

浙江万马股份有限公司

2015 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： A-1 级

评级时间： 2016 年 7 月 22 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2016]100680】

跟踪对象: 浙江万马股份有限公司 2015 年度第一期短期融资券 (简称“本期短券”)

	本次		前次		首次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
15 万马 CP001	AA/稳定/A-1	2016 年 7 月	AA/稳定/A-1	2016 年 3 月	AA/稳定/A-1	2015 年 6 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	4.48	4.31	3.40	0.60
短期刚性债务	6.31	6.87	5.08	3.01
所有者权益	24.13	24.79	25.50	25.51
经营性现金净流入量	0.62	2.00	1.92	-1.53
发行人合并数据及指标:				
流动资产	29.57	35.58	39.18	36.88
货币资金	6.69	7.90	7.38	5.64
流动负债	14.70	16.38	15.07	11.63
短期刚性债务	9.59	11.57	7.42	5.12
所有者权益	25.22	27.28	30.67	31.93
营业收入	48.56	58.47	68.47	11.80
净利润	2.19	2.37	2.76	0.26
经营性现金净流入量	1.51	2.48	2.68	-2.26
EBITDA	3.64	3.96	4.49	—
资产负债率[%]	37.34	41.68	39.19	33.82
流动比率[%]	201.10	217.19	260.01	317.26
现金比率[%]	59.55	62.85	64.13	63.98
利息保障倍数[倍]	5.65	5.68	7.61	—
经营性现金净流入与 流动负债比率[%]	10.09	15.95	17.07	—
非筹资性现金净流入 与流动负债比率[%]	6.89	8.25	-3.79	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.96	7.07	9.42	—
EBITDA/短期刚性债 务[倍]	0.36	0.37	0.47	—

注: 根据万马股份经审计的 2013-2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

宋映瑶
Tel: (021) 63501349-923
E-mail: syy@shxsj.com

王琳璇
Tel: (021) 63501349-850
E-mail: hlj@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司 (简称“新世纪评级”或“本评级机构”) 对浙江万马股份有限公司 (简称“万马股份”、“该公司”或“公司”) 及其发行的 2015 年度第一期短券的跟踪评级反映了 2015 年以来万马股份在专业技术、市场地位及资产流动性等方面所具有的优势, 同时也反映了公司在经济形势变化、行业竞争、盈利能力和业务整合等方面所面临的压力与风险。

➤ 主要优势:

- **产业链优势。**万马股份产业链较为完整, 产品线较为丰富, 具有一定成本优势及协同效应。
- **部分产品竞争力较强。**万马股份具有丰富的行业经验与品牌优势, 同时 35kV 及以下中低压电缆料及同轴电缆市场占有率较高, 在细分领域具有一定的竞争优势。
- **财务结构较稳健, 资产流动性较好。**万马股份财务结构较稳健, 资产流动性较好, 即期债务偿付较有保障。

➤ 主要风险:

- **市场竞争风险。**万马股份所在行业的市场集中度较低, 公司在中低压交联电缆及电缆料领域面临较大市场竞争压力。
- **人力成本上升。**虽然万马股份主业所需的铜、铝价格跟踪期内呈下行态势, 但目前较高的人力成本对电缆业务经营形成了一定压力。
- **经营环节资金占用量大。**万马股份销售环节资金匹配情况不佳, 应收账款规模较大且回收期较长, 对营运资金形成一定占用。
- **新业务整合风险。**万马股份近年来在充电桩、光伏式电站业务上有所布局, 新业务发展前景尚存在一定不确定性。

➤ **未来展望**

通过对万马股份及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期短券还本付息安全性高，并维持本期短券 A-1 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对浙江万马股份有限公司 2015 年度第一期短期融资券的跟踪评级作如下声明:

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外, 本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估人员履行了评级调查和诚信义务, 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本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断, 未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料, 评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级有效期至浙江万马股份有限公司 2015 年度第一期短期融资券本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性, 本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内, 评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料, 本评级机构将按照相关评级业务规范, 进行后续跟踪评级, 并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料, 其版权归本评级机构所有, 未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

浙江万马股份有限公司

2015 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照浙江万马股份有限公司（简称“万马股份”、“该公司”或“公司”）2015 年度第一期短期融资券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据万马股份提供的经审计的 2015 年财务报表、未经审计的 2016 年第一季度财务报表及相关经营数据，对万马股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积

极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第一季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改

革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

三、公司所处行业及区域经济环境

1. 电力电缆行业

大规模电网建设投资带动了电力电缆行业的持续发展。但我国电力电缆行业仍然存在中低端产品产能过剩、行业集中度低等问题。跟踪期内铜、铝等主要原材料价格下行降低了企业的成本，但人工成本增长较快，目前环境下电力电缆行业经营压力有所加大。

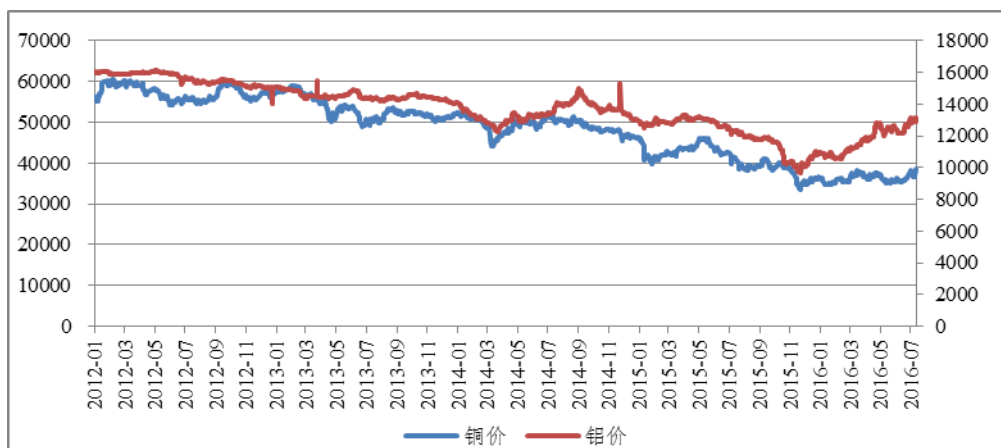
电力电缆行业为电线电缆行业的子行业，是我国经济建设重要的配套产业，受国家电网投资规模影响较大。2015年，国家电网完成电网投资额为4,521亿元，同比增长17.1%。2016年，国家能源局启动实施了新增农村电网改造升级项目，涉及25个省区市及新疆生产建设兵团，共计2,139个项目，投资约926.2亿元。国家电网在此基础上将新增农网改造升级工程投资673.8亿元，2016年全国农网改造升级投资将达到近1,600亿元，投资规模创历史新高。未来的5年将是我国智能电网建设的主要时期，智能电网总投资规模预计接近4万亿元，年均投资规模在3,000亿元左右。预计2020年中国将建成以华北、华东、华中特高压同步电网为中心，东北特高压电网、西北750千伏电网为送电端，联结各大煤电基地、大水电基地、大核电基地、大可再生能源基地，各级电网协调发展的坚强智能电网。智能电网、核电、风电、铁路等建设将对特种电缆的需求提供一定支撑。

但是我国电力电缆行业目前存在集中程度较低、产品结构性失衡等问题。远东控股集团有限公司、江苏上上电缆集团有限公司、江苏宝胜科技创新股份有限公司、无锡江南电缆有限公司以及该公司等厂商在行业内具有一定的知名度，竞争能力较强。其他多数电力电缆企业规模较小，产品集中在低端领域，价格竞争激烈，而高端产品仍需进口。总体上的产能过剩限制了导线及电缆制造企业竞争力的增强，行业缺乏必要

的成本转移能力。因此导线及电缆行业未来能否健康发展仍在很大程度上取决于行业的结构调整和整合。

导线及电缆的主要原材料为铜、铝和电缆料等，2015 年以来铜、铝价格均有一定程度的降低，可在一定程度上降低电力电缆企业的成本。但铜、铝等金属价格仍存在明显的振荡波动，增加了成本控制的难度。2016 年随着我国对金属制品产能的限制，以及低效率产能的关停，公司原材料价格有所反弹，未来走势存在着较大的不确定性，或对公司未来成本控制能力提出一定的考验。

图表 1. 近年来铜价（左轴）、铝价（右轴）走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯；根据上海物贸日平均价绘制。

另一方面，低压电器行业属于劳动力密集型行业，在长三角、珠三角地区，劳动力紧缺状况逐步凸显，劳动力价格不断攀升。劳动力成本的增长亦会对加大低压电器制造企业的成本压力。

2. 通信电缆行业

三网融合背景下，一方面全国广播电视骨干网逐步推进为同轴电缆提供了一定市场空间，但另一方面光进铜退的趋势日益明显。

通信电缆是指用于近距音频通信和远距的高频载波和数字通信及信号传输的电缆，根据用途和使用范围的不同，可进一步细分为市内通信电缆、同轴电缆¹及铁路信号电缆等。该公司通信电缆产品主要为同轴电缆，下游客户主要为国内外有线电视运营商和卫星电视运营商。

伴随着国内外广播电视事业的发展，目前我国已成为全球同轴电缆

¹ 同轴电缆从用途上分可分为基带同轴电缆和宽带同轴电缆。

的生产和出口大国。为实现网络资源最大程度的共享，近几年国家积极推进电信网、广播电视网和互联网的三网融合，因此未来我国有线电视网络基础设施的更新改造任务以及广电自身市场化改革任务仍较为艰巨。2013年8月，国务院发布《国务院关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》，正式将“宽带中国”上升为国家战略，并对我国宽带建设的目标及相应的时间制定了详细的计划，提出了到2020年宽带网络全面覆盖城乡的发展目标。2015年10月，国务院常务会议决定完善农村及偏远地区宽带电信普遍服务补偿机制，部署加快发展农村电商，通过壮大新业态促消费惠民生。“宽带中国”的提出对通信电缆行业带来了一定的发展机遇。由于同轴电缆主要原料铜是贵金属，成本高于光纤的原料硅，且铜的信号衰减和干扰较大，三网融合和“宽带中国”推进的背景下，光进铜退的趋势日益明显。但是由于主导光进铜退的电信运营商面临着光纤入户的部署施工难题和较大的成本压力，目前建设进展缓慢，工程造价较高。为降低运营门槛，合理利用原有铜线资源仍是一种现实需求，因此光进铜退或将会渐进且漫长。

3. 高分子材料业

我国电缆料生产企业众多，且低端产品竞争较为激烈，但预计未来环保型电力电缆、特种线缆材料市场前景较好，弹性体材料等新材料也具有较大的市场空间。

电缆料市场需求受电线电缆行业的发展情况影响较大。我国电缆料产品品种繁多，目前聚氯乙烯和聚乙烯为生产电缆绝缘材料的主要原料，预计未来无卤低烟阻燃聚烯烃线缆材料、交联聚乙烯线缆材料等环保型电力电缆材料的市场份额将持续提升。此外，新能源行业以及铁路领域对于电缆料的需求也有较大的增长空间。2015年全球核电市场持续复苏，风电新增设备容量为2,960.86万千瓦，同比上升40.96%，累计装机容量超过50GW门槛。《2015年政府工作报告》要求当年铁路投资要保持在8,000亿元以上，新投产里程8,000公里以上，应用于风电、轨道领域的特种电缆市场或将迎来高速发展，将带动对特种线缆材料的大量需求。

4. 其他行业

我国经济结构调整要求进一步推动能源生产和消费方式变革，鼓励相关新能源产业发展，充电设施及分布式光伏建设面临良好的发展

机遇。

近年来新能源汽车产业发展迅速，据中国汽车工业协会数据显示，截至 2015 年末我国新能源汽车累计销售 8.41 万辆，同比增长 10.76%，未来市场空间较大。

总的来说目前新能源汽车政策力度的不断加大推动了相关产品的销量增长，但充电桩仍然为新能源汽车发展的短板。2015 年 11 月国家发改委等四部委发布的《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020 年)》提出到 2020 年，新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个，要基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系，满足超过 500 万辆电动汽车的充电需求。但现阶段充电基础设施建设整体要慢于预期，是当前国内电动汽车市场规模快速增长的主要瓶颈。

为促进充电桩建设，2015 年以来国家鼓励政策加强了扶持力度。2015 年 10 月，国务院办公厅发布《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》，针对电动汽车充电基础设施的发展问题提出了多项扶持政策，提及中央基建投资基金支持、通过政府和社会资本合作(PPP)模式引入社会资本等措施，新建住宅配建停车位应 100%建设充电设施或预留建设安装条件。加大财税、金融、用地、价格等政策扶持，通过企业债券、专项基金等方式支持充电设施和停车场建设；完善相关标准规范，支持移动充电、智能停车等推广应用，通过“互联网+”盘活资源加强。此外，2015 年 9 月新能源汽车购置税减免政策正式实施，预计可能存在一定的需求释放。

在分布式光伏行业方面，根据国家能源局近日下发的《2015 年光伏发电建设实施方案》，2015 年新开工的集中式光伏电站和分布式光伏电站项目的总规模目标为 17.8GW，较 2014 年完成规模增长额达 78%。其中，分布式光伏发电项目（包括屋顶分布式光伏发电及全部自发自用地面分布式光伏发电项目）享受“不限制建设规模”的特惠待遇。可见，分布式光伏仍为国家光伏产业发展工作的重点。

四、公司自身素质

（一）公司产权状况、法人治理结构与管理水平

跟踪期内，该公司在股权结构及组织管理方面未发生明显变化。

跟踪期内，该公司控股股东仍为浙江万马电气电缆集团有限公司（简称“电气电缆集团”），公司实际控制人仍为自然人张德生。公司产权状况详见附录二。2015年5月和2016年5月，公司因股权激励对象离职而回购注销，已获授但尚未解锁的限制性股票分别为31万股和4万股。2016年3月8日，电气电缆集团减持公司股份1,800万股。截至2016年3月末，电气电缆集团持有公司39.83%的股权，全部为无限售流通股，但存在股权质押情况²。截至2016年3月末，公司总股本为9.39亿元。

跟踪期内，为理清母公司与子公司职责，该公司逐步将母公司本体经营的电缆业务逐步剥离至子公司浙江万马电缆有限公司（简称“万马电缆”），以突出母公司在战略投资、资本运作、子公司监管等方面的职能，提升决策效率。鉴于此，2015年12月公司以自有资金2.70亿元对万马电缆进行增资，增资后万马电缆注册资本变更为3.00亿元，公司仍持有其100%股权（截至目前，资金暂未到位）。目前公司在部门设置及组织管理方面未发生明显变化。公司组织架构如附录三所示。

此外，根据该公司2016年3月17日公告的《2016年非公开发行股票预案（修订版）》³，公司拟对不超过十名的特定对象非公开发行股票，募集资金金额不超过12.58亿元，用于（1）I-ChargeNet智能充电网络建设项目（一期）（9.60亿元）；（2）年产56,000吨新型环保高分子材料（0.98亿元）；（3）补充流动资金（2.00亿元）。2016年7月12日，公司已对证监会关于本次非公开发行股票的反馈意见进行了回复，但本次非公开发行股票事项尚须获得中国证监会的核准，尚存在不确定性。

截至2015年末，该公司纳入合并报表范围的全资及控股二级子公司共有10家。2015年公司新设成立万马联合新能源投资有限公司（简称“万马新能源投资”），其初始注册资本为1.00亿元，主要负责建设辐射全国的充电设备基础设施。2015年12月，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）对万马新能源投资增资1.00亿元，用于浙江省智能充电网络项目资本金，国开基金本次投资的期限为10年，投资期限

² 截至2016年3月末，电气电缆集团所持该公司股份中处于质押状态的股份累计为1,000万股（均为无限售流通股），占其所持有公司股份的2.67%。

³ 2016年3月16日，该公司召开第三届董事会第四十一次会议审议通过2016年非公开发行股票事项，审议通过撤回2015年非公开发行股票事项，确定定价基准日为本次发行的发行期首日，发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%。目前公司尚无确定发行对象，发行对象将在本次非公开发行获得中国证监会核准批文后，按照《上市公司非公开发行股票实施细则》的规定以及发行对象申购报价情况，遵照价格优先原则确定。

到期后，国开基金有权按照合同约定行使投资回收选择权⁴；同时公司也对其增资 1.05 亿元。增资完成后，万马新能源投资的注册资本变更为 3.05 亿元，其中公司的持股比例为 67.21%。

（二）经营状况

跟踪期内，该公司业务结构未发生重大变化，电力产品仍为公司收入和利润的主要来源；主要受益于通信产品和贸易收入的增长，2015 年收入规模保持较快增长。2015 年以来公司积极布局新能源业务和分布式光伏电站业务，在培养新的盈利增长点的同时，也面临新业务投资和整合风险。

该公司产品线较丰富，主营业务仍包括电力产品、通信产品、高分子材料及贸易和其他等领域。跟踪期内公司收入规模保持增长，2015 年实现营业收入 68.47 亿元，较 2014 年增长 17.11%，增长的主要驱动来自通信产品和贸易收入。从收入结构上看，2015 年电力产品收入为 35.17 亿元，同比增长 6.37%，占营业收入的比重为 51.37%，仍然为公司主要收入来源；高分子材料收入和通信产品收入分别为 14.42 亿元和 6.98 亿元，同比分别增长 11.89% 和 19.77%，其占营业收入的比重分别为 21.05% 和 10.19%；当年公司贸易及其他业务收入同比增长 77.91% 至 11.90 亿元，占比由 2014 年的 11.44% 增长至 2015 年的 17.39%，贸易收入成为公司收入来源的重要补充。

图表 2. 公司主营业务经营情况（单位：亿元，%）

项目	2013 年度		2014 年度		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
电力产品	32.26	66.44	33.07	56.56	35.17	51.37
高分子材料	9.76	20.10	12.88	22.04	14.42	21.05
通信产品	6.42	13.22	5.83	9.96	6.98	10.19
贸易及其他	0.12	0.24	6.69	11.44	11.90	17.39
合计	48.56	100.00	58.47	100.00	68.47	100.00

注：根据万马股份提供的资料整理、绘制

1. 电力产品

该公司电力电缆产品主要包括交联电缆、低压塑力电缆和架空线，销售的电力产品仍以交联电缆为主，2015 年电力产品实现收入

⁴ 回购计划为 2023 年 12 月 28 日和 2024 年 12 月 28 日分别回购 3,000 万元、2025 年 12 月 28 日回购 4,000 万元。

35.17 亿元，其中交联电缆产品收入 25.48 亿元，占电力产品销售收入比重为 72.44%；低压塑力电缆和架空线分别实现收入 0.74 亿元和 0.33 亿元。

产品生产方面，截至 2016 年 3 月末，该公司已投产的 35kV 及以下交联电缆生产线（中低压生产线）共 8 条，500kV 交联电缆立式生产线（超高压生产线）共 4 条。公司具有年产乙丙橡胶绝缘直流牵引电缆 200km、低烟无卤辐照交联绝缘机车车辆电缆 6,000km、27.5kV 电气化铁路专用电缆 230km 的生产能力。此外，为抓住用于清洁能源、轨道交通和智能电网等领域的特种电缆的发展机遇，拓宽收入来源并形成新的利润增长点，近年来公司积极向特种电缆领域发展，并扩大自身产能，拟建年产 56,000 吨环保型电缆绝缘材料车间、TPV 生产线等项目。随着公司产能的扩大和产品线的进一步丰富，预计公司电力产品销售收入将保持增长。

图表 3. 公司拟扩大产能情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	动工时间	预计投产时间	备注
环保型电缆绝缘材料车间建设	5,240.00	18.96	2015 年 2 月	2016 年 12 月	-
TPV 生产线	560.00	542.20	2015 年 5 月	2016 年 6 月	试生产阶段
低烟无卤 9 号生产线	90.00	89.70	2015 年 5 月	2016 年 6 月	试生产后，未达到预期产能，目前处于调试阶段
低烟无卤 10 号生产线	102.00	95.10	2015 年 6 月	2016 年 6 月	

资料来源：万马股份（截至 2016 年 3 月末）

原料采购方面，该公司电力电缆的主要原材料为铜及交联绝缘料，其中铜材成本占产品成本的 70% 以上。此外，公司还采购少量铝用于生产铝芯电缆。公司根据订单情况及生产进度安排原材料采购。公司目前现货采购量约占总采购量的 60%，对于远期订单，公司仍采取“锁铜”策略（即以与订单期限相匹配的期铜价格加上合理毛利率向客户报价，同时订立远期采购合约）。同时，为有效降低原材料价格，公司新引进了部分国内外供应商，修订了采购规范，进一步降低原料采购成本。

产品销售方面，该公司产品销售仍以直销为主，主要通过招投标方式和客户签订销售合同。公司主要客户包括各地电力公司、重点行业客户以及其他工程用户。公司已在全国主要省、自治区和重点城市设立了销售办事处或派遣了销售代表，产品销售区域分布较广。在产品定价方面，公司产品销价由本部相关部门根据成本加成一定毛利确定。公司产

品销售成本主要受铜价及实物发出量⁵影响，2015 年公司交流电缆和低压塑力电缆产品销量分别为 17,578.41 公里和 921.40 公里，均保持增长；而架空线销量同比减少 15.71%，为 5,692.00 公里。

图表 4. 近年来公司主要产品产销情况

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
交联电缆	产量（公里）	16,185.20	17,592.00	3,477.00
	销量（公里）	15,334.65	17,578.41	3,535.36
	销售收入（亿元）	25.28	25.48	5.34
低压塑力电缆	产量（公里）	822.02	947.00	202.00
	销量（公里）	793.48	921.40	227.20
	销售收入（亿元）	0.85	0.74	0.13
架空线	产量（公里）	6,735.55	5,661.00	1,384.00
	销量（公里）	6,752.77	5,692.00	1,368.00
	销售收入（亿元）	0.53	0.33	0.09

资料来源：万马股份

2. 通信产品

该公司通信产品的经营实体仍主要为浙江万马天屹通信线缆有限公司（简称“天屹通信”）和浙江万马集团特种电子电缆有限公司（简称“万马特缆”）。其中天屹通信的主要产品为 CATV 同轴电缆和光纤电缆；万马特缆的主要产品为卫星电视同轴电缆和用户线。

随着“宽带中国”战略的加速推进，通信行业迎来了一定的发展机遇。为提升天屹通信的整体经营实力，2016 年 1 月，该公司对天屹通信增资 1.30 亿元，其中首期以天屹通信未分配利润转增资本 0.80 亿元，后续公司将根据天屹通信实际业务拓展需要逐步出资到位。此次增资完成后，天屹通信的注册资本由 0.80 亿元变更为 2.10 亿元。公司仍持有其 100% 股权不变。

截至 2015 年末，该公司 CATV 同轴电缆和光纤电缆的年产能分别为 21.60 万千米和 126.00 万芯公里。2015 年公司 CATV 同轴电缆和光纤电缆的销售收入分别为 1.94 亿元和 2.17 亿元；同期，CATV 同轴电缆和光缆的销量为 14.63 万千米和 179.31 万芯公里（其中 52.51 万芯公里是外加工）。公司 CATV 同轴电缆和光缆主要面向国内广电市场。目前，在全国广电系统中，公司已成为包括北京歌华、上海东方、天津广电以及重庆广电等在内的 27 个省级网络公司的入围供应商。同时，公司相关产品还出口至美国、南美、欧洲、日本以及东南亚等国家或地区。

⁵ 实物发出量为销售产品中含铜重量。

截至 2015 年末，该公司卫星电视同轴电缆和用户线年产能分别为 65 万千米和 12 万千米。2015 年卫星电视同轴电缆和用户线销售收入分别为 2.01 亿元和 0.49 亿元。公司卫星电视同轴电缆和用户线的主要原材料主要包括铜丝、聚乙烯、合金丝、护套料、铜包钢以及自粘铝箔等，其中，PVC 护套料和自粘铝箔可以自产，铜丝为外购铜杆再自行拉丝。目前铜材成本约占公司相关产品生产成本的 20.46%。

3. 高分子材料

该公司高分子材料业务的经营实体为浙江万马高分子材料有限公司（简称“万马高分子”），公司生产的高分子材料主要包括电缆料、弹性体和改性塑料等。在电缆料方面，公司主要生产化学交联聚乙烯电缆绝缘料、硅烷交联聚乙烯电缆绝缘料、低烟无卤电缆绝缘料、屏蔽料以及特种 PVC 绝缘料等。

该公司电缆料产品以 35kV 及以下的中低压电缆绝缘料为主，市场竞争较为激烈，但 2014 年以来万马高分子成功开发 110KV 高压电缆绝缘料和 150KV 高压直流电缆料等产品，高分子材料产品线进一步丰富；公司特种 PVC 电缆料通过 UL16949 认证，成功进入汽车线行业。新产品的成功开发使公司交联聚乙烯电缆绝缘料、PVC 电缆料和低烟无卤电缆绝缘料销量明显上升，销售收入亦随之增加。公司目前正研究开发超光滑屏蔽料、无卤阻燃聚氨酯数据线料等新产品，预计随着产品线的丰富，公司高分子材料实现的收入将保持增长。

图表 5. 近年来公司高分子材料产品销售情况

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
交联聚乙烯电缆绝缘料	销量（吨）	37,856.73	46,547.70	9,795.23
	销售收入（万元）	47,985.73	50,211.61	9,947.48
硅烷交联聚乙烯绝缘料	销量（吨）	51,431.58	57,444.83	14,241.24
	销售收入（万元）	63,818.24	61,183.25	14,135.89
PVC 电缆料	销量（吨）	3,788.94	14,699.54	5,192.37
	销售收入（万元）	2,903.15	9,830.16	3,360.09
低烟无卤电缆绝缘料	销量（吨）	9,630.59	19,846.13	4,691.32
	销售收入（万元）	9,960.09	17,977.02	4,202.73

资料来源：万马股份

4. 其他业务

该公司近年来积极开拓新能源业务，新能源业务的主要开展主体为万马新能源投资。公司将“互联网+”的充电桩运营作为该业务未来的主要盈利点。受益于国家推行新能源汽车等政策，公司将于全国范围建设充电设备基础设施，在国内新能源推广城市、地区投资建设方

便快捷的充电桩，投资建成后桩体纳入子公司爱充网服务运营网络，进一步加快推进充电服务网络建设。

2014 年该公司进军分布式光伏电站及其运营管理等领域，截至 2016 年 3 月末，公司获得分布式光伏发电项目的 EPC 和光伏电站总包项目 3 个，与 5 个电站投资商签订了 14 个运维合同。公司与国家电网公司开展了分布式光伏一体化运营平台的研发和实施工作，平台已开发完成并接入数据中心。公司与北京国电通网络技术有限公司签署《关于云光伏产业之战略合作框架协议》，就投资设立云光伏运营服务公司、云光伏产业公司和投资建设嘉兴 10MWP 云光伏项目等事宜达成战略合作意向。公司还自主研发光伏监控子系统，已经接入了 16 个分布式光伏电站，支持本地、远程和手机 App 等方式查询。公司未来会直接参与电站的投资，介时资金压力与投资风险均会增大。

总体而言，该公司新布局的充电桩及光伏业务均是培育新增长点的有益探索，仍处于起步阶段，存在一定的业务开拓风险、资源配置风险以及投资风险。

（三）财务质量

信永中和会计师事务所对该公司 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司继续执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 50.44 亿元，所有者权益为 30.67 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 29.45 亿元）；2015 年公司实现营业收入 68.47 亿元、净利润 2.76 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 2.72 亿元）；经营活动产生的现金流量净额为 2.68 亿元。

截至 2016 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 48.25 亿元，所有者权益为 31.93 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 29.73 亿元）；2016 年 1-3 月实现营业收入 11.80 亿元，净利润 0.26 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.27 亿元），经营活动产生的现金流量净额为-2.26 亿元。

该公司主业经营情况较好，但受所在行业集中度较低的影响，公司毛利率水平有限。公司负债经营程度较低，财务结构较稳健，2015 年主业现金回笼能力有所增强。公司资产流动性状况较好，存量货币资金

充裕，可为即期债务的偿付提供有效保障。

（四）公司抗风险能力

（1）产业链优势

该公司产品线较为丰富，主要产品包括电力电缆、通信电缆、电缆行业上游高分子材料产品等，公司还于 2014 年起积极进入充电桩、分布式光伏电站行业。其中，在电力电缆领域，公司产品种类较齐全，除中低压交联电缆外，公司生产的 110kV 和 220kV 交联电缆已投放市场，并已具备 500kV 交联电缆的生产能力。在通信电缆领域，目前公司产品可涵盖我国广电网络传输所需的全部线缆。此外，公司通过购买万马高分子 100% 股权而将产业链延伸至上游领域，中低压交联绝缘料已基本自产。

（2）细分市场竞争优势

经过多年持续发展，该公司已成为主要电力电缆生产企业之一，占据国内 35kV 及以下中低压电缆绝缘料行业龙头地位，同时公司成功开发 110kV 高压电缆绝缘料和 150kV 高压直流电缆料等产品，填补了国内空白，获得发明专利。“高压电缆(110kV)超净 XLPE 绝缘料”被列入科技部“2014 年度国家重点新产品计划立项项目。特种 PVC 电缆料通过 UL16949 认证，成功进入汽车线行业。公司在同轴电缆行业拥有多年积累的销售渠道和良好的客户关系，在欧美等高端市场和国内外中高端同轴电缆行业享有声誉，是美国 DTV 公司在中国唯一的 RG6 系列同轴电缆的供应商。

（3）负债经营程度合理，流动性状况较好

该公司经营积累情况较好，权益资本实力逐步增强。2015 年末公司所有者权益合计为 30.67 亿元。公司保持了较低的财务杠杆水平。2015 年末公司负债总额为 19.77 亿元，较上年末增长 1.39%；资产负债率为 39.19%，较 2014 年末减少 2.49 个百分点。公司资产以流动资产为主，流动性状况较好，2015 年末流动比率、速动比率和现金比率分别为 260.01%、223.20% 和 64.13%。

五、公司盈利能力与偿债能力

跟踪期内，该公司主业经营情况较好，主要产品的毛利率均有所提

升。加上良好的期间费用控制，公司整体资产获利能力尚可。

该公司主业突出，且通过内生式增长和外延式并购，主业保持了较快的增长率。2015 年公司实现营业收入 68.47 亿元，较 2014 年增长 17.11%。受益于电网建设和轨道交通需求的上升以及原材料价格的下降，2015 年公司主要产品的毛利率均有所提升，综合毛利率为 14.86%，较 2014 年增加 0.18 个百分点。从毛利构成上来看，电力产品是公司的主要盈利来源，2015 年毛利率为 16.06%，同比增加 0.61 个百分点；由于近年来公司加快发展高分子材料及通信产品业务，电力产品的毛利贡献率较 2014 年进一步下降 4.03 个百分点、为 55.53%。高分子材料业务也是公司重要的盈利来源，受产品竞争力提升的影响，2015 年公司高分子材料业务毛利率增加 1.92 个百分点、为 17.54%，毛利贡献率达 24.85%。公司通信产品毛利率较高，2015 年为 24.78%，毛利贡献率为 16.99%。此外，贸易及其他产品毛利率较低，2015 年为 2.25%。

图表 6. 公司主营业务毛利结构（单位：亿元，%）

板块	2013年		2014年		2015年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
电力产品	4.60	14.25	5.11	15.46	5.65	16.06
高分子材料	1.36	13.97	2.01	15.62	2.53	17.54
通信产品	1.38	21.53	1.36	23.28	1.73	24.78
贸易及其他	0.03	-	0.10	1.53	0.27	2.25
合计	7.37	15.18	8.58	14.68	10.18	14.86

资料来源：万马股份

在期间费用方面，该公司期间费用以销售费用和管理费用为主。随着业务规模的扩大，2015 年期间费用率为 10.31%，较 2014 年小幅上涨。其中随着业务规模的扩大，公司运输费用及销售费用增加，导致销售费用同比增长 43.20% 至 3.37 亿元；管理费用同比增长 8.29%、为 3.30 亿元；而受益于利息支出和汇兑损失减少，公司财务费用同比减少 25.39%、为 0.38 亿元。整体来看，公司期间费用控制情况仍较好。

图表 7. 公司盈利贡献构成情况（单位：亿元）

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年第一季度
营业毛利	7.37	8.58	10.18	2.23
投资净收益	0.02	0.01	0.03	0.00
营业外净收入	0.37	0.38	0.40	0.08
合计	7.75	8.97	10.61	2.31

资料来源：万马股份

该公司利润总额增长主要来自主业驱动，非经常性损益规模较

小，对公司经营业绩影响有限。2015 年公司投资收益和营业外净收入分别为 0.03 亿元和 0.40 亿元，当年利润总额和净利润分别为 3.15 亿元和 2.76 亿元。2015 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.46% 和 9.53%，整体资产获利能力尚可。

2016 年 1-3 月，该公司实现营业收入 11.80 亿元，较上年同期增长 19.99%。当期公司实现利润总额 0.31 亿元，实现净利润 0.26 亿元。

跟踪期内，该公司整体负债经营程度进一步降低，财务结构稳健。

得益于良好的经营积累，该公司财务杠杆保持在较低的水平。2015 年末公司负债总额为 19.77 亿元，较上年末增长 1.39%；年末资产负债率为 39.19%，较 2014 年末下降 2.49 个百分点。

图表 8. 公司资金来源结构及资产负债率变化情况（单位：亿元，%）

资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 3 月末
流动负债	14.70	16.38	15.07	11.63
非流动负债	0.33	3.12	4.70	4.70
所有者权益	25.22	27.28	30.67	31.93
资产负债率	37.34	41.68	39.19	33.82

注：根据万马股份提供的数据绘制

该公司负债以流动负债为主，2015 年末流动负债占负债总额的 76.22%。从负债构成上看，公司负债以刚性债务、应付账款和预收款项为主，2015 年末余额分别为 12.00 亿元、3.85 亿元和 1.53 亿元，分别占负债总额的 60.73%、19.46% 和 7.72%。其中短期刚性债务合计为 7.42 亿元，具体包括 2.19 亿元短期借款、2.70 亿元应付票据和 2.53 亿元应付短期融资券（计入其他流动负债）。随着债务结构的调整，公司当年归还部分短期借款，年末短期借款较年初减少 65.83%，借款方式均为保证或抵押；由于票据支付材料款减少，期末应付票据相应减少 47.74%；此外，公司于 2015 年 9 月发行了金额为 2.50 亿元的短期融资券，将于 2016 年 9 月到期，整体来看公司即期债务偿付压力可控。公司 2015 年末中长期刚性债务合计为 4.59 亿元，包括新增的 1.60 亿元长期借款（具体为向进出口银行浙江省分行的低息借款，将于 2017 年 11 月到期）以及 2.99 亿元应付债券（于 2014 年 7 月发行，将于 2019 年 7 月到期）。除刚性债务外，公司应付账款主要为应付材料采购款，期末为 3.85 亿元，较年初增长 44.59%；预收款项主要为预收货款和预收工程款，随着工程类项目客户增加，期末余额增加 218.20%、为 1.53 亿元。

图表 9. 公司近年来刚性债务构成情况 (单位: 亿元)

资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 3 月末
短期借款	8.39	6.41	2.19	0.81
应付票据	1.20	5.16	2.70	1.76
应付短期融资券	-	-	2.53	2.55
应付债券	-	2.99	2.99	2.99
长期借款	0.18	-	1.60	1.60
合计	9.77	14.56	12.00	9.71

注: 根据万马股份提供的数据绘制, 明细数据加总与合计数小数差异系四舍五入导致

截至 2016 年 3 月末, 该公司负债总额较年初下降 17.44% 至 16.32 亿元, 其中刚性债务下降至 9.71 亿元, 主要系归还短期借款和减少票据支付方式所致。公司资产负债率也随之进一步下降至 33.82%, 整体来看公司偿债压力较小, 财务弹性较强。

2015 年该公司加大应收账款回款力度, 主业现金回笼能力有所增强。

受行业影响, 该公司所在行业主要下游客户议价能力强, 销售回款时间长, 而上游原材料账期短, 采购与销售环节资金匹配情况不佳。2015 年公司经营性现金流净额为 2.68 亿元, 同比增长 8.28%; 随着公司加大应收账款回款力度, 当年营业收入现金率较 2014 年提升 3.67 个百分点、为 89.31%, 主业现金回笼能力有所加强。2015 年公司投资性现金流净额为 -3.28 亿元, 净流出金额较 2014 年增加 2.08 亿元, 主要系当年申购银行理财产品所致。当年公司筹资性现金净额为 0.42 亿元, 其中保持净流入主要系下属子公司万马新能源投资获得国开基金 1.00 亿元增资款以及收到的三个月以上到期的银行保证金增加所致。

图表 10. 近年来年公司现金流情况 (单位: 亿元, %)

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年第一 季度
营业收入现金率	87.08	85.64	89.31	74.68
经营活动产生的现金流量净额	1.51	2.48	2.68	-2.26
投资活动产生的现金流量净额	-0.48	-1.20	-3.28	0.94
筹资活动产生的现金流量净额	-0.91	-0.64	0.42	-0.23

注: 根据万马股份提供的数据绘制

该公司应收账款规模较大且回收期较长, 对营运资金形成一定的占用。但公司整体资产流动性状况较好, 存量货币资金充裕, 可为即期债务的偿付提供有效保障。

2015 年末, 该公司资产总额为 50.44 亿元, 较上年末增长 7.82%;

其中流动资产和非流动资产分别为 39.18 亿元和 11.26 亿元，分别较上年末增长 10.13% 和 0.50%。公司资产以流动资产为主，流动资产的主要构成为货币资金、应收票据、应收账款和存货，占当年末资产总额的比重分别为 14.63%、4.56%、40.40% 和 9.74%。公司应收账款为应收货款，当期末余额为 20.38 亿元，同比增长 4.05%。公司下游客户为国家电网、南方电网以及重大项目类、工程类客户，应收账款金额较大且回收期长，其中约 85% 账龄在一年以内，公司对一年内账款按 1% 计提坏账准备；约 11% 账龄在 1-2 年内，公司对其按 10% 计提坏账准备。尽管公司客户信用资质总体较好，但是较大规模的应收账款仍然存在一定回收风险，同时对公司的资金效率也有所影响。公司存货主要包括库存商品、在产品 and 原材料，当期末余额为 4.91 亿元，同比增长 21.37%。公司资产流动性状况较好，2015 年末流动比率、速动比率分别为 260.01% 和 223.20%。2015 年末公司货币资金较 2014 年末减少了 6.66% 至 7.38 亿元，其中 1.08 亿元受到限制，年末公司现金比率为 64.13%，其对即期债务到期偿付的保障能力较强。2015 年末公司非流动资产余额主要构成仍为固定资产、商誉和无形资产，资产结构较上年末无重大变化。

截至 2016 年 3 月末，该公司资产总额为 48.25 亿元，较 2016 年初减少 4.33%，资产构成上较年初变化不大。期末公司货币资金较 2016 年初减少 23.49% 至 5.64 亿元，现金比率为 63.98%，虽然较年初有所下降，但其对即期债务的偿付能力仍较好。

图表 11. 公司近年末资产构成情况分析 (单位: 亿元, %)

项目	2013 年末		2014 年末		2015 年末		2016 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应收账款及应收票据	18.54	46.07	21.99	47.00	22.68	44.96	23.43	48.55
货币资金	6.69	16.61	7.90	16.90	7.38	14.63	5.64	11.70
存货	3.56	8.85	4.05	8.65	4.91	9.74	4.69	9.72
固定资产	6.23	15.47	6.66	14.23	6.40	12.69	6.29	13.03
无形资产	0.99	2.47	1.24	2.65	1.26	2.50	1.26	2.60
商誉	2.95	7.34	2.95	6.32	2.95	5.86	2.95	6.12

注：根据万马股份提供的数据绘制

六、公司过往债务履约情况

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2016 年 4 月 14 日，公

司无信贷违约记录。

截至 2016 年 6 月末，该公司待偿还债券包括 2014 年 7 月发行的 2014 年公司债券，募集资金 3 亿元，期限为 5 年，票面利率 7.20%；2015 年 9 月发行的 2015 年度第一期短期融资券，募集资金 2.5 亿元，票面利率为 4.00%，期限为 366 天。截至 2016 年 6 月末，公司对已发行债券能够按时付息，没有延迟支付本息情况。

图表 12. 截至 2016 年 6 月末公司已发行债券情况 (单位: 亿元)

项目	票面利率	起息日	期限	发行金额	待偿还余额
14 万马 01	7.20	2014.07.23	5 年	3.00	3.00
15 万马 CP001	4.00	2015.09.21	366 天	2.50	2.50
合计	—	—	—	5.50	5.50

资料来源：中国债券信息网

七、跟踪评级结论

跟踪期内，该公司主业发展态势良好，经营规模保持了一定的扩张态势，电力产品仍为公司收入和利润的主要来源，在细分市场具有一定竞争力。得益于跟踪期内原材料价格下跌，公司毛利率略有上升，同时期间费用控制较好，整体资产获利能力尚可。目前公司积极布局新能源业务和分布式光伏电站业务，在培养新的盈利增长点的同时，也引入了新业务投资和整合风险。

该公司负债经营程度较低，财务结构较稳健。受制于行业特点，公司销售环节资金回笼效率较低，应收账款规模较大，对资金形成一定占用。但公司资产流动性状况较好，存量货币资金充裕，可为即期债务的偿付提供有效保障。

同时我们仍将持续关注：（1）电力电缆市场供需情况及政策环境变化；（2）铜材价格变化对公司经营及财务情况的影响；（3）公司特种电缆、超高压电缆等高技术附加值产品的研发、投产以及市场竞争情况；（4）公司销售回款情况；（5）公司非公开发行股票进展情况。

附录一：

信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义	
投 资 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
投 机 级	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

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

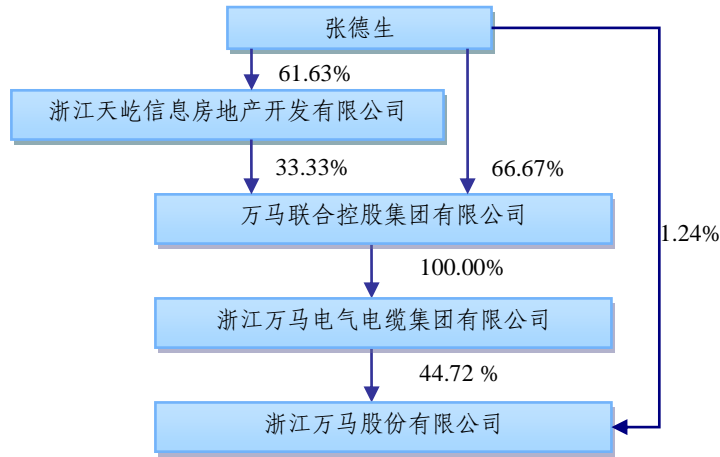
本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级	含 义	
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录二：

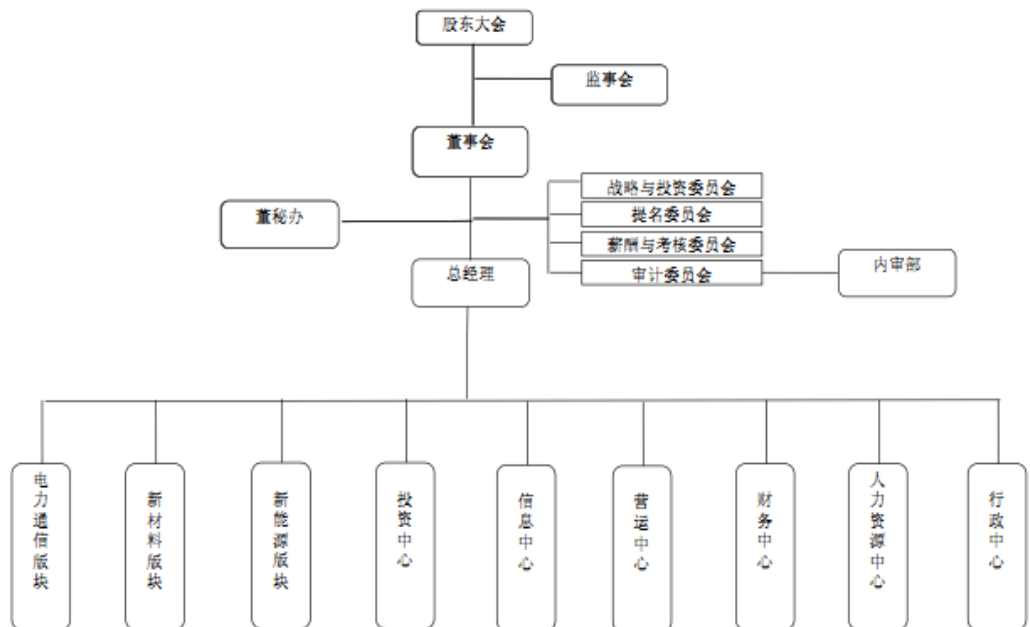
公司股权结构图



注：根据万马股份提供的资料绘制（截至 2015 年末）

附录三：

组织架构图



注：根据万马股份提供的资料绘制（截至 2015 年末）

附录四：

公司主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
流动资产合计	29.57	35.58	39.18	36.88
货币资金	6.69	7.90	7.38	5.64
流动负债合计	14.70	16.38	15.07	11.63
短期刚性债务	9.59	11.57	7.42	5.12
所有者权益合计	25.22	27.28	30.67	31.93
营业收入	48.56	58.47	68.47	11.80
净利润	2.19	2.37	2.76	0.26
EBITDA	3.64	3.96	4.49	—
经营性现金净流入量	1.51	2.48	2.68	-2.26
投资性现金净流入量	-0.48	-1.20	-3.28	0.94
资产负债率[%]	37.34	41.68	39.19	33.82
权益资本与刚性债务比率[%]	258.22	187.42	255.50	328.96
长期资本固定化比率[%]	41.80	36.86	31.84	31.05
流动比率[%]	201.10	217.19	260.01	317.26
速动比率[%]	175.07	187.75	223.20	270.97
现金比率[%]	59.55	62.85	64.13	63.98
应收账款周转速度[次]	3.16	3.25	3.43	—
存货周转速度[次]	10.96	13.12	13.02	—
固定资产周转速度[次]	7.99	9.08	10.49	—
总资产周转速度[次]	1.22	1.34	1.41	—
毛利率[%]	15.18	14.68	14.86	18.91
营业利润率[%]	4.25	3.82	4.01	1.90
利息保障倍数[倍]	5.65	5.68	7.61	—
总资产报酬率[%]	7.44	7.31	7.46	—
净资产收益率[%]	9.03	9.02	9.53	—
营业收入现金率[%]	87.08	85.64	89.31	74.68
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	10.09	15.95	17.07	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	6.89	8.25	-3.79	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.96	7.07	9.42	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.36	0.37	0.47	—

注：表中数据依据万马股份经审计的 2013-2015 及未经审计的 2016 年第一季度财务报表整理、计算。

附录五:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	= EBITDA/[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额