

上海起帆电缆股份有限公司公开发行可转换公司 债券跟踪评级报告（2021）

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年06月30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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2590 号

上海起帆电缆股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定。

维持“起帆转债”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

二零二一年六月三十日

评级观点：中诚信国际维持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；维持“起帆转债”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、产销量及收入规模持续提升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、经营获现能力弱化、债务规模上升较快以及面临一定短期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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	27.67	35.90	57.81	67.15
所有者权益合计（亿元）	12.26	15.59	27.71	29.19
总负债（亿元）	15.42	20.31	30.11	37.96
总债务（亿元）	8.40	11.34	19.40	25.13
营业总收入（亿元）	63.23	76.47	97.36	28.53
净利润（亿元）	2.51	3.33	4.10	1.42
EBIT（亿元）	3.65	4.86	6.21	--
EBITDA（亿元）	4.05	5.42	6.86	--
经营活动净现金流（亿元）	0.08	1.31	-15.14	-7.47
营业毛利率(%)	10.12	10.80	9.85	10.51
总资产收益率(%)	14.77	15.28	13.26	--
资产负债率(%)	55.71	56.57	52.08	56.53
总资本化比率(%)	40.66	42.11	41.18	46.26
总债务/EBITDA(X)	2.07	2.09	2.83	--
EBITDA 利息倍数(X)	15.54	13.00	9.99	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一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 2021 年 3 月末，公司电缆产能超过 170 万公里，是长三角地区规模最大的电缆制造企业；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，在区域市场拥有较强竞争力。

■ **随着新建产能和基地的投产，收入规模持续提升。**跟踪期内，池州特种线缆一期项目完工投产，产能释放及消化情况良好，外加宜昌基地投产，叠加产品均价上升，2020 年公司营业总收入同比增加 27.32%。

■ **可转债成功发行，未来资本实力或将进一步增强。**“起帆转债”于 2021 年 5 月发行并上市，募集资金 10 亿元，为池州特种线

缆产业园建设项目提供了资金保障；未来，若可转债持有人转股，公司资本实力将进一步增强；且公司作为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

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 85%，2020 年下半年以来，铜价持续走高，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，经营获现能力大幅弱化。**跟踪期内，信用账期较长的直销客户占比上升以及加大原材料采购，使得公司存货及应收账款规模大幅上升，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，经营获现能力大幅弱化。

■ **债务规模增速较快，面临一定短期流动性压力。**跟踪期内，公司短期债务规模上升较快，且经营获现能力较弱，未受限货币资金亦较为有限，面临一定短期流动性压力。

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，在建项目不达预期，铜材等原材料价格超预期大幅波动，经营获现情况持续走弱，短期流动性压力急剧上升。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
起帆转债	AA-	AA-	2020/11/26	10.00	10.00	2021/05/24~2027/05/24	回售条款，赎回条款，特别向下修正条款

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“起帆转债”募集资金 10.00 亿元，扣除发行费用后，7.00 亿元拟用于投资池州起帆电线电缆产业园建设项目，2.89 亿元拟用于补充流动资金。截至 2021 年 5 月 28 日，公司尚未对前期已投入募投资项目资金 1,357.00 万元进行置换。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬

态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下

信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或

将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020年下半年以来铜材、铝材价格持续攀升，电线电缆行业盈利空间受到挤压；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%。2020 年 5 月，国家市场监督管理总局发布关于开展电线电缆质量安全“联查联打联治”专项行动的通知（市监质监发〔2021〕33 号），针对电缆企业质量安全问题开展全面监督检查。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，行业集中度或有望提升。同时，电线电缆在我国机械工业的细分行业中产值位居第二，在国民经济体系中

占据重要地位，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。

原料供应方面，电线电缆主要生产原材料为铜和铝。2020 年国际铜价呈先抑后扬态势，并于年末达到历史高位。截至 2020 年末，LME 三个月期铜收盘价为 7,753.5 美元/吨，同比上涨 25.68%；2020 年 LME 三个月期铜均价为 6,180 美元/吨，同比上涨 2.69%。2021 年以来，铜价持续震荡上行，并于 2 月 25 日达到阶段性高点 9,563 美元/吨，截至 2021 年 3 月末，LME 三个月期铜价格为 8,809.5 美元/吨，较年初上涨 13.57%，2021 年第一季度 LME 三个月期铜均价为 8,468.8 美元/吨，同比上涨 49.70%。国内沪铜走势与 LME 市场基本一致，由于美元指数走势疲软，2020 年人民币大幅升值，使得沪铜价格整体弱于伦铜。2020 年末，SHFE 当月期铜收盘价为 57,750 元/吨，同比上涨 17.50%；2020 年 SHFE 当月期铜平均价为 48,699 元/吨，同比上涨 2.02%。截至 2021 年 3 月末，SHFE 当月期铜价格为 65,600.0 元/吨，较年初上涨 13.59%，2021 年第一季度 SHFE 当月期铜均价为 62,997.4 美元/吨，同比上涨 38.05%。

图 1：近年来 LME 3 月期铜和沪铜期货价格走势

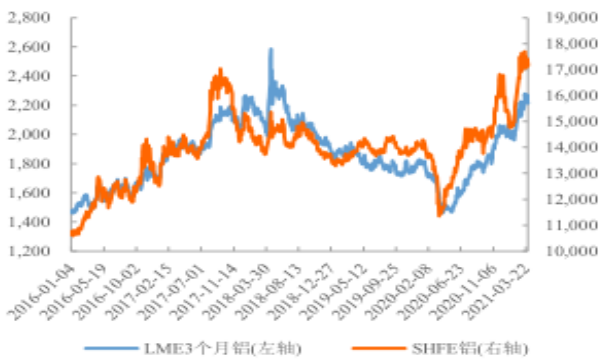


资料来源：choice，中诚信国际整理

铝价方面，2020 年 4 月中下旬以来，随着全球经济刺激政策的推行，需求持续改善，伦铝价格快速回升。同期，沪铝走势与伦铝基本一致，但二季度以来受益于国内复工复产的快速推进，需求大幅回升，铝锭库存持续下降，沪铝走势整体强于伦铝。

截至 2020 年末, LME 三月期铝收于 1,980.50 美元/吨, 同比上涨 9.80%; 全年 LME 三月期铝平均价为 1,728.00 美元/吨, 同比下跌 4.70%。同期末, 沪铝主力连续合约收于 15,460 元/吨, 同比上涨 3.83%; 全年 SHFE 现货铝和三个月期铝平均价格分别为 14,112 元/吨和 13,807 元/吨, 同比分别上涨 1.40% 和下跌 0.50%。2021 年初, 由于下游消费进入淡季, 加之进口铝锭大幅增加, 沪铝价格承压下行, 伦铝亦呈同趋势变动; 但二月以来, 由于国内铝锭累库不及预期、内蒙古地区计划实行能耗“双控”以及美联储维持宽松的货币政策, 国内外铝价恢复上涨态势。截至 2021 年 3 月末, LME 三月期铝收于 2,212.50 美元/吨, 较年初上涨 9.75%; 同期末, 沪铝主力合约收于 17,155 元/吨, 较年初上涨 11.18%; 一季度 LME 三月期铝及沪铝主力合约平均价格同比增幅均超过 20%。

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

跟踪期内, 池州特种电线电缆生产基地建设项目一期完工投产, 且公司新设宜昌基地, 产能规模进一步提升, 产销量均随之增长

跟踪期内, 公司加快在新能源汽车及充电桩、5G 通讯、军工、航天航空等特殊领域的拓展力度。2020 年 10 月 30 日, 公司注册成立宜昌起帆电缆有限公司投资特高压、海底电缆等项目, 目前该项目中海底电缆第一批订单已实现生产交付, 特高压领域现阶段可实现 500KV 电压以下的生产。同时, 为

¹池州起帆特种电线电缆生产基地建设项目一期工程总产能可为 37.28 万公里, 其中电力电缆产能 1.28 万公里, 电气装备电缆产能 36 万公

缓解产能压力, 公司在安徽池州新设生产基地, 跟踪期内, 池州特种电线电缆生产基地建设项目一期¹完工投产, 池州基地产能进一步上升。截至 2021 年 3 月末, 各生产基地合计年产能可为 178.52 万公里。

中诚信国际认为, 跟踪期内, 新基地投产带动公司产品市场占有率和品牌影响力进一步提升, 且公司加速在特种线缆领域的布局, 提高了抗风险能力。中诚信国际将对新增产能消化情况保持持续关注。

表 1: 公司生产基地布局 (公里/年)

	金山基地	池州基地	宜昌基地
2021 年 3 月末总产能	1,374,000	409,600	1,600
其中: 电力电缆	91,200	30,080	1,120
电气装备电缆	1,282,800	379,520	480
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	海底电缆、高中低压电力电缆

注: 2021 年 3 月末产能数为年化数据。

资料来源: 公司提供

2020 年以来, 受益于池州特种电线电缆生产基地建设一期项目充分投产, 公司电力电缆、电气装备电缆产量均有所提升。2020 年末上述产品产量分别增长 27.50% 和 19.13%。此外, 新增产能消化情况亦较好, 产销率维持在较高水平。2021 年一季度, 由于订货量增加, 公司增加生产使得当期产销率小幅下滑。

表 2: 公司主要产品产能及产销情况 (万公里/年、万公里、%)

产品	指标	2018	2019	2020	2021.3
电力电缆	产能	8.25	9.14	11.56	3.06
	产量	7.61	9.02	11.50	3.05
	销量	7.76	8.93	11.27	2.76
	产能利用率	92.26	98.67	99.47	99.53
	产销率	101.89	99.05	98.05	90.68
电气装备电缆	产能	123.05	139.56	167.94	41.57
	产量	121.18	140.82	167.76	41.53
	销量	120.30	137.58	166.09	38.76
	产能利用率	98.48	100.90	99.89	99.90
	产销率	99.27	97.71	99.01	93.32

注: 2021 年 1~3 月产能数据未经年化。

资料来源: 公司提供

里。

跟踪期内，铜、铝等主要金属原材料市场价格持续上升，公司采购成本相应增加，但成本端价格上涨基本能向下游传导；2021年以来，公司积极开展主要原材料套期保值业务，但整体成本控制能力仍有待加强

公司生产所需原材料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%。跟踪期内，随着池州特种电线电缆生产基地建设项目一期完工投产，公司相应增加对主要原材料的采购量。2020年4月以来，伴随疫情得到有效控制，工业制造需求逐步释放，供需短缺支撑铜、铝等工业基础原材料走高，公司采购均价相应上升。2021年以来，铜材及铝材价格持续上升对公司生产成本控制造成一定压力。

2021年2月起，公司对铜材及橡胶等主要原材料开展期货套期保值业务²，截至目前，累计持仓盈利超过900万元。**中诚信国际认为**，金属原材料市场定价机制成熟，公司议价空间较小，且公司套期保值仓位对总采购额的覆盖程度一般，采购成本控制能力仍有待加强。

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，但铜价仅发生小幅波动时，公司一般不对售价进行调整。2020年，受行业竞争加剧以及产品结构变化等因素影响，普通电力电缆、特种电气装备电缆销售价格小幅下滑。但整体看，公司电力电缆、电气装备电缆销售均价均随着主要原材料采购成本上升相应上涨。

表 3：公司主要原材料采购及产品售价情况（单位：吨、元/千克、元/米）

原材料	2018		2019		2020		2021.1~3	
	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	104,495.12	45.07	133,188.62	43.08	195,327.86	43.83	54,657.79	53.93
铝材	3,974.02	13.67	5,032.58	13.58	7,703.81	14.82	1,903.83	15.82
绝缘、护套料	49,167.68	8.83	61,774.69	9.12	90,019.76	9.14	24,123.26	10.71
铠装材料	4,768.35	6.53	5,095.55	6.35	8,984.01	5.58	2,655.08	6.08
其他	17,643.34	8.96	21,484.57	10.33	31,812.11	11.11	8,202.52	11.27
销售均价	2018		2019		2020		2021.1~3	
电力电缆	45.66		48.15		49.23		60.77	
其中：普通电缆	42.59		43.73		40.30		47.16	
特种电缆	52.09		57.49		60.40		72.63	
电气装备电缆	2.18		2.28		2.37		2.86	
其中：普通电缆	2.07		2.18		2.31		3.06	
特种电缆	2.49		2.53		2.48		2.51	

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

跟踪期内，公司加大对直销客户的开拓力度，但其信用账期较长，经营占款对公司经营获现水平造成较大影响

跟踪期内，公司加大工程用户、电力公司等直销客户的拓展力度，目前直销客户主要包括国家电网有限公司、中国铁建股份有限公司、中国建筑股

份有限公司、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。随着大型客户开拓成效显现及重点项目的应用，2020年直销客户新签合同金额同比大幅增长67.60%，占当年新签总额的比重上升至54.14%。公司经销客户主要为签约经销商，2020年公司与签约经销商新签合同金额占当年经销模式下新签总额的91.66%。从结算

²公司仅对自主备货库存中的部分铜材及橡胶进行套期保值操作，仓位约为总存货规模的30%~50%，一般以远期合约形式进行，公司每月确认套期工具的公允价值变动情况。

模式及账期来看，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或央企子公司，信用资质较好，回款安全性高；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。

表 4：近年来公司新签合同情况（亿元）

销售模式	2018	2019	2020	2021.1~3
经销	42.38	43.69	43.52	12.36
其中：签约经销商	39.43	38.77	39.89	11.43
贸易客户	2.94	4.92	3.63	0.93
直销	19.22	30.65	51.37	15.53
合计	61.60	74.34	94.89	27.89

资料来源：公司提供

从销售区域看，由于公司产能依然集中在华东地区，且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，跟踪期内，销售收入仍主要来自于该地区。但随着公司加大对长三角以外的市场的拓展力度，2020年华东地区销售收入占总收入的比重下降至56.32%。此外，跟踪期内，公司进一步优化市场营销网络布局，2020年12月25日，公司注册成立起帆电缆投资（福建）有限公司作为东南地区销售平台。

整体看，公司作为长三角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及销售商之一，销售网络布局完善、客户管理政策健全。随着直销模式下业务拓展力度加大，2021年以来，公司中标中铁电气化局集团、中铁建工集团下属工程公司多个物资采购招标项目，带动一季度直销新签金额同比增长。截至2021年3月末在手订单为7.53亿元，为后续收入增长提供了一定保障。**中诚信国际认为**，公司在华东地区拥有较强的市场竞争力，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，经营占款亦对经营活动获现水平造成较大影响。

从在建项目来看，截至2021年3月末，池州起帆特种电线电缆生产基地建设项目一期已完工投产，二期项目预计于2021年内完工，该项目为2020年7月公司首次公开发行股票募集资金投资项目；池州起帆电线电缆产业园建设项目为“起帆转债”募投项目，达产后新增年产能约110万公里，该项目募集资金投入金额为7亿元，差额部分公司将通过自有资金、银行贷款等途径自筹解决，未来仍面临一定的资本支出压力。

表 5：截至 2021 年 3 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	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	2.51	0.50	--
池州起帆电线电缆产业园建设项目	15.00	0.13	0.60	1.00

注：池州起帆特种电线电缆生产基地建设项目总投资 45,000 万元，其中固定资产 35,000 万元，铺底流动资金 10,000。

资料来源：公司提供

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2018~2020年度财务报告及未经审计的2021年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报表期末数。

跟踪期内销售规模的扩大以及良好的期间费用控制能力带动公司盈利水平提升，但需关注原材料价

格上涨及信用减值对盈利能力的影响

受益于池州基地一期产能的释放以及宜昌基地建成投产，2020年公司营业总收入同比增长27.32%；其中，由于进一步加大特种电缆的研发及销售力度，当期特种电缆收入增幅较大，收入占比已达到约50%。2021年一季度，公司销售不再受到疫情的负面影响，叠加国家对电力等基础设施投资力度加大，电力电缆销售收入接近翻倍，拉动当期

营业总收入同比大幅提升 112.73%。毛利率方面，受铜材、铝材、绝缘和护套料等主要原材料价格上涨以及运输费用计入营业成本影响，2020 年公司营业毛利率有所下滑；其中电气装备用电缆下降较多，主要系公司为在疫情结束后抢先占领市场而主动调降电气装备用电线电缆销售价格所致。2021 年 1~3 月，原材料采购均价继续走高，电力电缆毛利率进一步下降；由于大型轨道交通、重点工程建设类客户采购电气装备用电线电缆增多，且其对电气装备用电线电缆价格敏感程度较低，公司主动调升销售价格带动毛利水平有所回升，带动当期公司整体毛利率有所改善。

表 6：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
电力电缆	35.41	43.01	55.49	16.79
其中：普通类	22.34	26.52	25.26	6.07
特种类	13.07	16.49	30.24	10.72
电气装备电缆	26.19	31.33	39.40	11.10
其中：普通类	18.74	21.69	23.51	7.84
特种类	7.45	9.64	15.89	3.26
其他业务	1.63	2.13	2.47	0.64
营业总收入	63.23	76.47	97.36	28.53
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
电力电缆	9.35	10.05	9.68	7.86
其中：普通类	8.85	9.09	8.09	7.59
特种类	10.19	11.60	11.01	8.02
电气装备电缆	12.54	13.36	10.69	14.89
其中：普通类	11.54	12.35	9.69	14.50
特种类	15.07	15.64	12.17	15.83
其他业务	--	--	0.08	4.09
营业毛利率	10.12	10.80	9.85	10.51

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

2020 年期间费用同比小幅增长，其中，受新收入准则下运杂费计入成本影响，销售费用在销售规模扩大的情况下仍小幅下降；管理费用有所增长，主要系公司加大新能源汽车、光伏等高端电缆的研发力度以及业务招待等相关费用增加所致；而由于债务规模扩大，利息费用的增长亦造成财务费用同比上升。2021 年 1~3 月，销售规模、职工薪酬、研发投入及利息支出均同比增加，共同导致期间费用同比增长超过 100%。但受益于营业总收入增幅更大，当期期间费用率持续压降，费用控制能力良好。

跟踪期内，经营性业务利润仍为利润总额的主要构成，且在收入规模扩大及期间费用率持续下降的带动下不断增加，利润总额随之增厚；但 2020 年资产减值损失对利润的侵蚀有所加大，主要系随着经营性应收项目增加，公司按照新会计准则计提合同资产减值损失 0.11 亿元所致。受益于利润总额的提升，2020 年 EBIT 及 EBITDA 有所增长，但由于收入增幅较大以及首发上市使得资产规模亦大幅上升，EBITDA 利润率及总资产收益率同比回落。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
销售费用	1.64	2.04	1.62	0.38
管理费用	0.94	1.15	1.63	0.40
财务费用	0.31	0.43	0.70	0.27
期间费用合计	2.89	3.63	3.95	1.05
期间费用率(%)	4.57	4.74	4.05	3.69
经营性业务利润	3.48	4.71	5.97	1.96
资产减值损失	0.11	0.007	0.11	0.00
信用减值损失	--	0.17	0.32	0.01
利润总额	3.39	4.44	5.53	1.92
EBITDA 利润率(%)	6.41	7.09	7.05	--
总资产收益率(%)	14.77	15.28	13.26	--

注：中诚信国际分析时将“研发费用”计入管理费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受益于利润累积以及新股发行，跟踪期内公司资本实力有所提升；但业务规模扩张造成外部融资需求上升，债务增长较快且以短期为主，同时应收账款及存货大幅增长对营运资金的占用亦需保持关注

跟踪期内公司资产规模不断扩大，主要来自流动资产的增加。其中，在首发上市成功、加大外部融资力度以及增加原材料采购的共同影响下，2020 年末货币资金与上年末基本持平，其中受限部分为 1.09 亿元，同时利用闲置资金购买 1.20 亿元结构性存款；随着销售规模的扩大以及账期较长的直销客户占比上升，当期末应收账款及应收票据均明显增长，账龄一年内的应收账款占比维持在 90% 以上，累计计提坏账准备为 1.20 亿元，且随着市场拓展前五大应收款占比有所下降；2020 年末存货规模亦较上年末大幅增加，主要系新增产能释放以及公司为应对订单增长而加大原材料采购并进行提前备货所致。非流动资产方面，随着池州特种电线电缆生

产基地逐步投产以及池州起帆电线电缆产业园的建设，跟踪期内在建工程和固定资产呈上升态势。截至 2021 年 3 月末，受生产规模扩大带动原材料采购需求上升以及公司继续加大备货力度影响，货币资金及存货此消彼长；应收账款亦较上年末小幅增加，主要系直销客户进一步增加及年初未到货款回收期所致。**中诚信国际注意到**，2020 年以来公司经营应收及存货规模增速较快，虽然计提减值风险较低，但仍对流动资金形成很大占用，后续货款回收及存货消化情况需保持关注。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	4.66	7.68	7.14	2.57
应收账款	7.98	10.26	16.16	18.82
应收票据（含应收款项融资）	1.86	1.42	4.03	3.41
存货	6.29	8.30	19.99	29.85
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	1.20	1.58
流动资产	21.23	28.37	49.25	57.55
固定资产	3.77	5.72	5.94	5.98
在建工程	0.91	0.01	0.58	0.76
总资产	27.67	35.90	57.81	67.15

注：中诚信国际分析时将“交易性金融资产”计入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”；将“合同资产”计入“存货”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

采购量的增加以及池州基地、宜昌基地等多个在建项目的推进不断推高公司资金需求，短期借款规模随之增长；同时，由于采用新租赁准则，2021 年 3 月末公司新增 1.07 亿元租赁负债，有息债务及负债总额均呈持续扩张态势，且短期债务占比维持在 95% 以上，债务结构亟待优化。此外，跟踪期内应付票据及应付账款有所波动，其中 2020 年末有所下降，主要系公司为降低采购成本使用现款支付比例增加，经营性应付款支付加快所致。

2020 年 7 月公司首次公开发行股票募集资金净额 8.65 亿元，2020 年末实收资本、资本公积均有所增加；同时随着利润的积累，未分配利润同比增长 41.26%，共同带动所有者权益规模扩大，当期末资产负债率及总资本化比率同比下降。截至 2021 年 3 月末，受益于当期利润情况向好，所有者权益保持增长态势；但受债务增幅更大影响，当期末财务杠杆比率有所回升。此外，2020 年公司进行现金分

红 0.50 亿元，占当期归属于上市公司普通股股东净利润的 12.20%；现金分红比例低于 30%，主要由于公司处于生产基地建设及扩产期，需留存充足收益用于流动资金周转。2021 年 5 月，可转债的发行可在一定程度上缓解公司资金压力，且其转股后公司资本实力将进一步提升。

表 9：近年来公司主要负债及所有者权益情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	4.84	7.68	16.37	19.87
应付票据	2.49	2.73	2.60	3.80
应付账款	4.00	5.84	5.24	7.14
总负债	15.42	20.31	30.11	37.96
短期债务	7.97	11.05	19.22	23.94
总债务	8.40	11.34	19.40	25.13
实收资本	3.51	3.51	4.01	4.01
资本公积	2.81	2.81	10.82	10.82
未分配利润	5.21	8.24	11.64	13.12
所有者权益合计	12.26	15.59	27.71	29.19
资产负债率	55.71	56.57	52.08	56.53
总资本化比率	40.66	42.11	41.18	46.26

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来经营获现情况大幅弱化，资金缺口的扩大使得净筹资规模明显增加，偿债能力有所下滑

2020 年公司经营活动现金流转为大幅净流出态势，一方面系直销模式占比提升带来的回款及交货周期变长导致资金占用增加，另一方面由于原材料采购量和现款采购比例上升，当期经营活动现金流出同比大幅增加；由于池州基地一期主要产线已于上年基本建成，2020 年资本支出小幅回落，但受购买 1.20 亿元理财影响，当期投资活动现金净流出规模有所增加；在上述因素的带动下，公司外部融资需求大幅上升，加之上市融资款到位，筹资活动净现金流同比大幅增加。2021 年一季度，受公司继续扩大生产、采购规模以及季节性回款因素影响，经营活动现金流仍呈净流出态势；投资活动净流出同比上升，主要系套期保值业务增加及池州产业园建设推进所致。

由于跟踪期内经营活动净现金流为负，无法对债务本息形成有效覆盖；而受以短期债务为主的带息负债持续增长影响，2020 年 EBITDA 对债务本息

及货币资金对短期债务的保障能力均有所减弱，且 2021 年 3 月末可动用货币资金余额较低，其对短期债务的保障能力大幅下降。**中诚信国际认为**，2020 年以来公司面临一定短期偿债压力，同时经营获现能力亟待改善；虽然可转债发行完成可在一定程度上缓解资金压力，但由于尚有生产基地和产业园等项目在建，加之生产规模持续扩张，未来资金需求或将继续增加。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	0.08	1.31	-15.14	-7.47
投资活动净现金流	-1.25	-1.11	-1.94	-0.63
筹资活动净现金流	4.26	2.16	17.24	2.78
经营活动净现金流/总债务	0.01	0.12	-0.78	-1.19*
经营活动净现金流/利息支出	0.32	3.14	-22.05	--
经调整的经营净现金流/总债务	-15.85	8.82	-81.19	--
总债务/EBITDA	2.07	2.09	2.83	--
EBITDA 利息保障倍数	15.54	13.00	9.99	--
货币资金/短期债务	0.58	0.69	0.37	0.11

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，但备用流动性一般，或有负债风险较小

财务弹性方面，截至 2021 年 3 月末，公司共获得综合授信额度 27.97 亿元，其中未使用授信额度 6.45 亿元，备用流动性一般。此外，公司完成上市后融资渠道拓宽，直接融资能力增强，并于 2021 年 5 月完成可转债的发行。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 5.76 亿元，占当期净资产的比重为 19.73%。其中用于抵押借款的固定资产 2.29 亿元，作为履约保证金和票据保证金的货币资金 1.83 亿元。

截至 2021 年 3 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，2018~2021 年 05 月 21 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

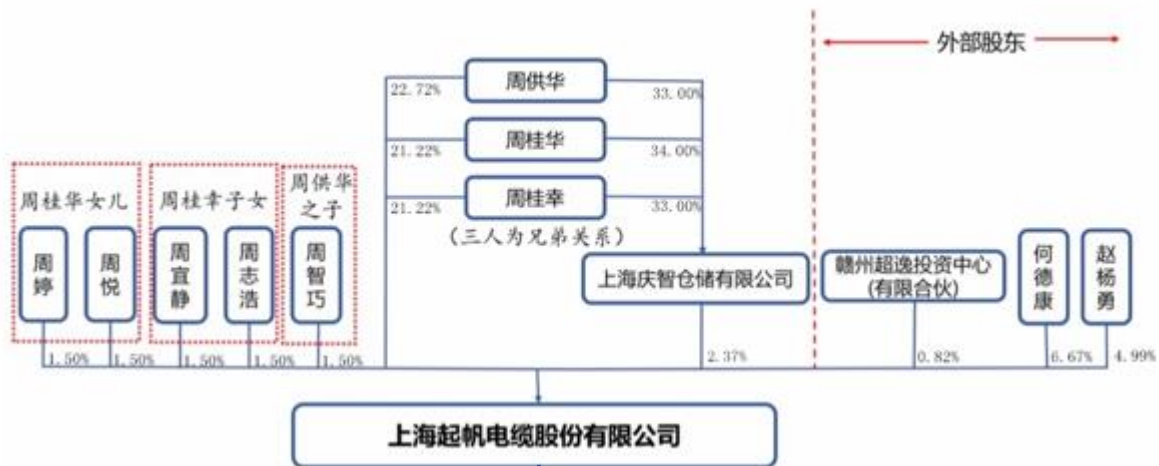
公司控股股东对公司支持意愿很强，但支持能力较弱；作为上海市规模最大的电线电缆制造企业，近年来公司持续获得各项政府补助

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，2020 年收到并计入当期损益的政府补助增至 0.44 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。

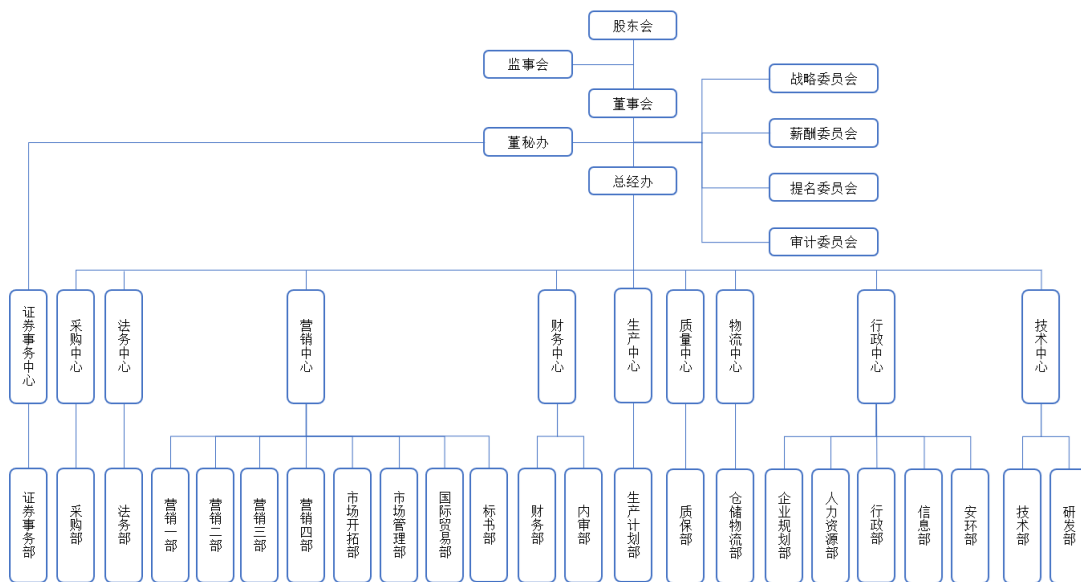
评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海起帆电缆股份有限公司的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；维持“起帆转债”的债项信用等级为 **AA-**。

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 2021 年 3 月末)



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%
宜昌起帆电缆有限公司	宜昌起帆	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

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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	46,559.16	76,784.56	71,417.14	25,669.53
应收账款净额	79,796.49	102,599.62	161,572.55	188,207.05
其他应收款	1,629.21	2,018.98	2,817.62	2,743.41
存货净额	62,879.93	82,990.65	199,913.46	298,515.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	37,688.55	57,230.06	59,400.96	59,831.33
在建工程	9,086.84	88.22	5,766.86	7,619.41
无形资产	8,671.79	9,272.37	9,030.11	8,969.25
总资产	276,701.64	358,975.32	578,114.99	671,478.26
其他应付款	2,223.37	75.73	179.25	1,424.00
短期债务	79,690.27	110,502.00	192,181.69	239,360.36
长期债务	4,273.00	2,900.00	1,800.00	11,908.13
总债务	83,963.27	113,402.00	193,981.69	251,268.48
净债务	37,404.10	36,617.44	122,564.55	225,598.96
总负债	154,150.45	203,089.25	301,063.49	379,605.59
费用化利息支出	2,606.48	4,168.93	6,866.14	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	122,551.20	155,886.07	277,051.50	291,872.67
营业总收入	632,267.79	764,724.33	973,586.77	285,298.41
经营性业务利润	34,755.80	47,111.01	59,717.65	19,609.94
投资收益	-7.81	-241.27	37.48	37.48
净利润	25,127.04	33,334.87	41,034.19	14,210.33
EBIT	36,474.85	48,575.58	62,145.04	--
EBITDA	40,501.97	54,206.80	68,603.94	--
经营活动产生现金净流量	834.75	13,104.86	-151,376.49	-74,650.12
投资活动产生现金净流量	-12,451.09	-11,120.86	-19,414.97	-6,343.21
筹资活动产生现金净流量	42,635.47	21,625.92	172,352.48	27,825.00
资本支出	12,466.59	11,228.88	7,416.31	2,358.91
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	10.12	10.80	9.85	10.51
期间费用率(%)	4.57	4.74	4.05	3.69
EBITDA 利润率(%)	6.41	7.09	7.05	--
总资产收益率(%)	14.77	15.28	13.26	--
净资产收益率(%)	24.16	23.94	18.96	19.98*
流动比率(X)	1.51	1.49	1.66	1.57
速动比率(X)	1.06	1.05	0.99	0.76
存货周转率(X)	9.22	9.35	6.20	4.10*
应收账款周转率(X)	7.79	8.39	7.37	6.53*
资产负债率(%)	55.71	56.57	52.08	56.53
总资本化比率(%)	40.66	42.11	41.18	46.26
短期债务/总债务(%)	94.91	97.44	99.07	95.26
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	0.12	-0.78	-1.19*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.01	0.12	-0.79	-1.25*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.32	3.14	-22.05	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-15.85	8.82	-81.19	--
总债务/EBITDA(X)	2.07	2.09	2.83	--
EBITDA/短期债务(X)	0.51	0.49	0.36	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	15.54	13.00	9.99	--
EBIT 利息保障倍数(X)	13.99	11.65	9.05	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司的“租赁负债”调整至长期债务；3、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；4、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）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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。