

跟踪评级公告

联合[2015]150 号

宁波杉杉股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对宁波杉杉股份有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

宁波杉杉股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

宁波杉杉股份有限公司发行的“10 杉杉债”和“13 杉杉债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：钟月

分析师：钟月 王娜

二零一五年 五 月 十 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201 (100022)

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

宁波杉杉股份有限公司

公司债券跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	跟踪评级结果
10 杉杉债	6 亿元	AA	AA
13 杉杉债	7.5 亿元	AA	AA

上次评级时间：2014 年 5 月 30 日

跟踪评级时间：2015 年 5 月 10 日

主要财务数据

宁波杉杉股份有限公司

项 目	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额(亿元)	74.77	91.66	95.10
所有者权益(亿元)	35.19	44.10	47.35
长期债务(亿元)	5.96	13.81	13.79
全部债务(亿元)	26.63	29.45	29.71
营业收入(亿元)	40.48	36.59	8.43
净利润(亿元)	1.55	3.29	3.35
EBITDA(亿元)	4.38	6.22	--
经营性净现金流(亿元)	-1.27	-4.03	-0.04
营业利润率(%)	21.05	23.42	22.85
净资产收益率(%)	4.37	8.29	7.32
资产负债率(%)	52.93	51.88	50.21
全部债务资本化比率(%)	43.07	40.04	38.56
流动比率(%)	1.12	1.43	1.56
EBITDA 全部债务比(%)	0.16	0.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.04	3.73	--

杉杉控股有限公司

项 目	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	260.11	282.48
所有者权益(亿元)	100.11	107.53
营业收入(亿元)	281.62	321.28
净利润(亿元)	6.45	7.26
资产负债率(%)	61.51	61.94

注：本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对宁波杉杉股份有限公司（以下简称“公司”或“杉杉股份”）的跟踪评级，反映了跟踪期内，公司剥离亏损的针织品（OEM）业务，服装业务收入水平有所下降，而综合毛利率明显提升，但品牌分化明显，其中主品牌盈利尚属良好，多品牌服装板块小幅亏损；锂电池材料产品产销保持较好的增长态势，多款新产品投入市场，主营业务收入保持增长趋势，但毛利水平略有下降。跟踪期内，公司投资收益对盈利贡献较大；公司负债水平有所下降。联合评级同时也关注到国内服装市场下游需求疲软，锂电池正极材料产能相对过剩等因素对公司信用状况产生的不利影响。

“10 杉杉债”由杉杉控股有限公司（以下简称“杉杉控股”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，同时，公司以评估值为 62,547.49 万元的土地和房产为该债券提供抵押担保。跟踪期内，杉杉控股经营情况和盈利能力保持正常；跟踪期内上述抵押物市场价格相对稳定，未出现明显的贬值情况。

综上，联合评级维持杉杉股份的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“10 杉杉债”和“13 杉杉债”债项“AA”的信用等级。

优势

1. 公司是国内锂电池材料最大的供应商，锂电池材料以市场需求为导向，积极推进新产品开发和研制，跟踪期内，多款新产品投入市场，未来将为公司带来较好的收益。

2. 跟踪期内，公司剥离亏损的针织品和部分时尚品牌业务板块，导致收入规模下降，但盈利能力有明显改善，有利于未来公司发挥优势资源，从而进一步提高盈利能力。

3. 跟踪期内，公司可供出售金融资产公允价值增长较大，长期股权投资所形成的投资收益保持稳定，未来仍将是公司利润的主要来源。

关注

1. 纺织服装行业下游需求仍处于疲软状态，服装企业均受到行业环境的不利影响；公司服装板块毛利率明显回升，但受费用高企等因素影响，多品牌板块处于亏损状态。

2. 跟踪期内，锂电池行业竞争加剧，公司将面临产能过剩、技术革新、竞争激烈的挑战；同时，公司进军新能源汽车领域，未来投资回报尚需进一步关注。

3. 公司盈利受到投资收益的较大影响；考虑到公司可供出售金融资产的公允价值存在较大的波动性，加之投资收益的不可持续性，需持续关注公司未来盈利能力的变化。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与宁波杉杉股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与宁波杉杉股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因宁波杉杉股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的公司相关资料主要由宁波杉杉股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

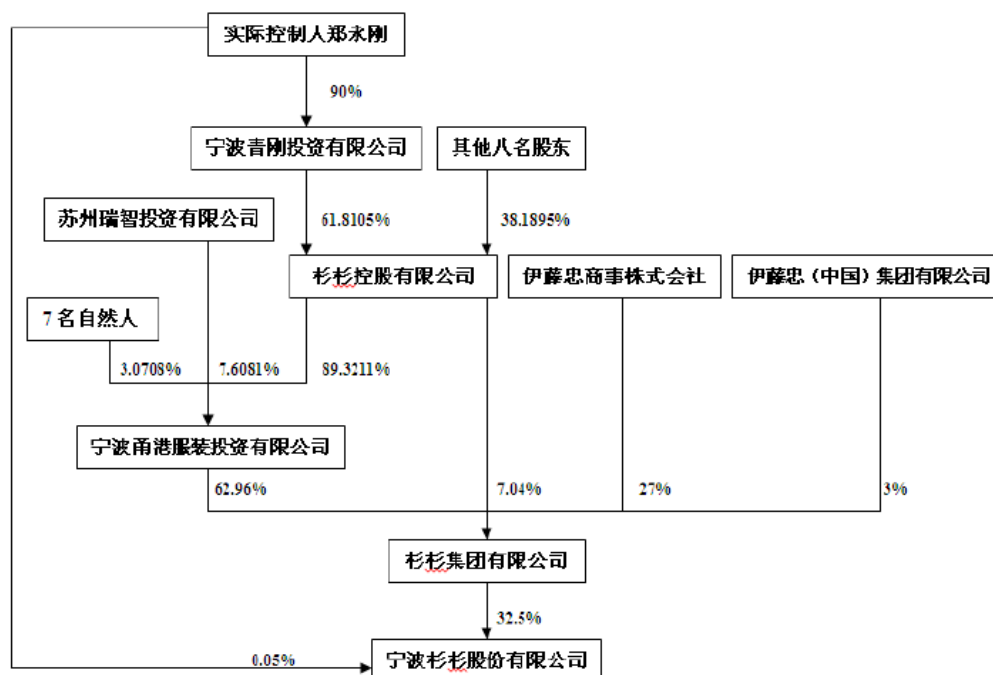
一、主体概况

宁波杉杉股份有限公司（以下简称“公司”或“杉杉股份”）的前身是鄞县纺织服装厂，成立于 1980 年，1985 年更名为宁波甬港服装总厂，1992 年经宁波市经济体制改革办公室批准（甬体改[1992]27 号），组建设立宁波杉杉股份有限公司。经中国证券监督管理委员会[1995]208 号文批准，公司于 1996 年 1 月在上海证券交易所上市（股票简称：杉杉股份，股票代码：600884）。公司于 1996 年 1 月在上海证券交易所向社会公开发行境内上市内资股（A 股）股票并上市交易。

截至 2014 年底，杉杉集团有限公司（以下简称“杉杉集团”）持有公司股份 13,353.70 万股，占比 32.50%，为公司控股股东。郑永刚先生直接持有公司股份 22.60 万股，占比 0.05%，并通过宁波青刚投资有限公司、杉杉控股有限公司（以下简称“杉杉控股”，为杉杉集团控股股东）和宁波甬港服装投资有限公司（杉杉控股子公司）间接控制公司，公司实际控制人为郑永刚先生。公司主要从事服装、锂离子电池材料产品的生产和销售以及实业项目投资。

跟踪期内，公司实际控制人、控股股东及主营业务均未发生变化。

图 1 截至 2014 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司合并资产总额 916,571.84 万元，负债合计 475,561.37 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 441,010.47 万元。2014 年，公司实现营业收入 365,899.06 万元，净利润（含少数股东损益）32,853.35 万元；经营活动产生的现金流量净额-40,323.68 万元，现金及现金等价物净增加额 13,019.61 万元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 950,982.59 万元，负债合计 477,531.47 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 473,451.12 万元。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 84,274.39 万元，净利润（含少数股东损益）33,454.37 万元；经营活动产生的现金流量净额-386.10 万元，现金及现金等价物净增加额 2,591.72 万元。

公司注册地址：浙江省宁波市望春工业园区云林中路 238 号；公司法定代表人：庄巍。

二、债券概况

公司分别发行了2010年6亿元和2013年7.5亿元两期公司债券，均采用网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价簿记相结合的方式。

“10杉杉债”

该债券 7 年期品种最终发行规模为 6 亿元，发行工作于 2010 年 3 月 30 日结束，并于 2010 年 4 月 14 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“10 杉杉债”，上市代码“122050”。该债券的票面利率采取询价方式确定，最终发行利率为 5.96%。

该债券由杉杉控股有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，同时，公司以评估值为 62,547.49 万元的土地和房产为该债券提供抵押担保。由于公司用于抵押的土地和房产根据所处区域的不同，已于 2010 年 1 月 14 日在上海市浦东新区房地产登记处和 2010 年 3 月 11 日在宁波市鄞州区房地产管理处分别办理了抵押手续。

该债券募集资金总额扣除发行费用后的净募集款项共计 59,291.00 万元，其中 30,000.00 万元用于偿还银行贷款，剩余部分补充营运资金。公司于 2015 年 3 月 12 日发布“10 杉杉债”回售公告，于 2015 年 3 月 17 日进行回售申报登记，回售有效登记数量 10,000 手，回售金额 1,000 万元，回售资金已于 2015 年 3 月 26 日进行发放。公司已于 2015 年 3 月 26 日支付 2014 年 3 月 26 日至 2015 年 3 月 25 日期间利息。

“13杉杉债”

该债券 5 年期品种最终发行规模为 7.5 亿元，附第 3 年末发行人上调利率选择权和投资者回售选择权，发行工作于 2014 年 3 月 11 日结束，并于 2014 年 3 月 26 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“13 杉杉债”，上市代码“122285”。该债券的票面利率采取询价方式确定，最终发行利率为 7.5%，债券发行首日/起息日为 2014 年 3 月 7 日。该债券无抵押或担保等增信措施。

该债券实际募集资金净额 74,334.50 万元，用于补充流动资金和偿还银行借款。公司已于 2015 年 3 月 9 日支付 2014 年 3 月 7 日至 2015 年 3 月 6 日期间利息。

三、管理分析

跟踪期内，公司举行董事会换届选举，2014 年 5 月 12 日，公司 2013 年度股东大会审议通过了关于换届选举第八届董事会成员（庄巍、陈光华、任伟泉、翁惠萍、钱程、沈云康、陈全世、徐逸星、郭站红）及换届选举第八届监事会成员（沈侣研、宫毅、华丽、陈琦、惠颖）的议案。公司董事会及监事会成员选举后，一名董事、两位独立董事和一名监事会召集人离任。公司核心管理层团队未发生重大变化，对公司经营影响不大。

总体上看，跟踪期内，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。

四、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司坚持“服装、锂电池材料、投资”三大业务并举，以实业为基础，投资为手

段，推动公司的整体发展，逐步实现实业与投资之间的联动效应。2014 年，公司实现营业收入 365,899.06 万元，同比减少 9.61%；实现净利润 32,853.35 万元，大幅增长 111.96%。基于公司服装业务整体发展战略考虑，为优化服装业务结构，提升板块整体盈利能力，公司转让了所持新明达一明达针织品业务板块（即针织品 OEM 业务）35%股权（剩余 15%股权待条件成就后再行转让），2014 年 7 月开始该板块业务不再纳入合并报表，从而导致公司营业收入规模有所减少。但剔除针织品业务剥离因素后，公司营业收入同比增长 7.09%。而公司净利润实现大幅增长，主要系公司出售对宁波银行股权获得投资收益 22,572.51 万元及确认对稠州银行股权投资收益 10,661.92 万元所致。

从收入结构上看，在公司主营业务收入中，伴随 2014 年公司剥离针织品业务，服装板块收入占比由 43.62%下降为 31.73%；而公司锂电池材料业务整体稳健增长，实现主营业务收入 239,888.79 万元，同比增加 10.86%，占比也由 2013 年的 54.69%上升至 66.36%。

在毛利率方面，公司主营业务综合毛利率由 2013 年的 20.91%增长至 2014 年的 23.39%。具体来看，公司服装板块毛利率由 2013 年的 22.84%增长至 31.94%，主要系公司剥离毛利率较低的针织品业务所致；而锂电池材料板块毛利率小幅下滑至 18.18%，主要系激烈的行业竞争导致锂电池材料价格下降的幅度超过成本下降的幅度所致。公司其他板块主要系融资租赁业务和商业保理业务等。

表 1 2013 年~2014 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2013 年			2014 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
服装	172,587.43	43.62	22.84	114,713.70	31.73	31.94
锂电池材料	216,385.76	54.69	19.21	239,888.79	66.36	18.18
其他（含投资、类金融）	6,673.91	1.69	25.95	6,906.47	1.91	62.48
合计	395,647.10	100.00	20.91	361,508.97	100.00	23.39

资料来源：公司年报

2015 年 1-3 月，公司实现营业收入 84,274.39 万元，同比增长 3.94%，实现净利润 33,454.37 万元，同比大幅增长，主要系公司抛售宁波银行股票获得投资收益 36,371.88 万元所致。

总体上看，伴随公司剥离针织品业务，公司营业收入规模有所下降；但公司服装板块业务盈利能力有所增强，带动公司毛利率提高；同时，公司锂电池业务以较快速度增长，发展比较稳定。

2. 主营业务

纺织服装

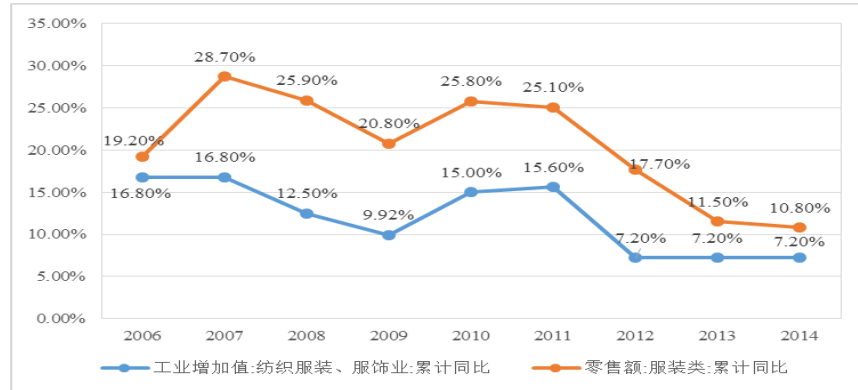
（1）经营环境

2014 年，受宏观经济增速放缓、原材料价格大幅波动、市场需求疲软以及自身发展阶段转换等内外因素影响，纺织服装行业延续了“十二五”以来总量增速逐年放缓的态势，各项指标增速较 2013 年有不同程度下降。

2014 年，纺织服装行业主要经济运行指标增速延续了 2013 年以来的低速增长状态。国内需求方面，根据国家统计局数据显示，2014 年我国服装鞋帽、针纺织品商品零售额同比增长 10.80%，较 10 年以来最低增速的 2013 年仍有下降；规模以上纺织服装、服饰业工业增加值累计同比增长 7.20%，与 2013 年持平，同为 2006 年以来最低增速。国外需求方面，2014 年国际市场需求依然保持低增长态势，呈现回暖迹象。据中国海关数据显示，2014 年全年，我国服装出口额为 11,445 亿元，

与上年同比增长4.2%。

图 2 2006~2014 年我国服装类商品零售额和纺织服装工业增加值增速（单位：%）



资料来源: Wind 资讯

从盈利状况上看, 2014年, 纺织服装、服饰行业主营业务收入达到20,769.83亿元, 同比增长8.02%, 增速低于上年同期3.27个百分点; 利润总额为1,247.28亿元, 同比增长10.55%, 增速较上年小幅回升0.72个百分点。经历2013年盈利迅速下滑状态后, 纺织服装行业收入水平增速继续下滑, 但盈利水平基本企稳。

整体而言, 近期来看, 受宏观环境增长放缓、下游需求疲软、棉花内外价差大等多方面因素影响, 纺织服装行业中企业盈利能力仍有待提升。但伴随国内棉花价格市场化改革、城镇化进程的推进以及城乡居民收入稳步增长, 这将为我国纺织服装产品内需消费扩大提供重要的基础。未来, 纺织服装行业仍将积极推进产业升级, 淘汰落后产能, 加快行业整合, 并向产业链的高附加值环节拓展。

(2) 经营分析

公司服装业务分为“杉杉”品牌业务、时尚品牌公司的多品牌业务和针织品（OEM）业务三大业务板块。

2014年, 伴随公司剥离毛利率较低的针织品业务板块, 2014年7月开始, 该板块业务不再纳入合并范围, 此外, 公司终止了持续亏损的鲁彼昂姆工厂业务。受此影响, 公司服装板块经营收入同比下降33.53%; 但剥离针织品业务数据后, 公司服装板块收入由2013年的77,786.90万元增至79,593.92万元。毛利率方面, 伴随公司剥离相关亏损业务, 公司服装板块综合毛利率由22.84%上升至31.94%。

表 2 2013 年~2014 年公司服装业务产品情况（单位：万元）

项目	2013 年			2014 年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
杉杉品牌服装	44,610.13	28,225.99	36.73	47,928.45	28,083.39	41.41
其他品牌服装	33,176.77	23,168.11	30.17	31,665.47	19,932.15	37.05
针织品及贸易	94,800.53	81,772.05	13.74	35,119.78	30,053.15	14.43
合计	172,587.43	133,166.15	22.84	114,713.70	78,068.68	31.94

资料来源: 公司年报

公司服装主导产品仍为西服。跟踪期内, 公司服装板块主要原材料价格基本呈现下降趋势, 但公司杉杉品牌产品销量有所提高, 产品原材料采购相应增加; 而受公司剥离亏损业务板块影响,

多品牌业务和针织品业务原材料成本均有所下降。2014 年公司服装业务原材料成本合计 58,218 万元，占总成本的 74.57%；人工工资 8,821 万元，占服装成本的 11.30%；制造费用总额 11,029 万元，占服装成本的 14.13%。

表 3 2013 年~2014 年公司服装业务产品原材料成本情况

服装品牌分类	2013 年		2014 年	
	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）
杉杉品牌	22,716	80.47	22,778	81.11
多品牌	17,004	73.39	14,388	72.19
针织品（OEM）	57,442	70.25	21,051	70.05
合计	97,162	72.96	58,218	74.57

资料来源：公司年报

跟踪期内，公司各品牌运营态势变动趋势分化明显；其中，杉杉品牌产销量均有所上升；而受公司剥离部分多品牌业务和针织品业务所致，多品牌和针织品产销量均有所下降。2014 年，公司服装产品生产量合计 2,915.6 万套，较上期减少 48.7%；销售量合计 2,877.8 万套，较上期减少 50.6%。跟踪期内，公司主营业务国外销售额为 2,177.06 万元，较上期减少 71.24%。

表 4 2013 年~2014 年公司产品产销情况（单位：万套、万只、万米、万公斤等）

产品	生产量			销售量		
	2013 年	2014 年	变动率	2013 年	2014 年	变动率
杉杉品牌	295.0	301.5	2.2%	266.0	278.8	4.8%
多品牌	266.3	246.3	-7.5%	280.1	259.6	-7.3%
针织品	5,123.8	2,367.8	-53.8%	5,278.7	2,339.4	-55.7%
服装合计	5,685.1	2,915.6	-48.7%	5,824.8	2,877.8	-50.6%

资料来源：公司年报

A、“杉杉”品牌业务

2014 年，“杉杉”品牌业务积极推行“全渠道”战略，加大渠道开发和整合力度，通过加盟、直营、电商、职业装、定制等方式构建多触点、跨渠道的全渠道运营模式，加快提升渠道效益。在品牌建设和产品开发方面，更加注重提升市场终端形象和品牌影响力，转变产品开发模式、完善产品结构、优化供应链及加强成本费用管控。2014 年，“杉杉”品牌业务实现主营业务收入 47,928.45 万元，同比增长 7.44%；归属于上市公司股东的净利润 4,905.80 万元，同比下降 3.4%，主要系营业外支出捐赠“五水共治”500 万元所致。

B、多品牌业务

跟踪期间，时尚品牌公司重新对下属各品牌的定位和发展规划进行了调整和明确，紧扣“时尚度、性价比、质量工艺水准”三要素，从传统优势向竞争优势突出布局，追求品牌的个性化、差异化发展。在经营模式上，对于盈利能力较低的品牌，由线下销售逐步转为线上线下销售平行的模式。跟踪期间，公司终止了持续亏损的鲁彼昂姆工厂业务。

为降低成本，调整产业布局，加快推进工厂产能区域转移，公司以江苏杉杉服装产业园有限公司为主体，加快新服装产业园的建设。截至 2014 年底，宿迁产能转移项目产能布局、关键技术人员、设备整理已正式启动，预计 2015 年年内投入生产。

2014 年，公司多品牌业务实现主营业务收入 31,665.47 万元，同比下降 4.56%；尽管多品牌业

务毛利率水平处于较高水平，但受到销售推广等费用高企，加之 2014 年工厂产能转移发生离职补偿金 2,045 万元等因素影响，归属于上市公司股东的净利润-4,505.55 万元，较上年亏损扩大 347.25 万元。

C、针织品（OEM）代工业务

基于公司服装业务整体发展战略考虑，为优化服装业务结构，提升板块整体盈利能力，公司转让了所持新明达一明达针织品业务板块（即针织品 OEM 业务）35%股权（剩余 15%股权待条件成就后再行转让）。截至 2014 年底，公司已办理完毕股权转让手续。

总体看，跟踪期内，公司对服装板块业务进行了较大的调整，剥离亏损的业务板块，受此影响，公司产品产销量和营业收入规模均有所下降，但公司盈利能力明显回升，有利于公司集中资源发展公司优势业务，从而进一步提高公司盈利水平。

锂电池材料

（1）经营环境

锂电池以储能高、寿命长、重量轻、充电快的优点，逐渐被广泛使用与数码产品市场和电动汽车核心部件。据中商产业研究院数据库（AskCIData）数据显示，从 2010 年以来中国锂电池产量呈现不断增长的态势，2010~2014 年中国锂电池产量增长率均高于 10%。2014 年中国锂电池产量高达 528,652.49 万支，同比增长了 10.90%。

自从九部委联合开展的 2011 年环保专项行动正式实施以来，随着价格持续下降，锂离子电池取代铅酸电池和镍氢电池的速度也在加快，消费电子领域尤为突出。在传统的 3C 应用领域，锂电池依然保持主要优势，智能手机、平板电脑、移动电源、智能手表等新兴移动数码产品的大规模应用将推动锂电电子电池市场的稳步增长。全球第四代、第五代移动通信产品的大规模市场需求，将带动锂电池需求的持续扩张。目前，锂电池仅占通信基站后备电源 10%的市场份额，增长势头迅猛，未来发展空间较大。由于三大运营商集团采购，业内预计明年锂电池在通信储能领域将出现爆发式增长。

2014 年，电动汽车在全球范围内趋于市场化，但电动汽车新能源汽车大规模产业化速度低于预期，新能源汽车市场对锂电池需求量很大，储能市场发展空间广阔。根据多部门联合发布的《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，电动汽车补贴政策将持续至 2015 年，政策基本放宽至全国范围，特别是在北京、天津等空气污染较为严重的地区。

锂电池应用的增长，将大幅带动锂电池材料的总体需求和结构调整。近年来，锂电池产业产能过剩严重，竞争日趋激烈，正极行业的洗牌将继续推进，负极材料和电解液在产能快速扩张的过程中，行业整合加速。

（2）经营分析

公司作为目前我国最大的锂离子电池材料综合供应商，已形成相对成熟完整的产品体系，产品覆盖锂离子电池正极材料、负极材料及电解液产品。

跟踪期内，公司锂电池业务持续保持稳定的增长，产销量同比均大幅增长。2014 年，公司锂电池材料生产量为 29,534.0 吨，同比增长 34%；销售量为 27,764.0 吨，同比增加 28.3%；库存量为 3,714.0 万元，较上期增加 91%。2014 年，锂电池主要原材料价格整体呈下降趋势，但在产销量增加的影响下，公司锂电池材料成本为 196,281.84 万元，较上年同期增加 12.28%。

跟踪期内，公司锂电池材料业务实现营业收入 239,888.79 万元，较上年增长 10.86%；实现毛利润 43,606.96 万元，毛利率 18.18%，同比减少 1.03 个百分点，主要系公司锂电池材料价格有所下降所致；归属于上市公司股东的净利润 7,810.27 万元，同比下降 39.47%。但从目前国内锂电池

材料整体毛利率水平看，公司锂电池材料的毛利水平仍处于行业较高水平，其主要是由于公司相对成熟的技术、完整的产品体系使得公司产品竞争力较强所致。

从产品体系看，公司作为国内锂电池材料领域的先行者，是中国锂离子电池材料第一品牌，已形成相对成熟、完整的产品体系。2014 年，公司正极多款高倍率、高电压钴酸锂和高压实三元产品批量生产并出货；负极多款高能量密度、高功率人造石墨完成量产，硅碳负极材料已经试产，并逐步向市场推广；电解液多款高电压产品完成研发，并逐步投入批量生产。完整的产品线、成熟的产品体系以及较强的研发能力有助于提升公司在终端市场的竞争力。

A、正极材料业务

跟踪期间，公司正极材料业务稳步提升，产销量规模继续稳居国内榜首，全年实现主营业务收入 146,858.23 万元，同比增长 14.90%；归属于上市公司股东的净利润 2,011.35 万元，同比下降 48.37%，主要系正极材料行业竞争加剧，销售价格下降幅度大于成本下降的幅度，毛利率继续下降，以及因销售规模扩大，致使应收账款减值损失较去年同比增加所致。

2014 年，湖南杉杉在长沙市宁乡县启动了年产 1.5 万吨正极材料的建设，产线定位国际一线电池厂商，自动化水平高、工艺先进稳定，2015 年上半年起将逐步建成投入生产。此外，公司加快推进产品在动力电池领域的研发、应用和推广，期内多款三元、锰系产品进入测试推广阶段；加强客户维护和拓展，巩固国内市场，积极开拓国际市场；在向 ATL、BYD、LISHEN 等实现批量供应后，公司与 LG 成功建立合作关系。

B、负极材料业务

2014 年，公司负极材料业务继续稳定增长，其中实现主营业务收入 76,288.82 万元，同比增长 13.42%；归属于上市公司股东的净利润 5,835.28 万元，同比下降 6.05%，主要系因产销量增长，致使同比增加计提存货和应收账款减值准备所致。

公司继续推进海外市场拓展，2014 全年海外销售量和销售额占比均有显著提升。期内，公司新获专利 2 项（分别是一种锂离子电池石墨负极材料及其制备方法；改性石墨、复合石墨材料及其制备方法和用途），并已进入日本和韩国的 PCT 阶段，为未来进一步拓展海外市场提供了技术支持。

2014 年 11 月，公司在上海闵行经济技术开发区临港园区战略性新兴产业基地的锂离子动力电池关键材料项目（以下简称“临港项目”），在环评公示期间社会反响较大。经上海市临港地区开发建设管理委员会研究，决定取消该项目，停止审批。目前，公司正积极与有关方接洽后续事宜处理。

此外，为建立公司长效激励机制，保持企业竞争力，公司以所持负极材料业务公司 10% 股权为标的向负极材料业务管理团队实施了股权激励计划。

C、电解液业务

2014 年，公司电解液业务实现主营业务收入 15,797.64 万元，同比下降 7.74%，实现归属于上市公司股东的净利润-388.94 万元，主要系市场竞争加剧，导致电解液价格大幅下降及新设廊坊电解液项目投产不及预期所致。

跟踪期间，面对恶化的市场竞争和下游行业整合，公司通过加大对海外客户和大客户的拓展力度，实现销售量的显著提升；同时，注重应收账款管理和成本费用控制，严控企业运营风险。

D、新能源汽车业务

长期以来公司积极拓展锂电新能源产业，持续关注下游新能源汽车产业的发展，并于 2011 年 1 月成立了宁波航天杉杉电动汽车技术发展有限公司（后更名为宁波杉杉电动汽车技术发展有限

公司),开始新能源汽车产业的研究和部署,以期通过整合锂电池产业链上下游资源,形成产业协同效应,分享锂电新能源产业的发展红利。近年来,以电动汽车为代表的新能源汽车前景被广泛看好。同时,随着电动汽车核心部件—动力电池技术的进步和成本的降低,有望满足未来新能源汽车市场化推广的要求。

基于产业发展的战略思考,公司经过深入调研,制定了新能源汽车行业的长期发展战略,于2015年1月,以宁波杉杉电动汽车技术发展有限公司为主体与内蒙古第一机械集团有限公司和北奔重型汽车集团有限公司进行合资合作,共同成立合资公司“内蒙古青杉客车有限公司”,注册资本为2,950万元,其中宁波杉杉电动汽车技术发展有限公司出资1,770万元,持股比例为60%,内蒙古第一机械集团有限公司的持股比例为25%,北奔重型汽车集团有限公司的持股比例为15%。公司将以宁波杉杉电动汽车技术发展有限公司及内蒙古青杉客车有限公司为运作平台开展新能源客车的制造、销售等业务,公司正式进军新能源汽车领域。

总体看,跟踪期内公司锂电池材料业务较快增长,作为国内规模最大的锂电池材料综合供应商,公司产品技术成熟,产品体系完整,在锂电池行业继续保持较强的竞争力。但受锂电池行业竞争激烈的影响,公司盈利能力有所下降。同时,公司布局进军新能源汽车行业,尚存在一定的不确定性,需持续关注新业务板块对公司盈利的贡献能力。

3. 投资业务

公司投资业务包括金融股权投资及类金融业务,以及以子公司杉杉创投为平台开展的PE业务。

公司层面的直接投资业务主要为金融股权及类金融股权投资,重在为公司注入优质的金融及类金融资产,以取得稳定的投资回报。目前主要投资对象为宁波银行和稠州银行。截至2014年底,公司持有其他公司股权情况,如下表:

表5 截至2014年底公司持有的其他上市、非上市公司股权情况(单位:万元)

公司简称	最初投资成本	持股比例	期末账面价值	2014年损益	核算方法
宁波银行	18,155.00	6.21%	258,826.69	29,732.51	可供出售金融资产
HRR	1,647.36		754.57		可供出售金融资产
RODINIA LITHIUM INC	915.50		33.48		可供出售金融资产
浙江稠州商业银行股份有限公司	68,277.79	8.07%	95,690.84	10,661.92	长期股权投资
合计	88,995.64		355,305.58	40,394.43	

资料来源:公司年报

公司原持有宁波银行股份1.79亿股,期内分红7,160万元。截至2014年12月31日,公司累计减持宁波银行15,549,797股,获得投资收益22,572.51万元;公司目前仍持有宁波银行16,345.02万股,占宁波银行总股本的5.03%。此外,2014年6月,稠州银行按1:1比例实施完成资本公积转增股本,转增后公司持有稠州银行股份由原来的12,363万股增至24,726万股,占稠州银行总股本的8.07%;2014年,公司收到稠州银行现金分红2,225.34万元。

类金融业务主要为融资租赁业务和商业保理业务。2014年,子公司富银融资租赁开展起租项目119个,实现主营业务收入4,600.55万元,实现归属于上市公司股东的净利润383.46万元。2014年,杉杉富银保理主要在教育、租赁、信息安全、汽车配件、机械制造等领域开展业务,保理业务投放项目13个,实现主营业务收入655.87万元,实现归属于上市公司股东的净利润11.17万元。

公司以杉杉创投为平台开展PE基金业务,通过对具有高成长性企业实施股权投资、提供增值

服务，获得资本增值。目前，主要已投项目包括春天融和、山东步长等。公司通过支持被投资企业借壳上市、被并购等方式，积极落实项目退出工作；对中短期内不具上市条件的被投资企业，公司从风险控制出发，采用股权回购等方式进行项目退出。2014年，公司对山西尚风和信和科技等项目实施了退出。

总体上看，公司的金融股权投资和类金融等业务为公司新的利润增长点；公司持有优良的金融资产，逐步变现可形成对公司利润的有力补充。

五、财务分析

公司2014年度合并财务报表已经立信会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2014年，公司合并范围新增合并公司5家，均为投资新设；宁波新明达针织有限公司和宁波明达针织有限公司因本年股权转让自2014年7月起、上海海盟服装有限公司因清算关闭不再纳入合并范围，上述公司规模均较小，对合并报表科目影响不大。公司2015年1-3月财务报表未经审计。

截至2014年底，公司合并资产总额916,571.84万元，负债合计475,561.37万元，所有者权益（含少数股东权益）合计441,010.47万元。2014年，公司实现营业收入365,899.06万元，净利润（含少数股东损益）32,853.35万元；经营活动产生的现金流量净额-40,323.68万元，现金及现金等价物净增加额13,019.61万元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额950,982.59万元，负债合计477,531.47万元，所有者权益（含少数股东权益）合计473,451.12万元。2015年1~3月，公司实现营业收入84,274.39万元，净利润（含少数股东损益）33,454.37万元；经营活动产生的现金流量净额-386.10万元，现金及现金等价物净增加额2,591.72万元。

1. 资产结构

截至2014年底，公司资产总额为916,571.84万元，较上年末增长22.59%。资产结构变化不大，仍以非流动资产为主（占57.99%）。

流动资产

截至2014年底，公司流动资产为385,091.09万元，较上年末增长18.56%，主要以应收账款（占比33.10%）、存货（占比20.11%）、货币资金（占比26.07%）和应收票据（占比11.20%）为主。

截至2014年底，公司货币资金100,384.74万元，较上年末增长18.61%，其中银行存款占比为69.71%。截至2014年底，公司受限制的货币资金21,755.31万元（占货币资金的比例为21.67%），主要系银行承兑汇票保证金（占比73.78%）、信用证保证金（占比3.24%）和保函保证金（占比22.98%）。

截至2014年底，公司应收账款账面价值为127,451.31万元，较上年末增长34.10%，主要系公司锂电池正极材料业务销售规模扩大所致。其中，账龄为1年以内（含1年）的账面价值总额为126,373.75万元，占比为85.13%，欠款金额前五名的单位应收账款合计占比为11.57%，集中度较低。截至2014年底，公司采用账龄分析法对应收账款计提坏账准备21,004.12万元，坏账准备计提较为充分。跟踪期内，实际核销的应收账款总额为148.88万元。

截至2014年底，公司存货账面价值为77,455.35万元，较上年末减少12.56%，以库存商品（占比51.80%）、委托加工物资（占比16.96%）、在产品（占比15.16%）和原材料（占比11.59%）为主。截至2014年底，公司按存货成本与可变现净值孰低的原则累计计提跌价准备金合计7,410.71

万元。

截至 2014 年底，公司应收票据账面余额为 43,131.02 万元，较上年末增加 31.69%，其中银行承兑汇票余额为 42,964.03 万元，占比 99.61%。跟踪期内，公司银行承兑汇票包含已贴现未到期金额为 13,788.57 万元，已背书给他方的票据金额为 96,663.97 万元。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产 531,480.75 万元，较上年末增长 25.68%，主要以可供出售金融资产（占比 50.90%）、长期股权投资（占比 19.85%）和固定资产（占比 12.92%）为主。

公司可供出售金融资产主要系无限售条件的可供出售股票，即公司持有以公允价值计量的宁波银行股票。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产账面金额合计 270,522.31 万元，较上年末增加 53.45%，主要系宁波银行股票公允价值上升所致。

截至 2014 年底，公司长期股权投资 105,509.47 万元，较上年增长 8.28%，主要是对公司联营企业加大投资所致。公司长期股权投资中，主要包括对联营企业浙江稠州商业银行股份有限公司的投资 9.57 亿元。2014 年，公司对稠州银行的股权投资确认投资收益 10,661.92 万元，收到现金分红 2,225.34 万元。

截至 2014 年底，公司固定资产账面价值为 68,671.54 万元，较上年末减少 32.30%，主要系新明达-明达针织品业务板块退出合并范围减少固定资产所致。公司固定资产仍以房屋及建筑物（占比 69.21%）和机器设备（占比 27.90%）为主。公司固定资产成新率为 50.01%，其中机器设备的成新率为 29.91%，成新率一般。截至 2014 年底，公司用于债券抵押、融资性售后回租的固定资产（房屋建筑物）账面价值为 22,360.46 万元，占固定资产账面价值的 32.56%。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 950,982.59 万元，较年初增长 3.75%，主要系公司购买国债逆回购及银行保本收益的理财产品共 17,520 万元计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产所致；资产结构较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产结构变化不大，资产规模较大，资产质量较好，但公司受限制的货币资金和用于抵押的资产占有一定比例，且公司可供出售金融资产受证券市场影响，波动较大。

2. 负债和所有者权益

负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 475,561.37 万元，较上年末增长 20.16%，其中流动负债占 56.61%，非流动负债占 43.39%，公司负债以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债 269,199.80 万元，较上年末减少 7.29%，主要以短期借款（占比 43.43%）、应付账款（占比 22.66%）、应付票据（占比 14.26%）及其他应付款（占比 10.69%）为主。

截至 2014 年底，公司短期借款账面金额为 116,909.37 万元，较上年末减少 33.44%，主要系新明达-明达针织品业务板块退出合并范围减少短期借款，及本年公司债发行偿还部分借款所致；仍以保证借款为主（占 52.28%），其余为保函质押借款（占 25.66%）、信用借款（占 10.26%）、承兑汇票贴现（占比 11.79%）。

截至 2014 年底，公司应付账款账面金额为 61,012.03 万元，较上年末增长 36.25%，主要系公司主营锂电板块业务扩大，应付供应商材料款增加所致。

截至 2014 年底，公司应付票据账面金额为 38,401.23 万元，较上年末增长 23.89%，均为银行

承兑汇票，主要系公司原材料采购票据结算增加所致。

截至 2014 年底，公司其他应付款 28,785.18 万元，较上年末增长 32.60%，主要为子公司经营管理者经营保证金、预提费用、押金、借款和应付购房款等。

截至 2014 年底，公司非流动负债 206,361.57 万元，较上年末大幅增长 95.81%，主要由应付债券（占比 64.52%）、递延所得税负债（占比 29.47%）构成。

公司应付债券系 2010 年和 2013 年发行的公司债券，截至 2014 年底，余额为 133,144.70 万元。公司递延所得税负债主要来源于可供出售金融资产公允价值变动带来的所得税差异，截至 2014 年底，期末余额为 60,823.60 万元，较上年末增加 62.34%，主要系受宁波银行公允价值变动的影响所致。

截至 2014 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 51.88%、23.85%和 40.04%，负债水平正常，债务压力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为 477,531.47 万元，较年初略增 0.41%，负债结构较年初变化不大。截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 50.21%、22.55%和 38.56%，公司负债水平较年初有所下降。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 441,010.47 万元，较上年末增长 25.31%，其中归属母公司所有者权益 424,318.68 万元（占 96.22%）。截至 2014 年底，归属母公司所有者权益以股本（占比 9.68%）、资本公积（占比 11.52%）、其他综合收益（占比 42.11%）、盈余公积（占比 4.57%）和未分配利润（占比 32.12%）为主；其他综合收益和未分配利润占比较大，权益稳定性一般。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计为 473,451.12 万元，较年初增长 7.36%，权益结构与年初相比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长，债务负担水平一般；所有者权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 365,899.06 万元，同比下降 9.61%，主要系当期公司剥离明达针织品业务，自 2014 年 7 月起，针织品业务退出公司合并报表范围所致。同期，公司营业利润率和主营业务毛利率分别为 23.42%和 23.39%，同比均略有提高。

目前，公司已将对外投资作为公司重点发展的业务之一，由于投资所形成的费用计入公司期间费用内，而投资形成的收益主要体现在公司投资收益科目，因此在考核公司盈利能力时，均考虑主营业务获利能力和投资形成收益两方面。

表 6 2013 年~2014 年公司利润构成情况

项目	2013 年（万元）	2014 年（万元）	增长率（%）
营业利润	16,712.69	36,923.00	120.93
其中：投资收益	16,642.82	41,354.19	148.48
营业外净收入	2,131.81	-173.70	--
利润总额	18,844.49	36,749.30	95.01
净利润	15,499.79	32,853.35	111.96

资料来源：公司年报

从上表中可以看出，跟踪期内公司营业利润、利润总额及净利润分别同比增长 120.93%、95.01%和 111.96%。从盈利构成看，公司投资业务所形成的投资收益是公司利润的主要来源。从

目前资产看，公司的资产中涉及对外投资的金额较大，主要为对宁波银行和稠州银行等的股权投资。短期看，投资收益仍将是公司利润的主要来源。

具体来看，2014 年，公司合计出售宁波银行股权 1,554.98 万股，获得投资收益 22,572.51 万元；截至 2014 年底，公司仍持有宁波银行 16,345.02 万股。考虑到股票二级市场波动较大，公司投资收益存在较大的不稳定性；加之出售股票为非经常性经营活动，存在不可持续性。

从期间费用来看，公司2014年费用收入比由2013年的19.71%提高到22.26%。公司期间费用以管理费用为主（占比48.74%），费用收入比较上年提高2.55个百分点。总体看，公司控制费用能力有待提升。

2015年1~3月，公司实现营业收入84,274.39万元，同比增长3.94%，实现投资收益39,299.56万元，同比增长13.40倍，盈利情况与上年同期相比有所提升；从期间费用来看，2015年1~3月，公司期间费用总额为20,124.91万元，同比下降4.19%。

总体看，跟踪期内，公司盈利能力略有所上升，投资业务盈利能力较强，是公司的主要利润来源。考虑到公司投资收益存在较大的不稳定性和不可持续性，公司盈利能力尚需提高。

4. 现金流

2014 年，公司经营活动产生的现金净流出 40,323.68 万元，同比增加 27,654.93 万元，主要原因是：（1）由于本期公司子公司富银融资租赁开展融资租赁业务，前期购买融资出租设备需要投入大量资金，而租金收入在未来若干年内才会逐渐收回；（2）子公司湖南杉杉新材料有限公司本期应收款大幅上升。2014 年公司现金收入比为 104.63%，较上年下降 6.13 个百分点。考虑到公司将部分应收票据直接背书购买原材料等因素，公司收入实现水平较好。

随着公司本期因抛售宁波银行股票收到的现金及其它投资活动（宁波银行分红、子公司购买理财产品等）获得投资收益收到的现金较上年同期增加，2014 年公司投资活动现金净流入 2,994.37 万元；2014 年，公司筹资活动现金净流入 51,077.18 万元，较上年大幅增长 641.21%，主要原因是公司成功发行公司债券所致。

2015年1~3月，公司经营活动现金净流出额386.10万元，较上年同期减少10,160.59万元，主要原因是公司控股子公司富银融资租赁（深圳）有限公司开展融资租赁业务，本期项目投放额较去年同期减少，且租金收入按合同约定逐渐收回，本期该子公司的经营活动产生的现金流出金额较去年同期减少，导致整个合并范围经营活动产生的现金流量情况较去年同期有所改善；投资活动现金净流入29,386.75万元，由上年同期的净流出变为净流入，主要系公司本期抛售宁波银行股票，取得投资收益所收到的现金大幅增加所致；筹资活动现金流由上年同期的净流入变为净流出，净流出额为26,409.17万元，主要系公司上年同期发行“13杉杉债”而本期偿还银行借款资金较多所致。2015年1~3月，公司现金及现金等价物增加额2,591.72万元。

总体看，跟踪期内，公司的投资活动较为活跃，未来，随着投资项目收益的回收，公司投资活动现金净流入可能增加。

5. 偿债能力

截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.43 倍（上年末为 1.12 倍）和 1.14 倍（上年末为 0.81 倍），较上年均略有上升，公司短期偿债能力较强。2014 年，公司 EBITDA 为 62,226.44 万元，EBITDA 利息倍数为 3.73 倍（上年为 3.04 倍），较上年有所提高；EBITDA 全部债务比为 0.21 倍（上年为 0.16 倍），较上年略有上升，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力一般。截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.56 倍和 1.26 倍，较年初均有所上升。

考虑到公司货币资金充足，持有的股权类资产和金融资产变现能力较强，整体看，公司的偿债能力强。

六、债权保护条款

公司发行的“10 杉杉债”采取第三方信用担保和房地产抵押相结合的担保方式。

1、信用担保

“10 杉杉债”由杉杉控股提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。杉杉控股原名杉杉投资控股有限公司，是一家综合性控股公司。截至 2014 年底，杉杉控股注册资本为 100,000.00 万元，其中宁波青刚投资有限公司出资额为 61,810.50 万元，出资比例为 61.8105%，宁波友福实业有限公司出资额为 21,000.00 万元，出资比例为 21.00%。

截至 2014 年底，杉杉控股主要涉及实业投资、服装、针纺织品、房地产、高新技术材料、投资管理咨询、融资租赁、旅游文化等多个业务领域。杉杉控本身为投资主体，不参与生产经营活动，其生产经营业务由下属的控股子公司完成。杉杉控股子公司中杉杉集团（杉杉控股下属子公司宁波甬港的子公司）是其主要实业载体，其下辖上市公司杉杉股份；此外，杉杉控股通过南通泓石投资有限公司持有 A 股上市公司浙江艾迪西流体控制股份有限公司 26.976%的股份，通过达孜县正道咨询有限公司持有 A 股上市公司希努尔男装股份有限公司 10.25%的股份。

截至 2014 年底，杉杉控股总资产 282.48 亿元，所有者权益 107.53 亿元，归属母公司所有者权益合计 44.77 亿元，少数股东权益 62.75 亿元；2014 年实现营业收入 321.28 亿元，利润总额 8.62 亿元，净利润 7.26 亿元；2014 年经营活动现金流入 347.58 亿元，经营活动现金净流入 12.64 亿元。杉杉股份为杉杉控股的下属公司，其资产总额、营业收入、净利润分别占杉杉控股合并报表相应数据的 32.45%、11.39%和 45.28%。

投资方面，截至 2014 年底，杉杉控股实现投资收益 11.60 亿元，同比大幅增长 114.38%，对外投资依旧是杉杉控股重要的经营活动和利润来源。

总体看，跟踪期内，杉杉控股资产规模有所增长，其经营活动和盈利情况保持正常，其担保对于本期债券信用状况有积极影响。

2、抵押资产

公司为“10 杉杉债”设定抵押的资产包括位于宁波和上海两地的房产及土地使用权，经上海银信汇业资产评估有限公司评估，抵押资产评估价值为 62,547.49 万元，是“10 杉杉债”发行额度的 1.04 倍，评估基准日为 2009 年 9 月 30 日。

跟踪期内，不同城市房地产政策出现分化，2014 年初“国五条”及各地细则出台，各地受地方政策影响，一线城市增长显著，二三线城市价格平稳，供需不平衡导致存在价格下行风险。公司用于抵押的土地全部为工业用地，其估值相对较低，发生大幅降价的可能性不大，用于抵押的房产中商业房产主要位于上海市浦东新区，其地理位置优越，发生大幅减值的可能性较小，作为“10 杉杉债”担保措施中的一部分，该项抵押有助于债券的安全偿付。同时，联合评级也注意到近期宏观调控政策对于房地产市场可能造成的影响，并将在债券存续期内对抵押资产价值变动情况进行持续关注。

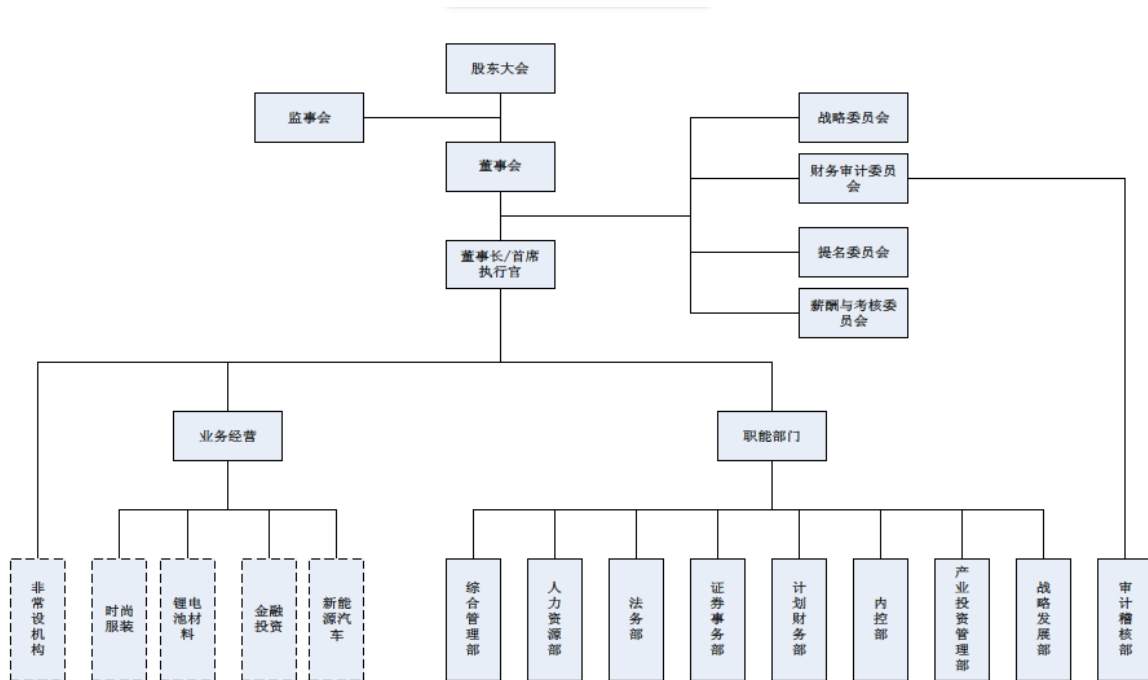
七、综合评价

综合以上分析，跟踪期内，公司剥离亏损的针织品（OEM）业务，服装业务收入水平有所下降，而综合毛利率明显提升，但品牌分化明显，其中主品牌盈利尚属良好，多品牌服装板块小幅亏损；锂电池材料产品产销保持较好的增长态势，多款新产品投入市场，主营业务收入保持增长趋势，但毛利水平略有下降。跟踪期内，公司投资收益对盈利贡献较大；公司负债水平有所下降。联合评级同时也关注到国内服装市场下游需求疲软，锂电池正极材料产能相对过剩等因素对公司信用状况产生的不利影响。

“10 杉杉债”由杉杉控股有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，同时，公司以评估值为 62,547.49 万元的土地和房产为该债券提供抵押担保。跟踪期内，杉杉控股经营情况和盈利能力保持正常；跟踪期内上述抵押物市场价格相对稳定，未出现明显的贬值情况。

综上，联合评级维持杉杉股份的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“10 杉杉债”和“13 杉杉债”债项“AA”的信用等级。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 宁波杉杉股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：				
货币资金	84,631.10	100,384.74	18.61	89,503.80
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	74.69	852.98	1,042.00	17,543.59
应收票据	32,751.55	43,131.02	31.69	47,380.14
应收账款	95,043.76	127,451.31	34.10	143,979.32
预付款项	9,138.26	14,852.62	62.53	20,342.74
应收利息				
应收股利				
其他应收款	9,726.84	15,521.40	59.57	18,970.89
存货	88,577.49	77,455.35	-12.56	81,853.35
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	4,870.72	5,441.67	11.72	4,041.83
流动资产合计	324,814.41	385,091.09	18.56	423,615.67
非流动资产：				
可供出售金融资产	176,292.13	270,522.31	53.45	265,708.58
持有至到期投资				
长期应收款	17,280.94	51,293.40	196.82	47,931.21
长期股权投资	97,439.82	105,509.47	8.28	108,399.86
投资性房地产				
固定资产	101,434.25	68,671.54	-32.30	67,929.38
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	2,249.03	15,298.04	580.20	17,393.99
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	25,010.02	17,166.97	-31.36	17,080.64
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	886.95	552.21	-37.74	456.45
递延所得税资产	2,290.37	2,466.81	7.70	2,466.81
其他非流动资产				
非流动资产合计	422,883.52	531,480.75	25.68	527,366.91
资产总计	747,697.93	916,571.84	22.59	950,982.59

附件 2-2 宁波杉杉股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并资产负债表（负债及所有者权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：				
短期借款	175,639.63	116,909.37	-33.44	116,325.25
交易性金融负债				
应付票据	30,996.08	38,401.23	23.89	42,889.02
应付账款	44,778.05	61,012.03	36.25	63,937.41
预收款项	6,697.68	7,832.80	16.95	5,899.51
应付职工薪酬	1,785.30	2,994.54	67.73	2,426.61
应交税费	5,768.83	4,825.01	-16.36	5,960.36
应付利息	2,682.00	7,369.50	174.78	468.75
应付股利	319.11	70.14	-78.02	513.59
其他应付款	21,707.53	28,785.18	32.60	33,608.10
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债				
流动负债合计	290,374.22	269,199.80	-7.29	272,028.61
非流动负债：				
长期借款				
应付债券	59,633.68	133,144.70	123.27	133,208.98
长期应付款	0.00	5,004.54	--	4,676.53
专项应付款				
预计负债				
递延收益	7,232.46	7,368.30	1.88	7,346.25
递延所得税负债	37,466.24	60,823.60	62.34	60,250.65
其他非流动负债	1,056.35	20.43	-98.07	20.43
非流动负债合计	105,388.73	206,361.57	95.81	205,502.85
负债合计	395,762.94	475,561.37	20.16	477,531.47
所有者权益：				
股本	41,085.82	41,085.82	0.00	41,085.82
资本公积	48,604.85	48,865.65	0.54	48,865.65
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	16,330.95	19,383.02	18.69	19,383.02
未分配利润	106,983.67	136,308.52	27.41	168,837.21
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	321,694.82	424,318.68	31.90	455,097.10
少数股东权益	30,240.17	16,691.79	-44.80	18,354.02
所有者权益合计	351,934.99	441,010.47	25.31	473,451.12
负债和所有者权益总计	747,697.93	916,571.84	22.59	950,982.59

附件 3 宁波杉杉股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并利润表
(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1~3 月
一、营业收入	404,792.07	365,899.06	-9.61	84,274.39
减: 营业成本	317,670.16	278,574.08	-12.31	64,739.58
营业税金及附加	1,921.04	1,632.75	-15.01	278.99
销售费用	24,833.77	26,234.64	5.64	6,650.69
管理费用	40,008.21	39,693.29	-0.79	9,967.03
财务费用	14,930.91	15,513.35	3.90	3,507.20
资产减值损失	5,383.10	8,650.44	60.70	503.81
加: 公允价值变动收益	24.99	-31.71	--	-19.39
投资收益	16,642.82	41,354.19	148.48	39,299.56
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	16,712.69	36,923.00	120.93	37,907.27
加: 营业外收入	2,868.79	1,822.99	-36.45	131.27
减: 营业外支出	736.99	1,996.69	170.93	61.78
其中: 非流动资产处置损失	109.36	1,071.79	880.09	0.39
三、利润总额	18,844.49	36,749.30	95.01	37,976.76
减: 所得税费用	3,344.71	3,895.94	16.48	4,522.39
四、净利润	15,499.79	32,853.35	111.96	33,454.37
其中: 归属于母公司所有者的净利润	18,378.91	34,842.07	89.58	32,528.70
少数股东损益	-2,879.12	-1,988.72	--	925.68

附件 4 宁波杉杉股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	448,375.78	382,857.18	-14.61	83,214.21
收到的税费返还	5,286.57	2,514.31	-52.44	123.75
收到其他与经营活动有关的现金	6,940.18	21,785.68	213.91	1,863.01
经营活动现金流入小计	460,602.53	407,157.17	-11.60	85,200.97
购买商品、接受劳务支付的现金	363,848.49	345,802.69	-4.96	61,040.73
支付给职工以及为职工支付的现金	47,296.80	38,516.96	-18.56	7,611.36
支付的各项税费	20,762.52	19,387.10	-6.62	5,431.80
支付其他与经营活动有关的现金	41,363.48	43,774.10	5.83	11,503.18
经营活动现金流出小计	473,271.28	447,480.85	-5.45	85,587.07
经营活动产生的现金流量净额	-12,668.75	-40,323.68	--	-386.10
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	32,954.08	39,171.72	18.87	37,735.50
取得投资收益收到的现金	4,883.33	9,870.36	102.12	38,606.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,528.08	615.91	-59.69	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	6,926.08	--	78.70
投资活动现金流入小计	39,365.48	56,584.08	43.74	76,420.69
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15,403.35	35,108.50	127.93	6,652.01
投资支付的现金	20,768.72	7,391.48	-64.41	40,381.93
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	3,044.55	11,089.74	264.25	0.00
投资活动现金流出小计	39,216.62	53,589.72	36.65	47,033.94
投资活动产生的现金流量净额	148.86	2,994.37	1,911.56	29,386.75
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	7,873.38	4,075.00	-48.24	1,180.00
发行债券所收到的现金	0.00	74,277.97	--	0.00
取得借款收到的现金	208,107.39	175,261.26	-15.78	23,752.92
收到其他与筹资活动有关的现金	5,610.58	225.10	-95.99	0.00
筹资活动现金流入小计	221,591.35	253,839.33	14.55	24,932.92
偿还债务支付的现金	198,802.83	182,602.65	-8.15	39,171.80
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15,897.46	15,967.38	0.44	10,932.94
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	4,192.12	--	1,237.35
筹资活动现金流出小计	214,700.29	202,762.15	-5.56	51,342.09
筹资活动产生的现金流量净额	6,891.05	51,077.18	641.21	-26,409.17
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	696.02	-728.25	--	0.24
五、现金及现金等价物净增加额	-4,932.82	13,019.61	--	2,591.72
加: 期初现金及现金等价物余额	71,352.64	66,419.82	-6.91	79,439.43
六、期末现金及现金等价物余额	66,419.82	79,439.43	19.60	82,031.14

附件 5 宁波杉杉股份有限公司

合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

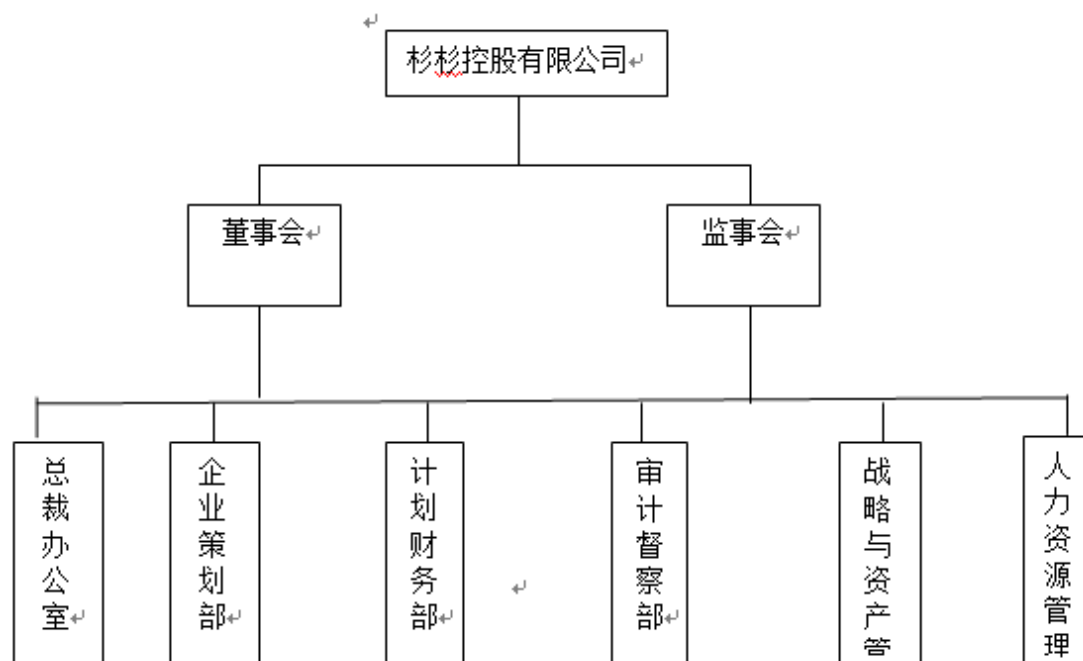
补充资料	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	15,499.79	32,853.35	111.96
加: 资产减值准备	5,383.10	8,650.44	60.70
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,879.40	7,352.12	-17.20
无形资产摊销	959.49	661.88	-31.02
长期待摊费用摊销	1,143.32	814.56	-28.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-554.14	980.81	-277.00
固定资产报废损失	0.00	25.97	
公允价值变动损失	-24.99	31.71	-226.87
财务费用	13,775.66	16,648.58	20.86
投资损失	-16,642.82	-41,354.19	148.48
递延所得税资产减少	-463.86	-583.46	25.78
递延所得税负债增加	-529.70	-10.47	-98.02
存货的减少	-4,246.82	-29,880.14	603.59
经营性应收项目的减少	-35,422.36	-103,584.76	192.43
经营性应付项目的增加	-24.10	67,397.48	-279,736.53
其他	-400.73	-327.56	-18.26
经营活动产生的现金流量净额	-12,668.75	-40,323.68	218.29

附件 6 宁波杉杉股份有限公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率			
应收账款周转次数(次)	3.97	2.77	--
存货周转次数(次)	3.47	3.10	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.44	0.09
现金收入比率(%)	110.77	104.63	98.74
盈利能力			
总资本收益率(%)	6.04	7.31	
总资产报酬率(%)	4.34	6.42	
净资产收益率(%)	4.37	8.29	7.32
营业利润率(%)	21.05	23.42	22.85
费用收入比(%)	19.71	22.26	23.88
财务构成			
资产负债率(%)	52.93	51.88	50.21
全部债务资本化比率(%)	43.07	40.04	38.56
长期债务资本化比率(%)	14.49	23.85	22.55
偿债能力			
EBITDA 利息倍数(倍)	3.04	3.73	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.16	0.21	--
经营现金债务保护倍数(倍)	-0.05	-0.14	0.00
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.05	-0.13	0.10
流动比率(倍)	1.12	1.43	1.56
速动比率(倍)	0.81	1.14	1.26
现金短期债务比(倍)	0.57	0.92	0.97
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.36	-14.98	--

附件 7 杉杉投资控股有限公司 组织结构图



附件 8-1 杉杉投资控股有限公司
2013 年~2014 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	416,987.11	620,938.53	48.91
交易性金融资产	34,536.52	76,515.63	121.55
应收票据	34,968.39	48,405.04	38.43
应收账款	160,082.22	167,782.93	4.81
预付款项	59,726.84	50,351.43	-15.70
应收利息	6,878.74	15,669.47	127.80
应收股利	0.00	1,550.88	
其他应收款	339,533.83	300,062.80	-11.63
存货	160,791.96	205,739.25	27.95
一年内到期的非流动资产	1,845.91	0.00	-100.00
其他流动资产	12,128.91	11,546.49	-4.80
流动资产合计	1,227,480.43	1,498,562.45	22.08
非流动资产：			
可供出售金融资产	354,765.71	649,756.00	83.15
持有至到期投资	201,299.59	160,743.64	-20.15
长期应收款	91,006.35	51,293.40	-43.64
长期股权投资	391,883.22	179,024.00	-54.32
投资性房地产	7,024.28	16,252.22	131.37
固定资产	183,540.99	139,558.58	-23.96
生产性生物资产	0.00		
油气资产	0.00		
在建工程	34,001.26	25,190.52	-25.91
工程物资	0.00		
固定资产清理	0.00		
无形资产	65,135.78	55,870.74	-14.22
开发支出	0.00	153.15	
商誉	31,163.25	31,260.05	0.31
长期待摊费用	9,805.21	10,264.25	4.68
递延所得税资产	3,025.23	6,824.26	125.58
其他非流动资产	1,000.00	28.89	-97.11
非流动资产合计	1,373,650.87	1,326,219.70	-3.45
资产总计	2,601,131.30	2,824,782.15	8.60

附件 8-2 杉杉投资控股有限公司
 2013~2014 年合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	503,892.32	434,102.79	-13.85
交易性金融负债	0.00	18,910.80	
应付票据	91,708.31	136,853.56	49.23
应付账款	70,819.92	73,304.58	3.51
预收款项	6,898.90	8,287.97	20.13
应付职工薪酬	5,132.10	4,587.51	-10.61
应交税费	10,406.27	14,883.47	43.02
应付利息	24,723.30	31,373.69	26.90
应付股利	416.91	167.93	-59.72
其他应付款	23,958.88	31,803.41	32.74
一年内到期的非流动负债	4,440.25	1,000.00	-77.48
其他流动负债	398,736.00	499,000.00	25.15
流动负债合计	1,141,133.16	1,254,275.72	9.91
非流动负债：			
长期借款	75,122.31	8,091.60	-89.23
应付债券	294,047.39	368,186.38	25.21
长期应付款	7,291.54	5,334.14	-26.84
专项应付款	0.00	8,000.00	
预计负债	0.20	20.43	10,116.29
递延所得税负债	75,204.49	98,249.98	30.64
其他非流动负债	7,257.76	7,372.92	1.59
非流动负债合计	458,923.70	495,255.45	7.92
负债合计	1,600,056.86	1,749,531.17	9.34
所有者权益：			
股本	100,000.00	100,000.00	0.00
资本公积	85,474.95	88,207.08	3.20
减：库存股	0.00	0.00	
专项储备	0.00	0.00	
盈余公积	2,409.80	2,771.70	15.02
未分配利润	219,044.14	256,752.83	17.22
外币报表折算差额	3.17	0.00	-100.00
归属于母公司所有者权益合计	406,932.06	447,731.60	10.03
少数股东权益	594,142.38	627,519.38	5.62
所有者权益合计	1,001,074.44	1,075,250.98	7.41
负债和所有者权益总计	2,601,131.30	2,824,782.15	8.60

附件 9 杉杉投资控股有限公司

2013 年~2014 年合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	2,816,174.19	3,212,783.60	14.08
减：营业成本	2,614,816.94	3,036,177.72	16.11
营业税金及附加	9,407.34	10,330.33	9.81
销售费用	53,621.74	51,113.05	-4.68
管理费用	65,865.79	71,654.13	8.79
财务费用	58,147.44	87,799.76	51.00
资产减值损失	6,156.22	23,533.36	282.27
加：公允价值变动收益	11,204.55	16,706.63	49.11
投资收益	54,089.19	115,955.79	114.38
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			
汇兑收益			
二、营业利润	73,452.46	64,837.68	-11.73
加：营业外收入	11,543.74	24,352.66	110.96
减：营业外支出	1,610.46	2,953.98	83.42
其中：非流动资产处置损失	3.51	0.00	-100.00
三、利润总额	83,385.73	86,236.35	3.42
减：所得税费用	18,932.85	13,682.70	-27.73
四、净利润	64,452.88	72,553.66	12.57
其中：归属于母公司所有者的净利润	49,024.12	45,070.59	-8.06
少数股东损益	15,428.76	27,483.07	78.13

附件 10 杉杉投资控股有限公司

2013 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	2,769,661.23	3,264,978.59	17.88
收到的税费返还	34,854.62	28,586.08	-17.98
收到其他与经营活动有关的现金	198,127.59	182,278.59	-8.00
经营活动现金流入小计	3,005,927.66	3,475,843.27	15.63
购买商品、接受劳务支付的现金	2,608,791.32	3,074,177.48	17.84
支付给职工以及为职工支付的现金	66,759.64	65,089.44	-2.50
支付的各项税费	53,575.92	44,646.18	-16.67
支付其他与经营活动有关的现金	205,532.29	165,546.58	-19.45
经营活动现金流出小计	2,934,659.16	3,349,459.68	14.13
经营活动产生的现金流量净额	71,268.50	126,383.59	77.33
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	68,207.16	91,656.41	34.38
取得投资收益收到的现金	26,261.78	65,818.98	150.63
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,623.21	14,024.88	764.02
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	69,767.04	68,743.95	-1.47
收到其他与投资活动有关的现金	555.77	12,236.39	2,101.70
投资活动现金流入小计	166,414.95	252,480.60	51.72
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	53,520.48	52,745.13	-1.45
投资支付的现金	286,729.89	258,736.95	-9.76
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	6,362.83	703.39	-88.95
投资活动现金流出小计	346,613.20	312,185.47	-9.93
投资活动产生的现金流量净额	-180,198.25	-59,704.86	-66.87
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	25,771.57	1,470,049.38	5,604.15
发行债券所收到的现金	40,000.00	40,000.00	0.00
取得借款收到的现金	1,825,122.85	1,470,049.38	-19.45
收到其他与筹资活动有关的现金	119,558.06	252,614.43	111.29
筹资活动现金流入小计	2,010,452.49	1,844,431.34	-8.26
偿还债务支付的现金	1,685,353.79	1,575,010.71	-6.55
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	109,276.65	97,943.37	-10.37
支付其他与筹资活动有关的现金	85,656.39	76,612.58	-10.56
筹资活动现金流出小计	1,880,286.83	1,749,566.66	-6.95
筹资活动产生的现金流量净额	130,165.66	94,864.68	-27.12
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1,569.52	-1,574.37	-200.31
五、现金及现金等价物净增加额	22,805.43	159,969.04	601.45
加: 期初现金及现金等价物余额	394,181.68	416,987.11	5.79
六、期末现金及现金等价物余额	416,987.11	576,956.14	38.36

附件 11 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 12 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。