

上海起帆电缆股份有限公司

2020 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

盛京京

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

汤梦琳

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 11 月 26 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]4719D 号

上海起帆电缆股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“上海起帆电缆股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望稳定；本期可转换公司债券的信用等级为 **AA⁻**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年十一月二十六日



发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
上海起帆电缆股份有限公司	不超过 10 亿元	6 年	每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息	7 亿元用于池州起帆电线电缆产业园建设项目、3 亿元用于补充流动资金

评级观点：中诚信国际评定上海起帆电缆股份有限公司（以下简称“起帆电缆”或“公司”）主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；评定“上海起帆电缆股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA-**。中诚信国际肯定了产品种类齐全、规模优势和区域市场竞争力较强、产销量及收入规模逐年提升以及上市后融资渠道更加畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到电线电缆行业竞争激烈、原材料价格波动大、公司存货及应收账款规模大、经营获现能力偏弱、债务规模上升较快以及面临一定投资和流动性压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

起帆电缆（合并口径）	2017	2018	2019	2020.9
总资产（亿元）	21.73	27.67	35.90	54.82
所有者权益合计（亿元）	8.54	12.26	15.59	27.18
总负债（亿元）	13.19	15.42	20.31	27.64
总债务（亿元）	4.56	8.40	11.34	18.91
营业总收入（亿元）	45.98	63.23	76.47	63.59
净利润（亿元）	2.63	2.51	3.33	3.08
EBIT（亿元）	3.66	3.65	4.86	--
EBITDA（亿元）	3.99	4.05	5.42	--
经营活动净现金流（亿元）	-0.28	0.08	1.31	-18.92
营业毛利率(%)	13.06	10.12	10.80	11.22
总资产收益率(%)	18.25	14.77	15.28	--
资产负债率(%)	60.70	55.71	56.57	50.42
总资本化比率(%)	34.80	40.66	42.11	41.03
总债务/EBITDA(X)	1.14	2.07	2.09	--
EBITDA 利息倍数(X)	27.75	15.54	13.00	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年三季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **产品种类齐全，具有一定规模优势和区域市场竞争力。**截至 2019 年末，公司拥有电缆产能约 150 万公里，具有一定规模优势；同时生产 5 万余种规格的电力电缆及电气装备电缆，研发实力较强、产品质量优秀、发货速度快等优势亦使其拥有一定品牌知名度，2020 年在“中国线缆行业 100 强企业”中排名第 12 位，在区域市场拥有较强竞争力。

■ **随着新建产能和基地的投产，收入规模逐年提升。**随着金山基地扩产项目的建设以及池州基地的投产，公司产销量逐年提升；受益于此，公司营业总收入逐年增长，2020 年前三季度同比增加 14.00%，继续保持上升态势。

■ **A 股上市后融资渠道更加畅通。**公司于 2020 年 7 月实现首发上市，资本实力得以提升，融资渠道更加畅通和多样化，有利于公司在资本密集型行业中提高自身业务竞争力。

关 注

■ **电线电缆行业竞争较为激烈。**电线电缆行业易受宏观经济波动及下游行业发展影响；同时作为充分竞争行业，企业数量众

多、行业集中度偏低，且同质化较为严重，公司仍面临一定竞争压力。

■ **原材料价格波动大。**公司原材料中铜材采购金额占比高达 80%，而近年来铜价波动幅度较大，公司成本控制存在一定压力，经营业绩易受原材料价格波动影响。

■ **存货及应收账款规模较大，经营获现能力偏弱。**受“订单+适量库存”的生产模式以及信用账期较长的直销客户占比上升影响，近年末公司存货及应收账款规模不断扩大且处于较高水平，对流动资金形成较大占用；加之销售账期明显长于采购账期，经营获现能力有待改善。

■ **债务规模快速上升，未来仍需一定投资，面临一定流动性压力。**由于电线电缆行业对资金需求量较大以及公司尚处于产能扩张期，叠加上市前融资渠道单一，近年来公司债务规模持续上升；同时短期债务占比接近 100%，考虑到公司尚有新基地投资建设计划，面临一定短期流动性压力，债务结构亟待调整。

评级展望

中诚信国际认为，上海起帆电缆股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，资本结构大幅优化，产能规模大幅提升，收入及净利润明显增加，市场地位显著提升，经营活动净现金流显著好转。

■ **可能触发评级下调因素。**宏观经济剧烈波动对电线电缆行业造成很大负面影响，因产品质量问题造成严重事故，铜材等原材料价格超预期大幅波动，债务压力继续上升、经营获现情况持续走弱。

发行主体概况

上海起帆电缆股份有限公司前身为上海起帆电线电缆有限公司（以下简称“起帆有限”，设立时名称为上海起帆捷达贸易有限公司），成立于 1994 年 5 月，注册资本为 50.00 万元；2016 年，由周桂华、周桂幸和周供华等共 9 名股东作为发起人，起帆有限整体变更为股份有限公司。公司首次公开发行人 A 股股票于 2020 年 7 月 31 日在上海证券交易所上市（股票代码：605222），发行股份数量为 5,000 万股，发行价格为 18.43 元/股，募集资金净额 8.46 亿元，公司实收资本由 3.51 亿元增至 4.01 亿元。公司主营业务为电线电缆的研发、生产、销售和服务，产品主要包括电力电缆和电气装备用电缆。

产权结构：截至 2020 年 9 月末，公司总股本为 4.01 亿元，周桂华、周桂幸和周供华三兄弟合计直接持有公司 65.16% 股权，并通过上海庆智仓储有限公司间接持有公司 2.37% 股权，合计持股比例为 67.53%，为公司控股股东和实际控制人；周桂华、周桂幸和周供华的五位子女合计持有公司 7.50% 的股权。

表 1：公司主要子公司

全称	简称	持股比例
池州起帆电缆有限公司	池州起帆	100.00%
陕西起帆电缆有限公司	陕西起帆	100.00%
上海起帆电子商务有限公司	起帆电商	100.00%
上海起帆电线电缆技术有限公司	起帆技术	100.00%

资料来源：公司提供

本期债券概况

表 2：本次债券基本条款

	基本条款
债券品种	可转换公司债券
债券名称	上海起帆电缆股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券
发行总额	不超过 10 亿元
债券期限	期限为自发行之日起 6 年
票面金额和发行价格	每张面值为人民币 100 元，按面值发行
债券利率	票面利率的确定方式及具体每一年的利率水平提请公司股东大会授权董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
付息方式	每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息
转股期限	自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日

起至可转换公司债券到期日止	
初始转股价格的确定	初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
赎回条款	在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会及其授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：1) 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格高于当期转股价格的 130%（含 130%）；2) 当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时
回售条款	1) 有条件回售：在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司；2) 附加回售：若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司的权利
募集资金用途	7 亿元用于池州起帆电线电缆产业园建设项目、3 亿元用于补充流动资金

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020 年前三季度，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程。随着疫情得到有效控制，三季度经济进一步复苏，市场性因素修复加快，GDP 当季同比达到 4.9%，带动前三季度 GDP 同比增长 0.7%，由负转正。短期内中国经济修复势头仍将延续，但经济运行中结构性失衡问题仍存，金融风险对宏观政策的制约仍在。

三季度，在国内疫情防控措施得力的背景下，经济进一步修复。从生产侧来看，工业生产保持快速增长势头，8-9 月当月同比连续两月超过去年同期；随着居民消费信心的改善，服务业生产恢复加快。从需求侧来看，中国率先复工复产背景下出口错峰增长，成为需求侧最大的亮点；在基建、房地

产等政策性投资继续回升同时，制造业投资改善幅度加大，但仍处于负增长态势；此外，社零额虽然当月同比增速转正，但累计同比仍位于低位，消费仍处于缓慢修复过程，疫情有效控制下服务消费的复苏值得期待。综合来看，二季度经济修复主要是行政性复工复产政策支持下政策性因素的改善，三季度以来市场性因素修复明显加快，经济复苏结构更加均衡，但目前市场性因素复苏依然偏弱，政策性因素受制于刺激性政策的逐步退出改善的动力有所弱化，或给后续经济复苏带来一定的压力。从价格水平来看，极端天气影响的消退和“猪周期”走弱 CPI 回落，国内需求改善 PPI 降幅收窄，通胀通缩压力均可控。

宏观风险：虽然中国经济持续平稳修复、整体改善，但经济运行中仍面临多重风险和挑战。从外部环境来看，疫情仍全球蔓延，全球经济与贸易低迷，同时中美博弈持续，疫情冲击与大国博弈双重不确定性并存，尤其需警惕“去中国化的全球化”。从国内经济运行来看，经济结构性失衡仍存，对经济修复的拖累依然存在。这种失衡主要体现在以下几个方面：供需结构失衡，需求恢复慢于供给；不同所有制的恢复程度失衡，国有投资恢复快而民间投资持续疲弱；不同规模企业失衡，大企业恢复快于中小企业；实体经济与金融业发展失衡，实体经济下滑，金融体系扩张。此外，金融风险仍处于高位。一方面，受疫情冲击影响企业经营情况弱化，信用风险仍持续释放，金融机构资产质量恶化隐忧仍存；另一方面，政策稳增长导致宏观杠杆率再度攀升，债务风险有所加大，地方政府收支不平衡压力较大背景下地方政府债务风险面临攀升压力，高债务风险对宏观政策的制约持续存在。

宏观政策：随着经济平稳修复，宏观政策有望保持连续性与稳定性，货币政策将延续稳健灵活基调，更加注重精准导向；财政政策更加积极，随着专项债资金的落地，专项债对基建投资的带动作用有望进一步显现。值得一提的是，面对内外形势新变化，中央多次重要会议均强调构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，

中国经济中长期发展顶层设计进一步加强。在以内循环为主的新发展格局下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：当前中国经济仍处于平稳修复过程。虽然随着对冲疫情政策的逐步退出政策性因素的修复将趋缓，市场性因素完全复原尚需时日，但市场性因素复苏空间和可持续性更高，且内循环背景下经济堵点的疏通有望为经济增长提供新的支撑，经济复苏势头有望延续。考虑到低基数影响，明年一季度或有望出现疫后 GDP 增长高峰，后续增长或有放缓，逐步向潜在经济增速回归。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和逆周期宏观调控政策的发力，2020 年中国经济有望成为疫情之下引领全球经济复苏的主导力量，2021 年经济修复态势仍将持续，逐步回归常态化增长水平，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，“内循环”下国内供应链、产业链运行将更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

电线电缆行业竞争较为激烈且易受铜、铝等原材料价格波动影响，但随着国家对行业监管力度加强，该行业有望实现高质量发展，行业集中度亦将提升；同时受益于基建、特高压电网建设等多方面投资拉动，电线电缆下游市场需求将得到保障，行业仍有较大发展空间

电线电缆是用以传输电（磁）能、信息和实现电磁能转换的线材产品。其导体一般由铜、铝或铜铝合金制成，绝缘和非金属护层一般由塑料、橡皮和弹性体等材料制成，金属护层一般由铜、铝和钢等材料制成。作为国民经济中最大的基础性配套产业之一，电线电缆在我国机械工业的细分行业中产值位居第二，仅次于汽车整车制造和零部件及配件制造业，在国民经济体系中占据重要地位。电线电缆产品按其用途可分成五大类：电力电缆、裸电线、

电气装备用电线电缆、通信电缆与光纤光缆、绕组线，其中电力电缆为电力系统的主干线路中用以传输和分配大功率电能的电缆产品，主要应用于输、配电线路，电气装备用电线电缆从电力系统的配电点把电能直接传送到各种用电设备，主要应用于房屋装修、建筑工程、轨道交通工程、车辆、核电等领域。

电线电缆行业具有明显的规模经济效应，较大规模的企业具备长期平均成本低、议价能力较强、产品规格齐全等方面的优势。根据国家统计局相关数据，我国电线电缆企业数量已达 10,000 余家，规模以上企业数量达到 4,000 余家，产销规模均为世界第一；但多数企业规模仍较小，设备工艺简单，产品同质化比较严重，呈现充分竞争格局，前十大厂商的市场份额仅为 10% 左右，日本、美国等国家的前十大电线电缆制造商销售额占本国销售额比重均超过 60%。同时，在 2017 年“西安地铁奥凯问题电缆事件”后，专项整治力度空前加大，国家质检总局在全国范围内随机抽取了 1,400 家生产企业，抽查中较高比例的企业已退出市场，市场净化效果显著；2018 年 2 月，国家质检总局下发了《质检总局办公厅关于加强电线电缆产品质量地方监督抽查的通知》，要求各地区持续保持从严监管高压态势，促使电线电缆企业提升生产技术并优化生产工艺，电线电缆产品向品质化方向发展。随着市场秩序整顿的深化和行业整合及转型的进一步深入，恶性竞争等不良状况有望得到改善，技术领先、质量可靠的公司竞争优势将持续增强，行业集中度或将有望提升。

原料供应方面，电线电缆主要生产原材料为铜和铝。2019 年受中美贸易谈判基调影响，铜价总体呈先扬再抑后有小部分回调的震荡态势，LME 3 月期铜全年均价为 6,017 美元/吨，同比下跌 8.04%。2020 年以来，受新冠疫情影响，LME 3 月期铜价格呈现 V 型走势，一季度全球金融市场剧烈波动，铜价大幅下跌，3 月末 LME 3 月期铜价格为 4,797.5 美元/吨，较年初下跌 22.45%；二、三季度以来，随

着各国开始陆续复产，终端需求逐步恢复正常，铜价逐步回升至 2018 年较高水平，11 月初价格达到 7,045 美元/吨高点。

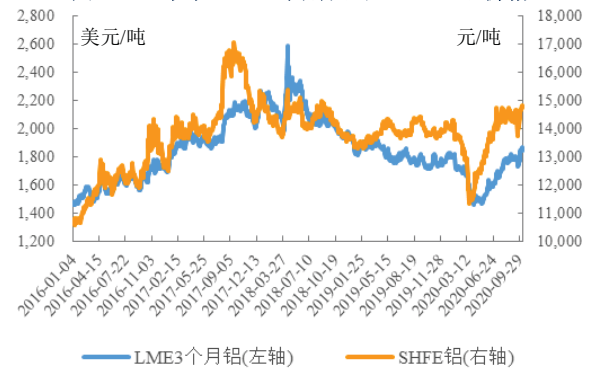
图 1：近年来 LME 3 月期铜价格（美元/吨）



资料来源：choice，中诚信国际整理

2019 年，供需不平衡加速了国际铝价运行重心的下移，当年 LME 3 月期铝均价同比下降 14.2% 至 1,813 美元/吨。2020 年以来，新冠疫情的全球爆发对铝行业生产、消费和物流都产生了较大影响，下游汽车、房地产等领域需求均出现下滑，加之美联储量化宽松政策实施进一步加重市场恐慌情绪，一季度铝价持续下跌，3 月末 LME 3 月期铝价格和 SHFE 3 月期铝分别较年初下降 15.50% 和 17.74%。2020 年 4 月，受益于国内疫情得到控制、下游需求回暖、宏观经济向好、延迟订单集中释放等因素，铝锭持续去库存，SHFE 3 月期铝价格开始回升，LME 3 月期铝亦于 5 月止跌企稳。三季度以来，下游需求对铝价形成一定支撑，但受海外疫情反弹等影响呈波动态势。

图 2：近年来 LME3 月期铝和 SHFE 铝价格

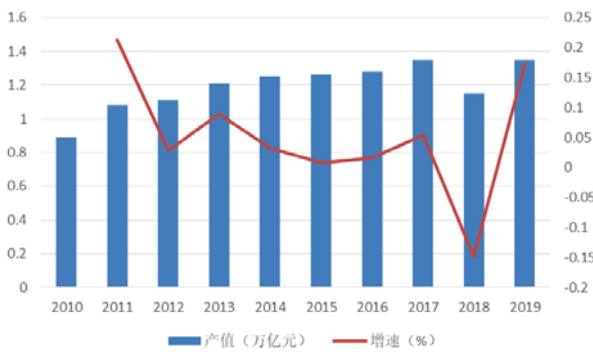


资料来源：安泰科，中诚信国际整理

下游需求方面，近年来中国经济持续增长，城

市场化进程不断加快，“补短板”等宏观政策保障了基础设施建设的持续投入，新能源、轨道交通、特高压、智能电网等领域发展迅速，对电线电缆的需求不断释放，我国电线电缆行业保持了良好的发展势头，市场规模稳步提升，2019年产值同比增加17.39%至1.35万亿元。其中，出口市场方面随着全球市场的持续增长，尤其是发展中国家需求的较快上升，电线电缆行业出口量由2009年的143万吨增至2019年的229万吨，我国电线电缆行业出口规模稳步扩大。根据中投顾问产业研究中心的预测，2022年中国电线电缆行业总销售额将达到1.72万亿元，发展前景较为广阔。

图3：近年来全国电线电缆行业产值及增速情况

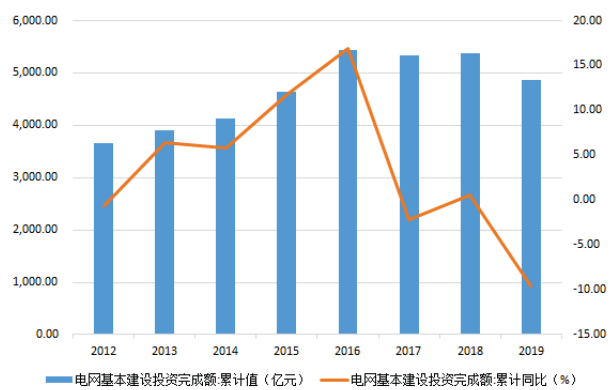


资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

基础设施投资作为重要的逆周期调节工具，近年来保持增长态势，虽增速有所放缓但仍维持在较大规模。2020年一季度，受新冠疫情影响，国内开工率降低，基础设施投资规模同比大幅下降，但4月以来的复工复产带动投资建设力度加大，前三季度基础设施投资累计同比增长0.2%，其中以5G为代表的信息基础设施建设同比增长11.7%，增速较高。根据各省市区重大项目建设计划，未来1~2年内基础投资建设仍能维持较大投资规模，将为电线电缆行业提供充沛的市场需求。其中，电力电缆行业需求与电网建设和电网改造投资的关系最为密切，在配电网、特高压建设、智能电网尤其是新一轮农村电网改造升级等政策引导下，全国电网基本建设投资完成额持续增长，而随着滞后的电网建设逐渐被弥补，加上行业规模基数日益庞大，近年来电网投资增速明显放缓。根据国家能源局《配电网

建设改造行动计划（2015~2020年）》，计划通过实施配电网建设改造行动计划，有效加大配电网资金投入，2015~2020年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，年均投资3,400亿元。而特高压建设是新基建补短板的重要组成部分，为实现疫情过后拉基建稳增长的目标，2020年2月7日《应对疫情复工复产12项举措》提出推进特高压复工、开工及未核准线路的前期进程；根据《国网2020年重点工作任务》中的规划，2020年将核准7条特高压线路、最低开工3条，涉及投资规模接近千亿。整体来看，未来我国配网改造及特高压建设投资规模较大，电线电缆市场需求将得到重要保障。

图4：近年来全国电网投资及增速情况



资料来源：中电联，中诚信国际整理

中诚信国际认为，随着技术进步和产品创新步伐不断加快，我国电线电缆企业将迎来行业的整合期，规模小、技术含量低的企业将逐渐被淘汰，而具备品牌优势、技术先进、管理水平高的企业将迎来更大的发展空间，行业集中度有望逐步提高。此外，上游铜、铝等原材料价格波动对企业的成本压力值得关注，但终端消费需求旺盛，为电线电缆企业的发展提供了较好支撑。

业务运营

近年来公司电线电缆业务收入占比维持在98%左右，且随着电线电缆产能的扩大和产能利用率的提升，营业总收入逐年增长；其中，电力电缆板块收入及占比略高于电气装备电缆，主要系电力

电缆售价较高所致。2020年1~9月，受益于池州起帆的产能逐步建成及释放，公司营业总收入同比增加14.00%；同时，公司进一步加大特种电缆的研发及销售，其收入占比持续提升。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.1~9
电力电缆	22.70	35.41	43.01	35.12
其中：普通类	14.92	22.34	26.52	17.37
特种类	7.79	13.07	16.49	17.76
电气装备电缆	22.54	26.19	31.33	26.88
其中：普通类	16.32	18.74	21.69	16.19
特种类	6.22	7.45	9.64	10.69
其他业务	0.74	1.63	2.13	1.59
合计	45.98	63.23	76.47	63.59
占比	2017	2018	2019	2020.1~9
电力电缆	49.37%	56.00%	56.24%	55.23%
其中：普通类	32.45%	35.33%	34.68%	27.32%
特种类	16.94%	20.67%	21.56%	27.93%
电气装备电缆	49.02%	41.42%	40.97%	42.27%
其中：普通类	35.49%	29.64%	28.36%	25.46%
特种类	13.53%	11.78%	12.61%	16.81%
其他业务	1.61%	2.58%	2.79%	2.50%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：其他业务收入主要为废铜等废料销售收入及房租收入等。

资料来源：公司提供

铜、铝等主要金属原材料市场价格波动较大且账期

表 4：公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/千克）

原材料	2017		2018		2019		2020.1~9	
	采购数量	采购均价	采购数量	采购均价	采购数量	采购均价	采购数量	采购均价
铜材	79,157.27	43.27	104,495.12	45.07	133,188.62	43.08	134,429.59	41.96
铝材	3,891.50	13.35	3,974.02	13.67	5,032.58	13.58	3,730.08	13.60
绝缘、护套料	34,992.04	8.48	49,167.68	8.83	61,774.69	9.12	60,465.84	8.84
铠装材料	3,083.72	6.00	4,768.35	6.53	5,095.55	6.35	4,816.58	6.26
其他	15,763.45	8.02	17,643.34	8.96	21,484.57	10.33	21,381.13	10.26

注：其他原材料主要包括聚氯乙烯树脂粉等辅料。

资料来源：公司提供

从单位产品的采购成本构成方面来看，不同类型电缆产品的每公里成本中占比最高的原材料均为铜材，其中在特种电力电缆生产成本中占比达到89.42%；由于电力电缆截面尺寸大、单位长度耗铜

较短，成本管控和采购资金存在一定压力；通过建立合格供应商名录，公司原材料质量得到保障且近年来供应关系较为稳定

公司生产所需原材料由采购部门统一进行采购，主要包括用于导电材料的铜材和铝材等金属、用作绝缘和护层材料的PVC等塑料以及用于保护内部效用层的铠装材料，其中铜材采购金额占比超过85%，绝缘、护套料占比约为8%。随着电线电缆产能及产量的提升，近年来各类原材料采购量均逐年增加。采购价格方面，2017~2018年受供给侧改革影响，金属原材料价格有所上涨，2019年以来持续回落；受塑料原料价格提升以及环保要求趋严影响，绝缘、护套料采购均价逐年升高。2020年前三季度，疫情导致各类原材料价格均有所回落，同时公司在年初铜价低迷时采购现款铜锁定价格，除铝材价格出现小幅上涨外，其余原材料采购均价均较上年有所下跌。整体来看，由于金属原材料市场定价机制成熟，公司议价空间较小，采购成本控制或存在一定压力。

量等较多，其单位成本远高于电气装备电缆；而受增加耐火、耐极寒等特殊性能从而使用单价较贵的导体等其他材料影响，每公里特种电缆单位成本亦明显高于普通电缆。

表 5：2019 年公司线缆产品单位成本构成及占比情况（单位：元/公里、%）

原材料	普通电力电缆		特种电力电缆		普通电气装备电缆		特种电气装备电缆	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铜材	28,827.30	82.81	43,957.96	89.42	1,573.09	83.69	1,727.23	80.76
铝材	893.73	2.57	286.81	0.58	12.05	0.64	3.00	0.14
绝缘、护套料	3,421.82	9.83	2,108.33	4.29	175.26	9.32	225.96	10.56

铠装材料	284.85	0.82	317.00	0.64	1.72	0.09	6.65	0.31
其他	491.37	1.41	1,217.70	2.49	65.43	3.48	83.90	3.92
电力	892.41	2.56	1,270.46	2.58	52.22	2.78	92.10	4.31
合计	34,811.49	100.00	49,158.27	100.00	1,879.77	100.00	2,138.85	100.00

注：电力成本使用 2019 年电力采购均价与每公里线缆平均耗电量计算得到。

资料来源：公司提供

供应商的选择方面，公司通过信息收集、下试订单、各部门联合评审及日常考核等方式确定合格供应商名录，近年来与主要供应商宁波世茂铜业股份有限公司、忠星国际贸易（上海）有限公司、宁波金田电材有限公司等始终维持较为稳定的供应关系；同时为拓宽采购渠道，公司不断发展新的供应商，2017~2019 年前五大供应商采购金额占比分别为 55.41%、44.36%和 34.78%，呈逐年下降态势。结算模式方面，金属类原材料账期较短，多在半个月以内，部分要求现款，在规模快速扩大、原材料需求大幅增长的情况下，公司面临一定资金缺口；塑料等辅材采购平均账期为 1~2 个月。从性质来看，公司铜材等原材料供应商分为生产商以及贸易性质供应商；贸易商相对较长的信用账期可在一定程度上缓解公司采购资金压力，但向其采购同规格产品的价格略高于生产商。

表 6：公司前五大供应商情况（亿元、%）

2019	采购金额	占比	性质
宁波世茂铜业股份有限公司	7.18	10.84	生产商
宁波金田电材有限公司	5.36	8.10	生产商
铜陵顶科镀锡铜线有限公司	3.87	5.84	生产商
苏州容致金属科技有限公司	3.41	5.15	贸易商
忠星国际贸易（上海）有限公司	3.22	4.86	贸易商
合计	23.04	34.78	--
2020.1~9	采购金额	占比	性质
宁波世茂铜业股份有限公司	7.84	12.12	生产商
宁波金田电材有限公司	7.14	11.04	生产商
杭州通鑫贸易有限公司	3.66	5.65	贸易商
赣州汇通铜业有限公司	3.24	5.00	生产商
江苏江润铜业有限公司	2.60	4.02	生产商
合计	24.49	37.83	--

资料来源：公司提供

随着产能建设项目的推进，公司电线电缆产能产量规模不断扩大，同时产品种类丰富、产品质量良好；但适量库存的生产模式使公司面临一定成品积压风险

公司电线电缆主要生产基地位于上海金山和

安徽池州，分别重点布局电力电缆和电气设备电缆，截至 2019 年末合计产能为 148.70 万公里，生产规模位居行业前列；其中，池州基地一期于 2019 年 1 月正式投产，当年末产能达到 20.91 万公里，2020 年 9 月末进一步增至 25.09 万公里。同时，根据公司于 2020 年 8 月 19 日发布的公告，为满足快速增长的订单需求，公司拟在安徽池州高新技术开发区投资建设电线电缆产业园项目；产品规划主要为新能源汽车、光伏电站、铁路机车以及环保电气装备用电线电缆等，建成后预计将形成 200 万公里的产能。此外，公司于 2020 年 10 月 26 日发布公告，拟以自有资金认缴出资 2 亿元，在湖北省宜昌市新设全资子公司宜昌起帆电缆有限公司，未来将主要生产特高压电缆、海底电缆等产品。

表 7：公司生产基地布局（万公里/年）

	金山基地	池州基地
2020 年 9 月末总产能	108.32	25.09
其中：电力电缆	7.69	0.81
电气装备电缆	100.63	24.28
主要产品	高中低压电力电缆、特种电缆	电气装备电缆、中压电力电缆

注：2020 年 9 月末产能数据未经年化。

资料来源：公司提供

公司电力电缆和电气装备电缆均分为普通电缆和特种电缆，生产流程均包括拉丝、退火、绞线、挤绝缘、挤护套、交联等关键工序，故绞线、拉丝等生产设备具有较高通用性。公司产品品类丰富，研发实力较强，2019 年末拥有专利 111 项、产品规格超过 5 万种，可应用于电力、家装、轨道交通、建筑工程、新能源等多个领域；近年来不断进行研发投入，已具备耐高温、耐寒、阻燃、耐火、耐辐射等满足复杂使用环境的特种电缆研制能力，其中高柔性机器人电缆、军用水密封电缆、耐寒电缆等高端特种电缆达到国内领先水平。此外，公司建立了完善的质量控制体系并设立产品检测中心，生产过程中通过自检、专检、后检等多道工序确保产品

质量；公司及线缆产品被中国质量检验协会认定为“全国质量和服务优秀示范企业”和“全国质量检验稳定合格产品”，产品先后应用于 FAST 望远镜工程、C919 大飞机工程、太原卫星发射中心以及上海轨道交通等重点工程，已形成一定品牌优势。

公司采取“以销定产、适量库存”的生产模式，生产计划按照订单及库存制定；同时由于公司生产的普通线缆多为标准品，加之小订单生产成本低，为及时响应客户发货需求以及降低平均生产成本，公司通常会进行适量库存备货。但中诚信国际也关注到，公司库存商品对流动资金形成较大占用，且存在一定积压风险，后续存货消化情况亦需保持关注。随着公司金山基地产能建设项目的完成以及 2019 年池州基地的投产，近年来公司产能产量均逐年扩大，产能利用率始终维持高位；2020 年前三季度，电力电缆和电气装备电缆产量分别同比增长 25.60% 和 18.54%，主要系池州基地产能释放良好所致。

表 8：公司产能及产量情况（万公里、%）

产品	指标	2017	2018	2019	2020.1~9
电力电缆	产能	7.33	8.25	9.14	8.49
	产量	6.02	7.61	9.02	8.44
	产能利用率	82.04	92.26	98.67	99.35
电气装备电缆	产能	122.57	123.05	139.56	124.91
	产量	115.03	121.18	140.82	124.61
	产能利用率	93.85	98.48	100.90	99.76

注：2020 年 1~9 月产能数据未经年化。

资料来源：公司提供

公司拥有较为完善的经销网络，同时不断开拓直销大客户，销量持续增长，规模优势较为明显，并在区域市场拥有一定竞争力

受益于生产能力的扩大、销售团队的建设及品牌知名度的提升，公司电力电缆和电气装备电缆销量均呈逐年增长态势，产销率亦保持在较好水平；其中，受益于直销客户多采购电力电缆，在直销规模不断扩大的带动下，近三年电力电缆销量复合增长率达到 27.10%。公司采用“成本+目标毛利率”的定价方式，其中铜价的波动为决定线缆成品价格的主要因素，但铜价仅发生小幅下降时，公司一般

不对售价进行调整，此外产品结构对销售均价的影响亦较大；在上述因素的影响下，2017~2019 年各类产品销售均价持续上涨。2020 年前三季度，公司订单量保持增长，电力和电气装备电缆销量分别同比增长 17.19% 和 7.46%；当期产品销售均价有所回落，主要系原材料价格下降较多所致。

表 9：公司主要产品销售情况（万公里、%、元/米）

产品	指标	2017	2018	2019	2020.1~9
电力电缆	销量	5.53	7.76	8.93	7.51
	产销率	91.91	101.89	99.05	88.98
	销售均价	41.07	45.66	48.15	46.79
	其中：普通电缆	38.10	42.59	43.73	39.39
	特种电缆	48.28	52.09	57.49	57.33
电气装备电缆	销量	114.76	120.30	137.58	118.07
	产销率	99.77	99.27	97.71	94.75
	销售均价	1.96	2.18	2.28	2.28
	其中：普通电缆	1.87	2.07	2.18	2.16
	特种电缆	2.27	2.49	2.53	2.48

资料来源：公司提供

销售政策方面，公司采取经销为主、直销为辅的销售模式，2017~2019 年经销收入占比分别为 75.21%、68.79% 和 58.77%；经销比例逐年下行，主要由于“西安奥凯事件”发生后，电缆行业下游客户更加偏好规模大、质量优的大型电缆企业，公司借此加大工程建设类直销客户的开拓力度。具体来看，经销客户主要分为签约经销商和贸易客户，其中签约经销商的经销模式为“买断式”销售，每年年初公司与其签订经销框架协议、约定销售考核政策，并给予一定返利政策，截至 2019 年末其销售金额在经销客户中占比为 88.74%；虽然贸易客户订单金额较小，但 2018 及 2019 年分别有 14 及 19 家陆续转为签约经销商，已成为公司经销网络的有效补充。针对各地电力公司和轨道交通、电气安装等各类工程用户，公司通过直销的模式获取订单，主要客户包括国家电网有限公司、中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）、中国建筑股份有限公司（以下简称“中国建筑”）、中国中铁股份有限公司和江苏中天科技股份有限公司等，产品以电力电缆为主；随着大型客户的开拓及重点项目的应用，近年来新签直销合同金额逐年上升，2020 年前三季度已与当期新签经销合同额基本持平。从结算模式

及账期来看，公司对签约经销商实行信用额度及信用期限结合的信用管理模式，信用账期通常为3个月、信用额度内的货款在年底统一催收并结清，同时对部分长周期或远期锁价订单收取一定比例预收款；直销客户账期相对较长，平均为3~6个月，但由于直销客户多为大型央企子公司，信用资质较好，回款安全性高。

表 10：近年来公司新签合同情况（亿元）

销售模式	2017	2018	2019	2020.1~9
经销	34.03	42.38	43.69	31.26
其中：签约经销商	32.39	39.43	38.77	27.76
贸易客户	1.64	2.94	4.92	3.50
直销	11.21	19.22	30.65	30.74
合计	45.24	61.60	74.34	62.00

资料来源：公司提供

客户集中度方面，随着公司签约经销商队伍的扩大以及对直销客户的拓展，前五大客户占比逐年下降，2017~2019年分别为31.59%、24.40%和23.56%，销售集中度不高；同时，近年来公司前五大客户较为固定，稳固的销售渠道和客户关系可为未来订单的获取提供一定保障，但中诚信国际也关注到对单一经销商依赖程度较大可能带来的风险。

表 11：公司前五大客户情况（亿元、%）

2019	销售金额	占比	性质
上海通轩实业有限公司	8.01	10.78	经销
上海宇畅电线电缆有限公司	2.96	3.98	经销
中国铁建股份有限公司	2.79	3.75	直销
国家电网有限公司	1.90	2.56	直销
上海揆喜电线电缆有限公司	1.85	2.49	经销
合计	17.51	23.56	--
2020.1~9	销售金额	占比	性质
上海通轩实业有限公司	5.91	9.52	经销
上海宇畅电线电缆有限公司	2.16	3.49	经销
国家电网有限公司	1.82	2.94	直销
上海亘昶贸易有限公司	1.38	2.22	经销
中国建筑股份有限公司	1.24	2.00	直销
合计	12.51	20.17	--

资料来源：公司提供

从销售区域来看，由于公司主要生产基地位于上海，在华东区域拥有较高品牌知名度以及销售半径和销售渠道优势，近年来在该地区销售金额占比约为80%；同时随着池州基地的投产，华东地区以外市场份额逐步提升。此外，公司2016年起开始拓

展境外销售业务，目前规模仍较小，近年来占比不足1%；但毛利率相对较高，主要系出口产品多数为生产标准严格、流程复杂的特种电缆所致。

表 12：公司销售区域分布情况（%）

销售区域	2017	2018	2019
国内销售	99.59	98.94	99.32
其中：华东地区	87.86	87.39	78.15
华南地区	2.23	1.15	2.87
华中地区	2.91	2.89	6.45
华北地区	2.80	3.47	4.27
其他地区	3.96	4.04	7.58
国外销售	0.41	1.06	0.68

资料来源：公司提供

整体来看，公司作为上海地区规模最大的电线电缆生产销售企业以及全国最大的布电线产品生产和销售商之一，销售网络布局完善、客户管理政策健全；同时近年来新签订单持续增长，截至2020年9月末在手订单为4.50亿元，较充足的订单为后续销售收入的增长提供一定保证。**中诚信国际认为**，公司在区域市场拥有较强的市场竞争力，规模和品牌优势较为明显，但线缆行业竞争激烈、集中化程度偏低，公司仍面临一定销售和价格竞争压力；同时，随着信用账期较长的直销客户增加，公司销售和采购账期不匹配的问题或将加剧。

战略规划及管理

未来公司仍将聚焦线缆主业，加大特种电线电缆研发投入；在建及拟建项目有募集资金保障，但未来仍面临一定资本支出压力

未来公司仍将聚焦线缆主业，立足电线电缆产品规模化、精细化生产，扩大高端特种电线电缆业务占比。产品研发方面，公司将利用与国内电线电缆行业知名高校和研究所共同建立的产、学、研合作平台，整合资源进行高性能材料研制，加大高端电线电缆的研发力度。市场拓展方面，公司将继续扩大和优化华东地区的经销布局，提高重点城市及地区的覆盖率，并重点跟踪国家电网及各省网、铁路建设等核心客户和重点项目。同时，公司将抓住国家“一带一路”发展战略的机遇，加大国际市场的

开拓力度，增加产品的外销份额，提升公司品牌影响力和竞争力。

从在建项目来看，截至 2020 年 9 月末，公司唯一在建项目为池州起帆特种电线电缆生产基地

建设项目，该项目为 2020 年 7 月公司首次公开发行人股票募集资金投资项目。拟建项目预算总额为 17.00 亿元，公司在建及拟建项目均有募投资金保障，但未来仍存在一定资本支出压力。

表 13：截至 2020 年 9 月末公司在建、拟建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2020 年 10~12 月 计划投资	2021 年 计划投资	2022 年 计划投资
池州起帆特种电线电缆生产基地建设项目	4.50	2.25	0.50	1.00	0.70
拟建项目名称	项目预算	预计投资时间			
池州起帆电线电缆产业园建设项目	15.00	6 年			
宜昌起帆电缆有限公司	2.00	1 年			

资料来源：公司提供

公司法人治理结构完善，内部控制制度体系较为健全

法人结构方面，根据《公司法》、《证券法》及其他有关法律法规的要求，公司建立了健全的股东大会、董事会及其专门委员会和监事会，建立了规范的公司治理结构。公司制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》等规范性管控流程，层级权责明确。从股权结构来看，公司实际控制人为兄弟关系，且其子女均在公司任职，股权较为集中且三位实控人持股比例相近，中诚信国际将对公司股权结构及法人治理结构有效性保持关注。

内控管理方面，公司已建立了较为完善合理的内部控制制度，涵盖了财务管理、信息披露、关联交易、对外投资、人力资源管理及资金管理各项业务活动，并得到了一贯有效的遵循和执行，能够对公司的经营运作及执行国家有关法律法规提供保证。公司严格把控业务流程，为促进各项管理工作的科学化和规范化奠定了坚实的制度基础。

财务分析

以下财务分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度财务报告及公司提供的未经审计的 2020 年三季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

近年来铜材价格波动对公司营业毛利率造成一定影响，期间费用管控良好，非经营性损益规模不大，整体盈利能力保持在较好水平

近年来公司营业毛利率有所波动，其中，2018 年受主要生产原材料铜材、铝材价格上涨且公司为扩大市场占有率，压低针对铜价因素进行价格调整的幅度，营业毛利率有所下滑。2019 年有所回升主要系铜材采购均价下降及产品结构中毛利率较高的特种电缆收入占比增加所致。2020 年三季度，受益于业务规模扩大以及复工复产的有效进行，公司营业毛利率同比有所上升。同时，为了在疫情结束后抢先占领市场，公司主动调降电气装备用电线电缆销售价格，导致其毛利率有所下滑。

表 14：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

毛利率	2017	2018	2019	2020.9
电力电缆	10.11	9.35	10.05	10.94
其中：普通类	9.70	8.85	9.09	9.61
特种类	10.90	10.19	11.60	12.24
电气装备电缆	16.83	12.54	13.36	12.26
其中：普通类	15.17	11.54	12.35	10.88
特种类	21.19	15.07	15.64	14.37
其他业务	--	--	--	-0.31
营业毛利率	13.06	10.12	10.80	11.22

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。近年来随着生产经营规模的扩大以及公司加强对直销客户的开拓，销售费用逐年增长；同期管理

费用增长主要系研发费用和职工薪酬增加所致；公司财务费用金额较小，近年来小幅增长主要系为满足资金需求，增加银行借款及融资租赁导致利息支出相应增加。受益于销售收入的增长，公司期间费用率保持稳定，费用控制在良好水平。

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2018年受生产成本上涨等因素影响小幅下滑。得益于盈利能力的提升和毛利率较高的直销业务占比上升，2019年公司经营性业务利润有所回升。资产减值损失对公司盈利能力造成的影响较小，主要为计提的应收账款坏账损失，2019年上升主要系公司账期较长的直销收入占比快速上升使得应收账款余额增加所致。公司 EBITDA 利润率和总资产收益率随利润总额变化有所波动，整体盈利能力保持在行业较好水平，2020年前三季度，虽受疫情影响，产品销售均价有所下滑，但公司利润总额仍同比小幅增长。

表 15：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.9
销售费用	1.24	1.64	2.04	1.52
管理费用	0.73	0.94	1.15	0.91
财务费用	0.23	0.31	0.43	0.48
期间费用合计	2.19	2.89	3.63	2.90
期间费用率（%）	4.77	4.57	4.74	4.56
经营性业务利润	3.74	3.48	4.71	4.50
资产减值损失	0.20	0.11	0.17	-0.36
利润总额	3.52	3.39	4.44	4.13
EBITDA 利润率（%）	8.67	6.41	7.09	--
总资产收益率（%）	18.25	14.77	15.28	--

注：中诚信国际分析时将“研发费用”计入管理费用；将“信用减值损失”计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

资产总额随业务规模扩张呈逐年增长态势，应收账款及存货大幅增长对营运资金形成占用；债务集中于短期，债务期限结构有待改善；受益于利润累积以及新股发行，公司资本实力有所提升

随着业务持续推进，公司总资产规模逐年增长，流动资产占总资产的比重保持在 75%以上，主要为应收账款、存货和货币资金。其中，应收账款主要

系信用期内销售收入形成的应收账款，账龄集中在 1 年内，回收安全性较高；近年来由于账期较长的直销模式收入占比提高，公司应收账款规模呈逐年上升态势；截至 2019 年末累计计提坏账准备 0.88 亿元，计提比例 8.58%，同期末以中国铁建、中国建筑、上海通轩实业有限公司等为主的前五大应收账款合计占比 23.15%。公司存货主要为库存商品和在产品，近年来公司不断加强存货管理，2018 年主动降低生产周期较短的电力电缆备货比例使得当年存货规模维持稳定，2019 年受年底铜材价格上涨影响，公司增加备货使得存货规模有所上升。公司货币资金随回款情况改善和银行借款增加逐年增长，截至 2019 年末，公司受限货币资金 1.78 亿元，受限规模较小。2020 年三季度，公司应收账款较期初增长较多主要系直销收入占比提高以及经销商年终催款尚未启动所致。受池州基地产能释放、公司加大原材料采购和备货且已发出未确认交货订单较多等因素影响，公司存货规模大幅增加。由于增加支付采购货款，货币资金有所下降。

公司非流动资产中固定资产占比较高，2019 年随着池州特种电线电缆生产基地建设项目部分完工转固增长较快；无形资产随公司新增土地使用权亦有所增长；公司在建工程主要为特种电线电缆生产基地建设项目，2020 年三季度公司对特种电线电缆项目进一步追加投资使得在建工程较期初有所增长。**中诚信国际关注到**，公司应收账款和存货规模较大，2020 年 9 月末两者分别占流动资产的 34.18% 和 48.13%，对营运资金形成较大占用，资金周转效率有待提升。

表 16：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	1.33	4.66	7.68	5.23
应收账款	8.26	7.98	10.26	16.00
存货	6.04	6.29	8.30	22.53
固定资产	3.51	3.77	5.72	5.85
无形资产	0.70	0.87	0.93	0.91
在建工程	0.05	0.91	0.01	0.24
短期借款	2.03	4.84	7.68	14.69
应付票据	1.97	2.49	2.73	3.70
应付账款	5.72	4.00	5.84	5.48

长期应付款	0.22	0.62	0.50	-
短期债务	4.42	7.97	11.05	18.73
总债务	4.56	8.40	11.34	18.91
未分配利润	4.26	5.21	8.24	11.32
所有者权益合计	8.54	12.26	15.59	27.18
资产负债率	60.70	55.71	56.57	50.42
总资本化比率	34.80	40.66	42.11	41.03

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债总额中有息债务占比较大，为满足日常运营需求，公司加大融资力度，短期借款呈逐年上升趋势；由于近年采购规模扩大并加大使用票据结算方式，应付票据亦呈增长态势；公司应付账款主要为材料货款，2018 年同比减少系支付往年应付账款所致；长期应付款系应付的融资租赁公司借款，近年来公司陆续进行偿还，截至 2020 年 9 月末余额仅为 0.18 亿元且已转入一年内到期的非流动负债。从债务结构来看，公司各年短期债务占比均超过 90%，短期偿债压力较大，债务期限结构有待改善。2020 年前三季度，流动资金需求增加使得公司增加短期借款，债务规模进一步上升。

从所有者权益构成来看，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润构成，其中未分配利润占比较大，对权益稳定性造成一定影响。2020 年三季度，由于公司首次公开发行股票并将发行溢价部分计入资本公积使得当期实收资本、资本公积均有所增加。从资本结构来看，近年来由于公司债务规模增长较快，总资本化比率逐年增长。资产负债率随着负债总额增速变化有所波动，杠杆水平较为合理。2020 年 9 月末，公司上市后资本实力进一步夯实，财务杠杆比率均有所下降；但随着后期资本投入的增加和产能规模的扩大，未来杠杆变化情况仍需保持关注。

现金流及偿债能力

经营活动净现金流波动较大，投资活动的资金缺口主要依靠筹资活动来弥补，整体偿债能力尚有待增强

经营活动方面，由于公司结算政策中下游客户信用账期略长于上游供应商，使得公司经营活动净

现金流波动较大；随着生产线等长期资产的建设，近年来公司投资活动净现金流为净流出状态，投资活动的资金缺口主要依靠筹资活动来弥补。2020 年三季度，随着业务规模扩大及直销客户增加，公司增加支付货款且回款账期有所延长使得当期经营活动净现金流同比大幅减少；同时，公司发行股票并增加短期借款，筹资活动净现金流同比大幅增加。**中诚信国际关注到**，公司销售与采购账期匹配度较弱，季度经营获现能力偏弱且营运资金需求量较大。

由于债务规模增长较快，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所减弱。经营活动净现金流波动导致其对利息支出的保障程度有所变化，但对总债务的保障偏弱，且经调整的经营活动净现金流无法对各期债务形成有效覆盖。此外，公司货币资金对短期债务偿付形成一定的补充，但偿债指标仍有待增强。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.9
经营活动净现金流	-0.28	0.08	1.31	-18.92
投资活动净现金流	-0.06	-1.25	-1.11	-0.30
筹资活动净现金流	0.65	4.26	2.16	16.97
经营活动净现金流/总债务	-0.06	0.01	0.12	-1.33*
经营活动净现金流/利息支出	-1.97	0.32	3.14	--
经调整的经营活动净现金流/总债务 (%)	-9.68	-15.85	8.82	--
总债务/EBITDA	1.14	2.07	2.09	--
EBITDA 利息保障倍数	27.75	15.54	13.00	--
货币资金/短期债务	0.30	0.58	0.69	0.28

注：带**指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司完成上市后融资渠道得到拓宽，且具有一定备用流动性，或有负债风险较小

财务弹性方面，截至 2020 年 9 月末，公司共获得综合授信额度 26.22 亿元，其中未使用授信额度 10.23 亿元，具有一定备用流动性。此外，公司完成上市后融资渠道拓宽，直接融资能力增强。

受限资产方面，截至 2020 年 9 月末，公司受限资产账面价值为 4.48 亿元，占当期净资产的比重为 16.48%。其中用于抵押借款的固定资产 2.05 亿

元，作为履约保证金和票据保证金的货币资金 1.57 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司前十大股东所持股份均无质押；同期末，公司无重大未决诉讼及对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 10 月 10 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司控股股东对公司支持意愿很强，但支持能力较弱；作为上海市规模最大的电线电缆制造企业，近年来公司持续获得各项政府补助

公司控股股东为自然人，公司为其下属唯一的经营资产，故其对公司支持意愿很强。同时公司作为上海市规模最大的电线电缆制造企业，近年来持续获得各项政府补助，2017~2019 年收到并计入当期损益的政府补助分别为 0.03 亿元、0.12 亿元、0.24 亿元。但由于控股股东为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，因此对公司的支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定上海起帆电缆股份有限公司主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；评定“上海起帆电缆股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA-**。

中诚信国际关于上海起帆电缆股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

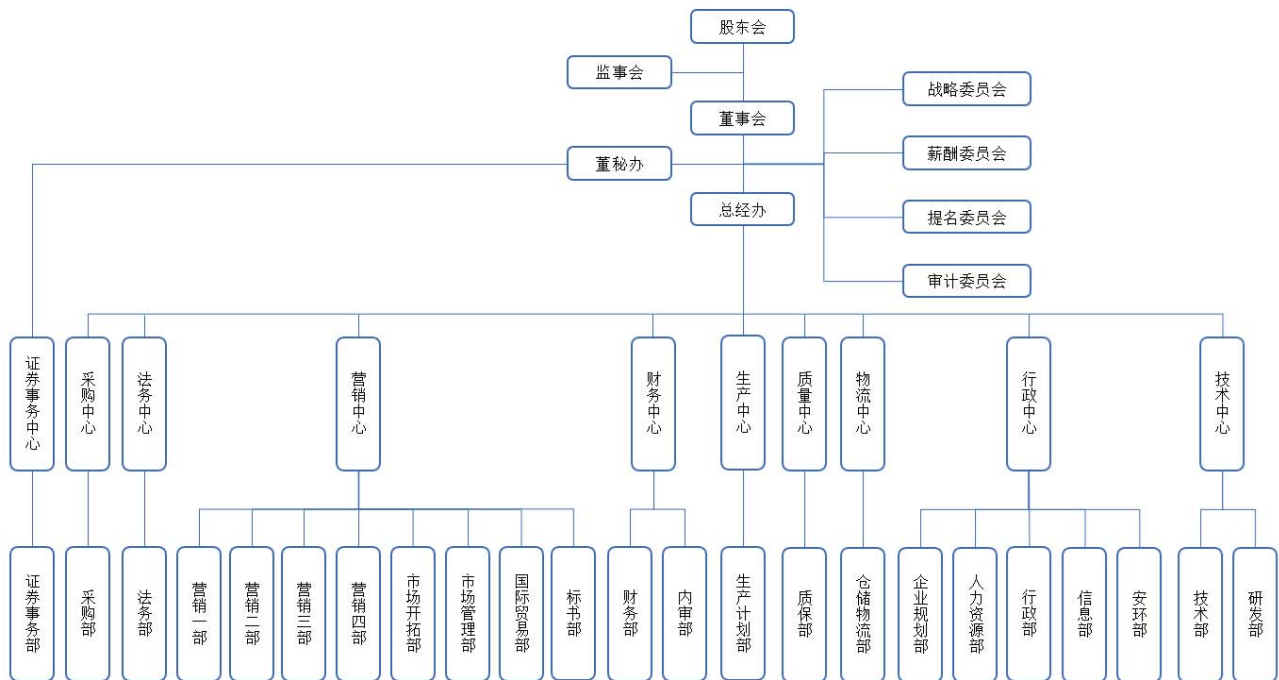
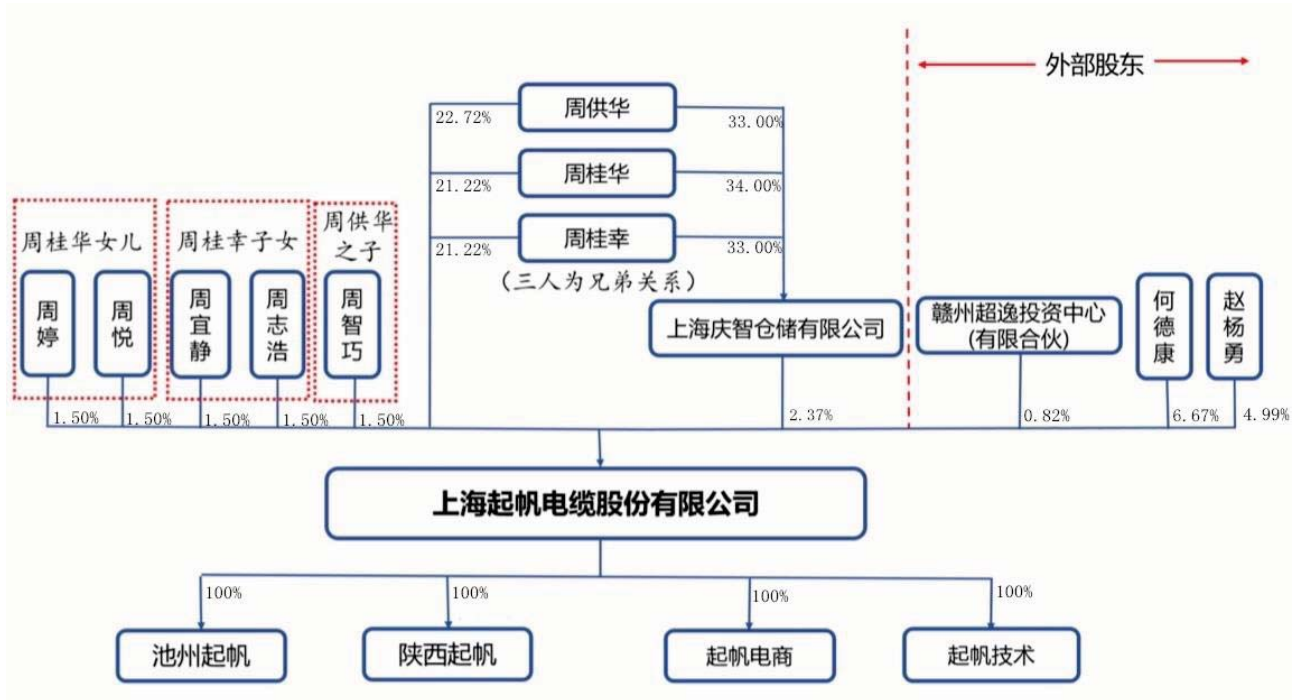
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：上海起帆电缆股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：上海起帆电缆股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	13,348.15	46,559.16	76,784.56	52,297.56
应收账款净额	82,611.00	79,796.49	102,599.62	160,005.26
其他应收款	1,105.91	1,629.21	2,018.98	2,933.97
存货净额	60,360.82	62,879.93	82,990.65	225,285.40
长期投资	7.81	0.00	0.00	0.00
固定资产	35,081.70	37,688.55	57,230.06	58,514.86
在建工程	489.17	9,086.84	88.22	2,351.37
无形资产	6,952.60	8,671.79	9,272.37	9,090.97
总资产	217,333.14	276,701.64	358,975.32	548,186.71
其他应付款	5,655.17	2,223.37	75.73	81.08
短期债务	44,224.11	79,690.27	110,502.00	187,270.41
长期债务	1,373.00	4,273.00	2,900.00	1,800.00
总债务	45,597.11	83,963.27	113,402.00	189,070.41
净债务	32,248.95	37,404.10	36,617.44	136,772.86
总负债	131,910.99	154,150.45	203,089.25	276,392.84
费用化利息支出	1,436.46	2,606.48	4,168.93	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	85,422.15	122,551.20	155,886.07	271,793.87
营业总收入	459,829.70	632,267.79	764,724.33	635,905.98
经营性业务利润	37,424.31	34,755.80	47,111.01	45,043.68
投资收益	-1.66	-7.81	-241.27	-119.78
净利润	26,262.90	25,127.04	33,334.87	30,764.77
EBIT	36,625.60	36,474.85	48,575.58	--
EBITDA	39,868.12	40,501.97	54,206.80	--
经营活动产生现金净流量	-2,835.80	834.75	13,104.86	-189,159.37
投资活动产生现金净流量	-603.34	-12,451.09	-11,120.86	-2,979.99
筹资活动产生现金净流量	6,466.18	42,635.47	21,625.92	169,703.09
资本支出	610.08	12,466.59	11,228.88	2,887.69
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率(%)	13.06	10.12	10.80	11.22
期间费用率(%)	4.77	4.57	4.74	4.56
EBITDA 利润率(%)	8.67	6.41	7.09	--
总资产收益率(%)	18.25	14.77	15.28	--
净资产收益率(%)	36.33	24.16	23.94	19.18*
流动比率(X)	1.35	1.51	1.49	1.74
速动比率(X)	0.87	1.06	1.05	0.90
存货周转率(X)	7.45	9.22	9.35	4.88*
应收账款周转率(X)	5.68	7.79	8.39	6.46*
资产负债率(%)	60.70	55.71	56.57	50.42
总资本化比率(%)	34.80	40.66	42.11	41.03
短期债务/总债务(%)	96.99	94.91	97.44	99.05
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.06	0.01	0.12	-1.33*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.06	0.01	0.12	-1.35*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.97	0.32	3.14	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-9.68	-15.85	8.82	--
总债务/EBITDA(X)	1.14	2.07	2.09	--
EBITDA/短期债务(X)	0.90	0.51	0.49	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	27.75	15.54	13.00	--
EBIT 利息保障倍数(X)	25.50	13.99	11.65	--

注：1、2020年三季报未经审计；2、中诚信国际分析时将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
盈利能力	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
类型 有限责任公司(中外合资)
住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
法定代表人 闫衍
注册资本 人民币3266.67万元
成立日期 1999年08月24日
营业期限 1999年08月24日至 2024年08月23日
经营范围 证券市场资信评级业务; 债券、基金金融机构评级业务及相关信息服务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。)



在线扫码获取详细信息

此件与原件一致, 仅限上海起帆电缆股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券使用, 再次复印无效。

登记机关



2017年 08月 01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

此件与原件一致，仅因上海起帆电缆股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券使用，再次复印无效。



公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：闫衍

注册地址：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101

编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)



2020年2月13日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



盛京京, 证件号码:210105198802053124, 于2011年06月11日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



2011年06月

11061100653601



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



盛京京, 证件号码:210105198802053124, 于2012年06月16日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



2012年06月

2012061100530504

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



汤梦琳, 证件号码:370305199411166527, 于2015年03月28日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



201504011424671042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



汤梦琳, 证件号码:370305199411166527, 于2019年12月01日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



20191211000011445401011
0000