期初现金及现金等价物余额	31,262.01	40,453.91	71,727.87	51.47	62,220.45
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>40,453.91</b>	<b>59,311.47</b>	<b>62,220.45</b>	<b>24.02</b>	<b>25,328.04</b>

**附件 5 浙江万马电缆股份有限公司**  
**2010 年~2012 年合并现金流量表补充资料**  
(单位: 人民币万元)

补充资料	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
<b>1.将净利润调节为经营活动现金流量:</b>				
<b>净利润</b>	<b>9,742.52</b>	<b>10,270.60</b>	<b>17,653.03</b>	<b>34.61</b>
加: 资产减值准备	1,315.35	1,193.25	2,569.79	39.77
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,047.89	3,346.92	4,902.53	26.83
无形资产摊销	97.45	106.43	257.60	62.59
长期待摊费用摊销	0.00	13.69	46.36	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“—”号填列)	-30.38	-12.37	-6.37	-
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)		0.00		
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)	0.00	165.80	-200.05	-
财务费用(收益以“—”号填列)	2,432.83	3,003.90	5,701.11	53.08
投资损失(收益以“—”号填列)	-236.02	6.60	36.99	-
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	-325.06	-154.59	-286.72	-
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)	0.00	0.00	-4.62	-
存货的减少(增加以“—”号填列)	-4,771.65	-2,475.59	-3,874.87	-
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-16,637.76	-25,955.76	-38,976.91	-
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	5,675.68	-641.69	10,698.51	37.29
其他		0.00		
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>310.86</b>	<b>-11,132.83</b>	<b>-1,483.60</b>	<b>-</b>
<b>2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:</b>				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
<b>3.现金及现金等价物净变动情况:</b>				
现金的期末余额	40,453.91	59,311.47	62,220.45	24.02
减: 现金的期初余额	31,262.01	40,453.91	71,727.87	51.47
加: 现金等价物的期末余额		0.00		
减: 现金等价物的期初余额		0.00		
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>9,191.91</b>	<b>18,857.55</b>	<b>-9,507.42</b>	<b>-</b>

附件 6 浙江万马电缆股份有限公司  
主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 1~9 月
<b>经营效率</b>					
应收账款周转次数(次)	3.65	3.56	3.39	3.49	-
存货周转次数(次)	8.03	8.38	9.56	8.90	-
总资产周转次数(次)	1.28	1.23	1.23	1.24	0.84
现金收入比率(%)	100.77	98.50	94.73	97.07	81.81
<b>盈利能力</b>					
总资本收益率(%)	8.53	7.62	8.58	8.56	-
总资产报酬率(%)	8.07	7.09	8.08	8.02	-
净资产收益率(%)	9.43	7.72	9.03	8.71	5.69
主营业务毛利率(%)	14.54	14.52	15.76	15.14	-
营业利润率(%)	14.16	13.91	15.36	14.69	14.14
费用收入比(%)	9.46	9.78	10.74	10.20	9.85
<b>财务构成</b>					
资产负债率(%)	42.54	32.72	40.60	38.63	40.06
全部债务资本化比率(%)	32.59	19.29	32.49	28.55	32.17
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	1.74	0.87	1.66
<b>偿债能力</b>					
EBITDA 利息倍数(倍)	6.49	5.19	5.36	5.14	-
EBITDA 全部债务比(倍)	0.32	0.49	0.27	0.36	-
经营现金债务保护倍数(倍)	0.01	-0.29	-0.01	-0.09	-0.20
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.46	-0.08	-0.22	-0.24
流动比率(倍)	1.88	2.46	1.85	2.04	1.90
速动比率(倍)	1.56	2.10	1.59	1.74	1.63
现金短期债务比(倍)	0.95	2.00	0.83	1.20	0.44
经营现金流动负债比率(%)	0.39%	-14.55%	-0.97%	-0.05	-14.98
经营现金利息偿还能力(倍)	0.12	-3.13	-0.26	-0.75	-
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.92	-4.89	-1.58	-2.57	-
<b>本期公司债券偿债能力</b>					
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.28	0.31	0.51	0.41	-
经营活动现金流入量偿债倍数	3.66	4.34	6.22	5.14	4.68
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.01	-0.19	-0.02	-0.07	-0.39

注：2013 年 3 季度财务报告未经审计，相关指标未年化

## 附件 7 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<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
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司 关于浙江万马电缆股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年浙江万马电缆股份有限公司公告年报后 2 个月内对浙江万马电缆股份有限公司 2014 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

浙江万马电缆股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。浙江万马电缆股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注浙江万马电缆股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现浙江万马电缆股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如浙江万马电缆股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至浙江万马电缆股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站（[www.lianhecreditrating.com.cn](http://www.lianhecreditrating.com.cn)）予以公布并同时报送浙江万马电缆股份有限公司、监管部门、交易机构等。

