跟 踪 评 级 公 告

联合评字[2016]393 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：

二零一六年 五 月 十八 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 2016 年跟踪评级报告

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	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果
10 杉杉债	6 亿元	7 年	AA	AA
13 杉杉债	7.5 亿元	5 年	AA	AA

上次评级时间：2015 年 5 月 10 日

跟踪评级时间：2016 年 5 月 18 日

主要财务数据

宁波杉杉股份有限公司

项　目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	91.66	101.98	135.63
所有者权益(亿元)	44.10	50.99	83.75
长期债务(亿元)	13.81	15.73	15.71
全部债务(亿元)	29.45	32.44	33.77
营业收入(亿元)	36.59	43.02	10.15
净利润(亿元)	3.29	6.77	0.52
EBITDA(亿元)	6.22	10.04	--
经营性净现金流(亿元)	-4.03	-2.58	-1.97
营业利润率(%)	23.42	21.30	28.14
净资产收益率(%)	8.29	14.25	--
资产负债率(%)	51.88	50.00	38.25
全部债务资本化比率(%)	40.04	38.88	28.73
流动比率（倍）	1.43	1.53	2.66
EBITDA 全部债务比	0.21	0.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.73	7.77	--
EBITDA 偿债倍数（倍）	0.46	0.74	

杉杉控股有限公司

项　目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	282.48	318.85
所有者权益(亿元)	107.53	120.22
营业收入(亿元)	321.28	360.24
净利润(亿元)	7.26	11.31
资产负债率(%)	61.94	62.30

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

跟踪期内，宁波杉杉股份有限公司（以下简称“公司”或“杉杉股份”）剥离了部分服装业务，锂电池材料业务进一步突出，公司转型成为国内最大的锂电池材料供应商。依托锂离子电池材料产业优势基础，公司积极向下游新能源汽车产业链延伸，主营业务收入规模快速增长，处置部分宁波银行股权的投资收益大幅增厚 2015 年业绩。

同时，联合评级也关注到随着国内动力电池产能的逐步释放，未来动力电池行业可能会出现产能过剩，行业竞争将加剧，锂电池材料毛利率水平下滑的态势或将延续；公司盈利依赖投资收益等不利因素对公司信用水平带来的不利影响。

2016 年 2 月公司定增募集资金总额 34.45 亿元，资本金得以充实；募投项目有助于公司发挥规模效益，进一步降低单位生产成本，增加利润空间，未来公司锂电新能源业务领先地位有望得以巩固。

“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。2015 年，杉杉控股经营情况和盈利能力保持正常；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，积极推进新产品开发和研制，多款新产品投入市场，未来将为公司带来较好的收益。

2．公司依托锂离子电池材料产业优势基础，积极向下游新能源汽车产业链进行延伸，主营业务收入快速增长。

3．2016 年 2 月公司完成定向增发，资本实力进一步增强，财务结构得以改善。募投项目有助于公司发挥规模效益，进一步降低单位生产成本，增加利润空间。

关注

1．受新能源汽车爆发增长的影响，动力电池企业为抢占市场份额快速扩充产能；国内动力电池的产能已达到 330 亿瓦时，随着动力电池企业产能的逐步释放，未来动力电池行业可能会出现产能过剩，行业竞争将加剧。

2．2015 年，公司原材料价格受锂电池下游需求增长而持续大幅增长，公司面临成本管控风险及毛利率下滑风险。

3．公司盈利来源中投资收益占比较大；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，公司未来盈利能力存在一定不确定性。

分析师

刘薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

李晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@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）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象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，未因评级对象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评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

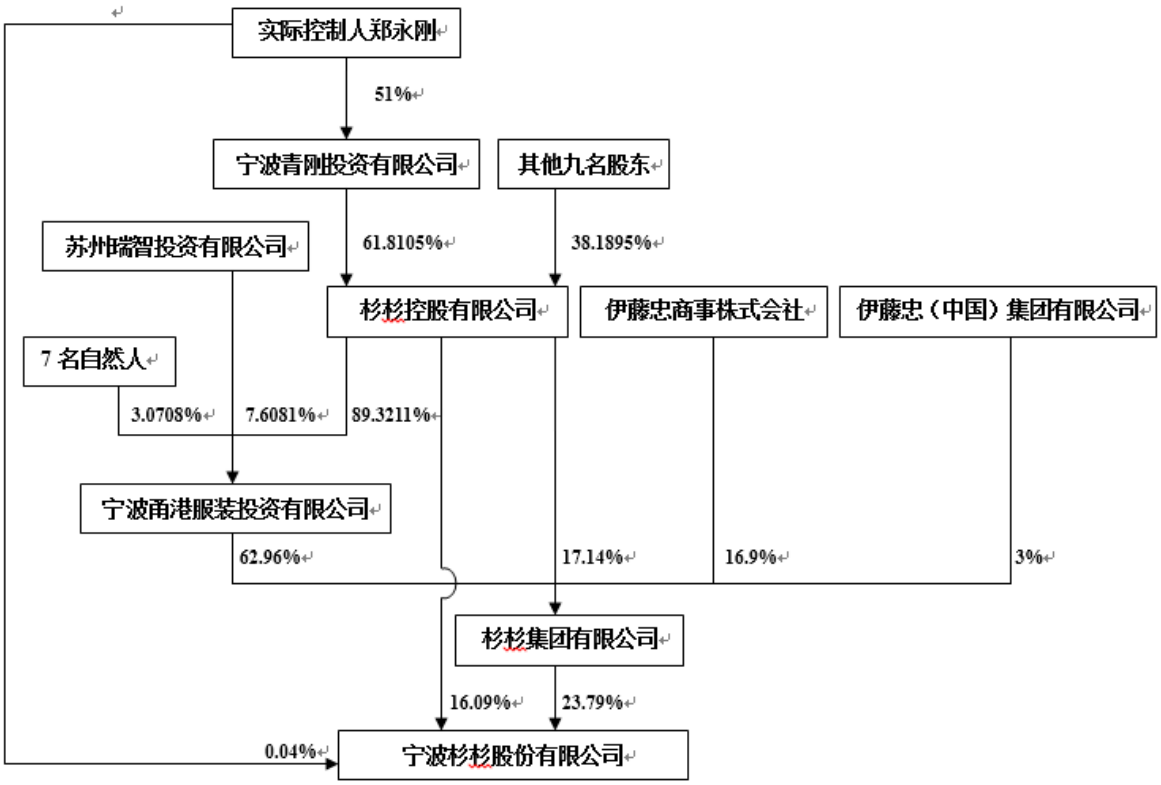
一、主体概况

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 2015 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。

2016 年 2 月 24 日，公司非公开增发股票 150,524,246 股，每股价格为 22.89 元/股，募集资金总额为 344,550.00 万元。公司总股本由 410,858,247 股变更为 561,382,493 股，其中，杉杉控股直接持有公司股票 90,314,548 股，占比 16.09%；郑永刚先生直接持有公司股票 225,954 股，占比下降为 0.04%，杉杉集团直接持有本公司股票 133,536,993 股，占比下降为 23.79%。公司控股股东及实际控制人未发生变化。

图 1　截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司合并资产总额 101.98 亿元，负债合计 50.99 亿元，所有者权益（含少

数股东权益）合计 50.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 47.99 亿元。2015 年，公司实现营业收入 43.02 亿元，净利润（含少数股东损益）6.77 亿元，其中归属于母公司净利润 6.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.58 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.87 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 135.63 亿元，负债合计 51.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 83.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 80.29 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.15 亿元，净利润（含少数股东损益）0.52 亿元，其中归属于母公司净利润 0.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 28.94 亿元。

公司注册地址：宁波市鄞州区首南街道日丽中路 777 号（杉杉大厦）801 室；公司法定代表人：庄巍。

二、债券概况

公司分别于2010年和2013年发行6亿元和7.5亿元两期公司债券，均采取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。

1．“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2016年3月28日支付2015年3月26日至2016年3月25日期间利息。

2．“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 2016 年 3 月 7 日支付 2015 年 3 月 7 日至 2016 年 3 月 6 日期间利息。

三、管理分析

2015 年，公司董事、监事、高级管理人员未发生变动，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

2015 年，公司主营业务收入主要来源于锂电池材料、服装、新能源汽车三大业务，主营业务收入占当期营业收入的比重在 98.00%以上。2015 年，在锂电池正极材料业务销售业绩大幅提升的带动下，公司实现营业收入 43.02 亿元，同比增长 17.58%；公司抛售宁波银行部分股权获得投资收益（含税）6.10 亿元，对公司营业利润贡献较大，公司 2015 年实现营业利润 7.83 亿元，同比大幅增长 112.16%；实现净利润 6.77 亿元，同比大幅增长 106.21%。

从收入结构上看，在公司主营业务收入中，服装业务实现收入 5.81 亿元，同比下滑 49.32%，占比由 2014 年 31.73%下降为 2015 年 13.65%，服装收入大幅下降原因源自 2014 年 7 月公司剥离针织品业务以及品牌服饰行业整体零售的景气度下滑，服装业务整体销量下降所致；而公司锂电池材料业务受益于下游新能源行业良好发展机遇影响，整体稳健增长，实现主营业务收入 33.98 亿元，同比增加 41.66%，占比继续上升，由 2014 年的 66.36%上升至 2015 年 79.79%；公司依托公司锂离子电池材料产业优势基础，积极向下游新能源汽车产业链进行延伸，大力拓展新能源汽车相关业务，2015 年，新能源车实现营业收入 1.82 亿元，占主营业收入比重为 4.27%；公司其他板块主要系融资租赁业务和商业保理业务等，占比较小，对公司收入影响不大。

从毛利率变化情况来看，由于公司锂电池材料业务主要原材料价格非理性的上涨，使得营业成本快速攀升并超过营业收入的增长，锂电池材料业务毛利率由 2014 年的 18.18%降至 2015 年的 16.79%，受此影响，公司主营业务毛利率由 2014 年的 23.39%下降至 2015 年的 21.19%，同比略有下滑。

表 1　2014 年~2015 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2014 年			2015 年			收入变动率
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	
服装	114,713.70	31.73	31.94	58,134.86	13.65	41.84	-49.32
锂电池材料	239,888.79	66.36	18.18	339,821.39	79.79	16.79	41.66
新能源车	--	--	--	18,180.10	4.27	19.16	--
其他（含投资、类金融）	6,906.47	1.91	62.48	9,732.80	2.29	--	40.92
合计	**361,508.97**	**100.00**	**23.39**	**425,869.15**	**100**	**21.19**	**17.80**

资料来源：公司年报

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.15 亿元，同比增长 20.46%，实现投资收益 0.33 亿元，同比下滑 91.48%，实现净利润 0.52 亿元，其中归属于上市公司股东净利润 0.41 亿元，同比下滑 87.26%，盈利情况与上年同期相比大幅下滑，主要系投资收益大幅减少所致。

总体来看，在锂电池材料业绩大幅增长的带动下，公司营业收入规模同比增长；锂电池原材料成本的上涨使得锂电池原材料毛利率下降，公司综合毛利率同比小幅下滑；公司投资收益对利润贡献大，带动公司营业利润同比大幅增长，公司主营业务获利能力有待提升。

2．主营业务

纺织服装

（1）经营环境

根据中华全国商业信息中心的统计数据显示，2015年1~12月，全国重点大型零售企业服装商品零售额同比下降0.3%，其中，2015年12月份，全国百家重点大型零售企业服装商品零售额同比下降7.7%，创年内最大月度跌幅。在目前国内经济面临结构调整，经济增速放缓，城乡居民整体可用于消费的收入增速也大幅放缓阶段，高性价比产品将更受青睐；另一方面品牌服饰行业整体零售的不景气叠加竞争加剧、成本不断上升等因素，使得原有粗放的渠道拓展模式受到极大的挑战，对品牌服饰企业供应链与终端零售的标准化、精细化管理水平提出了更高的要求，整个大众品牌服饰行业将呈现出强者愈强的格局，市场集中度也将随之进一步提升。在大部分纺织服装公司业绩调整和持续下滑过程中，少量龙头公司市场份额不断提升、竞争力加强。在多数国内同行市场份额下降甚至退出市场、国外同行同样遭遇挑战的大背景下，少部分具备高性价比、线上线下全渠道发展、供应链运营高效率、终端直营化等产业优势的品牌已经进一步拉开了和竞争对手的差距。

整体而言，近期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，这将为中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

公司服装业务包括原创“杉杉”品牌业务和时尚品牌公司（负责除“杉杉”品牌以外，其他品牌业务的运营）的多品牌业务，服装主导产品仍为西服。2015 年，公司服装业务实现主营业务收入 58,134.86 万元，同比下降 49.32%，主要系 2014 年 7 月公司剥离针织品业务以及品牌服饰行业整体零售的景气度下滑，服装业务整体销量下降所致。公司多品牌业务亏损同比缩减及剥离针织品业务，使得归属于上市公司股东的净利润 1,762.33 万元，实现扭亏为盈。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 31.94%上升至 41.84%。

表 2　2014 年~2015 年公司服装业务产品情况（单位：万元，%）

项目	2014 年			2015 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	47,928.45	28,083.39	41.41	42,355.31	23,311.47	44.96
其他品牌服装	31,665.47	19,932.15	37.05	15,779.55	10,501.63	33.45
针织品及贸易	35,119.78	30,053.15	14.43	--	--	--
合计	**114,713.70**	**78,068.68**	**31.94**	**58,134.86**	**33,813.1**	**41.84**

资料来源：公司年报

从原材料价格变化来看，公司服装板块主要原材料价格基本呈现下降趋势，使得服装业务原材料成本相应下降。从服装总成本构成来看，2015 年公司服装业务原材料成本合计 28,671 万元，占服装总成本的 84.79%；人工工资 1,592 万元，占服装总成本的 4.71%；制造费用总额 3,550 万元，占服装总成本的 10.50%。

从产销量变化来看，服装零售行业景气度的持续下行，促使公司陆续剥离亏损业务，相应服

装业务产、销量均大幅下降。2015 年，公司服装产品生产量合计 391.8 万套，较上年减少 86.56%；销售量合计 396.7 万套，较上年减少 86.21%。

表 3　2014 年~2015 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		
	2014 年	2015 年	变动率	2014 年	2015 年	变动率
杉杉品牌	301.5	264.5	-12.27	278.8	257.5	-7.65
多品牌	246.3	127.3	-48.34	259.6	139.2	-46.36
针织品	2,367.8	-	-100.00	2,339.4	-	-100.00
服装合计	**2,915.6**	**391.8**	**-86.56**	**2,877.8**	**396.7**	**-86.21**

资料来源：公司年报

A、“杉杉”品牌业务

2015 年，公司杉杉品牌保持稳定的发展势头，业务开始由传统加盟批发模式向供应链管理为导向的类直营的“店铺托管”新模式转变。 2015 年 9 月，格式新定位第一家试点门店于宁波开业，而后迅速在苏州、杭州、宁波、嘉兴、衢州、丽水、金华地区的 A 类商圈开设独立门店。新定位品牌推广方面，公司已初步完成商品设计、供应链系统、信息系统、培训系统、终端运营系统、门店资金管理系统、门店监控系统等的搭建。2015 年，“杉杉”品牌业务实现主营业务收入 42,355.31 万元，同比下降 11.63%，主要是因业务结构调整所致；归属于上市公司股东的净利润 4,860 万元，同比下降 0.93%。

B、多品牌业务

目前，公司多品牌业务以直营加盟店的线下销售为主要经营模式，包括鲁彼昂姆（LUBIAM）、玛珂爱萨尼（MARCO AZZALI）等国际男装品牌，主要产品有品牌西装、休闲服、羽绒服、茄克、衬衫、T 恤等。鉴于 2015 年服装业整体市场下滑、国际品牌授权及代理的限制和被动性，公司秉着加快处理低效和无效资产的原则，对多品牌业务进行了调整，相继出售了瑞诺玛、摩顿、酷娃等品牌公司股权，并对瑞思（SMALTO）、和乎梨等品牌公司启动了清算注销程序，预计 2016 年将完成大部分多品牌业务的清理。2015 年，公司多品牌业务实现主营业务收入 15,779.55 万元，同比下降 50.17%；归属于上市公司股东的净利润-3,097.67 万元，同比亏损缩小 1,407.88 万元，主要系部分运营效益不佳的品牌公司股权转让后退出合并范围所致。

总体看，2015 年，公司继续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，公司服装产品产销量和营业收入规模均继续下降，但公司该板块盈利能力持续回升，有利于公司集中资源发展公司优势业务。

锂电池材料

（1）经营环境

2015 年我国的经济结构调整与转型升级正在不断深入，与锂电池相关的汽车、通讯、电动自行车、智能手机、新能源应用和信息产品等消费增长较快，带动锂电池材料市场快速增长，锂电池材料行业景气度较好。2015 年，中国锂电池正极材料销售量达到 11.29 万吨，锂电池正极材料市场规模为 134.27 亿元，同比增长 40%；锂电池负极材料销售量 7.28 万吨，同比增加 41%，锂电池负极材料的市场规模为 38.8 亿元，同比增加 35%；电解液销量达到 6.33 万吨，同比增加 49%，锂电池电解液的市场规模为 28.6 亿元，同比增加 52%。

上游原材料供应方面，锂电池原材料主要由正极材料、负极材料、电解液、隔膜四大部分组

成，2015 年，原材料价格受锂电池下游需求增长而持续大幅增长。根据中国储能网统计，电池极原料碳酸锂价格已经从 2015 年初的 4 万元/吨上涨到了 2016 年初的 12 万元/吨，累计涨幅已经超过了 300%；2016 年 4 月份、5 月份的期货价格已经报出 15 万元/吨。电解液核心原材料六氟磷酸锂是电解液成本占比最大的部分，约占电解液总成本的 50%左右；六氟磷酸锂价格从 2015 年中期的 8.5 万元/吨增长至 2016 年年初的 26 万元/吨，增幅约两倍；除了供需紧张的原因，上游原材料碳酸锂价格的快速上涨也对六氟磷酸锂的价格产生了传导作用，从六氟磷酸锂的成本构成来看，碳酸锂约占 30%~40%。由于原材料的价格的大幅上升从对锂电池制造行业产生了较大冲击，多家电芯制造企业同时上调了锂电电芯价格。

下游需求方面，2015 年消费类电子产品仍然是锂电池的最大需求端，但增速已逐渐趋缓。3C 电池已逐渐进入成熟期，主要是由于智能手机、平板电脑等智能设备的替代已逐渐完成，新兴的数码产品，如智能穿戴设备等还没有出现大规模的普及，消费类电子产品市场已基本饱和，锂离子电池需求增长的主要动力来自于产品单位用电量的增加，该领域的市场增长空间有限。受益于新能源汽车产业的快速发展，以电动汽车为代表的电动交通用锂离子电池将呈现快速增长趋势。2015 年我国新能源汽车产业取得了跨越式发展，预计未来几年国内的电动汽车销量仍将大规模增长。根据真锂研究的预测，至 2020 年，全球锂电子电池市场需求将达到 20,036 万 KWH，年复合增长率将达到 20%。

从行业内竞争来看，近年来大量资本涌入该产业，竞争日趋激烈。一方面，从全球锂离子电池供给格局来看，中日韩仍旧占据全球锂离子电池市场的主要份额，2015 年全球产量继续向中日韩集中。竞争格局主要呈现为：锂离子电池材料高端产品领域主要为国内少数企业与国外产品之间的竞争，而技术含量低的产品领域的竞争则集中在国内较多企业之间，产能过剩带来激烈的竞争，在一定程度上压缩了利润空间。

另一方面，受下游锂电池应用产品（新能源汽车等）需求增加的影响，大量企业进入锂电池制造行业。截至 2015 年 10 月底，全国锂离子电池制造企业共计 535 家，较年初新增 40 家；受新能源汽车爆发增长的影响，国内动力电池企业为抢占市场份额快速扩充产能；我国动力电池的产能已达到 330 亿瓦时，随着动力电池企业产能的逐步释放，未来动力电池行业可能会出现产能过剩，行业竞争将加剧。

从政策支持来看，2016 年 2 月 24 日，国务院确定了进一步支持新能源汽车产业的措施，包括加快实现动力电池革命性突破、加快充电基础设施建设、扩大城市公交、出租车、环卫、物流等领域新能源汽车应用比例、提升新能源汽车整车品质、完善财政补贴等扶持政策。政策的支持、动力电池技术和成本的进步必将推动新能源汽车加快替代传统汽车的速度。未来锂电池产业也会由消费类锂电池逐渐转向动力电池方向发展。技术革新、激烈竞争、原料价格的剧烈波动是锂电材料业务未来发展面临的主要挑战因素。竞争格局下，锂电产业也将迎来洗牌、并购和整合的机会。

从行业发展来看，储能锂电池发展潜力巨大，但由于技术、政策等原因仍然处于市场导入阶段，相比动力电池市场启动有一定的滞后。但储能市场空间巨大，据 CNESA（中关村储能产业技术联盟）项目库不完全统计，到 2015 年底，中国储能市场的累计装机量（2000~2015 年）为 21.9GW，其中抽水蓄能为 21.8GW；电化学储能项目装机 106MW，占全球电化学储能项目装机总容量的 12%，与 2012 年的 4%相比有大幅提升。未来随着技术成熟和政策开放，储能市场也将成为拉动锂电池消费的另一极。

整体来看，新能源汽车产业的快速发展，带动电动交通用锂离子电池呈现快速增长趋势，储

能电池发展潜力巨大；随着动力电池企业产能的逐步释放，未来动力电池行业可能会出现产能过剩，行业竞争将加剧，锂电池材料行业也将整合加速。

（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。公司正极材料产能达 2.8 万吨，负极材料产能 1.6 万吨，电解液产能 1.2 万吨。

2015 年，在日趋激烈的市场竞争及上游原材料价格上涨压力的大环境下，公司锂离子电池材料业务受益于下游新能源行业良好发展机遇影响，全年实现主营业务收入 339,821.39 万元，同比大幅上升 41.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 9,996.91 万元，同比上升 28.00%，主要系正极材料业务经营业绩同比大幅上升所致。

从毛利率情况来看，2015 年，公司锂电池材料业务实现毛利润 57,047.61 万元，同比增长 30.82%，毛利率 16.79%，同比减少 1.39 个百分点，主要系重要原材料价格非理性上涨所致。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。

锂电池材料业务主要原材料为碳酸锂、六氟磷酸锂、四氧化三钴、三元前驱体、石油焦等，从主要原材料价格变化来看，2015 年 10 月以来，正极的原材料碳酸锂和电解液的原材料六氟磷酸锂均出现了非理性的上涨，使得锂电池业务原材料成本相应增长，同比 2014 年增长了 46.87%。此外，原材料钴和镍的价格虽然在低位徘徊，但从历史价格走势来看，这两种原材料的价格波动较大，大大增加了公司采购成本环节控制难度。从锂电池材料总成本构成来看，2015 年公司锂电池材料业务原材料成本合计 226,878 万元，占锂电池材料总成本的 80.23%；制造费用总额 50,913 万元，占锂电池材料总成本的 18.00%。

表4　2015年公司锂电池材料业务前五大供应商（单位：万元，%）

供应商名称	2015年	占比
A	33,442.17	10.01
B	26,937.77	8.06
C	22,417.26	6.71
D	16,457.49	4.92
E	15,113.75	4.52
合计	**114,368.44**	**34.22**

资料来源：公司年报

2015 年，公司前五大供应商采购金额合计占比 34.22%，单一客户最大采购额占比 10.01%，公司采购集中度适中；原材料价格风险波动较大，增加了公司采购控制难度，公司正在加强与上游供应商的战略合作，通过长单锁定原材料供应，降低原材料价格和供应量的波动对公司造成的影响。

从产能、产销情况来看，在下游新能源行业良好景气度的带动下，公司 2015 年锂电池材料产品产能、产量及销量分别为 56,000 吨、41,876 吨和 40,613 吨，同比上年分别增长了 69.70%、41.79%和 46.28%，均呈现大幅增长态势。从产能利用率来看，2015 年，公司正极材料新增宁乡 1.5 万吨产能尚未完全释放，产能利用率较低；负极材料产能利用率高，近两年保持在 100%以上水平；电解液由于市场竞争激烈，行业产能过剩，产能利用率维持在较低水平；从产销率来看，

正负极材料产销率均较 2014 年有所增长；电解液产销率一直保持尽产尽销。

表 5　2014 年~2015 年公司锂电子电池材料产品产能、产销情况

项目	2014年				2015年				变动率（%）
	正极	负极	电解液	合计	正极	负极	电解液	合计	
产能（吨）	13,000	12,000	8,000	33,000	28,000	16,000	12,000	**56,000**	69.70
产量（吨）	13,002	12,787	3,745	29,534	20,070	16,168	5,638	**41,876**	41.79
销量（吨）	12,046	11,927	3,791	27,764	19,081	15,837	5,695	**40,613**	46.28
产能利用率（%）	100.02	106.56	46.81	--	71.68	101.05	46.98	--	
产销率（%）	92.65	93.27	101.23	--	95.07	97.95	101.01	--	

资料来源：公司年报

公司锂电池材料产品销售客户基本为锂电池生产厂商，主要包括比亚迪、三星 SDI、LGC、天津力神、ATL、国轩高科等国内外电池厂商。2015 年前五大客户销售金额合计 106,984.03 万元，占比 31.49%，客户集中度一般。

表6　2015年公司锂电池材料业务前五大客户（单位：万元，%）

供应商名称	2015 年	占比
A	44,037.05	12.96
B	34,888.39	10.27
C	11,878.00	3.5
D	8,694.08	2.56
E	7,486.51	2.2
合计	**106,984.03**	**31.49**

资料来源：公司年报

2015 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，硅基负极材料产业化进程取得重大突破，并已取得大客户的中试认证；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

正极业务主要有子公司湖南杉杉能源科技股份有限公司（以下简称“杉杉能源”）完成。

2015 年锂电池行业景气度增长良好，杉杉能源在长沙市宁乡县的年产 1.5 万吨正极材料的项目已建成投产，产品线定位国际国内一线电池厂商，自动化水平高，工艺先进稳定。投产后，杉杉能源总产能达到 2.8 万吨/年，成为全球规模最大正极材料生产商。受益上述因素推动，杉杉能源产品销量同比大幅增加、规模效应充分体现，2015 年正极业务实现主营业务收入 231,539.93 万元，同比上升 57.66%；归属于上市公司股东的净利润 7,870.19 万元，同比上升 291.29%。

从产能、产销量来看，2015 年杉杉能源正极材料产能、产量及销量分别为 28,000 吨、20,070 吨和 19,081 吨，同比上年分别增长了 115.38%、54.36%和 58.40%，均呈现大幅增长态势。

从下游客户集中度来看，2015 年，杉杉能源客户结构持续优化，客户集中度大幅提升，与 ATL、LG、比亚迪等客户合作关系良好。

2015 年，公司以所持甬湘投资 7.5%股权为标的向正极材料业务管理团队实施了股权激励计

划。同时，杉杉能源启动股份制改革及全国股转系统挂牌事宜，并于 2016 年 2 月 16 日起在全国股转系统挂牌，证券简称为“杉杉能源”，证券代码为“835930”，转让方式为协议转让。

2016 年 1 月 15 日，杉杉能源（宁夏）有限公司正式注册成立，注册资本 5,000 万元，主要生产三元前驱体和动力型锂电三元正极材料，预计 2016 年年底投入试生产。

总体看，杉杉能源挂牌新三板，拓宽了公司融资渠道，有利于巩固公司全球最大锂电综合材料供应商地位；受下游乘用车、物流车等市场增长带来对三元电池需求爆发增长，公司正极材料业绩持续快速增长。

B、负极材料业务

公司负极材料业务主要由宁波杉杉新材料科技有限公司、上海杉杉科技有限公司、郴州杉杉新材料有限公司完成。2015 年，负极材料业务收入亦呈现持续稳定增长态势，全年实现主营业务收入 89,310.06 万元，同比上升 17.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 5,981.10 万元，同比上升 2.50%。净利润增长低于营业收入增长的原因主要系销售占比较大的产品因市场竞争价格下降，产品价格下降幅度大于成本下降幅度，导致毛利率下滑所致。

从产能、产销量来看，负极材料产能、产量及销量分别为 16,000 吨、16,168 吨和 15,837 吨，同比上年分别增长了 33.33%、26.44%和 32.78%，均呈现大幅增长态势。

从在建项目来看，截至 2015 年底，年产 35,000 吨锂离子动力电池材料项目目前处于厂房建设阶段，计划自 2016 年下半年起逐步建成投产，该项目建成后公司负极材料总产能将达 5 万吨/年。

总体看，2015 年负极材料收入稳定增长，但受下游市场竞争激烈影响，毛利率下滑。

C、电解液业务

公司电解液业务主要由东莞市杉杉电池材料有限公司及其下属全资子公司廊坊杉杉电池材料有限公司完成。2015 年，公司电解液业务实现主营业务收入 18,971.41 万元，同比增长 20.09%，实现归属于上市公司股东的净利润亏损 3,689.84 万元，主要系市场竞争加剧导致电解液价格大幅下降，毛利率下降；新设廊坊电解液项目投产不及预期，单体公司亏损 932 万元；以及公司遭遇票据欺诈，代偿票据金额 1,820 万所致。

总体看，在锂电池行业良好景气度的带动下，公司锂电池材料业绩保持较快增长，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，上游主要原材料价格大幅增长，锂电池材料业务盈利能力有所下降。

新能源汽车业务

2015 年，在新能源汽车产业呈现良好发展的背景下，公司加大锂电池材料业务的同时，向锂电池下游新能源汽车业务进行了拓展，聚焦新能源汽车电池系统、动力总成系统研发和新能源汽车运营推广服务，致力于打造新能源汽车及能源供应综合运营商。2015 年新能源车实现营业收入 18,180.10 万元，毛利率为 19.16%。

公司向下游新能源汽车产业链进行延伸，主要通过以下两方面举措实施。

一是动力总成方面，2015 年公司通过与利维能合作 PACK，与台湾八达（特斯拉 18650 技术同源）合作动力总成，分别成立了宁波杉杉运通新能源系统有限公司、宁波利维能储能系统有限公司、宁波杉杉八达动力总成有限公司，预计 2016 年下半年将陆续投产。公司收购上海展枭新能源科技有限公司 70%的股权，积极推广 LIC（锂离子电容）在节能交通领域的应用研发及产业

化。同时公司将立足锂离子电池材料和动力电池系统集成业务，积极布局新能源汽车动力电池回收和梯次利用、废旧动力电池材料再生业务，打造动力电池全生命周期闭环，形成循环经济。

二是新能源汽车整车及运营推广方面，2015 年公司开始启动新能源客车和专用车整车技术研发平台及生产能力建设，其中青杉汽车已实施厂房建设，且通过与北奔客车合作，实现营业收入 18,245.59 万元。2015 年公司在深圳设立新能源汽车产业股权投资基金，注册资本 5 亿元，拓展充电基础设施建设、充电运维、新能源汽车租赁、新能源汽车关键零部件维修服务等业务，构建新能源汽车运营大数据平台。目前已在深圳、广州、宁波、上海等地通过开发和收购相结合的方式开展充电桩运营业务，2015 年内已建成 300 余个，并开始新能源汽车租赁的运营与市场开发。

总体看，2015 年，新能源汽车产业景气度良好，公司依托锂离子电池材料产业优势基础，向新能源汽车动力总成与运营推广两方面进行产业延伸取得一定业绩。

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，以及以子公司上海杉杉创晖创业投资管理有限公司为平台开展的 PE 基金业务。

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 2015 年底，公司持有其他公司股权情况，如下表：

表 7　截至 2015 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	2015 年损益	报告期所有权益变动	核算方法
宁波银行	16,573.85	4	241,888.59	58,692.00	49,824.70	可供出售金融资产
HRR	1,647.36	--	531.60	--	-222.97	可供出售金融资产
RODINIA LITHIUM INC	915.50	--	11.88	--	-21.60	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	104,163.39	10,995.00	8472.55	长期股权投资
合计	**87,414.50**	--	**346,595.46**	**69,687.00**	**58,052.69**	

资料来源：公司年报

2015 年初，公司原持有宁波银行股份 163,450,203 股，占宁波银行总股本的 5.03%，2015 年公司收到宁波银行现金分红 5,848.37 万元。截至 2015 年末，公司累计减持宁波银行 33,486,424 股，全年获得投资收益（含税）61,024.18 万元；截至 2016 年 3 月末，公司仍持有宁波银行 155,956,535 万股，占宁波银行总股本的 4.00%。

此外，公司持有稠州银行 24,726 万股，占稠州银行总股本的 8.07%，2015 年公司收到现金分红 2,472.60 万元。2015 年，稠州银行长期股权投资收益（按权益法核算）为 10,995 万元。

类金融业务主要为融资租赁业务和商业保理业务，主要由子公司富银融资租赁（深圳）股份有限公司（以下“富银融资租赁”）完成。2015年，公司将旗下类金融业务进行内部整合，杉杉富银商业保理有限公司（以下简称“杉杉富银保理”）成为了富银融资租赁的全资子公司。2015年，公司类金融业务实现主营业务收入6,976.24万元，归属于上市公司的净利润322.93万元。

总体上看，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，未来该板块有望继续为公司贡献良好的投资收益。

4．重大事项

2016 年 2 月 24 日，公司非公开增发股票 150,524,246 股，发行价格为 22.89 元/股，募集资金总额为 34.45 亿元，扣除发行费用等，募集资金净额为 34.28 亿元，拟投入的投资项目情况如下。

表8　募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金
1、年产35,000吨锂离子动力电池材料项目	**121,918**	**77,950**
2、新能源汽车关键技术研发及产业化项目	**347,083**	**222,300**
2.1、新能源汽车研发、示范及推广	92,863	84,250
2.2、动力总成研发及产业化	207,913	111,450
2.3、LIC应用研发及产业化	46,307	26,600
3、补充流动资金	**44,300**	**44,300**
合计	**513,301**	**344,550**

资料来源：wind咨讯

公司募集资金投资新能源汽车项目主要分为动力总成（动力电池、驱动电机、电控系统）、LIC应用和汽车研发示范推广三方面，几乎覆盖全产业链。另外，募投的锂离子动力电池材料项目在2019年完全达产后，年新增产能3.5万吨，有助于公司充分利用规模效益，降低负极产品单位成本，同时或有望实现世界规模最大的锂电负极材料供应商。

总体看，公司募集资金主要投向动力电池负极材料及动力总成系统，拟巩固锂电新能源业务领先地位；募投的锂离子动力电池材料项目有助于公司发挥规模效益。

5．经营效率

截至2015年底，公司存货周转率为3.82次，较上年3.10次增加了0.72次，主要是公司收入增速快于备货速度；应收账款周转率为2.60次，较上年底2.77次下降了0.17次，变化不大。总资产周转率为0.44次，较上年底未有变化。与同行业上市公司相比（见下表），除存货周转率略高于行业上市公司中位水平，其余两项指标均略低处于行业中位水平。

表9　2015年技术硬件与设备行业上市公司相关指标比较　(单位：次)

排名	代码	证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
44	**600884.SH**	**杉杉股份**	**0.44**	**2.29**	**4.12**
行业最高值			5.11	520.92	28.50
行业最低值			0.04	0.39	0.39
行业中位值			0.55	2.88	3.57
1	600876.SH	洛阳玻璃	0.56	10.90	3.11
2	600734.SH	实达集团	0.30	520.92	0.39
3	002130.SZ	沃尔核材	0.51	2.75	4.59
4	002104.SZ	恒宝股份	1.03	9.96	4.42
5	002792.SZ	通宇通讯	0.74	2.18	2.33
6	603023.SH	威帝股份	0.54	1.33	1.71

7	600666.SH	奥瑞德	0.29	2.60	1.08
8	002236.SZ	大华股份	1.03	2.16	4.55
9	300408.SZ	三环集团	0.53	2.04	5.03
10	300136.SZ	信维通信	0.86	3.42	8.42

资料来源：wind 资讯
注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司经营效率一般。

6．经营关注

（1）受新能源汽车爆发增长的影响，国内动力电池企业为抢占市场份额快速扩充产能；我国动力电池的产能已达到330亿瓦时，随着动力电池企业产能的逐步释放，未来动力电池行业可能会出现产能过剩，行业竞争将加剧。

（2）新能源汽车的发展受国家和地方政策影响大，若国家和地方政府关于新能源汽车车辆补贴、税收、车辆通行等方面的政策进行调整，将可能给公司业务发展带来较大影响。公司进军新能源汽车领域，未来投资回报具有一定不确定性。

（3）2015年，原材料价格受锂电池下游需求增长而持续大幅增长，公司面临成本管控风险及毛利率下滑风险。

（4）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，公司未来盈利能力存在一定不确定性。

7．未来发展

未来公司将继续巩固锂电池材料全球领先地位，重点发展新能源汽车产业链，坚持产融结合，培育各业务核心竞争力并适时启动证券化。

锂电材料业务

公司继续巩固和发展锂电池材料全球市场的领先地位，完善锂电池材料板块战略布局，促进锂电板块各分支业务深层次发展，形成正极、负极、电解液三大业务协同发展、齐头并进的经营格局。公司将实施产业链发展战略，通过产业并购等方式参与并进入上游资源领域，整合产业链上下游优势，形成产业协同效应。公司将紧抓新能源汽车产业发展机遇，提升公司锂电材料业务中动力电池材料的占比。正极业务公司杉杉能源规划未来三年在宁夏、宁乡分期投入近20亿元资金，形成近6万吨的产能增长，实现产销30%以上的复合增长率。主要投资方向集中于高端LCO、动力用NCM、NCA、高镍等复合材料的生产及经营。

新能源汽车业务

公司规划了“动力电池材料与能源循环和新能源汽车运营服务循环”两大体系。一方面紧抓新能源汽车的核心技术——关键材料与系统集成，基于业已具备世界领先地位的锂离子核心电池材料，向产业链下游延伸。另一方面紧抓新能源汽车推广运营和服务，延伸服务体系，紧贴用户需求，打造杉杉新能源产业的绿色生态系统。

服装业务方面

公司以品牌经营为核心，着力提升“杉杉”核心品牌价值；加快打造杉杉新定位模式，由传统加盟批发模式向供应链管理为导向的标准化、精细化管理进行转换，采用类直营的“店铺托管”模式，加强对终端零售环节的管控，提升整体门店零售能力和产品性价比，加盟商、供应商

以及公司三方围绕终端客户相互协作，实现多方共赢。同时，加快对盈利能力低下的部分多品牌业务和低效资产的处置。

总体看，公司未来发展战略切实可行。

五、财务分析

公司2015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。2015年，公司合并范围内减少1家子公司（清算关闭），新增合并公司20家，均为投资新设，上述公司规模均较小，对合并报表科目影响不大。公司2016年1季度财务报表未经审计。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 101.98 亿元，负债合计 50.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 50.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 47.99 亿元。2015 年，公司实现营业收入 43.02 亿元，净利润（含少数股东损益）6.77 亿元，其中归属于母公司净利润 6.65 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.58 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.87 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 135.63 亿元，负债合计 51.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 83.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 80.29 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.15 亿元，净利润（含少数股东损益）0.52 亿元，其中归属于母公司净利润 0.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 28.94 亿元。

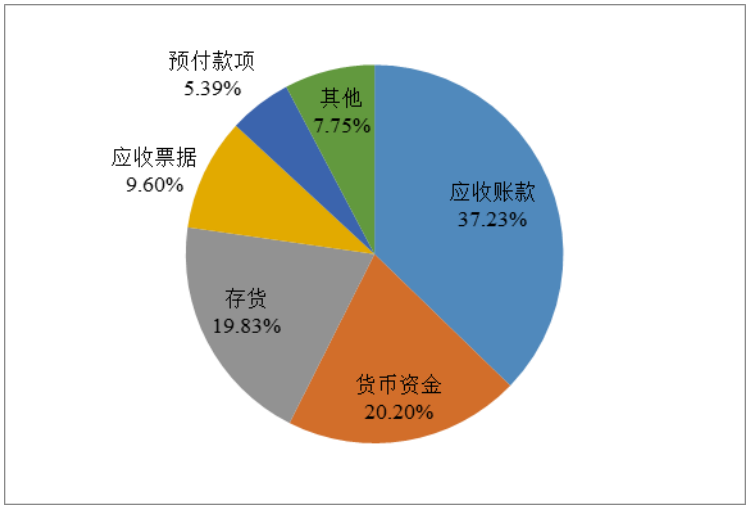
1．资产结构

截至 2015 年底，公司资产总额为 101.98 亿元，较上年末增长 11.26%。资产结构变化不大，仍以非流动资产为主（占 57.35%）。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 43.49 亿元，较上年末增长 12.95%，主要以应收账款（占比 37.23%）、存货（占比 19.83%）、货币资金（占比 20.20%）和应收票据（占比 9.60%）为主。

图 2　截至 2015 年底公司流动资产构成图



资料来源：审计报告

截至 2015 年底，公司偿还银行借款，货币资金较上年末下降 12.48%至 8.79 亿元，其中银行

存款占比为 57.71%。截至 2015 年底，公司受限制的货币资金 3.71 亿元（占货币资金的比例为 42.21%），主要系银行承兑汇票保证金 3.15 亿元（占比 84.91%）和保函保证金 0.46 亿元（占比 12.40%）。公司货币资金受限规模较大。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 16.19 亿元，较上年末增长 27.07%，主要系公司锂电池材料业务销售规模持续扩大所致。其中，账龄为 1 年以内（含 1 年）的账面价值总额为 13.99 亿元，占比为 86.41%，欠款金额在前五名的单位应收账款合计 2.74 亿元，占比为 16.92%，集中度较低。截至 2015 年底，公司采用账龄分析法对应收账款计提坏账准备 2.02 亿元，坏账准备计提较为充分。2015 年，实际核销的应收账款总额为 7,209.30 万元。整体来看，公司应收账款存在一定坏账风险。

表 10　截至 2015 年底公司前五名的应收账款情况（单位：元，%）

单位名称	应收账款	占应收账款合计数的比例	坏账准备
客户A	103,500,000.00	5.68	5,175,000.00
北奔重型汽车集团有限公司	50,500,000.00	2.77	
客户C	46,909,070.00	2.58	2,345,453.50
客户D	38,654,318.46	2.12	27,101,508.22
客户E	34,058,378.00	1.87	1,702,918.90
合 计	**273,621,766.46**	**15.02**	**36,324,880.62**

资料来源：审计报告
注：北奔重型汽车集团有限公司系下属子公司内蒙古青杉汽车有限公司少数股东，无坏账风险。

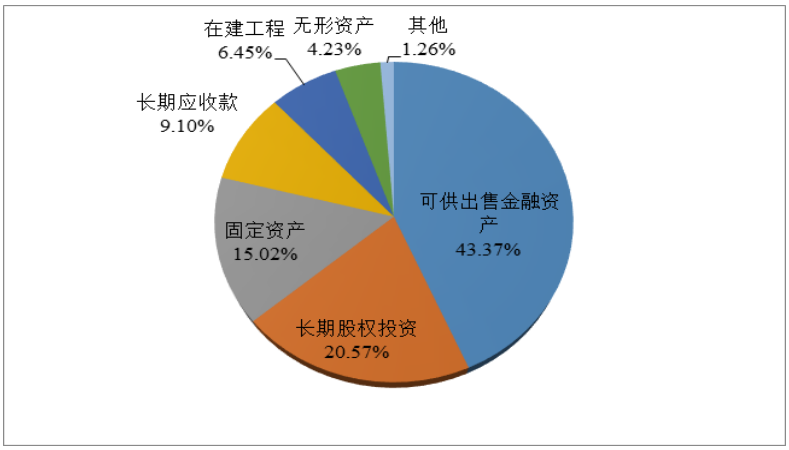
截至 2015 年底，随着公司锂电池材料业务规模的扩大，公司存货账面价值为 8.62 亿元，较上年末增长 11.34%。公司存货以库存商品（占比 50.35%）、在产品（占比 21.93%）、原材料（占比 11.72%）和委托加工物资（占比 8.12%）为主。截至 2015 年底，公司按存货成本与可变现净值孰低的原则累计计提跌价准备金合计 0.56 亿元。因部分子公司退出合并范围，减少存货跌价准备金额 0.08 亿元。公司计提存货减值准备较为充足。

公司将部分应收票据直接背书购买原材料，2015 年公司应收票据账面余额为 4.18 亿元，较上年末减少 3.16%，其中银行承兑汇票余额为 4.10 亿元，占比 98.08%。期末已质押的银行承兑汇票为 0.82 亿元，占比 19.72%，主要系为下属子公司开据的。公司银行承兑汇票包含已贴现未到期金额为 0.34 亿元，已背书给他方的票据金额为 13.88 亿元。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 58.49 亿元，较上年末增长 10.04%，主要以可供出售金融资产（占比 43.37%）、长期股权投资（占比 20.57%）和固定资产（占比 15.02%）为主。

图 3　截至 2015 年底公司非流动资产构成图



资料来源：审计报告

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 2015 年底，公司可供出售金融资产账面金额合计 25.37 亿元，较上年末减少 6.23%，主要系公司持有的宁波银行股票受证券市场影响较大，股票价格大幅波动，公司出售部分宁波银行股票所致。截至 2015 年底公司持有 1.56 亿股宁波银行股票，市值 24.19 亿元。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 12.03 亿元，较上年增长 14.03%，主要是对联营企业宁波空港物流发展有限公司和江苏利维能电池系统有限公司加大投资所致。公司长期股权投资以权益法计量，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 10.42 亿元。2015 年，公司对稠州银行的股权投资确认投资收益 1.1 亿元。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 8.78 亿元，较上年末增长 27.92%，主要系湖南宁乡 1.5 万吨正极材料项目、郴州石墨化二期项目、湖南长沙九千吨正极材料扩产工程、宁波负极材料 3.5 万吨产能扩产项目等重要在建工程转入固定资产所致。公司固定资产仍以房屋及建筑物（占比 57.08%）和机器设备（占比 39.87%）为主。公司固定资产成新率为 54.21%，其中机器设备的成新率为 42.00%，成新率一般。截至 2015 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 2.30 亿元，占固定资产账面价值的 26.25%，其中房屋建筑物 1.91 亿元是为 2010 年公司债提供抵押担保；融资租赁租入设备 0.39 亿元 。固定资产受限比例较高。

截至 2015 年，公司在建工程 3.77 亿元，较上年末增长 146.51%，主要系公司及控股子公司增加对正负极产业、新能源汽车基地、内蒙古新能源汽车标准厂房项目等在建工程项目的投入所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 135.63 亿元，较年初增长 32.99%，主要系定向增发股票募集资金净额 34.28 亿元所致；从资产结构来看，流动资产占比升至 57.41%，非流动资产占比降至 42.59%。

总体看，2015 年，公司资产结构变化不大，整体资产规模较大。公司受限制的货币资金和用于抵押的资产占有一定比例；公司可供出售金融资产标的资产质地良好，但账面价值受证券市场波动影响较大。公司整体资产质量一般。

2．负债和所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 50.99 亿元，较上年末增长 7.22%，其中流动负债占 55.61%，非流动负债占 44.39%，公司流动负债及非流动负债占比相当，较年初变化不大。

截至 2015 年底，公司流动负债 28.36 元，较上年末增长了 5.34%，主要以短期借款（占比 28.63%）、应付票据（占比 30.29%）、应付账款（占比 21.04%）及其他应付款（占比 11.83%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款账面金额为 8.12 亿元，较上年末减少 30.56%，主要系偿还部分借款所致；以保证借款（占比 61.97%）和信用借款（占比 24.64%）为主，其余为质押借款（占 9.24%）和票据贴现（占比 4.15%）。

截至 2015 年底，公司应付账款账面金额为 5.97 亿元，较上年末减少 2.20%，主要系 2015 年正极的原材料碳酸锂和电解液的原材料六氟磷酸锂均出现了非理性的上涨，原材料供应紧俏，上游供应商谈判能力增强所致。

截至 2015 年底，公司应付票据账面金额为 8.59 亿元，较上年末增长 123.67%，均为银行承兑汇票，主要系公司锂电板块销售规模扩张，同时公司积极使用银行承兑汇票作为结算工具所致。

截至 2015 年底，公司其他应付款 3.35 亿元，较上年末增长 16.53%，主要为子公司经营管理者的经营保证金、预提费用、押金、借款和应付购房款等。截至 2015 年末，公司重要其他应付款合计 1.37 亿元，账龄一年以内占比 6.81%，一年以上占比 93.19%。其中，应付子公司富银融资租赁（深圳）股份有限公司的全体股东原拟按投资比例受让其部分逾期应收款项资产包，并已支付相应款项，期后上述交易已取消并已将收到的款项期后将退回各股东。

表 11　截至 2015 年底公司重要的其他应付款情况（单位：元，%）

项 目	期末余额	未偿还或结转的原因	账龄
子公司经营管理者风险保证金	36,704,500.00	经营期内	一年以上
融资租赁保证金	83,870,247.99	租赁期内	一年以上
杉杉大厦购房尾款	7,075,068.47	尚未支付	一年以上
富银租赁的少数股东暂借款	9,324,626.89	注：交易取消	一年以内
合计	**136,974,443.35**		

资料来源：审计报告

截至 2015 年底，公司非流动负债 22.63 亿元，较上年末增长 9.67%，主要由应付债券（占比 58.95%）、递延所得税负债（占比 25.29%）和长期借款（占比 8.84%）构成。

公司应付债券系 2010 年和 2013 年发行的公司债券，截至 2015 年底，余额为 13.34 亿元。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 2015 年底，期末余额为 5.72 亿元，较上年末减少 5.91%，主要系宁波银行公允价值变动的影响及子公司湖南杉杉能源科技股份有限公司累计滚存收益均已全部用于股份制改制，相应的递延所得税负债冲回所致。

截至 2015 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 50.00%、23.58%和 38.88%，较年初均有小幅下降，负债水平适中，债务压力尚可。

截至2016年3月底，公司负债总额为51.87亿元，较年初增长1.73%，负债结构较年初变化不大。截至2016年3月底，非公开发行股票充实了公司资本金，公司财务结构得以改善，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38.25%、15.80%和28.73%，公司负债水平较年初下降明显。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计为50.99亿元，较上年末增长15.63%，其中归属母公司所有者权益47.99亿元（占94.11%）。截至2015年底，归属母公司所有者权益以股本（占比8.56%）、资本公积（占比10.50%）、其他综合收益（占比35.32%）、盈余公积（占比5.19%）和未分配利润（占比40.42%）为主；其他综合收益和未分配利润占比较大，权益稳定性较弱。

截至2016年3月底，公司定向增发15,052.42万新股，产生股本溢价，公司所有者权益合计为83.75亿元，较年初大幅增长64.25%，其中归属于母公司所有者权益80.29亿元，较年初大幅增长67.32%；从权益结构来看，实收资本占比6.70%，资本公积占比45.14%，未分配利润占比23.66%。

总体看，2015 年，公司负债规模有所增长，债务负担水平适中；定向增发，所有者权益稳定性有一定提升。

3．盈利能力

2015 年，在锂电池正极材料业务销售业绩大幅提升的带动下，公司实现营业收入 43.02 亿元，同比增长 17.58%；公司抛售宁波银行部分股权获得投资收益（含税）6.10 亿元带动营业利润规模大幅增长，相应使得公司 2015 年实现归属于母公司净利润 6.65 亿元，同比增长 90.81%；公司主营业务利润规模上升，特别是正极材料业务净利润大幅增长，增厚了归属于母公司的扣除非经常性损益（2015 年公司非经常性损益为 4.55 亿元）后的净利润，使其同比增长 62.77%至 2.10 亿元。

由于公司锂电池正极材料业务主要原材料价格非理性的上涨，使得营业成本及主营业务成本快速攀升，公司营业利润率和主营业务毛利率分别为 21.30%和 21.19%，同比 2014 年均有所下滑。

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，需均衡考虑主营业务获利能力和投资形成收益两方面。

表 12　2014～2015 年公司利润构成情况（单位：元，%）

项目	2014 年	2015 年	增长率
营业利润	369,229,998.67	783,350,825.70	112.16
其中：投资收益	413,541,908.30	757,289,199.04	83.12
营业外净收入	-1,737,006.29	17,034,467.45	--
利润总额	367,492,992.38	800,385,293.15	117.80
净利润	328,533,543.19	677,467,336.06	106.21

资料来源：公司审计报告

从上表中可以看出，2015 年公司营业利润、利润总额及净利润分别同比增长 112.16%、117.80%和 106.21%。从盈利构成看，公司投资业务所形成的投资收益对公司利润贡献大。从目前资产构成来看，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，2015 年公司实现投资收益 7.57 亿元，同比增长 83.12%。主要系 2015 年公司累

计减持宁波银行 0.33 亿股，获得投资收益（含税）6.10 亿元。截至 2015 年底，公司仍持有宁波银行 1.56 亿股。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；公司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，2015年，公司销售费用和财务费用规模得到控制，费用收入比由2014年的22.26%下滑到18.98%。公司期间费用仍以管理费用（占比55.35%）和销售费用（占比31.00%）为主。总体看，公司控制费用能力有所提升。

受益于良好的投资收益，2015年，公司净资产收益率和总资产报酬率分别为14.25%和9.55%，同比上年（两项指标分别为8.29%和6.42%）均有较大程度的提升。

表13　2015年技术硬件与设备行业上市公司相关指标比较(单位：%)

排名	代码	证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率	营业利润率
44	**600884.SH**	**杉杉股份**	**14.71**	**9.38**	**21.38**	**18.21**
行业最高值			88.17	24.40	87.67	49.79
行业最低值			-98.18	-31.00	-24.90	-162.45
行业中位值			7.25	5.78	26.60	6.96
1	600876.SH	洛阳玻璃	88.17	12.31	3.71	21.87
2	600734.SH	实达集团	79.58	17.84	19.61	47.88
3	002130.SZ	沃尔核材	39.66	23.50	29.95	39.72
4	002104.SZ	恒宝股份	26.42	23.31	35.48	19.46
5	002792.SZ	通宇通讯	25.95	15.61	38.88	19.95
6	603023.SH	威帝股份	25.91	24.40	57.29	38.35
7	600666.SH	奥瑞德	23.94	9.96	42.66	29.71
8	002236.SZ	大华股份	23.47	15.90	36.73	11.93
9	300408.SZ	三环集团	22.15	22.02	49.11	39.64
10	300136.SZ	信维通信	21.46	17.71	29.53	19.14

资料来源：wind 资讯
注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

从同行业比较来看，公司除销售毛利率指标低于行业中位水平，其他三项指标均高于行业中位水平。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.15 亿元，同比增长 20.46%，实现投资收益 0.33 亿元，同比下滑 91.48%，实现净利润 0.52 亿元，其中归属于上市公司股东净利润 0.41 亿元，同比下滑 87.26%，盈利情况与上年同期相比大幅下滑，主要系投资收益大幅波动影响；从期间费用来看，2016 年 1~3 月，公司期间费用总额为 2.38 亿元，同比增长 18.26%，费用收入比攀升至 23.44%。

总体看，2015 年锂电池业务主要原材料价格的非理性上涨，使得公司盈利能力略有下滑，投资业务盈利能力较强，对公司的利润贡献大。考虑到公司投资收益存在较大的不稳定性和不可持续性，公司主营业务获利能力尚需提高。

4．现金流

2015 年，随着锂电池正极材料的业务销售规模的扩大，公司经营活动产生的现金流入 43.28

亿元，同比增长 6.30%；由于控股子公司富银融资租赁属于类金融行业且处于业务增长期，对营运资金的需求量较大，2014 年的资金的需求达到峰值，2015 年资金需求相对趋缓，经营活动产生的现金流出金额较去年同期仅小幅增长 2.49%，经营活动产生的现金流净流出 2.58 亿元，同比净流出减少 1.45 亿元。2015 年公司现金收入比为 93.01%，较上年下降约 11.6 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，公司收入实现水平仍属较好。

2015 年，公司出售宁波银行股票收到的现金 6.15 亿元，公司收回投资收到的现金合计 7.27 亿元，同比上年大幅增长 85.72%； 2015 年公司投资活动现金净流入 2.15 亿元，同比增长 618.30%。

2015 年，公司筹资活动现金流入 18.89 亿元，同比上年减少 25.58%，主要原因系公司 2014 年成功发行公司债券“13 杉杉债”使得上年筹资现金流入规模较大；在筹资现金流出变化不大的情况下，公司筹资活动现金净流出 2.46 亿元，较上年大幅减少 148.16%。

2015 年，公司现金及现金等价物净增加额为-2.87 亿元，同比减少 320.37%，期末现金及现金等价物余额 5.07 亿元，同比减少 36.12%。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金流净额-1.97元，主要系经营锂电业务的控股子公司购买原材料、机器设备等预付款增加，对经营活动产生的现金流量净额有一定影响；投资活动现金流净额-2.01亿元，主要系公司募投项目所需资金较大；筹资活动现金流净额32.95亿元，主要系公司定向增发股票收到募集资金净额34.28亿元；期末现金及现金等价物净增加额28.94亿元。

总体看，2015 年，公司经营活动产生的现金流量情况较去年同期有所改善；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增加，投资活动产生的现金流能够覆盖经营活动所需现金流缺口。

5．偿债能力

截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.53 倍（上年末为 1.43 倍）和 1.23 倍（上年末为 1.14 倍），两项指标较上年均略有上升，公司短期偿债能力较强。2014 年，公司 EBITDA 为 10.04 亿元，主要由利润总额（占比 79.73%）和计入财务费用的利息支出（占比 12.40%）构成； EBITDA 利息倍数为 7.77 倍（上年为 3.73 倍），EBITDA 全部债务比为 0.31 倍（上年为 0.21 倍），均同比上年大幅提升，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力持续增强。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 2.66 倍和 2.36 倍，较年初均有一定程度提升。

截至 2015 年底，公司获得金融机构授信额度合计 46.12 亿元，已使用的授信额度 13.96 亿元，尚未使用额度 32.16 亿元。公司间接融资渠道顺畅。

截至 2015 年底，公司无对外担保和重大诉讼仲裁事项。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1033021200009620w），截至 2016 年 5 月 3 日，公司无未结清的不良信贷信息记录。

整体看，公司的偿债能力较强。

六、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 43.67 亿元，约为“10 杉杉债”和“13 杉杉债”（本金合计 13.50 亿元）的 3.24 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产 83.75 亿元，约为债券本金（13.50 亿元）的

6.20 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“10 杉杉债”和“13 杉杉债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 10.04 亿元，约为债券本金（13.50 亿元）的 0.74 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 43.28 亿元，约为债券本金合计（13.50 亿元）的 3.21 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并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，锂电池正极材料业绩增长可期，公司对“10 杉杉债”和“13 杉杉债”的偿还能力较强。

七、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 2015 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 61.81%，宁波友福实业有限公司出资额为 11,000.00 万元，出资比例为 11.00%。

截至 2015 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。杉杉控股本身为投资主体，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 26.98%的股份，通过宁波顺辰投资有限公司持有 A 股上市公司江泉实业股份有限公司 13.37%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 2015 年底，杉杉控股总资产 318.85 亿元，所有者权益 120.22 亿元，归属母公司所有者权益合计 52.66 亿元，少数股东权益 67.56 亿元；2015 年实现营业收入 360.24 亿元，利润总额 12.66 亿元，净利润 11.31 亿元；2015 年经营活动现金流入 391.25 亿元，经营活动现金净流入 14.87 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 31.98%、11.94%和 59.86%。

投资方面，截至 2015 年底，杉杉控股实现投资收益 18.88 亿元，同比大幅增长 62.80%，对外投资依旧是杉杉控股重要的经营活动和利润来源。

根据杉杉控股提供的企业信用报告（机构信用代码：G1031011504643150R），截至 2016 年 5 月 5 日，杉杉控股无未结清的不良信贷信息记录。

总体看，杉杉控股资产规模持续增长，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。总体看，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。

2015 年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至 4.35%，均已处于历史低位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。

受各地地方政策影响，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。

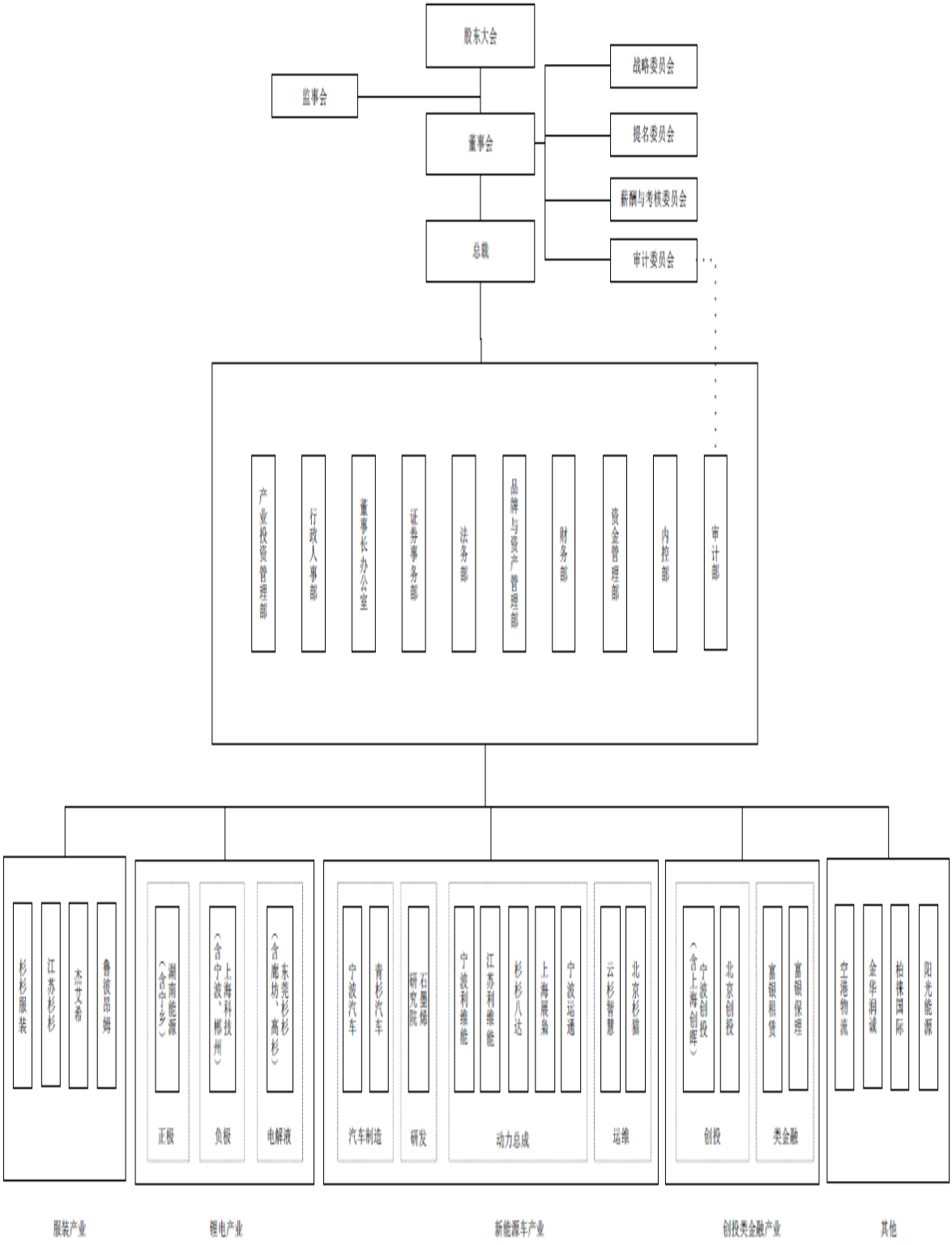
八、综合评价

跟踪期内，公司转型为国内锂电池材料供应商，依托锂离子电池材料产业优势基础，积极向下游新能源汽车产业链进行延伸，主营业务快速增长，出售宁波银行部分股权的投资收益大幅增厚 2015 年业绩。同时，联合评级也关注到随着国内动力电池产能的逐步释放，未来动力电池行业可能会出现产能过剩，行业竞争将加剧，锂电池材料毛利率水平下滑的态势或将延续；公司盈利依赖投资收益等因素对公司信用状况产生的不利影响。 2016 年公司定增募集资金总额 34.45 亿元，充实资本金的同时，拟巩固锂电新能源业务领先地位，募投项目有助于公司发挥规模效益，进一步降低单位生产成本，增加利润空间。

“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。2015 年，杉杉控股经营情况和盈利能力保持正常；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


股东大会
监事会
董事会
总裁
战略委员会
提名委员会
薪酬与考核委员会
审计委员会
产业投资管理部
行政人事部
董事长办公室
证券事务部
法务部
品牌与资产管理部
财务部
资金管理部
内控部
审计部
杉杉服装
江苏杉杉
杰艾希
鲁彼昂姆
湖南能源（含合乡）
上海科技（含宁波、郴州）
东莞杉杉（含廊坊、高杉）
正极
负极
电解液
宁波汽车
青杉汽车
汽车制造
石墨烯研究院
研发
宁波利维能
江苏利维能
杉杉八达
上海辰翰
宁波运通
动力总成
云杉智慧
北京杉猫
运维
宁波创投（含上海创晖）
北京创投
创投
富银租赁
富银保理
类金融
空港物流
金华润诚
柏林国际
阳光能源
服装产业
锂电产业
新能源车产业
创投类金融产业
其他

附件 2　宁波杉杉股份有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	91.66	101.98	135.63
所有者权益（亿元）	44.10	50.99	83.75
长期债务（亿元）	13.81	15.73	15.71
全部债务（亿元）	29.45	32.44	33.77
营业收入（亿元）	36.59	43.02	10.15
净利润（亿元）	3.29	6.77	0.52
EBITDA（亿元）	6.22	10.04	--
经营性净现金流（亿元）	-4.03	-2.58	-1.97
应收账款周转次数(次)	2.77	2.60	--
存货周转次数（次）	3.10	3.82	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.44	--
现金收入比率（%）	104.63	93.01	95.24
总资本收益率（%）	7.31	10.22	--
总资产报酬率（%）	6.42	9.55	--
净资产收益率（%）	8.29	14.25	--
营业利润率（%）	23.42	21.30	28.14
费用收入比（%）	22.26	18.98	23.44
资产负债率（%）	51.88	50.00	38.25
全部债务资本化比率（%）	40.04	38.88	28.73
长期债务资本化比率（%）	23.85	23.58	15.80
EBITDA 利息倍数（倍）	3.73	7.77	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.31	--
经营现金债务保护倍数（倍）	-0.14	-0.08	-0.06
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.13	-0.01	-0.12
流动比率（倍）	1.43	1.53	2.66
速动比率（倍）	1.14	1.23	2.36
现金短期债务比（倍）	0.92	0.78	2.42
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-2.24	-0.33	--

注：公司2016年1季报未经审计。

附件 3　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 4　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。