

跟踪评级公告

联合〔2019〕1507号

浙江万马股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

浙江万马股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

浙江万马股份有限公司公开发行的“14 万马 01”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六 月 二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

浙江万马股份有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 万马 01	3 亿元	5 年 (3+2)	AA	AA	2018 年 6 月 14 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	50.32	70.43	73.44	74.29
所有者权益 (亿元)	30.84	39.87	40.33	40.47
长期债务 (亿元)	6.59	5.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	11.71	20.35	21.83	22.37
营业收入 (亿元)	63.80	74.09	87.40	20.64
净利润 (亿元)	2.09	1.09	1.15	-0.15
EBITDA (亿元)	3.56	2.73	3.28	--
经营性净现金流 (亿元)	2.80	-9.40	6.39	-1.95
营业利润率 (%)	15.26	13.37	14.49	14.32
净资产收益率 (%)	6.79	3.09	2.87	-0.36
资产负债率 (%)	38.71	43.40	45.08	45.52
全部债务资本化比率 (%)	27.51	33.80	35.11	35.60
流动比率 (倍)	2.97	2.20	1.73	1.70
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.30	0.13	0.15	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.50	3.94	3.30	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.19	0.91	1.09	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 本报告已将长期应付款调整至长期债务并据此核算相关指标；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，受益于电力产品和新材料板块产品销量增长，浙江万马股份有限公司（以下简称“公司”或“万马股份”）的营业收入和净利润均有所增长，经营性净现金流由负转正，整体经营情况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到电力电缆行业竞争激烈、上游原材料价格波动较大、期间费用对利润侵蚀严重以及债务结构不合理等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在新材料和新能源两大领域的拓展，公司整体竞争力有望进一步增强。

综上，联合评级维持万马股份的主体长期信用等级为AA，评级展望为“稳定”；同时维持“14万马01”债项的信用等级为AA。

优势

1. 跟踪期内，我国电网建设投资和轨道交通投资规模较大，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 跟踪期内，公司营业收入和净利润均有所增长，整体经营情况良好。

3. 跟踪期内，公司资产规模有所增长，经营性净现金流由负转正。

关注

1. 上游原材料的价格波动给公司成本控制带来压力。

2. 跟踪期内，公司应收账款规模较大，对资金形成占用；公司短期债务压力较大；公司期间费用对利润侵蚀严重。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级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。

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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（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，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



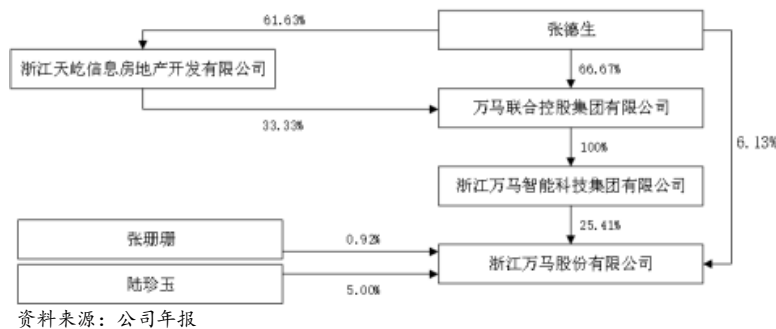
联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江万马股份有限公司（以下简称“公司”或“万马股份”）原名“浙江万马电缆股份有限公司”，是以浙江万马电气电缆集团有限公司和张珊珊等 15 位自然人为发起人，由浙江万马集团电缆有限公司于 2007 年 2 月整体变更设立的股份有限公司。2009 年 7 月，公司向社会公开发行人民币普通股 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”）。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”。经多次转股和非公开发行股票后，截至 2018 年底，公司总股本为 103,548.91 万股，浙江万马智能科技集团有限公司（曾用名“浙江万马投资集团有限公司”，以下简称“万马智能”）持有公司 25.41% 的股份，为公司控股股东。公司实际控制人为自然人张德生。

根据公司公告，截至 2018 年 12 月 12 日，公司控股股东万马智能所持公司股份累计质押 12,000 万股，占公司总股本的 11.59%，占其所持公司股份的 38.11%。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构情况



跟踪期内，公司经营范围及内部组织结构未发生变化。截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司共 35 家；公司拥有在职员工 4,943 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 73.44 亿元，负债合计 33.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.33 亿元，其中归属母公司的所有者权益 40.15 亿元。2018 年，公司实现营业收入 87.40 亿元，净利润（含少数股东损益）1.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.39 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.27 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 74.29 亿元，负债合计 33.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 40.28 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.64 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.16 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.95 亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.34 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：何若虚。

二、债券发行及募集资金使用情况

“浙江万马股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”（债券简称：“14 万马 01”，债券代码：112215.SZ）于 2014 年 7 月 25 日发行完毕，发行规模 3.00 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率和投资者回售选择权。截至 2018 年底，“14 万马 01”募集资金已经使用完毕。

2018 年 7 月 23 日，公司已支付“14 万马 01”第四年利息 2,160 万元。

三、行业分析

1. 电缆行业概况

电线电缆是输送电能、传递信息和制造各种电机、仪器、仪表，实现电磁能量转换所不可缺少的基础性器材。电线电缆行业属于配套行业，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。

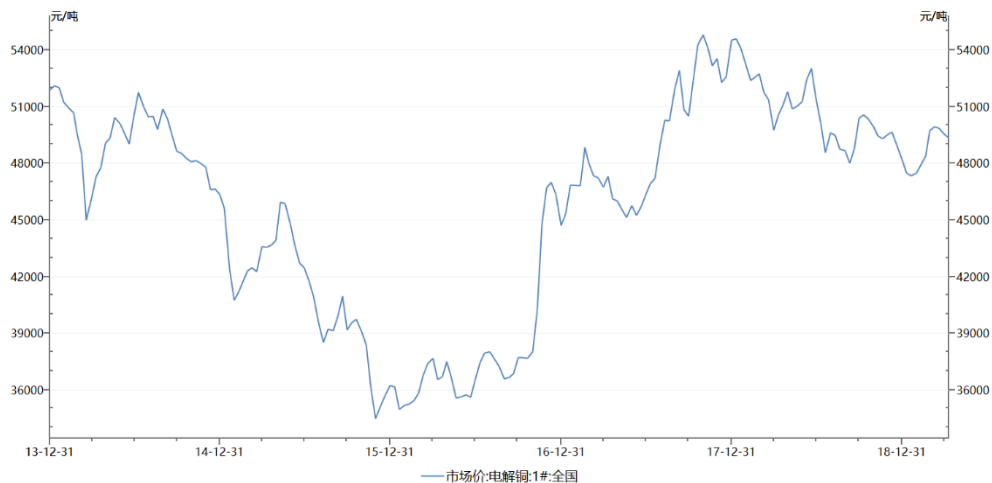
随着相关行业快速发展和规模的不断扩大，特别是电网改造加快、特高压工程相继投入建设，电线电缆行业规模增长迅速，行业总产值占 GDP 的比重逐年上升。中国电线电缆市场规模持续高速增长，行业总资产自 1999 年以来以年均 20% 的速度增长，行业处于高速发展阶段，但 2016 年以来电线电缆行业增速明显放缓，原材料价格的不断下降以及持续的需求疲弱对行业销售增长产生了不利影响。

2. 行业上下游情况

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，国际上该行业成本约 70% 取决于原材料，其中以铜为主，劳动力仅占电线电缆行业的全部成本的 10% 左右，电线电缆产品价格受铜的价格波动影响大。电缆行业的铜消耗巨大，数据显示，2018 年我国电线电缆用铜量约为铜材总供应量一半。

现阶段，大部分企业通过铜、铝的期货保值、签订远期合同等方式控制风险，一定程度上规避了价格波动的影响。

图 2 近年来电解铜价格走势（单位：元/吨）



从电解铜价格来看，2014 年初至 2015 年末电解铜价格一路波动下滑，截至 2015 年 12 月末下降至 3.60 万元/吨左右。2016 年，电解铜价格保持低位震荡，2016 年底有明显回升，2017 年电解铜价格呈明显上升趋势，全年上涨 19.64%。2018 年全年，电解铜价格保持高位震荡，至 2019 年 3 月末下降至 5.0 万元/吨左右。2018 年以来电解铜价格总体波动幅度下降，一定程度上减小电缆生产企业成本控制压力。

电线电缆行业的下游行业为电力、发电、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，2018 年全国电源基本建设投资完成额 2,721 亿元，同比下降 6.2%，其中水电 674

亿元、火电 777 亿元、核电 437 亿元；全国电网基本建设投资完成额 5,373 亿元，同比增长 0.6%；发电新增设备容量 12,439 万千瓦，同比下降 4.6%。“十三五”期间，国家将重点优化西部（西北+川渝藏）、东部（“三华”+东北三省+内蒙古）两个特高压同步电网，形成“五横五纵”29 条特高压线路的格局，国家电网跨区输电规模从目前的 1.1 亿千瓦提高到 3.7 亿千瓦，“十三五”期间将建成投产 19 条，开工 4 条。到 2020 年，总体形成送、受端结构清晰，交直流协调发展的骨干网架。2018 年 9 月，国家能源局规划新一轮“五直七交”十二条特高压线路建设，结合以往特高压线路建设（线路长度、输电容量），预计本轮特高压直接投资约 1800 亿-2000 亿元。

总体看，电线电缆行业重料轻工，企业生产经营受原材料影响较大，2016 年末铜价低位反弹，并在 2017 年持续增长，目前铜价仍处于较高水平。由于中国的铜资源较少，供给增长有限，传统电线电缆企业的成本控制压力较大。

3. 行业政策

国家发展改革委、国家能源局分别发布《关于加快配电网建设改造的指导意见》、《关于“十三五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》、《配电网建设改造行动计划（2015~2020 年）》。新一轮城网、农网改造升级围绕“结构合理、技术先进、安全可靠、智能高效”的要求，以适度超前建设、提高对未来负荷增长的适应能力、促进新型城镇化建设和城乡均等化发展为目标，分别对中心城市（区）提出高起点、高标准建设配电网，提高供电可靠性和智能化水平；到 2020 年，中心城市（区）核心区新建线路电缆化率达到 60%。提高城镇地区架空线路绝缘化率。根据《配电网建设改造行动计划（2015~2020 年）》，2015~2020 年间，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元；预计到 2020 年城乡供电可靠率、综合电压合格率、配电自动化覆盖率、配电通信网覆盖率等关键指标均有较大提升。

总体看，国家行业政策支持配电网及农村电网建设和改造将有效拉动智能电缆、智能设备市场需求的持续扩大。

4. 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“十三五”发展指导意见，我国“十三五”期间电力电缆继续保持稳定增长。

“十三五”期间，新兴行业的兴起将带动电线电缆行业的迅猛发展。风力发电会带动风电用电缆，光伏发电产生光伏用电缆，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，因此亟待电线电缆行业进行整合，提高行业集中度，规范行业竞争。

四、管理分析

2018 年，公司管理制度未发生重大变化。2018 年 6 月 28 日，公司原董事、总经理王震宇先生因个人原因辞职；公司聘任孙小红先生为公司总经理，后经股东大会选举成为董事。2019 年 4 月 1 日，公司原副总经理周炯先生因个人原因辞职。

公司董事兼总经理孙小红先生，1974年生，工商管理硕士。2001年以来先后担任欧普照明股份有限公司的分公司经理、大区营销总监、全国销售总监、销售发展总监、供应链总监、欧普集成家居有限公司总经理等职务；2018年7月起，担任公司董事兼总经理。

总体看，2018年，公司管理制度连续，经营战略未发生重大变动，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务涉及电线电缆、新材料、新能源三大行业。2018年，公司营业收入为87.40亿元，较上年增长17.97%，主要系电力产品和高分子材料板块销量增加所致；受益于此，公司实现营业利润1.18亿元，较上年增长24.72%；实现净利润1.15亿元，较上年增长5.47%。

从收入构成来看，2018年，电力产品收入52.43亿元，较上年增长23.86%，主要系线缆产品销量增长所致；占比由上年的57.14%上升至59.99%；高分子材料收入24.59亿元，较上年增长36.23%，主要系超高压、低烟无卤、特种PVC等产品的销量大幅增长所致；占比由上年的24.37%上升至28.13%。2018年，通信产品收入6.92亿元，较上年下降21.36%，主要系受“光进铜退”政策影响所致；占比由上年的11.87%下降至7.92%；贸易、服务及其他收入占比较小，对营收规模影响不大。

表1 2016~2018年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力产品	32.28	50.60	18.11	42.33	57.14	14.20	52.43	59.99	14.45
通信产品	8.58	13.44	21.61	8.80	11.87	18.59	6.92	7.92	20.67
高分子材料	14.48	22.70	14.63	18.05	24.37	12.93	24.59	28.13	14.39
贸易、服务及其他	8.46	13.26	2.77	4.91	6.62	4.15	3.46	3.96	11.60
合计	63.80	100.00	15.76	74.09	100.00	13.75	87.40	100.00	14.81

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2018年，得益于精细管理和降本增效，公司各业务板块毛利率均有不同程度的提升。2018年，电力产品毛利率为14.45%，较上年上升0.25个百分点；通信产品毛利率为20.67%，较上年上升2.08个百分点；高分子材料毛利率为14.39%，较上年上升1.46个百分点；贸易、服务及其他业务毛利率为11.60%，较上年上升7.45个百分点，主要系毛利较低的贸易业务规模缩减所致；受此影响，2018年，公司综合毛利率为14.81%，较上年上升1.06个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业收入20.64亿元，较上年同期上升18.91%，主要系分销模式带动主要产品销量增长所致；实现净利润-0.15亿元，较上年同期-0.29亿元变化不大。

总体看，2018年，在电力产品和高分子材料销量增长带动下，公司营业收入和净利润有所增长；各业务板块毛利率均有不同程度的提升。

2. 原材料采购

跟踪期内，公司原材料采购模式和采购结算方式无重大变化。

从采购量来看，2018年，采购额在2.00亿元以上的原材料主要为铜杆、铜丝、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯。2018年，受电力产品销量增长、低压民用电力产品占比增加影响，公司对铜杆的采购量较为稳定，对铜丝的采购量增长25.03%；受高分子材料销量增长影响，公司对低密度聚乙

烯和线性低密度聚乙烯的采购量有所增长，分别较上年增长 48.01%和 22.88%。

从采购价格来看，2018 年，除 220kV 及以下超级交联聚乙烯绝缘料和护套料的采购价格较上年分别上涨 9.20%和 6.17%外，其他原材料的采购均价都较为稳定。

表 2 2016~2018 年公司主要原材料采购情况表

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
铜杆	采购量（吨）	53,581.09	62,368.17	60,910.53
	含税均价（万元/吨）	3.87	4.98	5.14
220kV 及以下超级交联聚乙烯绝缘料	采购量（吨）	2,353.06	2,292.57	1,443.38
	含税均价（万元/吨）	1.44	1.74	1.90
铝杆	采购量（吨）	5,502.83	3,926.13	3,126.70
	含税均价（万元/吨）	1.49	1.54	1.52
铜丝	采购量（吨）	7,949.82	10,382.32	12,981.32
	含税均价（万元/吨）	3.98	5.12	4.99
铜包钢	采购量（吨）	2,283.27	1,347.13	1,537.39
	含税均价（万元/吨）	0.99	1.16	1.21
聚乙烯	采购量（吨）	14,431.72	8,411.41	11,495.69
	含税均价（万元/吨）	1.06	1.03	1.10
树脂	采购量（吨）	17,457.63	11,243.94	25,141.66
	含税均价（万元/吨）	0.64	0.68	0.72
光纤	采购量（KM）	2,013,927.20	2,118,680.23	1,591,021.55
	含税均价（万元/KM）	0.01	0.01	0.01
护套料	采购量（吨）	30,438.09	10,907.82	20,304.16
	含税均价（万元/吨）	0.78	0.81	0.86
低密度聚乙烯	采购量（吨）	48,288.19	42,693.46	63,190.70
	含税均价（万元/吨）	1.04	1.06	0.99
线性低密度聚乙烯	采购量（吨）	60,400.05	73,746.51	90,621.10
	含税均价（万元/吨）	0.93	0.96	0.98

资料来源：公司提供

从采购集中度情况看，2018 年公司向前五名供应商的采购金额合计 29.32 亿元，占年度采购总额比例由上年的 30.79%上升至 39.70%，采购集中度较高。

总体看，2018 年，公司对铜丝、低密度聚乙烯和线性低密度聚乙烯的采购量有所增长；金属类原材料采购价格稳定；公司采购集中度有所上升。

3. 生产经营

跟踪期内，公司生产模式无重大变化。

产能方面，2018 年，电力产品产能无变化；通信产品产能由上年的 112.94 万公里/年增长至 131.60 万公里/年；高分子材料产能由上年的 22.80 万吨/年增长至 32.37 万吨/年。

产量方面，2018 年，受以销定产和销量变动影响，电力产品产量为 8.00 万吨，较上年增长 2.04%；通信产品产量为 61.44 万公里，较上年下降 4.54%；高分子材料产量为 27.77 万吨，较上年大幅增长 47.01%。产能利用率方面，2018 年，电力产品和高分子材料的产能利用率均较上年变化不大；受产能提升影响，通信产品的产能利用率由上年的 56.99%下降至 46.69%。

表3 2016~2018年公司主要产品产能利用率情况(单位:万吨、万公里、万吨/年、万公里/年、%)

产品	2016年			2017年			2018年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
电力产品	6.60	6.58	99.70	9.00	7.84	87.11	9.00	8.00	88.89
通信产品	101.47	75.92	74.82	112.94	64.36	56.99	131.60	61.44	46.69
高分子材料	22.20	15.81	71.22	22.80	18.89	82.85	32.37	27.77	85.79

资料来源:公司提供

总体看,2018年,公司电力产品产能较稳定,通信产品和高分子材料产能有所提升;电力产品和高分子材料的产量和产能利用率有所提升。

4. 市场销售

跟踪期内,公司的产品销售模式以直接销售为主,探索分销模式;销售结算模式无重大变化。公司产品销售主要面向国内市场,2018年华东地区仍是公司主要客户集中区域,其营业收入占公司营业收入的48.62%。2018年公司外销收入为6.71亿元,在主营业务中的收入不到8.00%,占比较小。

表4 2016~2018年公司主营业务收入分地区情况(单位:亿元、%)

地区	2016年		2017年		2018年	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
华东地区	25.97	41.04	30.96	41.99	42.20	48.62
华中地区	7.27	11.49	10.31	13.99	10.97	12.64
华北地区	6.59	10.41	10.34	14.02	11.52	13.28
华南地区	5.83	9.21	7.18	9.74	8.41	9.69
其他地区	17.62	27.84	14.94	20.26	13.68	15.77
合计	63.28	100.00	73.74	100.00	86.79	100.00

资料来源:公司提供

注:其他地区包括四川省、贵州省、云南省、重庆市、西藏自治区、陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、黑龙江省、吉林省、辽宁省以及境外地区。

销量方面,公司加大市场开拓力度,电力产品与高分子材料销量有所上升:2018年,电力产品销量为81,158.80吨,较上年增长10.61%;高分子材料板块销售产品261,912.55吨,较上年增长45.15%。受“光进铜退”的市场大环境影响,2018年,通信线缆板块销售产品57.02万公里,较上年下降3.54%。同时,公司采用以销定产的策略,各产品产销率均维持在较高水平。

销售价格方面,2018年,电力产品和高分子材料销售均价稳定;通信线缆产品销售均价较上年下降17.65%,主要系市场份额缩减、竞争激烈所致。

表5 2016~2018年公司产品销售情况

产品	项目	2016年	2017年	2018年
电力产品	销售量(吨)	66,271.82	73,373.00	81,158.80
	含税均价(万元/吨)	5.70	6.75	6.87
	产销率(%)	100.77	93.63	101.43
通信线缆	销售量(公里)	711,614.21	591,148.57	570,199.03
	含税均价(万元/公里)	0.14	0.17	0.14
	产销率(%)	93.74	91.85	92.81

高分子材料	销售量（吨）	149,228.98	180,441.54	261,912.55
	含税均价（万元/吨）	1.14	1.17	1.12
	产销率（%）	94.42	95.50	94.30

资料来源：公司提供

2018 年，公司对前五大客户销售实现收入 7.01 亿元，占年度销售总额比例由上年的 12.40% 下降至 8.02%，客户集中度较低。

总体看，2018 年，公司产品销售仍主要面向国内市场；电力电缆与高分子材料销量有所上升，销售均价保持稳定；通信线缆产品的销量和销售均价有所下降；各业务板块产销率维持在较好水平。

5. 经营关注

原材料价格波动风险

电线电缆和高分子材料的主要原材料为铜材、铝材和聚乙烯，公司营业收入状况受上述原材料价格波动影响较大。尽管公司采用了套期保值等方法规避，原材料价格波动仍将对公司经营造成不利影响。

产品质量风险

公司主要产品为电力电缆产品，一旦出现故障，有可能造成用户电力系统严重事故，会给公司信誉带来重大损害，并将直接影响公司的当期经营业绩和长期发展能力。

6. 未来发展

公司战略目标为：稳步健康发展电缆主业，大力发展“新材料、新能源”两翼，并依托上市公司平台，积极推动资本运作，撬动成长新引擎。电力电缆板块方面，公司预期围绕电力传输与分配，延伸电力电缆产业链，适时拓展电力装备相关业务；围绕电力设备，丰富电缆产品系列，适度拓宽特殊领域专用产品线。高分子材料板块方面，在创新管理的基础上，保持电力电缆材料行业的领先地位，并在光电线缆材料行业重点发展弹性体、低烟无卤和特种 PVC 产品。在新能源板块方面，通过发展充电设施网络、运营管理等，培育以充电桩为终端的客户群。在兼并收购方面，围绕电力、通信和高分子材料三大板块，关注新兴产业、细分市场的优质成长型企业，不断完善公司产品线。

总体看，公司发展目标明确，具有较高的可操作性。

六、财务分析

公司提供的 2018 年度合并财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准的无保留审计意见，2019 年 1~3 月财务报表未经审计。根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），2018 年对“应收票据”、“应收账款”、“应收利息”、“应收股利”、“其他应收款”、“固定资产”、“固定资产清理”、“在建工程”、“工程物资”、“应付票据”、“应付账款”、“应付利息”、“应付股利”、“其他应付款”、“长期应付款”、“专项应付款”、“管理费用”、“研发费用”、“财务费用”等科目进行拆分及合并。会计政策变更对公司净利润无实质影响。

2018 年，公司新设山西万马新能源科技有限公司、佛山万爱新能源科技有限公司、杭州以田科技有限公司、清远万马新材料有限公司等 4 家公司。截至 2018 年底，共有 35 家公司纳入合并范围。考虑到新设子公司规模较小，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 73.44 亿元，负债合计 33.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.33 亿元，其中归属母公司的所有者权益 40.15 亿元。2018 年，公司实现营业收入 87.40 亿元，净利润（含少数股东损益）1.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.39 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.27 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 74.29 亿元，负债合计 33.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 40.28 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.64 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.16 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.95 亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.34 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 73.44 亿元，较年初增长 4.27%；其中流动资产占比较年初下降 2.37 个百分点至 77.00%，非流动资产占比 23.00%，资产结构较年初变化不大，仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 56.55 亿元，较年初增长 1.15%；主要包括货币资金（占比 16.12%）、应收票据（占比 8.86%）、应收账款（占比 49.72%）和存货（占比 15.44%）等。

截至 2018 年底，公司货币资金为 9.12 亿元，较年初下降 5.17%；其中银行存款占比为 72.15%，其他货币资金占比为 27.85%，此外还有少部分库存现金。公司其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金以及信用证保证金等。截至 2018 年底，公司受限货币资金为 2.41 亿元，占货币资金比例为 26.43%，受限比例尚可。

截至 2018 年底，公司应收票据为 5.01 亿元，较年初下降 19.99%。截至 2018 年底，公司应收票据中银行承兑汇票占比为 92.81%，商业承兑汇票占比为 7.19%。

截至 2018 年底，公司应收账款为 28.12 亿元，较年初增长 9.16%，主要系公司年度销售收入增加所致。截至 2018 年底，公司应收账款按信用风险特征组合计提坏账准备，其中账龄在 1 年以内的占比为 84.29%，1~2 年的占比为 10.65%，2 年及以上的占比为 2.87%，平均账龄较短。截至 2018 年底，公司累计计提坏账准备 1.47 亿元，计提比例为 4.97%。截至 2018 年底，公司前五名欠款单位的应收账款占应收账款余额的比例为 6.95%，集中度不高。

截至 2018 年底，公司存货为 8.73 亿元，较年初增长 4.57%。存货主要由原材料（占比 17.54%）、在产品（占比 25.83%）、库存商品（占比 56.09%）和周转材料（占比 0.54%）组成，其中库存商品占比较高，主要系由于产品特点影响，只有当销售订单完成 100%时才装车发货销售，因此当生产已完工产成品未完成销售订单需要量时，都不能进行发货销售，容易形成库存商品所致。公司已对存货计提跌价准备 0.10 亿元，计提比例为 1.13%。公司原材料价格波动较大，面临一定跌价风险。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 16.89 亿元，较年初增长 16.27%，主要系固定资产增长所致。公司非流动资产主要由固定资产（占比 56.45%）、在建工程（占比 5.24%）、无形资产（占比 9.52%）和商誉（占比 16.26%）等组成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 9.53 亿元，较年初增长 26.48%，主要系高级工业电子线项目、充电桩项目建设转入固定资产所致；固定资产构成中，房屋及建筑物占比 37.61%，机器设备占比 56.0%，运输设备占比 4.59%，办公设备占比 1.80%；公司本年对固定资产计提折旧 1.10 亿元，累计计提减值准备 7.72 亿元，固定资产成新率为 52.35%，成新率较低。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 0.89 亿元，较年初增长 59.05%，主要是万马智慧充电创新基地投入增加所致；公司在建工程主要由万马智慧充电创新基地（占比 55.52%）、充电桩项目（占比 13.91%）和技改工程（占比 7.12%）。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 1.61 亿元，较年初变化不大；公司无形资产由土地使用权（占比 88.71%）、办公软件（占比 3.54%）和商业软件（占比 7.57%）构成。

截至 2018 年底，公司商誉为 2.75 亿元，较年初下降 7.08%，主要系计提 0.21 亿元商誉减值准备所致；仍为收购浙江万马集团特种电子电缆有限公司时所形成。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产为 6.89 亿元，占总资产的比例为 9.38%，占比一般，具体情况如下表所示：

表 6 截至 2018 年底公司所有权或使用权受到限制的资产情况（单位：万元、%）

项目	账面价值	在总资产中的比例	原因
货币资金	24,103.02	3.28	汇票、保函以及信用证保证金
应收票据	17,421.03	2.37	质押开具应付票据
固定资产	19,528.61	2.66	借款抵押
无形资产	7,809.86	1.06	借款抵押
合计	68,862.53	9.38	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 74.29 亿元，较年初增加 1.16%，较年初变化不大；资产结构仍以流动资产为主（占比 76.80%）。

总体看，2018 年底，公司资产结构仍以流动资产为主，应收账款和存货规模进一步扩大，对公司的运营资金形成一定程度的占用；受限资产占比一般，公司整体资产质量一般。

2. 负债和所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 33.10 亿元，较年初增长 8.31%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比为 98.99%，较年初提高了 15.95 百分点，非流动负债占比为 1.01%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 32.77 亿元，较年初大幅增长 29.11%，主要系应付票据和一年内到期非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 36.48%）、应付票据（占比 20.98%）、应付账款（占比 19.77%）、预收款项（占比 6.10%）和一年内到期的非流动负债（占比 9.15%）组成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 11.95 亿元，较年初减少 4.72%；公司短期借款包括抵押借款（占比 3.76%）、信用借款（占比 12.13%）、抵押借款（占比 37.65%）以及保证借款（占比 46.46%）；公司应付票据为 6.87 亿元，较年初大幅增加 144.30%，主要系公司开展票据池业务所致；公司应付账款为 6.48 亿元，较年初增长 10.67%，主要系销售规模扩大所致；公司预收款项为 2.00 亿元，较年初增长 18.75%，主要系预收货款增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 0.33 亿元，较年初下降 93.56%，主要系应付债券转入一年内到期非流动负债以及偿还国开发展基金投资款 2.00 亿元所致。

受应付票据大幅增长影响，公司全部债务有所增长，截至 2018 年底，公司全部债务为 21.83 亿元，较年初增长 7.27%；全部为短期债务，债务结构有待改善。截至 2018 年底，公司资产负债率和

全部债务资本化比率分别为 45.08%和 35.11%；较年初分别上升 1.68 个百分点和 1.31 个百分点，公司债务负担有所加重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 33.82 亿元，较年初增长 2.16%；其中流动负债占比 99.06%，非流动负债占比 0.94%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.52%、27.08%和 0，较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所提升，其中流动负债因应付债券转入一年内到期非流动负债而大幅增长；公司债务负担有所加重，面临较大的短期偿债压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 40.33 亿元，较年初增长 4.27%。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益 40.15 亿元，占所有者权益的比例为 99.55%。归属于母公司所有者权益中，股本占比 25.79%，资本公积占比 38.73%，其他综合收益占比-0.89%，盈余公积占比 5.54%，未分配利润占比 30.83%。公司所有者权益中股本和资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性较高。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 40.47 亿元，较年初增长 0.34%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模变动不大，结构稳定性较高。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 87.40 亿元，较上年增长 17.97%，主要系产品销量增加所致；公司营业成本为 74.45 亿元，较上年增长 16.51%；得益于此，公司实现利润总额 1.18 亿元，较上年增长 2.34%；实现净利润 1.15 亿元，较上年增长 5.47%。

费用控制方面，2018 年公司费用总额合计 11.45 亿元，较上年增长 20.57%，各项费用均有所增长。2018 年，公司销售费用 5.29 亿元，较上年增长 19.80%，主要系公司业务量增加，中标服务费、销售管理费用、运费、业务费、以及新能源市场开拓费用增加所致；管理费用 2.06 亿元，较上年增长 17.56%，主要系管理人员增加，办公费、折旧费等增加所致；财务费用 0.98 亿元，较上年增长 55.15%，主要系利息支出与汇兑损失增加所致；研发费用 3.12 亿元，较上年增长 15.71%，主要系公司促进产品技术更新改造，加大产品开发力度和投入所致。2018 年，公司费用收入比为 13.10%，较上年上升 0.28 个百分点，公司期间费用对利润侵蚀严重。

2018 年，公司营业外收入为 0.05 亿元，较上年下降 80.61%，主要系会计政策调整导致增值税退税收入调整至其他收益所致。2018 年，公司营业外收入占利润总额的比例为 3.99%；考虑到其他收益占利润总额比例 77.18%，公司盈利对非经常损益依赖较大；公司营业外收入主要为所得税退税收入和政府补助，公司政府补助主要为项目专项补助，有一定可持续性。

从盈利指标看，2018 年公司营业利润率为 14.49%，较上年上升 1.12 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.23%、2.78%和 2.87%，较上年分别下降 0.01 个百分点、0.07 个百分点和 0.22 个百分点，公司盈利能力变化不大。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.64 亿元，较上年同期上升 18.91%，主要系分销模式带动主要产品销量增长所致；实现净利润-0.15 亿元，较上年同期-0.29 亿元变化不大。

总体看，2018 年，公司营业收入有所增长，但受原材料价格上行以及期间费用对利润侵蚀的影响，整体盈利能力较上年略有下降；公司利润对非经常损益依赖较大。

4. 现金流

从经营活动看，2018 年公司经营活动现金流入为 77.50 亿元，较上年增长 26.23%，主要系公司销售收入增长所致；经营活动现金流出为 71.12 亿元，较上年增长 0.44%，主要系原材料涨价所致。受上述因素影响，2018 年公司经营活动现金流量净额为 6.39 亿元，相比上年经营活动现金流量净额 -9.40 亿元，由净流出转为净流入。从收入实现质量看，2018 年公司现金收入比为 84.24%，较上年上升了 3.71 个百分点，公司收入实现质量有所提升，但仍处于较低水平。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入为 15.30 亿元，较上年减少 8.61%，主要系赎回银行理财产品 10.92 亿元和赎回期货保证金 4.10 亿元所致；投资活动现金流出为 18.80 亿元，较上年减少 6.63%，主要系申购银行理财产品 10.48 亿元和支付期货保证金 4.82 亿元所致。受上述因素影响，2018 年公司投资活动现金流量净额为 -3.50 亿元，相比上年投资活动现金流量净额 -2.49 亿元，净流出规模有所扩大。

从筹资活动看，2018 年公司筹资活动现金流入为 18.28 亿元，较上年减少 31.49%，主要系上期非公开发行股票吸收投资 8.63 亿元所致；筹资活动现金流出为 23.46 亿元，同比增长 123.02%，主要系偿还债务规模增长所致。受上述因素影响，2018 年筹资活动现金流量净额由上年净流入 16.17 亿元转为净流出 -5.17 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -1.95 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -0.20 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 -0.17 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，收入实现质量有所提升；投资活动现金流受购买理财产品影响较大；受上期非公开发行股票事项与本期偿还债务规模增加影响，公司筹资活动现金由净流入转为净流出。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动负债大幅增加影响，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 2.20 倍下降至 1.73 倍，速动比率由年初的 1.87 倍下降至 1.46 倍，公司流动资产、速动资产对流动负债的覆盖程度仍属较好；2018 年，公司现金短期债务比由 2017 年的 1.03 倍下降至 0.65 倍，现金对短期债务的保护能力有所下降。整体看，公司的短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.28 亿元，较上年增长 19.97%，主要系计入财务费用的利息支出和折旧增加所致；其中，折旧占比 33.49%、摊销占比 5.54%、计入财务费用的利息支出占比 25.12%、利润总额占比 35.86%。2018 年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.13 倍提升至 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度有所提高；EBITDA 利息倍数由上年的 3.94 倍下降至 3.30 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍属较高。公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行综合授信额度为 36.55 亿元，尚未使用额度 17.72 亿元，公司间接融资渠道畅通；作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为 G1033018500302060L）显示，截至 2019 年 5 月 9 日，公司未结清信贷信息中无不良及关注类记录；已结清信贷信息中有 5 笔关注类票据贴现业务和 6 笔关注类银行承兑汇票业务，均系银行系统原因产生，实际未发生不良，无垫款。

总体看，跟踪期内，公司长、短期偿债能力有所下降。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 10.52 亿元，为“14 万马 01”本金合计（3 亿元）的 3.51 倍，公司现金类资产对“14 万马 01”本金的覆盖程度高；截至 2019 年 3 月底，公司净资产达 40.47 亿元，约为“14 万马 01”本金合计（3 亿元）的 13.49 倍，公司净资产对“14 万马 01”按期偿付的保障程度高。

从盈利情况来看，2018 年公司 EBITDA 为 3.28 亿元，约为“14 万马 01”本金合计（3 亿元）的 1.09 倍，公司 EBITDA 对“14 万马 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018 年公司经营活动产生的现金流入量为 77.50 亿元，约为“14 万马 01”本金合计（3 亿元）的 25.83 倍，公司经营活动现金流入量对“14 万马 01”的覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司的综合实力，以及行业地位，公司对本次债券的偿还能力仍很强。

八、综合评价

跟踪期内，受益于电力产品和新材料板块产品销量增长，万马股份的营业收入和净利润均有所增长，经营性净现金流由负转正，整体经营情况良好。同时，联合评级也关注到电力电缆行业竞争激烈、上游原材料价格波动较大、期间费用对利润侵蚀严重以及债务结构不合理等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司在新材料和新能源两大领域的拓展，公司整体竞争力有望进一步增强。

综上，联合评级维持万马股份的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“14 万马 01”债项的信用等级为 AA。

附件 1 浙江万马股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	50.32	70.43	73.44	74.29
所有者权益（亿元）	30.84	39.87	40.33	40.47
短期债务（亿元）	5.11	15.36	21.83	22.37
长期债务（亿元）	6.59	5.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	11.71	20.35	21.83	22.37
营业收入（亿元）	63.80	74.09	87.40	20.64
净利润（亿元）	2.09	1.09	1.15	-0.15
EBITDA（亿元）	3.56	2.73	3.28	--
经营性净现金流（亿元）	2.80	-9.40	6.39	-1.95
应收账款周转次数（次）	3.00	2.73	2.58	--
存货周转次数（次）	10.53	9.33	8.61	--
总资产周转次数（次）	1.27	1.23	1.21	0.28
现金收入比率（%）	87.45	80.53	84.24	72.29
总资本收益率（%）	5.79	3.24	3.23	--
总资产报酬率（%）	5.26	2.85	2.78	--
净资产收益率（%）	6.79	3.09	2.87	-0.36
营业利润率（%）	15.26	13.37	14.49	14.32
费用收入比（%）	12.34	12.82	13.10	12.46
资产负债率（%）	38.71	43.40	45.08	45.52
全部债务资本化比率（%）	27.51	33.80	35.11	35.60
长期债务资本化比率（%）	17.61	11.13	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	7.50	3.94	3.30	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.13	0.15	--
流动比率（倍）	2.97	2.20	1.73	1.70
速动比率（倍）	2.56	1.87	1.46	1.45
现金短期债务比（倍）	1.81	1.03	0.65	0.47
经营现金流动负债比率（%）	21.95	-37.05	19.49	-5.82
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.19	0.91	1.09	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 本报告已将长期应付款调整至长期债务并据此核算相关指标；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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%
盈利指标	
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%
财务构成指标	
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 / (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
短期偿债能力指标	
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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+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 3 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。