



2022年中辰电缆股份有限公司创业板向不 特定对象发行可转换公司债券2022年跟踪 评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年中辰电缆股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
中辰转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持中辰电缆股份有限公司（以下简称“中辰电缆”或“公司”，股票代码：300933.SZ）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“中辰转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：电线电缆行业市场规模较大，公司在行业内具有一定的竞争优势，且上市后公司资本实力有所增强，融资渠道有所拓宽；同时也关注到，公司应收账款规模较大且持续增长，存在一定的回收风险，存在原材料价格波动带来的成本控制压力及新建产能无法充分消纳的风险，以及面临一定的资本支出压力及较大的短期偿债压力。

未来展望

- 公司在电线电缆行业具有一定的竞争优势，且上市后公司资本实力有所增强，融资渠道有所拓宽。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月28日

联系方式

项目负责人：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	29.02	28.69	22.30	18.93
归母所有者权益	13.74	13.54	10.28	9.37
总债务	11.69	10.20	9.05	6.85
营业收入	5.03	25.31	20.54	20.94
净利润	0.19	0.79	0.90	0.96
经营活动现金流净额	-2.85	0.44	-0.91	1.16
销售毛利率	14.14%	14.39%	16.35%	16.61%
EBITDA 利润率	--	7.01%	8.50%	8.59%
总资产回报率	--	4.85%	6.54%	7.92%
资产负债率	51.75%	51.86%	52.54%	48.86%
净债务/EBITDA	--	2.19	2.89	1.79
EBITDA 利息保障倍数	--	4.59	5.38	5.72
总债务/总资本	45.49%	42.49%	46.09%	41.45%
FFO/净债务	--	25.29%	16.25%	26.71%
速动比率	1.22	1.28	1.32	1.32
现金短期债务比	0.46	0.70	0.51	0.61

资料来源：公司2017-2019年及2020年1-6月审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **电线电缆行业市场规模较大，公司在行业内具有一定的竞争优势。**电线电缆广泛应用于电网建设、发电、电气化铁路、城市轨道交通、通信等行业，行业产值过万亿元，产品市场规模较大，公司位列“2021年中国线缆行业具有竞争力企业100强”第30位，在行业内具有一定的竞争优势。
- **上市后公司资本实力有所增强，融资渠道有所拓宽。**2021年1月公司首次公开发行股票募集资金，公司资本实力有所增强，融资渠道有所拓宽。

关注

- **公司应收账款规模较大且持续增长，存在一定的回收风险。**公司业务回款周期较长，应收账款规模较大且持续增长，对公司资金形成较大占用，此外，公司应收账款账龄有所延长，2021年公司计提应收账款坏账损失0.12亿元，存在一定的回收风险。
- **公司存在铜等原材料价格波动带来的成本控制压力。**电线电缆行业具有明显的“料重工轻”特征，其中铜占产品成本的比重较高，2020年二季度以来铜价持续攀升，且仍处于高位，需关注铜等原材料价格波动对公司带来的成本控制压力。
- **公司存在新建产能无法充分消纳的风险及一定的资本支出压力。**电线电缆行业企业众多，行业集中度低，市场竞争激烈，截至2021年末，公司主要在建、拟建产能项目投资规模较大，项目建成投产之后，公司面临市场规模提升压力，需关注未来公司新建产能无法充分消纳的风险，且主要在建、拟建项目尚需投入一定资金，公司面临一定的资本支出压力。
- **公司面临较大的短期偿债压力。**2022年3月末，公司总债务规模较2020年末有所增长，且基本为短期债务，现金短期债务比处于较低水平，面临较大的短期偿债压力。

同业比较（单位：亿元）

指标	华通线缆	万马股份	汉缆股份	杭电股份	起帆电缆	中辰股份
总资产	43.87	114.21	93.21	87.55	92.51	28.69
营业收入	43.97	127.67	89.81	74.43	188.78	25.31
净利润	1.18	2.74	7.71	1.09	6.83	0.79
销售毛利率	14.22%	12.93%	20.55%	14.56%	8.69%	14.39%
资产负债率	50.00%	60.12%	30.17%	68.34%	59.72%	51.86%

注：以上各指标均为2021年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	中等
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	5

公司规模	4	EBITDA 利息保障倍数	6
产品、服务和技术	4	总债务/总资本	5
品牌形象和市场份额	4	FFO/净债务	4
经营效率	4	杠杆状况调整分	-2
业务多样性	3	盈利状况	强
		盈利趋势与波动性	优秀
		盈利水平	3
业务状况评估结果	中等	财务状况评估结果	较小
指示性信用评分			aa-
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-09-06	毕柳、范俊根	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
中辰转债	5.71	5.71	2021-09-06	2028-5-31

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年5月31日发行6年期5.71亿元可转换公司债券，募集资金计划用于工业自动化用高柔性电缆和轨道交通用信号电缆建设项目及补充流动资金。截至2022年6月7日，“中辰转债”募集资金专项账户余额为5.64亿元。

三、发行主体概况

2020年12月，经中国证券监督管理委员会证监许可【2020】3570号文核准，公司公开发行股票9,170万股，并于2021年1月22日在深圳证券交易所上市交易（股票简称“中辰股份”，股票代码：300933.SZ），此次发行后公司总股本为45,850万股。跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2022年3月末，公司总股本为45,850万股，控股股东仍为中辰控股有限公司，持股比例为48.80%，实际控制人仍为自然人杜南平和张茜，系父女关系，无股权质押情况¹，公司股权结构图见附录二。

2021年2月公司财务总监刘志庆辞职；同月公司董事衣进辞职，不再担任公司及子公司任何职务；2021年4月公司独立董事朱霖辞职。2021年公司合并范围无变化，截至2021年末，公司合并范围内的子公司共5家，具体情况见附录四。公司仍主要从事电线电缆及电缆附件的研发、生产与销售，主要电线电缆产品为110kV及以下电力电缆、750kV及以下裸导线、电气装备用电线电缆等。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经

¹ 根据公司2022年6月23日披露的公告，公司控股股东中辰控股质押的可转债数量为150.00万张，占其所持数量比例为53.88%，占公司可转债数量比例为26.29%。

济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

我国电线电缆企业众多，行业集中度低，中低端产品产能过剩，同时高端电缆供给不足

我国电线电缆行业企业众多，2020年我国电线电缆行业规模以上的企业数量达4,000余家，行业销售收入达1.08万亿元，同比增长5.02%，但过多的企业使得国内线缆行业集中度低，而美国、日本、法

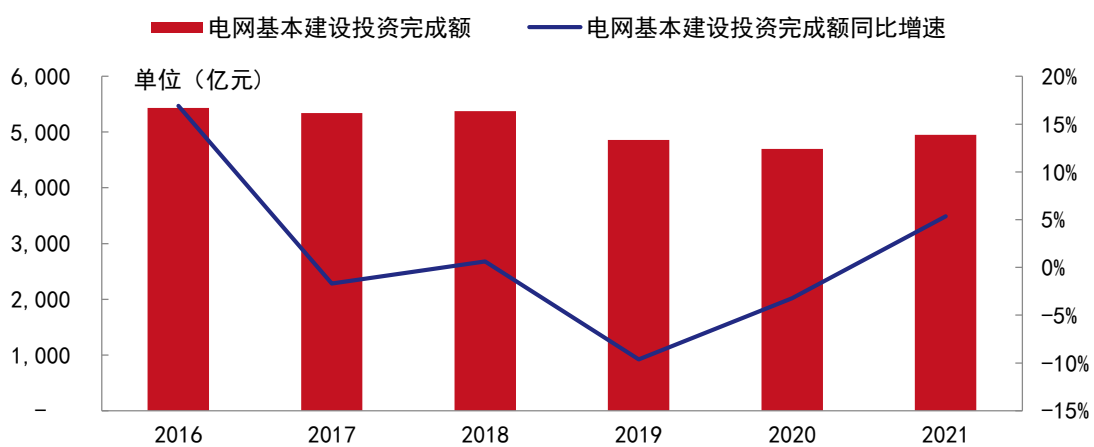
国等国家线缆行业集中度明显较高，前十大线缆厂商占比均超过60%，过度分散的竞争格局导致线缆行业绝大部分的产能集中于同质、重复的中低端产品上，中低端产品产能过剩，但同时我国高技术、高附加值的高端电缆、特种装备用的特种电缆等产品供不应求，主要依赖进口、外资企业、国内合资企业和国内领先的大型企业供应。

电线电缆行业下游应用领域广泛，2021年电网领域投资对电线电缆需求有所支撑，同时通信行业、铁路及轨道交通建设对电线电缆的需求空间仍较大

电线电缆行业属于配套行业，在国民经济产业链中位于中游，下游产业的发展状况将直接影响到电线电缆行业的需求。从线缆产品应用领域来看，电力、通信、交通等行业是消费线缆产品较多的行业。

电力行业是电线电缆最大的下游行业，每年消费的线缆产品规模超过电线电缆行业销售总额的30%。我国电网建设经过“十二五”期间的高速发展，电源供给及输电线逐步完善，2017年我国电网基本建设投资完成额（以下简称“电网投资额”）结束了连续4年的增长，同比下降1.70%，2019-2020年我国电网投资额连续下降，2021年我国电网投资额有一定回升，总体来看，2019年以来我国电网投资额相对较为稳定，对电线电缆行业需求有所支撑。

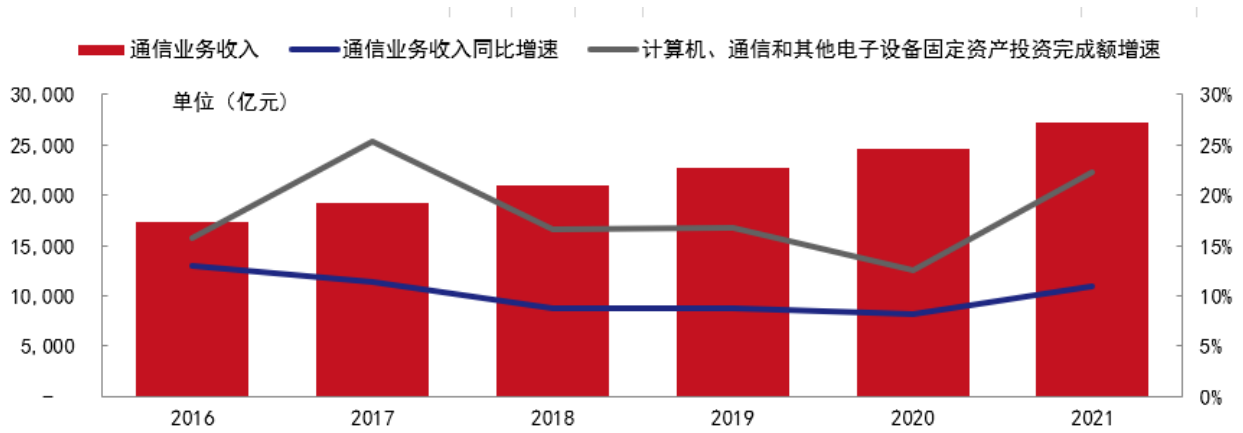
图1 2021年我国电网基本建设投资完成额有一定回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

通信行业是电线电缆的另一重要应用领域，2021年我国通信行业稳步发展，全国通信业务收入达27,292万元，同比增长10.94%，计算机、通信和其他电子设备固定资产投资完成额同比增速达22.3%，较2019及2020年均有所提升，通信行业的稳步发展对电线电缆行业的发展起到了一定推进作用，预计未来通信行业对线缆产品需求仍旺盛。

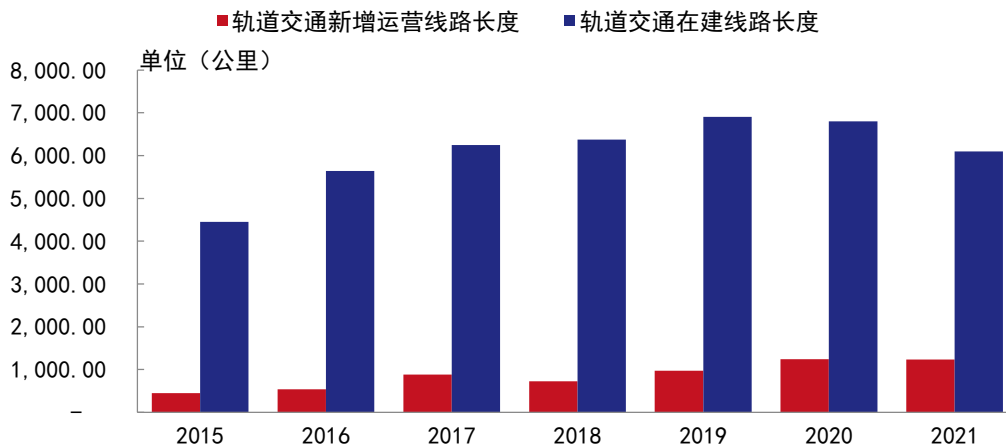
图2 2021年我国通信业务收入及计算机、通信和其他电子设备固定资产投资保持增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

除电力、通信行业外，铁路和轨道交通在建设中也需用到大量电线电缆，是电线电缆行业重要的下游行业。近年我国铁路营业里程快速提升，根据国家铁路局公布的数据，2021年全国铁路营业里程达到15万公里，较上年增加0.37万公里，高速铁路营业里程达到4万公里，较上年增加0.20万公里，高铁占铁路营业里程的26.67%。投资方面，2021年我国铁路固定资产投资完成额为7,489亿元，较2020年小幅下降，根据中国国家铁路集团有限公司2020年8月出台的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，预计到2035年全国铁路网将达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右。轨道交通行业方面，随着我国城镇化进程的不断推进，主要的一、二线城市对轨道交通需求日益凸显，国内轨道交通运营线路长度由2015年末的3,618.00公里增至2021年末9,206.80公里，复合增长率达16.84%，2021新增运营线路长度达1,237.1公里，与2020年基本持平，2021年末在建路线长度达6,096.40公里，未来新线铁路及轨道交通建设对电线电缆的需求空间仍较大。

图3 2021年我国轨道交通新增运营线路及在建线路长度仍较大

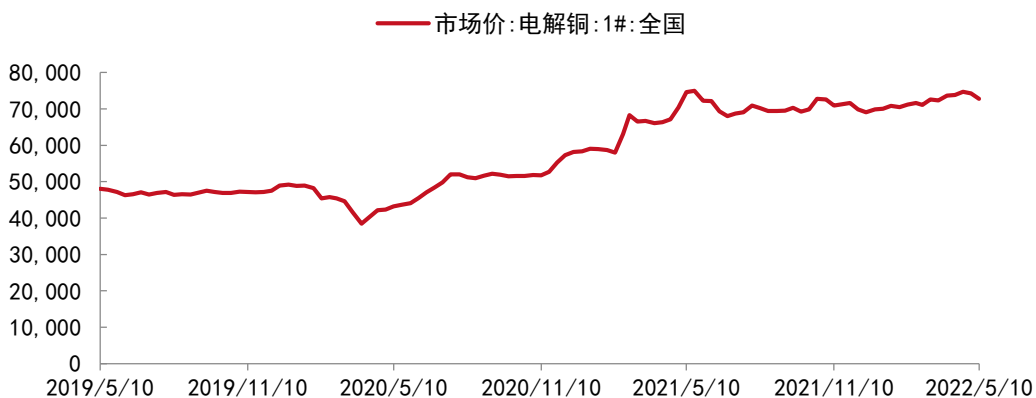


资料来源：Wind、中国城市轨道交通协会，中证鹏元整理

2021年铜价持续攀升，且处于高位，若原材料价格上涨压力无法充分转移至下游客户将对电线电缆企业利润形成挤压

电线电缆原材料主要包括金属原材料、绝缘、护套等，其中金属原材料在成本构成中占主导地位，而金属原材料则以铜为主，其价格走势对电线电缆的成本影响较大。受供给侧改革、环保限产以及落后产能退出的影响，2016年以来铜价呈上涨的态势，之后铜价呈波动下降的态势，受疫情的影响，2020年初铜价有所下降，2020年二季度以来国内率先复工复产拉动消费回暖，叠加多国出台托底经济政策，带动铜价回升，铜处于供应受限而需求回升的过程中，进而使得铜价持续攀升，2021年铜价仍维持上涨态势，且仍处于高位，若原材料价格上涨压力无法充分转移至下游客户将对电线电缆企业利润形成挤压。

图4 2021年以来铜价持续增长（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要从事电线电缆及电缆附件的研发、生产与销售，随着上游原材料价格上涨带动产品销售价格提升，2021年公司实现营业收入25.31亿元，同比增长23.20%，其中电力电缆销售收入占比仍在85%以上，电气装备用电线电缆销售收入较上年略有增长，裸导线收入同比大幅增长，系裸导线中标的订单增加，公司加大对裸导线的生产销售。毛利率方面，受铜等原材料价格上涨、运输费计入主营业务成本以及市场竞争加剧的因素影响，2021年公司各产品的毛利率有一定下滑。2022年1-3月，公司实现营业收入5.03亿元，同比增长8.41%，销售毛利率为14.14%，较2021年略有下降。

表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
电力电缆	21.96	14.79%	17.80	16.30%
电气装备用电线电缆	2.15	10.42%	2.07	15.01%
裸导线	0.97	11.35%	0.41	15.05%
电缆附件	0.20	24.26%	0.25	33.13%
其他业务	0.03	46.43%	0.01	20.47%
合计	25.31	14.39%	20.54	16.35%

注：公司其他业务收入主要为材料及废料销售收入。

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

公司在电线电缆行业具有一定的竞争优势，在建、拟建产能项目投资规模较大，需要关注未来公司新建产能无法充分消纳的风险以及项目持续投入所带来的资金压力

公司以电力电缆、裸导线、电气设备用电线电缆和电缆附件为主导产品，并以国家电网、南方电网以及“两网”公司下辖省市县电力公司为主要客户，此外，公司积极拓展电力系统外的业务，公司产品广泛应用于电网建设、发电、电气化铁路、城市轨道交通、通信等行业。目前公司有3个生产基地，其中2个位于江苏省宜兴市，1个位于山东省德州市。

公司是电线电缆行业上市公司之一，经由中国电器工业协会电线电缆分会和线缆信息研究院专家组成的中国线缆企业竞争力研究项目小组共同评定，公司在“2021年中国线缆行业具有竞争力企业100强”中列第三十位，在电线电缆行业具有一定的竞争优势。截至2021年末，公司拥有技术人员118人，占比15.40%，2021年公司研发费用为0.83亿元，占当期营业收入的比例为3.26%。

生产方面，由于客户所需电线电缆的型号繁多，不同客户对产品性能、规格、长度等方面的要求不尽相同，故公司一般实行“以销定产”的生产模式。

受产品订单交货期较短、产线短期生产满负荷等因素影响，2021年公司继续对外采购电线电缆及电缆附件，公司外购的主要是工艺相对简单、附加值相对较低的电线电缆产品以及无法自主生产的部分规格型号的电缆附件产品，并对外购产品进行入库检验和派出驻厂生产检验员进行质量过程监管等方式确

保外购产品的质量。2021年公司向其他合格电线电缆企业及电缆附件企业采购电线电缆及电缆附件的金
 额为1.12亿元，外购产品金额有所增长，外购产品金额占营业总成本的比例为4.59%，与上年基本持平，
 仍需注意外购产品的质量管控风险。

表2 2020-2021年公司外购的电线电缆及电缆附件产品金额情况（单位：万元）

项目名称	2021年	2020年
电力电缆	6,434.25	5,896.78
电气装备用电线电缆	4,290.48	2,205.73
裸导线	104.12	292.80
电缆附件	322.24	524.14
外购产品金额	11,151.09	8,819.45
外购产品金额占营业总成本比例	4.59%	4.53%

资料来源：公司提供

此外，公司还将部分简单的前序工艺如拉丝、绞线等委托给其他企业加工，并向其支付委托加工费，
 2021年公司支付的委托加工费规模仍不大。

表3 2020-2021年公司委托加工物资统计情况（单位：吨、万元、元/吨）

产品类型	项目	2021年	2020年
铝绞线	数量	4,385.27	1,438.56
	委托加工费	270.63	97.26
	平均加工单价	617.13	676.08
铜带	数量	679.78	738.30
	委托加工费	240.66	254.63
	平均加工单价	3,540.24	3,448.49

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司在建、拟建的募投项目（含IPO及“中辰转债”）预计总投资合计7.32亿元，
 已投资0.79亿元（其中环保型轨道交通用特种电缆建设项目、新能源用特种电缆建设项目、高端装备线
 缆研发中心建设项目系公司IPO募投项目，已募集到项目建设资金，工业自动化用高柔性电缆和轨道交
 通用信号电缆建设项目系“中辰转债”募投项目，已通过“中辰转债”募集资金4.11亿元）。除募投项
 目外，公司在建项目还包括智能超高压电缆附件建设项目，2021年末该项目已投资规模较小。公司在建
 产能项目建成投产之后，如公司未来市场拓展顺利，可为公司营业收入提供增量，但同时公司面临市场
 规模提升压力，需要关注未来公司新建产能无法充分消纳的风险，且随着项目的陆续投入，公司面临一
 定的资本支出压力。

表4 截至2021年末公司在建、拟建募投项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
环保型轨道交通用特种电缆建设项目	1.43	0.49
新能源用特种电缆建设项目	0.74	0.30
高端装备线缆研发中心建设项目	0.23	0.00

工业自动化用高柔性电缆和轨道交通用信号电缆建设项目	4.92	0.00
合计	7.32	0.79

注：上表中的总投资金额包括需购买的设备、铺底流动资金等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务回款周期较长，由于铜等原材料价格大幅上涨，2021年公司各类产品的销售均价有所提升

销售模式方面，公司采用直销的模式，在全国各省份、自治区及直辖市建设销售网络，公司通过招投标的方式来获取国家电网、南方电网等客户的订单，此外，公司还通过商务谈判方式获取订单。

结算方式方面，由于公司客户主要为各省市电力公司、电力工程公司、电力发电企业、铁路局及城轨建设单位等，客户资质比较好，公司对上述客户主要采取赊销政策，一般给予2-5个月左右的回款期，并留有5%-10%左右的质保金，付款周期相对较长。公司向国家电网管辖范围内的集体企业供货，需与国网电商科技有限公司（以下简称“国网电商公司”）结算，公司按照销售合同将货物运至电力三产公司定交货地点，电力三产公司确认收货后，公司向国网电商公司办理结算后，国网电商公司再与电力三产公司办理付款结算，国网电商公司收到电力三产公司货款后，由英大商务服务有限公司发起付款流程，审核通过后向公司付款，结算时间也相应延长。2022年3月末，公司应收账款账面价值为10.22亿元，较2020年末增长9.30%。由于公司采取“以销定产”的生产模式，2021年公司产销率处于较高水平，降低了存货滞销的风险。从不同材料生产的产品销售情况来看，2021年铜芯产品销量有所下降，铝芯产品销量较上年则小幅增长，主要系裸导线主要为铝芯产品，2021年裸导线销量增长较多。

表5 2020-2021年公司产品产销情况（单位：千米、万元）

产品类型	项目	2021年	2020年
铜芯产品	产量	2,250.40	2,774.80
	外购数量	73.30	76.71
	销量	2,386.55	2,920.23
	产销率	102.70%	102.41%
铝芯产品	产量	26,427.51	25,279.70
	外购数量	2,044.85	1,912.24
	销量	29,130.26	28,222.52
	产销率	102.31%	103.79%

注：由于公司产品型号繁多，为体现公司真实的产销水平，将产品类型分为铜芯产品及铝芯产品，并折算为标准截面产品，其中铜芯产品按照3*400mm截面标准产品所需的重量进行折算，铝芯产品按照240平方毫米所需重量折算为标准铝芯产品。上表中产销率=销量/（产量+外购数量）

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从各类用途的产品销售情况来看，2021年电力电缆销售金额有所增长，销售均价增长较多，主要系原材料价格大幅上涨及销售的产品规格差异所致，销量下降较多，除销售订单有一定下降的因素外，也有销售的产品规格差异的因素。电气装备用电线电缆销售收入小幅增长，销量有所下降；裸导线销售金额及销量同比均有所增加，系当期裸导线中标的订单增加，公司加大对裸导线的生产销售，2021年电气

装备用电线电缆及裸导线销售均价均有所提升，主要系原材料价格上涨的因素。

表6 2020-2021年公司各类产品销售情况

产品类型	项目	2021年	2020年
电力电缆	销售金额（万元）	219,592.78	178,044.50
	销量（千米）	47,430.59	65,559.82
	销售均价（万元/千米）	4.63	2.72
电气装备用电线电缆	销售金额（万元）	21,468.411	20,673.96
	销量（千米）	26,837.35	30,112.48
	销售均价（万元/千米）	0.80	0.69
裸导线	销售金额（万元）	9,714.06	4,065.95
	销量（吨）	5,739.56	3,095.10
	销售均价（万元/吨）	1.69	1.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游客户主要为国家电网、南方电网以及“两网”公司下辖省市县电力公司，近年公司对国家电网及其下属企业的销售占比均处于较高水平，且产品销售领域仍以电力领域为主，需注意公司业务对国家电网的依赖风险。

电线电缆行业具有明显的“料重工轻”特征，铜占营业成本的比重大，需关注铜等原材料价格波动对公司的成本控制压力

公司生产经营中采购的原材料主要包括金属材料和化工原料，其中金属材料主要包括铜杆、铝杆、铜绞线、镀锌钢带等，化工原料主要包括绝缘料、屏蔽料和护套料等。

采购模式方面，铜、铝属于大宗交易商品，市场价格透明，公司向主要供应商采购铜杆、铝杆的结算价格按照铜、铝的价格加上约定的加工费确定，由于铜、铝等原材料具有价格波动较大、标准化程度高、市场供应充足等特点，为规避铜、铝价格波动对公司产品毛利率的影响，公司大部分销售订单为签订开口合同，产品价格通常按照订单签发日上月的铜、铝收盘日的均价均值进行调整，公司也按照销售订单对应的铜、铝需求量及时安排采购；对于闭口订单合同，公司也使用远期商品合约来对铜、铝材料的价格波动风险进行套期，2021年末公司衍生金融资产账面价值为0.18亿元。铜、铝供应商一般要求现款现货，部分供应商给予公司7-15天账期。化工原料采购通过向供应商询价的方式采购，由于化工原料占产品成本比重相对较低，公司通常每月对化工原料进行一次集中采购，化工原料供应商一般给予公司2-3个月的账期，公司通过汇票及电汇方式支付采购款。

公司主营业务成本以直接材料为主，其占主营业务成本的比重在95%以上，电线电缆行业具有明显的“料重工轻”特征，其中铜、铝等金属材料采购额占比较高，且价格波动较大，公司虽按照销售订单对应的铜、铝需求量及时安排采购以及使用远期商品合约进行套期，但仍需关注铜等原材料价格波动对公司带来的成本控制压力以及远期商品合约持仓规模与实际原材料需求的差异所带来的市场风险。

表7 2020-2021年公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	206,212.03	95.24%	165,049.17	96.11%
直接人工	3,513.18	1.62%	2,682.78	1.56%
制造费用	4,317.11	1.99%	4,005.28	2.33%
其他	2,474.73	1.14%	0.00	0.00%
合计	216,517.05	100.00%	171,737.24	100.00%

注：2021年的其他系运费成本。

资料来源：公司2020-2021年年度报告，中证鹏元整理

表8 2020-2021年公司原材料采购情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
铜	158,827.68	72.36%	119,894.99	74.68%
铝	30,517.28	13.90%	17,509.73	10.91%
钢	4,929.44	2.25%	3,521.04	2.19%
绝缘料	9,904.67	4.51%	7,675.96	4.78%
屏蔽料	2,057.86	0.94%	1,592.76	0.99%
护套料	6,667.11	3.04%	4,891.42	3.05%
其他	6,600.58	3.01%	5,465.71	3.40%
合计	219,504.62	100.00%	160,551.61	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司所处宜兴市为电线电缆企业集聚地，区域产业配套完善，电缆企业及原材料供应商众多。公司与原材料供应商建立了良好合作关系，以保证公司原材料的按时供应。2021年公司向前五大供应商采购金额占比为40.96%，较2020年提高2.61个百分点。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围无变化，截至2021年末，公司合并范围内的子公司共5家，具体情况见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，资产以流动资产为主，其中应收账款规模较大且持续增长，对营运资金形成较大占用，且存在一定的回收风险

随着公司公开发行股票募集资金及债务融资规模增加，2022年3月末，公司资产总额较2020年末有所增长，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产方面，2021年末，公司货币资金账面余额同比有所增加，主要系公司于2021年收到发行股票募集的资金，其中使用受限的货币资金为1.26亿元，主要系保函及票据保证金。应收票据主要为应收的商业承兑汇票，主要系广东电网有限责任公司及其下属供电局等开具的票据，2021年末已有0.29亿元的应收票据用于融资质押；应收账款主要为应收的货款，系公司最主要的资产，2021年末公司应收前五大对象的款项余额合计占应收账款总额的23.51%，从账龄来看，公司应收账款主要集中在1年以内，占应收账款总额的比重为77.11%，占比较上年末下降7.73个百分点，1-2年及2年以上的应收账款占比分别为15.19%和7.70%，公司应收账款账龄有所延长，2021年末公司应收账款累计计提坏账准备0.80亿元，计提比例为7.72%，2021年公司计提应收账款坏账损失0.12亿元，一定程度侵蚀了公司利润。总体来看，公司应收账款余额较大，对营运资金形成较大占用，且存在一定的回收风险。应收款项融资主要为公司应收的债权凭证²，2021年末规模同比增长较多。存货主要为库存商品、在产品、发出商品、原材料，2021年末公司存货账面价值同比增长较多，主要系公司备货增加以及原材料价格上涨所致，期末用于融资质押的存货账面价值为0.22亿元；合同资产主要为应收的质保金，2021年末账面价值有所增加。

非流动资产方面，公司固定资产主要为厂房、生产设备资产，随着固定资产折旧的计提，2021年末固定资产规模同比小幅下降，其中尚未办妥产权证书的固定资产账面价值为0.27亿元，已抵押的固定资产账面价值为1.41亿元；随着在建产线项目的投入，公司在建工程账面价值呈持续增长的态势；无形资产主要为土地使用权，位于江苏宜兴市及山东德州市，2021年公司通过招拍挂在宜兴市取得部分土地使用权，无形资产规模有所增加，其中用于抵押的无形资产账面价值为0.64亿元。截至2021年末公司使用受限的资产账面价值合计3.81亿元，占同期末资产总额的13.30%。

总体来看，近年公司资产规模有所增长，资产以流动资产为主，其中应收账款规模较大且持续增长，对公司营运资金形成较大占用，且存在一定的回收风险。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.83	16.65%	6.42	22.39%	4.03	18.08%
应收票据	0.25	0.85%	0.38	1.33%	0.46	2.05%
应收账款	10.22	35.22%	9.52	33.17%	9.35	41.93%
应收款项融资	0.81	2.79%	0.61	2.11%	0.07	0.32%
存货	6.54	22.54%	5.62	19.60%	3.48	15.58%

² 系“云信”、“融信”、“中铁E信”等数字化应收账款债权凭证。

合同资产	1.06	3.67%	1.27	4.43%	1.00	4.48%
流动资产合计	24.60	84.75%	24.37	84.94%	18.66	83.68%
固定资产	2.02	6.96%	2.07	7.21%	2.29	10.27%
在建工程	0.85	2.94%	0.67	2.32%	0.23	1.02%
无形资产	0.88	3.02%	0.88	3.07%	0.69	3.07%
非流动资产合计	4.43	15.25%	4.32	15.06%	3.64	16.32%
资产总计	29.02	100.00%	28.69	100.00%	22.30	100.00%

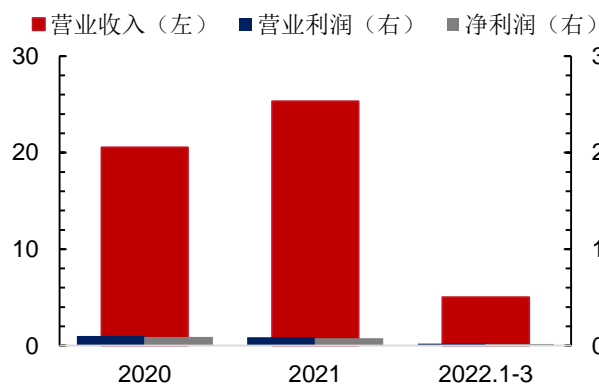
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2021年公司营业收入有所增长，EBITDA利润率及总资产回报率均有所下滑

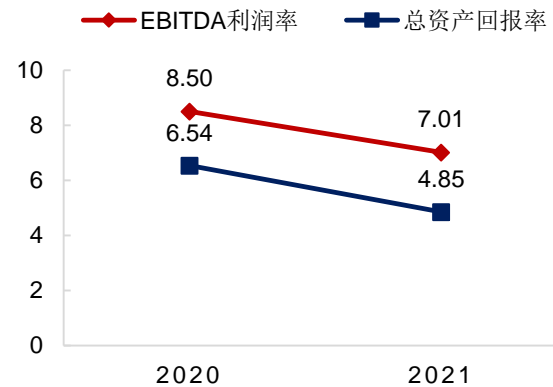
随着上游原材料价格上涨带动产品销售价格提升，2021年公司实现营业收入25.31亿元，同比增长23.20%，但受铜等原材料价格上涨、运输费计入主营业务成本以及市场竞争加剧的因素影响，2021年公司销售毛利率有一定下滑，叠加公司2021年研发费用及管理费用增加，使得2021年公司利润规模同比有所下滑，2021年公司计提信用减值损失0.16亿元，一定程度侵蚀了公司利润。2021年公司EBITDA利润率较上年有一定下降，且随着公司公开发行股票募集资金及债务融资规模增加，当年公司总资产回报率也有所下滑。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



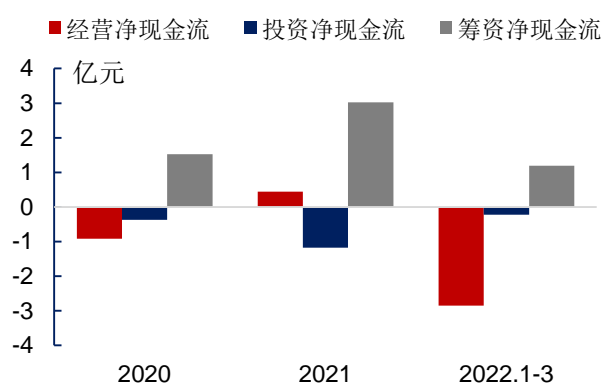
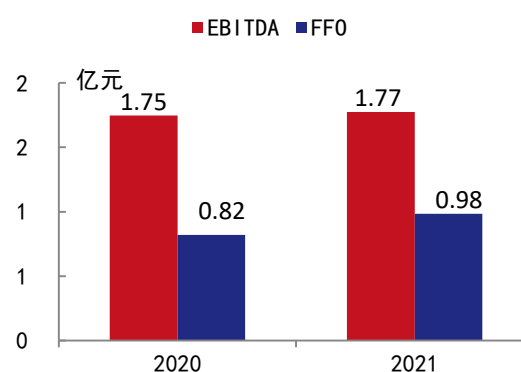
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2021年公司经营活动现金净额由负转正，筹资活动现金净流入规模较大

随着公司销售商品收到的现金增加，2021年经营活动现金净额由负转正，但由于公司业务回款周期较长，使得经营活动现金净额相比于当期公司净利润规模仍较小，此外，由于公司下游客户的回款主要集中在下半年，一季度回款相对较少，叠加公司部分应付账款到期支付，公司2022年一季度经营活动现

金净流出2.85亿元。投资活动现金流方面，2021年公司投资活动现金仍呈净流出态势，主要系在建产能项目建设、购置机器设备及土地等现金投入。由于公司产能建设及补充营运资金的需要，2021年公司筹资活动现金净额同比增加较多，主要系当年1月份公司通过公开发行股票募集资金2.57亿元（扣除发行费用），公司债务筹资以短期借款为主，主要用于补充营运资金。截至2021年末，公司主要在建、拟建项目尚需一定资金，2022年5月，公司成功发行“中辰转债”，发行规模为5.71亿元，随着“中辰转债”的发行，有助于缓解公司项目建设支出压力及补充营运资金。

图 7 公司现金流结构

图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况


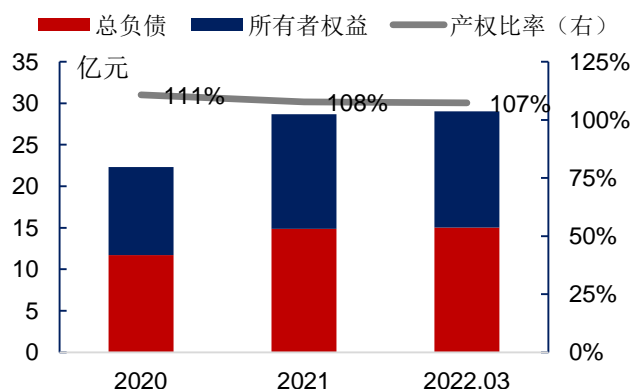
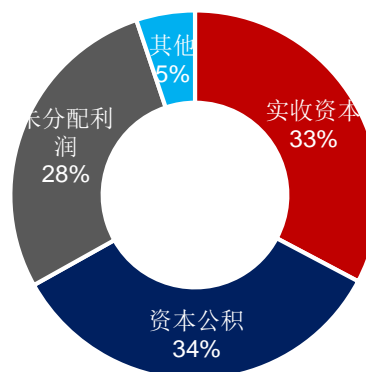
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长较快，且基本为短期债务，面临较大的短期偿债压力

随着公司银行借款及经营性债务的增加，2022年3月末公司负债总额较2020年末增长较快，同时得益于公司2021年1月公开发行股票募集资金及经营利润的积累，公司所有者权益规模也持续增长，2022年3月末，公司产权比率较2020年末略有下降，所有者权益对负债的保障程度一般。

图 9 公司资本结构

图 10 2022年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债基本上为流动负债，公司短期借款规模及应付票据呈持续增长态势，2021年末公司短期借款主要包括保证借款4.79亿元、抵押借款2.69亿元及质押借款0.39亿元，应付票据均为银行承兑汇票。应付账款主要为应付的材料采购款，2021年末公司应付账款规模同比增长较多，随着采购款的支付，2022年3月末应付账款规模较2021年末有所下降；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的融资租赁款。

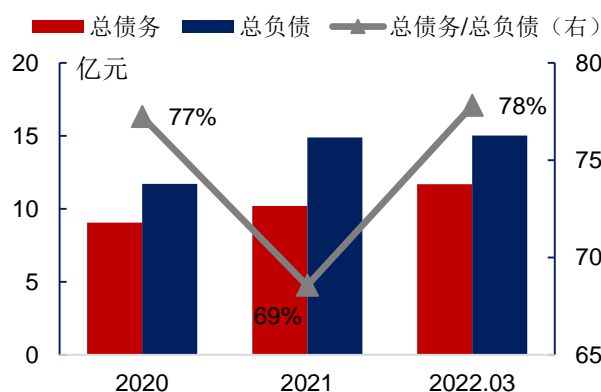
表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.30	61.90%	7.88	52.98%	7.01	59.80%
应付票据	2.11	14.04%	1.93	12.95%	1.70	14.52%
应付账款	2.66	17.73%	3.97	26.69%	1.83	15.64%
一年内到期的非流动负债	0.18	1.22%	0.25	1.67%	0.27	2.33%
流动负债合计	14.80	98.53%	14.61	98.17%	11.48	98.01%
负债合计	15.02	100.00%	14.88	100.00%	11.72	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

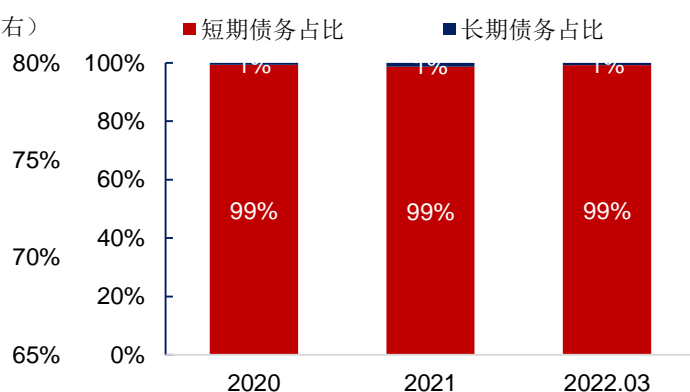
截至2022年3月末，公司总债务规模为11.69亿元，较2020年末增长29.14%，且基本为短期债务，公司面临较大的短期偿债压力。此外，随着“中辰转债”于2022年5月成功发行，并募集资金5.71元，公司有息债务规模将继续增长。

图 11 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

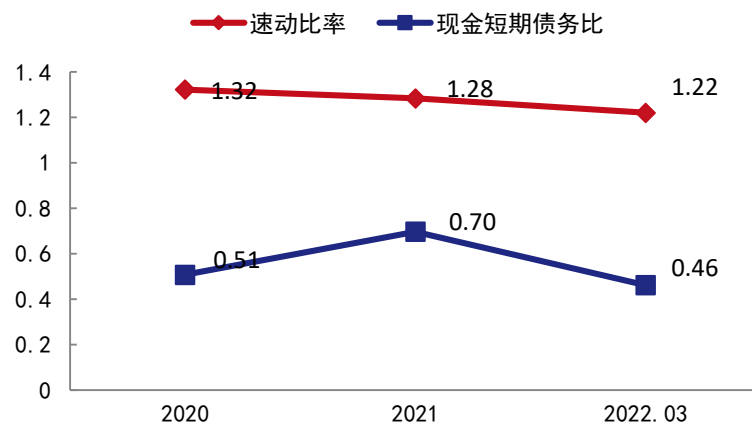
得益于公司2021年公开发行股票募集资金，期末公司资产负债率及总债务占总资本的比重较2020年末均小幅下降，2021年公司EBITDA利息保障倍数较上年小幅下降。随着公司现金类资产增加，2021年末公司净债务规模有所下降，公司盈利及营运现金流量对净债务的保障程度有所提升。

表 11 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	51.75%	51.86%	52.54%
净债务/EBITDA	--	2.19	2.89
EBITDA 利息保障倍数	--	4.59	5.38
总债务/总资本	45.49%	42.49%	46.09%
FFO/净债务	--	25.29%	16.25%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司流动负债增长较快，使得公司速动比率较上年末略有下降；由于公司短期债务规模较大，2022年3月末公司现金短期债务比仍处于较低水平，公司面临较大的短期偿债压力。随着“中辰转债”的成功发行，有助于补充公司营运资金，缓解公司的资金压力。

图 13 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（公司本部：2022年6月6日、子公司山东聚辰电缆有限公司：2022年6月7日），公司本部及子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

八、抗风险能力分析

电线电缆广泛应用于电网建设、发电、电气化铁路、城市轨道交通、通信等行业，行业产值过万亿元，市场规模较大，公司在行业内具有一定的竞争优势。虽然公司业务回款周期较长，存在一定的回收风险；且铜等原材料价格波动对公司带来的成本控制压力，以及公司总债务规模有所增长，面临较大的

短期偿债压力。但公司2021年1月首次公开发行股票募集资金，资本实力有所增强，融资渠道有所拓宽，公司抗风险能力尚可。

九、结论

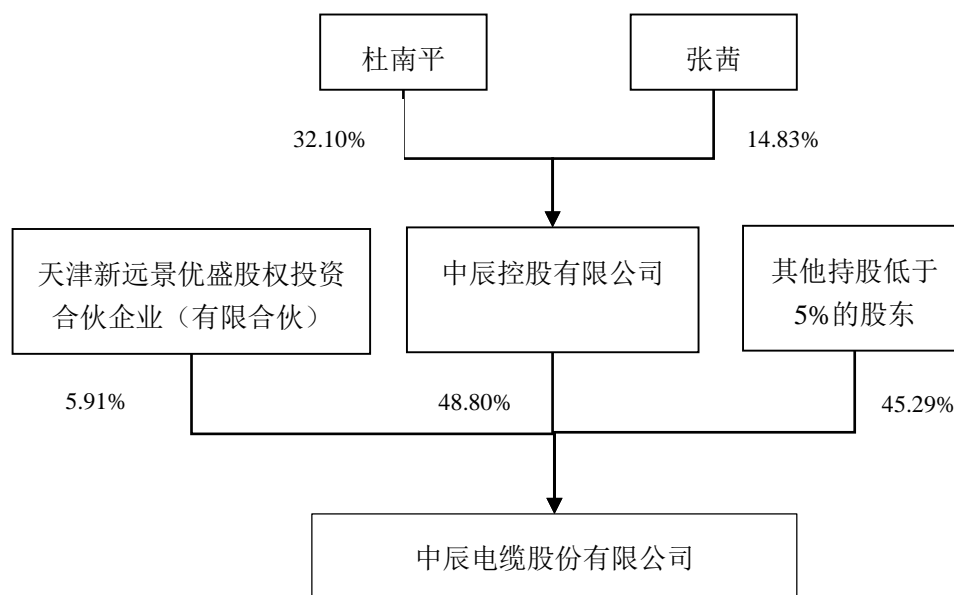
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“中辰转债”的信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	4.83	6.42	4.03	3.82
应收账款	10.22	9.52	9.35	7.72
存货	6.54	5.62	3.48	3.31
流动资产合计	24.60	24.37	18.66	15.49
非流动资产合计	4.43	4.32	3.64	3.44
资产总计	29.02	28.69	22.30	18.93
短期借款	9.30	7.88	7.01	5.42
应付票据	2.11	1.93	1.70	1.43
应付账款	2.66	3.97	1.83	1.73
一年内到期的非流动负债	0.18	0.25	0.27	0.00
流动负债合计	14.80	14.61	11.48	9.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.07	0.00
非流动负债合计	0.22	0.27	0.23	0.04
负债合计	15.02	14.88	11.72	9.25
总债务	11.69	10.20	9.05	6.85
归属于母公司的所有者权益	13.74	13.54	10.28	9.37
营业收入	5.03	25.31	20.54	20.94
净利润	0.19	0.79	0.90	0.96
经营活动产生的现金流量净额	-2.85	0.44	-0.91	1.16
投资活动产生的现金流量净额	-0.22	-1.18	-0.37	-0.26
筹资活动产生的现金流量净额	1.19	3.02	1.52	-0.18
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	14.14%	14.39%	16.35%	16.61%
EBITDA 利润率	--	7.01%	8.50%	8.59%
总资产回报率	--	4.85%	6.54%	7.92%
资产负债率	51.75%	51.86%	52.54%	48.86%
净债务/EBITDA	--	2.19	2.89	1.79
EBITDA 利息保障倍数	--	4.59	5.38	5.72
总债务/总资本	45.49%	42.49%	46.09%	41.45%
FFO/净债务	--	25.29%	16.25%	26.71%
速动比率	1.22	1.28	1.32	1.32
现金短期债务比	0.46	0.70	0.51	0.61

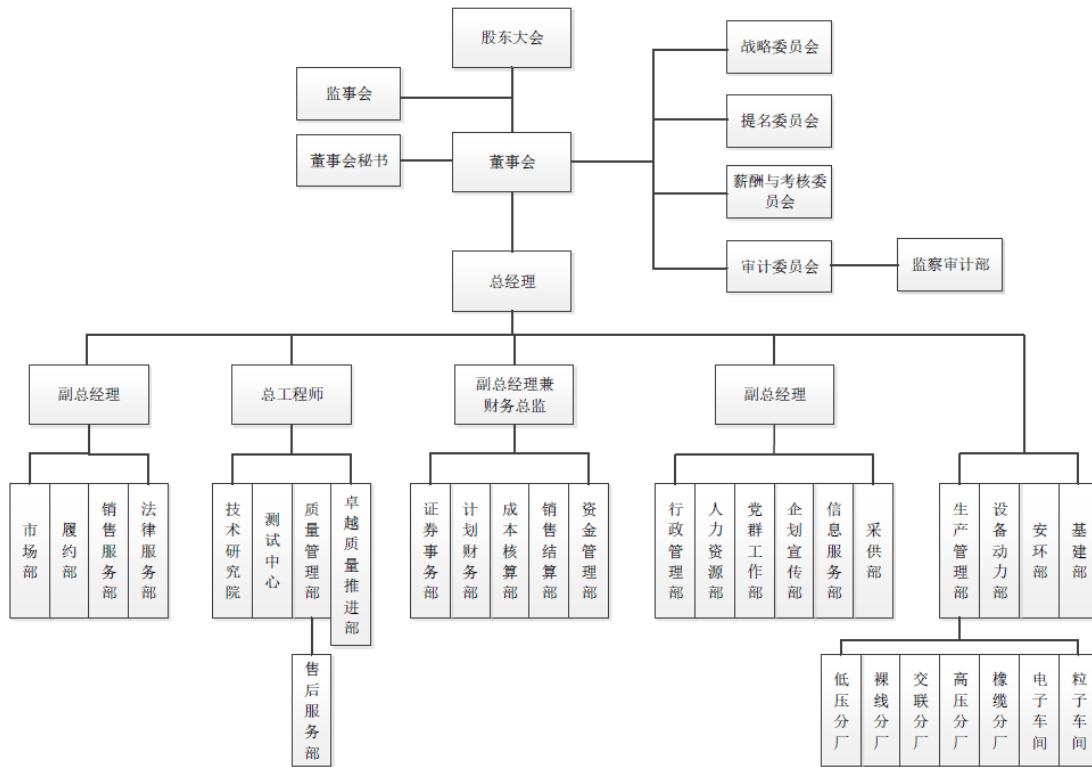
资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年 1-6 月审计报告、2020-2021 年审计报告及未审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司 2022 年一季度报告、公开资料，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
山东聚辰电缆有限公司	20,800	55%	电线电缆、铜线铜杆、风能用电缆、光伏电缆、轨道交通用电缆、矿用电缆、国防电缆制造、销售等
江苏拓源电力科技有限公司	10,000	100%	电力技术、电力设备研发；电线电缆、电缆附件，塑料电缆穿管，玻璃钢电缆穿管，波纹电缆穿管制造、加工、销售等
江苏聚辰电缆科技有限公司	6,000	100%	电线电缆、高低压开关、高低压电缆接头、电缆附件、高分子材料、电缆设备、金具、电缆盘、输变电设备的研究、开发、制造、销售等
上海中辰振球贸易有限公司	5,000	100%	电线、电缆、高低压电气成套设备、五金交电、机械设备及配件、机电设备及配件、电子产品、金属材料及制品的销售等
江苏润邦售电有限公司	1,000	100%	售电

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。