



2020年宁波东方电缆股份有限公司 可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2020年宁波东方电缆股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-05-24	2020-05-15

债券概况

债券简称：东缆转债

债券剩余规模：8.00 亿元

债券到期日期：2026-09-23

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

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

评级观点

- 中证鹏元对宁波东方电缆股份有限公司（以下简称“东方电缆”或“公司”，股票代码：603606.SH）及其 2020 年 9 月 24 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：海缆市场未来发展前景仍较好，公司在海缆细分领域具有较强的竞争优势，在手订单总量较大，业务持续性较好，收入规模增长较快，盈利规模大幅提升；同时也关注到，公司海缆业务客户集中度高，应收账款规模较大且增长较快，对公司营运资金形成较大占用，存在新增产能无法充分消纳的风险及一定的资本支出压力，以及偿债压力有所加大等风险因素。

未来展望

- 海缆市场未来发展前景仍较好，公司在海缆细分领域具有较强的竞争优势，且在手订单总量较大，预计公司业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	65.00	60.92	39.43	34.13
归母所有者权益	34.45	31.27	21.39	17.30
总债务	13.84	12.24	10.52	11.83
营业收入	14.46	50.52	36.90	30.24
净利润	2.78	8.87	4.52	1.71
经营活动现金流净额	0.17	6.94	6.72	4.96
销售毛利率	29.87%	30.55%	24.87%	16.55%
EBITDA 利润率	-	23.41%	17.34%	10.01%
总资产回报率	-	20.75%	14.94%	7.46%
资产负债率	46.93%	48.61%	45.66%	49.19%
净债务/EBITDA	-	0.00	0.20	0.05
EBITDA 利息保障倍数	-	62.18	20.02	7.33
总债务/总资本	28.64%	28.11%	32.94%	40.55%
FFO/净债务	-	-557.11	3.59	12.27
速动比率	1.66	1.72	1.34	1.33
现金短期债务比	1.89	2.57	0.96	1.05

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **海缆市场需求仍保持快速增长，未来发展前景较好。**2020 年我国海上风电新增装机容量达到 3.06GW，同比增长 54.55%，仍呈高速增长态势，“十四五”期间仅广东省、江苏省、浙江省三个省份规划新增海上风电装机容量合计超过 30GW，预计未来海上风电装机市场空间仍较大，海缆市场未来发展前景较好。
- **公司具备较强的自主研发能力，在海缆细分领域具有较强的竞争优势。**公司是国家级高新技术企业、国家创新型企业、国家技术创新型示范企业，并以国家级企业技术中心、国家级博士后工作站、院士专家工作站等创新平台为载体，累计承接承担了 18 项国家级重大科研项目，建有国内高端的海底电缆和海洋脐带缆生产基地，在海缆领域独创多项核心技术，并牵头制订海底电缆国家标准，具备较强的自主研发能力，在海缆细分领域具有较强的竞争优势。
- **公司在手订单总量较大，业务持续性较好。**截至 2021 年 3 月末，公司在手订单总额为 77.80 亿元，其中未执行订单 36.28 亿元，正在执行订单 41.52 亿元，公司在手订单总量较大，且未来随着在建产线的投产，公司业务规模有望进一步提升，业务持续性较好。
- **公司收入规模增长较快，盈利规模大幅提升。**得益于下游海上风电装机快速增长带动海缆产品需求以及陆缆产品销售渠道的拓宽，2020 年公司实现营业收入 50.52 亿元，同比增长 36.90%，同时随着利润水平高的海缆业务收入规模及占比持续提高，公司盈利规模大幅提升，同期公司实现净利润 8.87 亿元，同比增长 96.25%，综合毛利率为 30.55%，较上年提升 5.68 个百分点，且 EBITDA 利润率及总资产回报率均有所提高。

关注

- **公司海缆业务客户集中度高。**2020 年公司海缆产品前五大客户销售合计占海缆业务收入的比重为 89.11%，业务集中度较高，若海缆主要客户海上风电装机需求下滑，可能对公司经营业绩有所影响。
- **公司应收账款规模较大且增长较快，对营运资金形成较大占用。**截至 2021 年 3 月末，公司应收账款账面价值为 19.21 亿元，占资产总额的 29.55%，应收账款规模较大，且较 2019 年末增长较快，对营运资金形成较大占用。
- **公司存在新增产能无法充分消纳的风险及一定的资本支出压力。**公司主要在建产能较大，若未来下游需求不及预期，公司存在新增产能无法充分消纳的风险，此外，截至 2021 年 3 月末，公司主要在建产线尚需资金 8.84 亿元（不含铺底流动资金），随着在建产线的陆续投入，公司面临一定的资本支出压力。
- **公司偿债压力有所加大。**随着本期债券的发行，公司总债务规模有所增长，2021 年 3 月末公司总债务规模为 13.84 亿元，较 2019 年末增长 31.53%，公司偿债压力有所加大。

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

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年9月24日发行6年期8亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于高端海洋能源装备系统应用示范项目和补充流动资金。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为21,023.00万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，2021年3月，本期债券累计转股745股，公司股本增至65,410.53万股。截至2021年3月末，公司股本为65,410.53万股，控股股东仍为宁波东方集团有限公司（以下简称“东方集团”），实际控制人仍为自然人夏崇耀及其配偶袁黎雨，其中由夏崇耀控股的东方集团持股比例为33.26%，袁黎雨直接持股比例为8.16%，夏崇耀和袁黎雨直接及间接持股比例合计41.42%，2021年3月末，东方集团已质押的股权为2,696.00万股，占总股本的4.12%，公司股权结构见附录二。2020年公司合并范围未发生变化，子公司具体情况见附录四。

四、运营环境

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；海缆行业门槛较高，市场竞争企业较少，产品利润水平较高

截至2019年末，我国电线电缆行业企业有10,000余家，其中年产值2,000万元以上的企业数量有4,200多家，过多的企业使得国内线缆行业集中度低，前十名企业市场份额占比仅10%左右，而美国、日本、法国等国家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90%以上的产能集中于同质、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。

海缆市场方面，近年我国海缆制造领域的国产化推进顺利，基本实现了国产替代进口，海缆主要应用于海上风电、海洋输配电及海洋油气领域，应用领域相比陆缆更窄，其市场规模相比陆缆较小，但海缆因技术参数及投资规模要求较高，且海缆运输须临近港口，行业门槛较高，国内海缆制造企业较少，主要企业包括东方电缆、江苏中天科技股份有限公司、江苏亨通光电股份有限公司、青岛汉缆股份有限公司。此外，下游应用领域对海缆的质量要求严格，因此对海缆供应商的选择更为谨慎，更偏向具有品

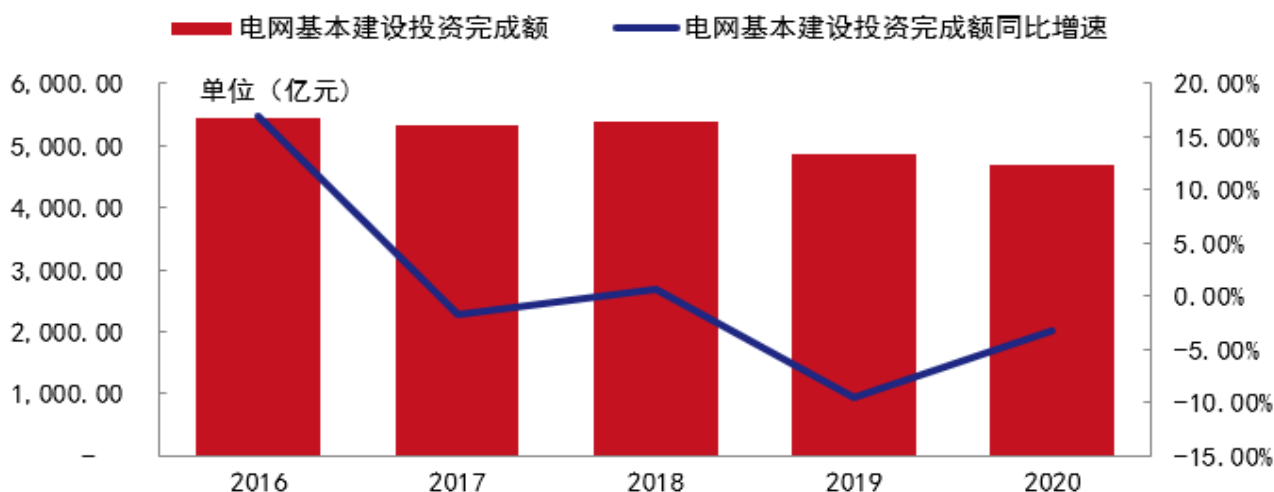
牌优势的规模企业。受海缆行业技术壁垒、应用领域等因素的影响，海缆市场竞争企业较少，国内主要海缆生产企业的海缆产品利润水平较高。

电线电缆行业下游应用领域广泛，电力领域的需求下滑对电线电缆行业有一定冲击，同时通信、铁路、轨道交通行业对电线电缆的需求仍较旺盛，此外，海上风电装机市场空间仍较大，海缆市场未来发展前景较好

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。

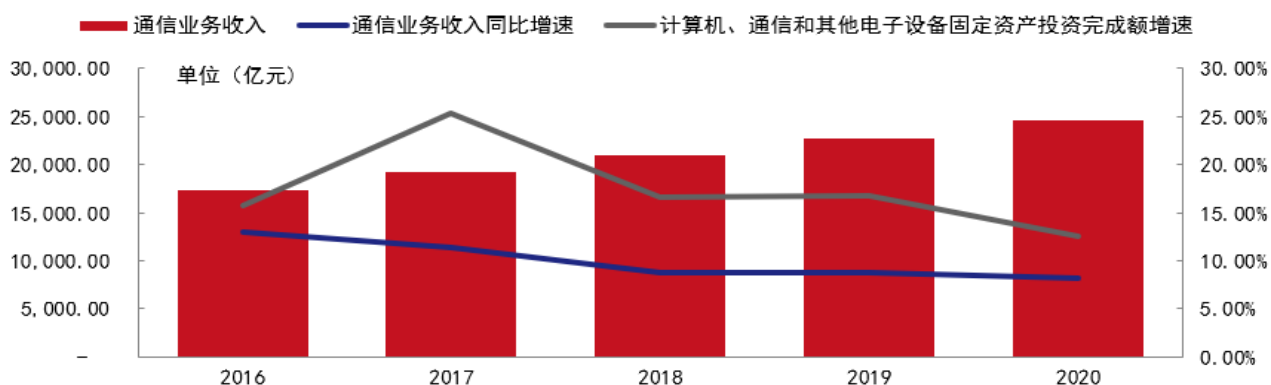
电力行业是电线电缆最大的下游行业，每年消费的线缆产品规模超过电线电缆行业销售总额的30%。我国电网建设经过“十二五”期间的高速发展，电源供给及输电线逐步完善，2017年我国电网基本建设投资完成额（以下简称“电网投资额”）结束了连续4年的增长，同比下降1.70%，2019及2020年我国电网投资额持续下降，电力行业对电线电缆的需求有一定下滑，对电线电缆行业有一定冲击。

图 1 2020 年我国电网投资额有所下滑



资料来源：WIND，中证鹏元整理

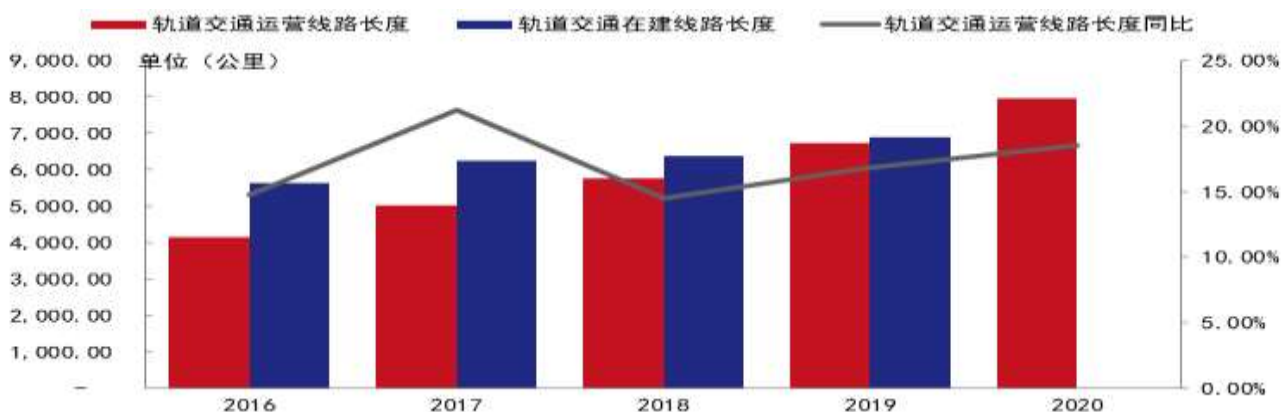
通信行业是电线电缆的另一重要应用领域，近年我国通信行业实现了快速发展，2020年我国通信业务收入为24,601.80亿元，同比增长8.18%。投资方面，根据国家统计局公布的数据，2020年我国计算机、通信和其他电子设备固定资产投资完成额同比增速为12.5%，通信行业的快速发展对电线电缆行业的发展起到了一定推进作用，未来5G技术的普及将成为通信业继续高速发展的重要途径，预计未来通信行业对线缆产品需求仍旺盛。

图 2 2020 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较快增长


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, 截至2020年末我国铁路营业里程达14.63万公里, 同比增长5.25%, 其中高速铁路达到3.79万公里, 投资方面, 2020年我国铁路固定资产投资完成额为7,819亿元, 较2019年略有下降。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, 新线铁路建设对电线电缆的需求仍较大。

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2013年末的2,539.00公里增至2020年末7,978.19公里, 其中2020年国内轨道交通运营线路长度同比增长18.54%, 此外, 随着获批轨道交通建设资质城市数量的不断增加, 轨道交通在建线路长度亦有所增长, 2019年末在建路线长度达6,902.50公里, 未来轨道交通建设对电线电缆的需求仍旺盛。

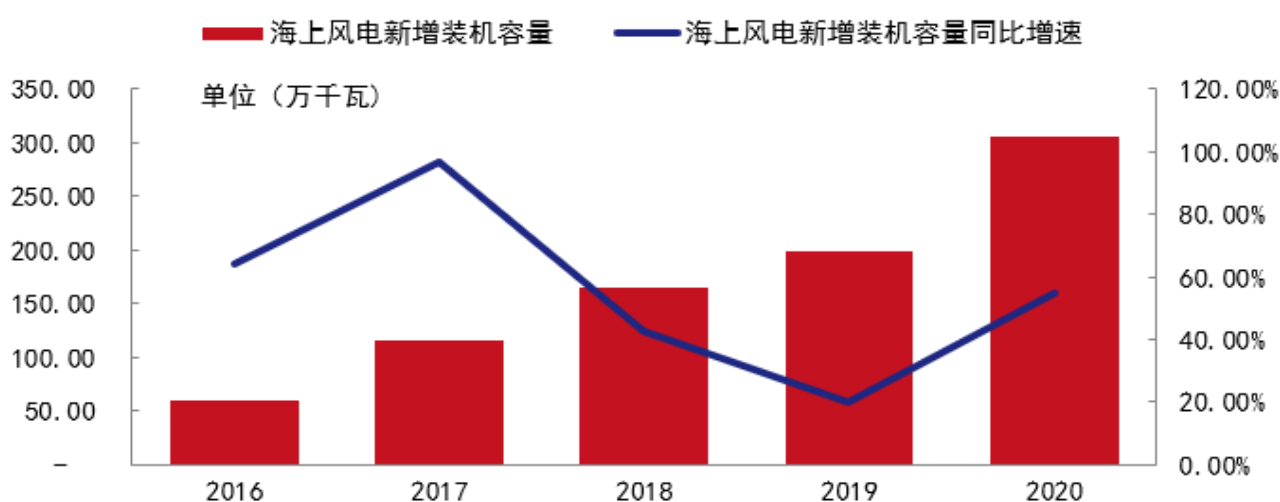
图 3 我国轨道交通在建线路长度规模较大, 2020 年我国轨道交通运营线路长度保持快速增长


资料来源: WIND、中国城市轨道交通协会, 中证鹏元整理

海缆市场方面，海上风电是海缆最重要的应用领域，近年我国海上风电保持快速发展，根据国家能源局公布的数据，2020年我国海上风电新增装机容量达到306万千瓦，同比增长54.55%，仍呈高速增长态势。2020年末我国海上风电累计装机达到899万千瓦，已超过国家能源局印发的《风电发展“十三五”规划》中500万千瓦的规划装机量。2020年4月，国家能源局发布《关于做好可再生能源发展“十四五”规划编制工作有关事项的通知》，提出推动可再生能源持续降低成本、扩大规模、优化布局、提质增效，实现高比例、高质量发展，为推动“十四五”期间可再生能源成为能源消费增量主体，实现2030年非化石能源消费占比20%的战略目标奠定基础。2020年11月根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，提出加快壮大新能源产业，推动能源清洁低碳安全高效利用。从各省份的海上风电十四五规划来看，浙江省规划“十四五”期间新增海上风电4.5GW，广东省规划到2021年底全省海上风电累计装机容量达4GW，截至2025年，全省海上风电累计装机达到15GW、江苏省“十四五”期间规划海上风电12.12GW，“十四五”期间广东省、江苏省、浙江省三个省份规划新增海上风电装机容量合计超过30GW，且福建、山东、辽宁等省份“十四五”海上风电规划待公布。

补贴方面，2022年起，海上风电补贴政策将发生调整，国家补贴将取消，从而可能使得海上风电在2022年前迎来抢装机潮，抢装机潮后的海上风电的装机需求可能会有一定波动。但2021年3月，国家能源局发布《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》中提出各地要积极出台海上风电投资补贴，度电补贴等激励政策，支持产业持续健康发展，且广东省已提出2022年海上风电中央补贴取消后，将采取投资补贴的方式，实现项目开发由补贴向平价的平稳过渡，补贴资金由省财政统筹解决。长期来看，在政策支持可再生能源发展及提高可再生能源消费占比的大背景下，预计未来海上风电装机市场空间仍较大，海缆市场未来发展前景较好。

图 4 2020 年我国海上风电新增装机容量快速增长

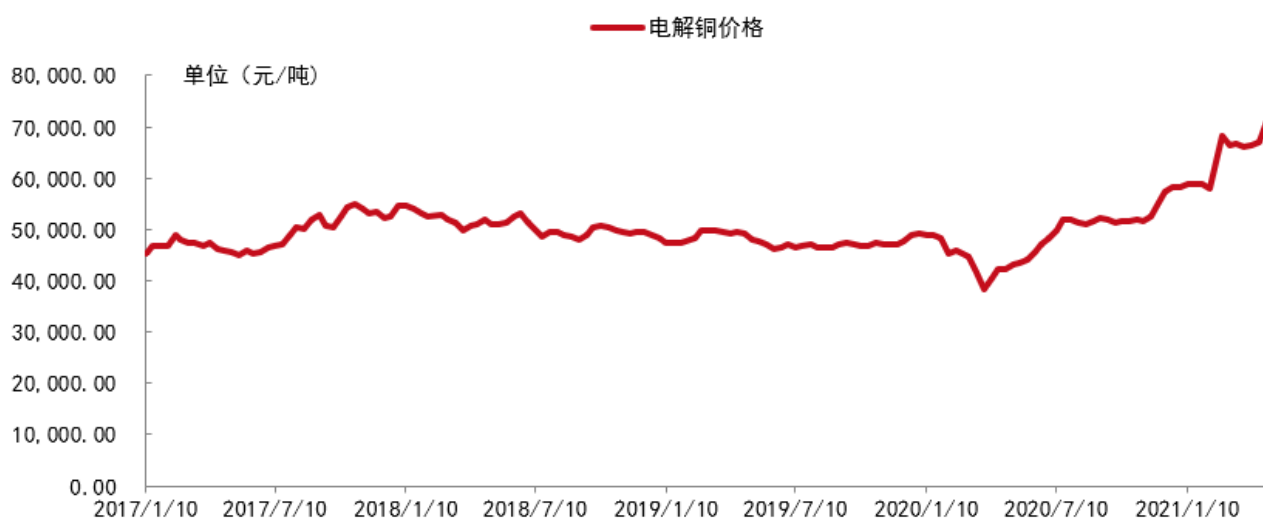


资料来源：国家能源局，中证鹏元整理

受疫情影响，2020年初电解铜价格有所下降，随着铜供应受限而需求回升，二季度以来电解铜价格持续攀升，2021年铜价仍维持上涨态势，部分电线电缆生产企业通过套期保值等方式来控制原材料价格波动风险，需关注期货业务因持仓规模与实际原材料需求的差异所带来的市场风险

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，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。拉美地区矿山虽然已经复产，但是当地疫情对产出干扰较大，同时国内冶炼厂受原料供应不足、加工费维持低位等因素影响，铜产量受限。而国内除基建外，汽车产业回暖拉动铜需求，房地产销售增长带动入户电缆、家电行业的铜消费，铜的需求依然可期，进而使得铜价持续攀升，2021年铜价仍维持上涨态势，对电线电缆企业利润形成一定挤压。同时，为规避铜价波动的影响，部分电线电缆生产企业通过铜的期货保值、签订远期合同等方式控制原材料价格波动风险，但也需关注期货业务因持仓规模与实际原材料需求的差异所带来的市场风险。

图 5 受疫情影响，2020 年初电解铜价格有所下降，二季度以来电解铜价格持续攀升，2021 年铜价仍维持上涨态势



资料来源：WIND，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍从事陆缆、海缆的研发、生产和销售以及海缆的运输、安装敷设、抢修等海洋工程业务，得益于公司下游海上风电装机的快速增长带动海缆产品及海洋工程业务的需求以及陆缆产品销售渠道的拓宽及产品销售结构优化调整，2020年公司陆缆、海缆及海洋工程业务收入均呈较快增长态势，当期实现

营业收入50.52亿元，同比增长36.90%。2021年1-3月，公司实现营业收入14.46亿元，同比增长115.35%。毛利率方面，受市场竞争加剧及公司为提升区域市场占有率对经销商给予价格优惠的影响，2020年公司智能线缆业务毛利率有一定下降，但其销售占比较低，此外公司对电力电缆产品销售结构进行调整，带动电力电缆业务毛利率小幅提高，使得当年公司陆缆产品毛利率小幅提高；由于海缆市场仍处于供不应求的格局，2020年公司海缆及海洋工程业务毛利率较上年有所提高，综合影响下，2020年公司主营业务毛利率较上年有所提高。

表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年		
	金额	毛利率	金额	毛利率	
陆缆系统	电力电缆	245,097.70	12.24%	191,766.13	10.69%
	智能线缆	17,976.10	10.07%	16,107.14	14.73%
	小计	263,073.80	12.09%	207,873.27	11.01%
海缆系统	217,877.63	53.72%	147,102.82	44.77%	
海洋工程	22,888.50	23.55%	13,369.29	19.11%	
其他业务	1,393.68	8.47%	697.71	68.12%	
合计	505,223.61	30.55%	369,043.09	24.87%	

注：其他业务收入主要为船舶租赁收入、装卸收入及房租收入，2020年公司新增船舶租赁收入1,061万元，但该业务毛利率较低使得其他业务毛利率大幅下降。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司具备较强的自主研发能力，在海缆细分领域具有较强的竞争优势，在手订单总量较大，业务持续性较好，同时公司在建产能较大，需要关注未来下游需求不及预期导致公司新增产能无法充分消化的风险以及在建产线的持续投入所带来的资本支出压力

公司产品分为陆缆和海缆两大类，其中陆缆包括电力电缆和智能线缆，电力电缆主要应用于电力领域，智能线缆主要包括电气装备用电线电缆和通信电缆，主要应用于通信、轨道交通、高层建筑等领域；海缆主要包括海底电缆和海洋脐带缆，主要应用领域为海洋电网、海上风电和海洋油气开发。目前公司已建成3个生产基地，分别位于江西省南昌市和浙江省宁波市，其中南昌市的生产基地主要生产中压电力电缆，宁波市的2个生产基地主要生产海缆、低高压电力电缆和智能线缆，另外本期债券募投项目高端海洋能源装备系统应用示范项目（以下简称“高端海洋能源装备项目”）及超高压海缆南方产业基地项目正在建设中，其中高端海洋能源装备项目预计2021年7月份投产。

公司致力于高端电线电缆、海底电缆和海洋脐带缆等产品的研发和制造，拥有500kV及以下交流海缆、陆缆，±535kV及以下直流海缆、陆缆的系统研发生产能力，并提供深远海脐带缆和动态缆系统、超高压电缆和海缆系统、智能配网电缆和工程线缆系统以及海陆工程服务和运维系统这四大解决方案。公司是国家级高新技术企业、国家创新型企业、国家技术创新型示范企业，并以国家级企业技术中心、国家级博士后工作站、院士专家工作站等创新平台为载体，累计承接承担了18项国家级重大科研项目。截至2020年末，公司拥有研发人员216人，占公司总人数的18.98%。近年公司持续加大研发费用投入，2020年

研发费用金额达1.87亿元，占当期营业收入的比例为3.71%。公司建有国内高端的海底电缆和海洋脐带缆生产基地，在海缆领域独创多项核心技术，并牵头制订海底电缆国家标准，具备较强的自主研发能力，此外，公司海缆生产基地临近港口，具有一定的地理位置优势，总体来看，公司在海缆细分领域具有较强的竞争优势。

生产方面，由于客户所需电线电缆的型号繁多，产品在电压等级、截面大小等方面差异程度较大，公司海缆采用“研发设计、生产制造、安装服务”的模式为客户提供定制化的产品，陆缆采用“研发、生产、销售”，通过直销招投标和经销商的双渠道销售模式，为客户提供差异化和标准化的产品。

2020年公司对陆缆生产装备进行了技术改造并更换了部分老旧设备，同时对海缆的生产工艺技术进行了提升，引进了海外专业技术管理人员，并增加了部分海缆专用装备，带动电力电缆、智能线缆、海缆产能的提升。从各产品的产能利用率来看，2020年公司电力电缆产能利用率小幅提升；智能线缆受产能快速增长的影响，产能利用率有所下滑；得益于海缆产品订单的增加，2020年公司海缆产能利用率有所提高，并处于超负荷生产状态。截至2021年3月末，公司主要在建产线为本期债券募投项目高端海洋能源装备项目和超高压海缆南方产业基地项目，其中高端海洋能源装备项目预计总投资15.05亿元（包括铺底流动资金2.54亿元，），已投资9.12亿元（本期债券募集资金专户余额中尚有2.10亿元），项目建设后将形成年产智能线缆92,450千米和海缆1,390千米（海洋新能源装备用电缆630千米、海洋电力装备用电缆250千米、海洋油气装备用电缆510千米）的生产能力，超高压海缆南方产业基地项目预计总投资5.75亿元，已投资0.30亿元，项目建设后将形成年产海缆300千米的生产能力，公司主要在建产能较大。根据公司提供的数据，截至2021年3月末，公司在手订单总额为77.80亿元，其中未执行订单36.28亿元，正在执行订单41.52亿元，在手订单中海缆系统及海洋工程57.24亿元，占比为73.57%，陆缆系统20.56亿元，占比为26.43%，公司在手订单总量较大，随着在建产线的投产，公司业务规模有望进一步提升，未来业务持续性较好，但同时需要关注未来下游需求不及预期导致公司新增产能无法充分消纳的风险，此外，截至2021年3月末，公司主要在建产线尚需投资8.84亿元，随着在建产线的陆续投入，公司面临一定的资本支出压力。

表2 2019-2020年公司各类产品产能及产量情况（单位：千米）

产品类型	项目	2020年	2019年
陆缆	产能	28,277.00	16,391.00
	产量	26,304.25	14,591.64
	产能利用率	93.02%	89.02%
	产能	120,223.00	73,000.00
	产量	85,024.15	82,424.92
	产能利用率	70.72%	112.91%
海缆	产能	576.00	504.00
	产量	1,038.20	764.82
	产能利用率	180.24%	151.75%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司陆缆业务毛利率小幅提高但仍偏低，海缆业务毛利率有所提高并仍处于较高水平，公司海缆业务客户集中度高且该业务是公司利润主要来源，若海缆主要客户海上风电装机需求下滑，可能对公司经营业绩有所影响

销售模式方面，公司仍采取直销招投标和经销商的双渠道模式，对于部分民用陆缆产品采取专卖经销商的销售模式，公司经销商主要分布在浙江省内。公司海洋工程业务主要为海缆的安装敷设工程及抢修，该业务一般与海缆产品共同投标。

结算方式方面，公司对不同客户及产品所采取的结算方式也有所差异，对于经销商，公司实行“适度赊销、额度控制”的政策，根据经销商提供的抵押和担保确定月中和月底授信额度；对于零售客户一般采用现款交易；对于公司主要客户国家电网、南方电网与省电力公司等，结算方式为合同签订后预付30%、产品发货签收后再付60%，剩下10%质量保证金一般在设备安全运行一年后付清。由于海缆制造安装周期较长，对于海缆业务一般采用“1-4-4-1”的结算方式，即预收款10%、进度款40%、交付款40%及质保金10%。由于海缆的货款结算周期较长且近年业务规模扩张较快，公司应收账款规模增长较快，截至2021年3月末，公司应收账款账面价值为19.21亿元，占资产总额的29.55%，且较2019年末增长较快，对公司营运资金形成较大占用。公司合同负债一般为签订合同环节预收的货款，2021年3月末公司合同负债账面余额为6.91亿元。

从各类产品的销量情况来看，得益于公司陆缆产品销售渠道的拓宽、产品销售结构优化调整以及下游海上风电装机的快速增长带动海缆产品及海洋工程业务的需求，2020年电力电缆、智能线缆及海缆销量均有所增长，产销率方面，由于公司主要根据客户实际订单来安排生产计划，公司各类产品的产销率均处于较高水平，有效降低了存货滞销的风险，海缆产品产销率有所下降，主要系公司海缆产品订单增加从而加快海缆产品的生产。销售均价方面，由于公司电线电缆产品的型号繁多，产品在电压等级、截面大小等方面差异程度较大，不同应用领域的产品销售价格差异较大，海缆产品因电压等级高、截面大，技术要求高等特征，其销售均价较高，此外，同一大类产品的销售价格也因产品的规格不同存在较大差异，2020年公司各类产品销售均价的变动主要系销售的产品差异所致。

销售毛利率方面，受市场竞争加剧及公司为提升区域市场占有率对经销商给予价格优惠的影响，2020年公司智能线缆业务毛利率有一定下降，但其销售占比较低，电力电缆业务毛利率小幅提高，使得当年公司陆缆业务毛利率小幅提高但仍偏低，海缆业务因产品技术要求高，行业竞争企业少，叠加下游海上风电装机规模快速增长使得海缆产品供不应求，该业务毛利率有所提高且仍处于较高水平。

表3 2019-2020年公司各类产品产销情况（单位：千米、万元、万元/千米）

产品类型	项目	2020年	2019年
陆缆	产量	26,304.25	14,591.64
	销量	26,026.19	14,744.25
	产销率	98.94%	101.05%
	销售金额	245,097.70	191,766.13
	销售均价	9.42	13.01

	销售毛利率	12.24%	10.69%
	产量	85,024.15	82,424.92
	销量	85,890.20	81,562.31
	产销率	101.02%	98.95%
智能线缆	销售金额	17,976.10	16,107.14
	销售均价	0.21	0.20
	销售毛利率	10.07%	14.73%
	产量	1,038.20	764.82
	销量	864.33	750.29
	产销率	83.25%	98.10%
海缆	销售金额	217,877.63	147,102.82
	销售均价	252.08	196.06
	销售毛利率	53.72%	44.77%

注：上表中海缆的销售金额未包括海洋工程的销售金额。

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以及华能盐城大丰新能源发电有限责任公司、三峡新能源阳江发电有限公司、国家能源集团东台海上风电有限责任公司等新能源发电企业等，主要系央企和地方国企，客户质量尚可。客户集中度方面，2020年公司陆缆产品前五大客户销售合计占陆缆业务收入的比重为33.37%，海缆产品前五大客户销售合计占海缆业务收入的比重为89.11%，均较2019年小幅提高，且公司海缆业务客户集中度高，主要系下游海上风电运营企业较少且单个项目中标金额较大所致。2020年公司全口径的前五大客户销售合计占比为42.78%，较2019年小幅提高。总体来看，公司海缆业务客户集中度高且该业务系公司利润主要来源，2022年起，海上风电国家补贴将取消，从而可能使得海上风电在2022年前迎来抢装机潮，抢装机潮后的海上风电的装机需求可能会有一定波动，若海缆主要客户海上风电装机需求下滑，可能对公司经营业绩有所影响。

表 4 2019-2020 年公司各产品及全口径前五大客户情况（单位：万元）

项目	客户名称	2020 年		2019 年	
		金额	占比	金额	占比
陆缆系统	第一名	23,182.96	8.81%	16,606.69	7.99%
	第二名	21,366.66	8.12%	15,055.89	7.24%
	第三名	19,367.46	7.36%	13,170.49	6.34%
	第四名	15,541.03	5.91%	9,136.98	4.40%
	第五名	8,322.99	3.16%	7,662.74	3.69%
	合计	87,781.10	33.37%	61,632.79	29.65%
海缆系统	第一名	64,730.43	29.71%	54,130.53	36.80%
	第二名	49,749.29	22.83%	22,692.91	15.43%
	第三名	43,606.21	20.01%	19,136.72	13.01%
	第四名	18,748.12	8.60%	19,105.49	12.99%
	第五名	17,327.45	7.95%	10,581.27	7.19%

	合计	194,161.50	89.11%	125,646.92	85.41%
全口径	第一名	71,196.32	14.09%	54,130.53	14.67%
	第二名	55,126.77	10.91%	37,748.80	10.23%
	第三名	45,272.90	8.96%	19,136.72	5.19%
	第四名	23,182.96	4.59%	19,105.49	5.18%
	第五名	21,366.66	4.23%	16,606.69	4.50%
	合计	216,145.61	42.78%	146,728.23	39.76%

注：陆缆系统及海缆系统占比系该业务收入的比重。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

电线电缆行业具有明显的“料重工轻”特征，铜等原材料占营业成本的比重大，公司通过远期合约和期货套保的方式来避免铜等原材料价格波动的影响

采购模式方面，公司原材料采购分为订单采购和库存采购，订单采购采用现货或期货方式，在取得订单后由物资采购部门负责具体采购，此外，公司还根据不同的经济形势及业务情况进行一部分库存采购。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88%左右，电线电缆行业具有明显的“料重工轻”特征。

表5 2019-2020年公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	311,013.23	88.96%	245,514.30	88.62%
直接人工	5,367.02	1.54%	4,344.18	1.57%
制造费用	15,719.26	4.50%	16,378.00	5.91%
海洋工程成本	17,498.61	5.00%	10,814.30	3.90%
合计	349,598.12	100.00%	277,050.78	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料主要包括铜、合金铝、绝缘料、钢材等，其中铜占公司采购总额的比重在60%以上，是公司产品成本的最主要构成。对于铜等主要原材料，公司通过远期合约和期货套保的方式来避免铜价波动的影响。远期合约模式下，公司以相应的价格和数量与供应商签订远期合约，在合约到期月交货，该合约到期月与销售订单交货月一致；期货套保模式下，公司根据销售订单数量，先在期货市场买入相同数量的铜，到这个订单实际生产时，公司在现货市场买入相应的铜，同时对期货市场已经持有的相同数量的铜进行平仓。公司通过期货保值等工具较大程度规避了原材料价格波动的风险，但也需关注因期货业务持仓规模与实际原材料需求的差异所带来的市场风险。

公司与主要原材料供应商建立了长期稳定的战略合作关系，以保证公司原材料的按时供应，主要供应商有江西铜业股份有限公司、江苏中广润新材料科技有限公司、宁波金田电材有限公司等，2020年公司前五大供应商采购金额占比为75.13%，前五大供应商采购占比有所提高，主要系公司产量规模提升，考虑到供应商的供货能力及区域优势，加大了向优质供应商的采购。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及未经审计2021年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围未发生变化，子公司具体情况见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，资产以流动资产为主，其中应收账款规模较大且增长较快，对营运资金形成较大占用

随着公司经营盈余利润的积累、融资规模及预收的货款增加，公司资产规模大幅增长，2020年末公司资产总额为60.92亿元，同比增长54.50%，公司资产仍以流动资产为主。

2020年末公司货币资金规模增幅较高，主要系本期债券发行募集较多资金所致，货币资金中使用受限的规模为3.06亿元，主要系结构性存款、银行承兑汇票保证金、期货交易保证金等。随着公司业务规模的扩张，2020年末公司应收账款规模有所增长，公司下游客户主要为央企及地方国企，其中应收前五大对象的款项余额合计占应收账款总额的35.86%，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90.18%，2020年末公司应收账款累计计提坏账准备1.09亿元，计提比例为5.74%，总体来看，公司应收账款规模较大且增长较快，对公司资金形成较大占用。2020年末公司存货规模也有所增长，存货主要为原材料、在产品、库存商品和发出商品，账面价值分别为0.94亿元、2.58亿元、3.85亿元和1.83亿元，2020年末公司存货跌价准备规模小，仅为0.03亿元。合同资产系应收的质保金，随着公司业务的扩张，应收的质保金规模也有所增长。

非流动资产方面，2020年公司新购入运输工具、通用设备等资产且部分在建工程的转入，使得当期末固定资产规模有所增长，固定资产中尚未办妥产权证书的账面价值为0.09亿元；此外，随着本期债券募投项目持续投入，公司在建工程规模大幅增长；2020年公司新购置了部分土地使用权，公司无形资产规模有所增长，无形资产中尚未办妥产权证书的土地使用权账面价值为0.14亿元。截至2020年末，公司受限资产账面价值合计3.15亿元¹，占同期末资产总额的5.17%。

总体来看，公司资产规模大幅增长，资产以流动资产为主，其中应收账款规模较大且增长较快，对公司营运资金形成较大占用。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

¹ 除 3.06 亿元货币资金使用受限外，还有 0.09 亿元的应收票据用于质押。

货币资金	11.42	17.57%	12.67	20.80%	9.91	25.13%
应收账款	19.21	29.55%	17.92	29.41%	11.72	29.72%
存货	11.28	17.36%	9.50	15.59%	6.25	15.85%
合同资产	3.85	5.93%	3.31	5.43%	0.00	0.00%
流动资产合计	47.29	72.76%	46.93	77.04%	29.64	75.17%
固定资产	5.03	7.74%	5.16	8.48%	4.66	11.83%
在建工程	7.41	11.39%	5.18	8.51%	1.90	4.81%
无形资产	2.84	4.38%	2.86	4.70%	2.61	6.63%
非流动资产合计	17.71	27.24%	13.99	22.96%	9.79	24.83%
资产总计	65.00	100.00%	60.92	100.00%	39.43	100.00%

注：2019年末公司应收质保金账面余价值为2.01亿元，计入在应收账款中。

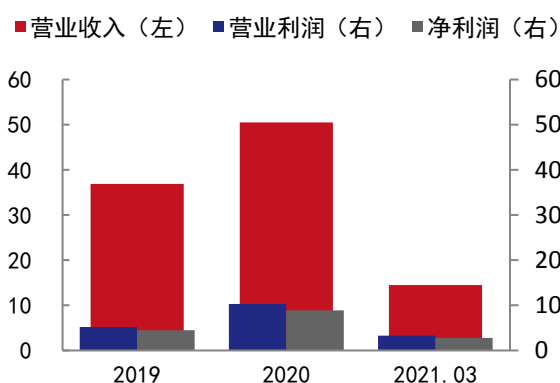
资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模增长较快，盈利规模大幅提升，EBITDA利润率及总资产回报率均有所提高

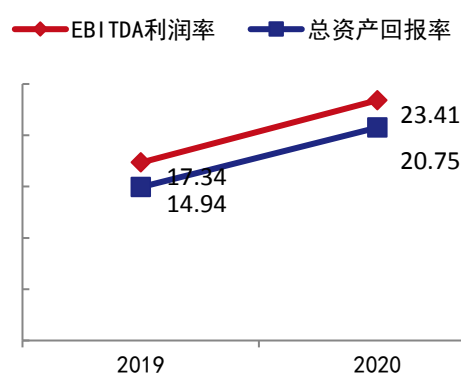
得益于公司下游海上风电装机的快速增长带动海缆产品及海洋工程业务的需求以及陆缆产品销售渠道的拓宽及产品销售结构优化调整，带动公司营业收入实现较快增长，2020年公司营业收入为50.52亿元，同比增长36.90%，同时随着利润水平高的海缆业务收入规模及占比持续提高，公司盈利规模大幅提升，同期公司实现净利润8.87亿元，同比增长96.25%，EBITDA利润率及总资产回报率均有所提高，2021年1-3月，公司分别实现营业收入和净利润14.46亿元和2.78亿元，较上年同期分别增长115.35%和245.15%。在政策支持可再生能源发展及提高可再生能源消费占比的大背景下，预计未来海上风电装机市场空间仍较大，海缆市场未来发展前景仍较好，但同时需要注意的是公司海缆业务客户集中度高且该业务是公司利润的主要来源，2022年起，海上风电国家补贴将取消，从而可能使得海上风电在2022年前迎来抢装机潮，抢装机潮后的海上风电的装机需求可能会有一定波动，若海缆主要客户海上风电装机需求下滑，可能对公司经营业绩有所影响。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



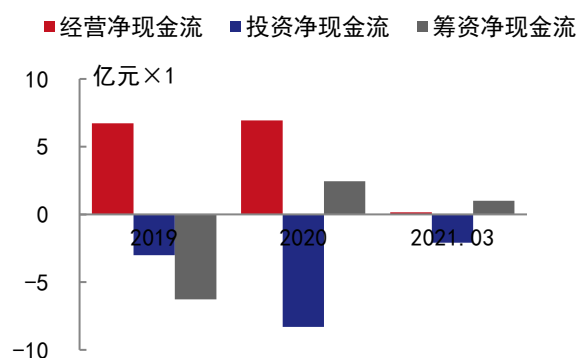
资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2020年公司经营净现金流入规模仍较大，投资净现金流出规模大幅增长，随着在建产线的陆续投入，公司面临一定的资本支出压力

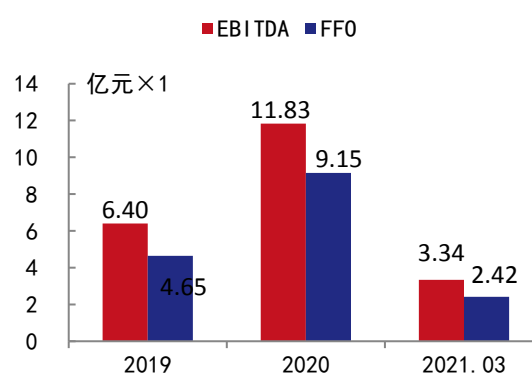
2020年公司现金净流入主要来源于经营活动及筹资活动，投资活动现金流呈大规模净流出状态，当期公司经营净现金流为6.94亿元，较上年小幅增长，净流入规模仍较大，2021年1-3月，公司经营净现金流规模较小，系公司客户主要为央企及地方国企，一季度付款有所延迟所致；2020年公司投资净现金流出规模较上年大幅增长，主要系本期债券募投项目持续投入、购买结构性存款及认购西部证券非公开发行A股支付较大规模的资金所致；2020年公司筹资净现金流较上年大幅增长，主要系本期债券发行募集较大规模的资金。2020年公司盈利规模大幅提升，带动EBITDA及FFO规模大幅增长，公司经营活动生成现金能力有所提高。截至2021年3月末，公司主要在建产线尚需投入资金8.84亿元（不含铺底流动资金），随着在建产线的陆续投入，公司面临一定的资本支出压力。

图 8 公司现金流结构（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况（单位：亿元）

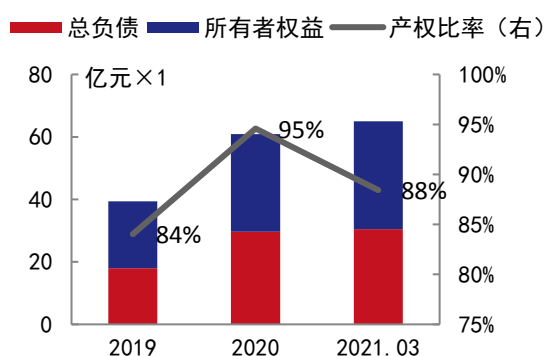
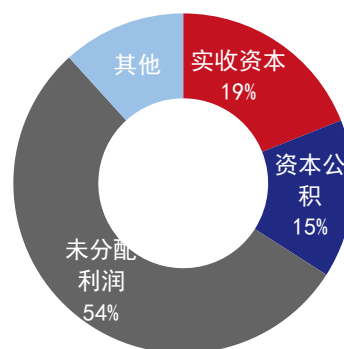


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

随着本期债券的发行，公司长期债务占比有所提高，债务偿付压力也有所加大

随着公司预收的货款增加及本期债券的成功发行，2020年末公司负债总额达29.61亿元，同比增长64.48%；所有者权益方面，随着公司经营盈余利润的积累及本期债券部分计入其他权益工具，公司所有者权益规模也有所增长，所有者权益以未分配利润为主，占比达51%。受负债规模增长较快的影响，2020年末公司产权比率较上年末有一定提高，公司所有者权益对负债总额的保障程度尚可。

图 10 公司资本结构（单位：亿元）

图 11 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 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 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，随着本期债券的发行，公司流动负债占比有所下降。随着短期借款的偿还，2020 年末公司无短期借款，2021 年 3 月末短期借款规模仅 0.10 亿元；应付票据系应付的银行承兑汇票，2020 年末账面余额同比有所下降；应付账款主要系应付的材料及劳务采购款、工程及设备款，预收款项及合同负债系预收的货款，随着公司业务规模的扩张，公司应付账款账面余额有所增长，同时预收的货款规模也大幅增长。

非流动负债方面，2021 年 3 月末，公司长期借款账面余额为 1.00 亿元，较 2020 年末有所增长；应付债券系本期债券，2020 年末账面余额为 6.92 亿元，较发行规模更小，主要系部分计入其他权益工具所致；递延收益均为公司收到的与资产相关的政府补助，2020 年末公司递延收益规模有所增长。

表 7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.10	0.32%	0.00	0.00%	4.56	25.34%
应付票据	5.73	18.79%	5.22	17.63%	5.96	33.11%
应付账款	5.97	19.57%	4.54	15.32%	3.34	18.54%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.40	13.33%
合同负债	6.91	22.66%	8.25	27.85%	0.00	0.00%
流动负债合计	21.64	70.94%	21.72	73.33%	17.48	97.10%
长期借款	1.00	3.28%	0.10	0.34%	0.00	0.00%
应付债券	7.01	22.98%	6.92	23.37%	0.00	0.00%
递延收益	0.68	2.23%	0.70	2.35%	0.46	2.53%
非流动负债合计	8.86	29.06%	7.90	26.67%	0.52	2.90%
负债合计	30.51	100.00%	29.61	100.00%	18.00	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

随着本期债券的发行，公司总债务规模有所增长，2021 年 3 月末公司总债务规模为 13.84 亿元，较 2019

年末增长31.53%，占负债总额的比重为45%，公司债务偿付压力有所加大。债务结构方面，公司短期债务主要为应付票据，长期债务主要为本期债券，2020年及2021年3月末公司长期债务占比有所提高，本期债券于2026年到期，本金于到期日偿还，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能以及投资者回售所形成的偿债压力。

图 12 公司债务占负债比重（单位：亿元）

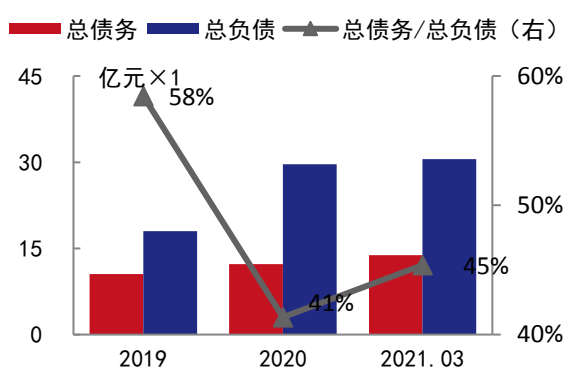
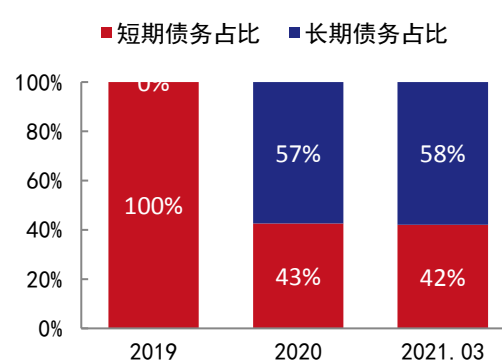


图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2020 年末公司资产负债率小幅提高，随着公司盈余现金的增加，使得公司净债务/EBITDA 有所下降，现金对债务的覆盖程度好，同时得益于公司盈利规模的提升，2020 年公司 EBITDA 利息保障倍数较上年大幅提高，盈利对利息支出的保障程度好。2020 年末公司所有者权益规模增长较快，使得总债务占总资本的比重有所下降。

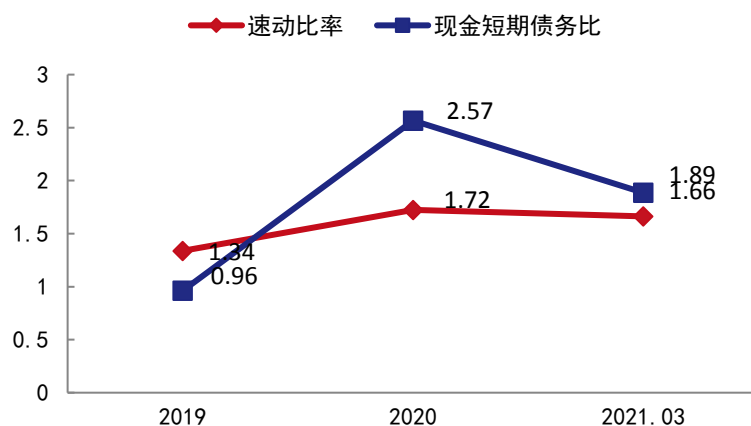
表 8 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	46.93%	48.61%	45.66%
净债务/EBITDA	--	0.00	0.20
EBITDA 利息保障倍数	--	62.18	20.02
总债务/总资本	28.64%	28.11%	32.94%
FFO/净债务	--	-557.11	3.59

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

随着本期债券发行募集较多资金及公司业务规模扩张使得应收账款规模大幅增长，2020 年末公司速动资产较上年末增长较快，且随着短期借款的偿还，公司流动负债增速较速动资产增速更低且短期债务规模有所下降，2020 年末公司速动比率及现金短期债务比较上年末均有所提高。根据公司提供的数据，截至 2020 年末公司获得的银行授信额度共计 51.65 亿元，未使用的授信额度为 29.14 亿元²，必要时可为公司提供一定流动性支持。

² 已使用的银行授信额度包括银行借款、承兑汇票、保函。

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 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2018年1月1日至报告查询日（2021年4月9日），公司本部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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、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，维持本期债券信用等级为AA。

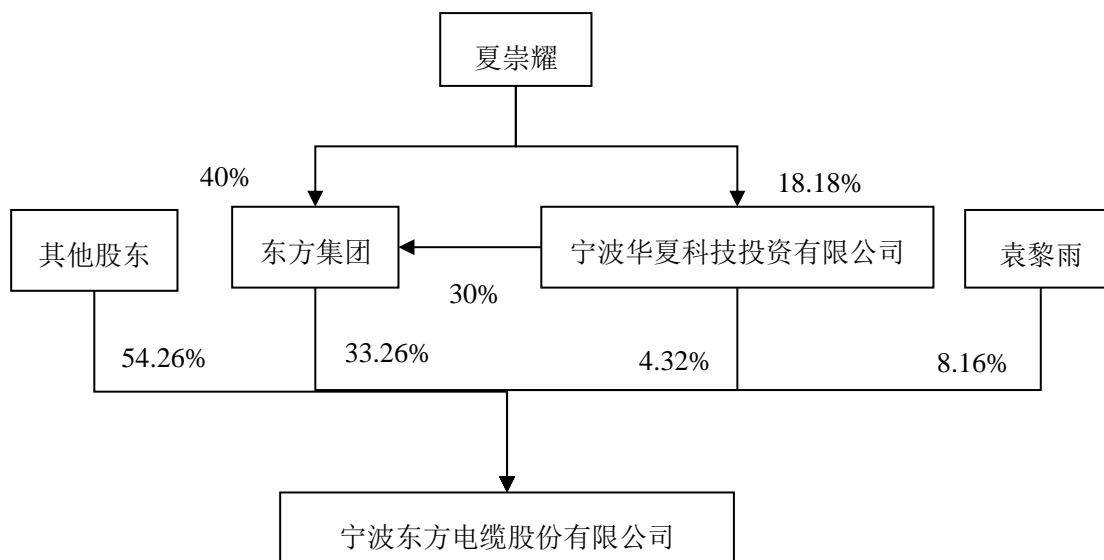
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	11.42	12.67	9.91	11.70
应收账款	19.21	17.92	11.72	7.95
存货	11.28	9.50	6.25	5.45
流动资产合计	47.29	46.93	29.64	27.18
在建工程	7.41	5.18	1.90	0.56
非流动资产合计	17.71	13.99	9.79	6.95
资产总计	65.00	60.92	39.43	34.13
短期借款	0.10	0.00	4.56	9.98
应付票据	5.73	5.22	5.96	1.85
应付账款	5.97	4.54	3.34	1.64
合同负债	6.91	8.25	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	21.64	21.72	17.48	16.37
长期借款	1.00	0.10	0.00	0.00
应付债券	7.01	6.92	0.00	0.00
长期应付款	0.07	0.00	0.05	0.05
非流动负债合计	8.86	7.90	0.52	0.42
负债合计	30.51	29.61	18.00	16.79
总债务	13.84	12.24	10.52	11.83
归属于母公司的所有者权益	34.45	31.27	21.39	17.30
营业收入	14.46	50.52	36.90	30.24
净利润	2.78	8.87	4.52	1.71
经营活动产生的现金流量净额	0.17	6.94	6.72	4.96
投资活动产生的现金流量净额	-2.08	-8.31	-3.02	-1.53
筹资活动产生的现金流量净额	1.00	2.46	-6.28	-0.41
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	29.87%	30.55%	24.87%	16.55%
EBITDA 利润率	--	23.41%	17.34%	10.01%
总资产回报率	--	20.75%	14.94%	7.46%
产权比率	88.44%	94.59%	84.03%	96.80%
资产负债率	46.93%	48.61%	45.66%	49.19%
净债务/EBITDA	--	0.00	0.20	0.05
EBITDA 利息保障倍数	--	62.18	20.02	7.33
总债务/总资本	28.64%	28.11%	32.94%	40.55%
FFO/净债务	--	-557.11	3.59	12.27
速动比率	1.66	1.72	1.34	1.33

现金短期债务比	1.89	2.57	0.96	1.05
---------	------	------	------	------

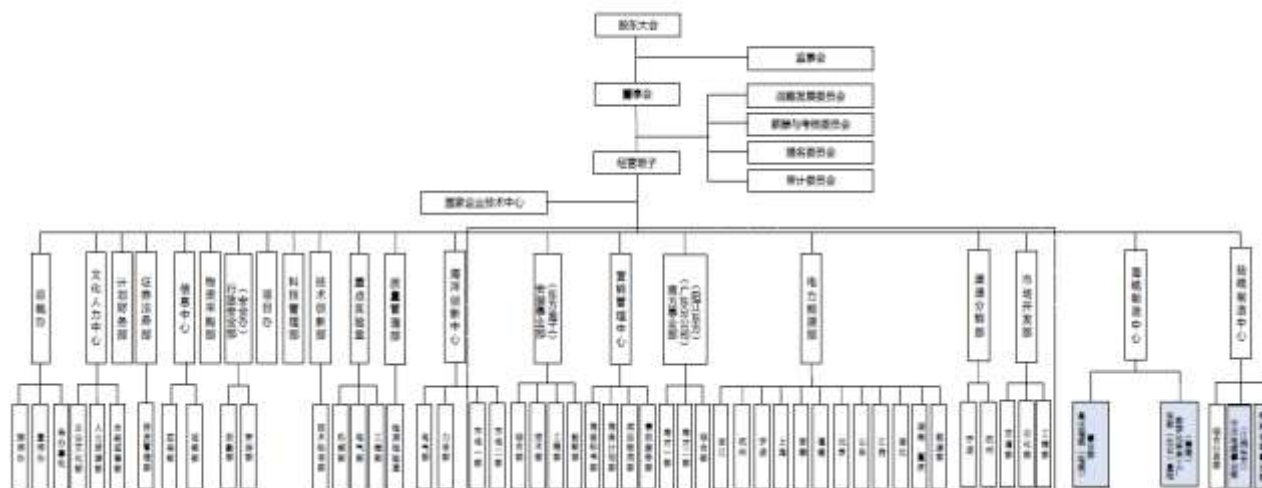
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江西东方电缆有限公司	10,000.00	100%	电线电缆、通信电缆的生产、销售
宁波海缆研究院工程有限公司	10,600.00	100%	海洋工程、海缆、脐带缆、海缆附件的研发、技术咨询、制造、销售等
东方海缆有限公司	20,000.00	100%	海底光缆、海底电缆、海底光电复合缆、海洋脐带缆、海洋动态缆的研发、设计、制造、销售、安装及技术服务等
东方海洋工程（舟山）有限公司	10,000.00	70%	海洋石油工程施工、海底工程设施铺设等
阳江市东方海缆技术有限公司	1,000.00	100%	海缆的生产销售、设计、安装及技术服务等

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、债务人主体长期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。