

宁波杉杉股份有限公司

2010年6亿元公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人信用等级: AA-

评级展望: 稳定

担保方: 杉杉投资控股有限公司

担保方式: 不可撤销的连带责任保证担保+资产抵押担保

发行规模: 不超过6亿元

债券期限: 7年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2010年3月12日

财务数据

项 目	2007年	2008年	2009年
发行人			
资产总额(亿元)	39.20	42.90	64.68
所有者权益(亿元)	19.45	24.19	38.40
长期债务(亿元)	0.36	0.36	0.36
全部债务(亿元)	14.20	12.31	13.17
营业收入(亿元)	21.84	24.91	21.32
净利润(亿元)	1.50	1.45	1.05
EBITDA(亿元)	3.51	3.51	2.79
经营性净现金流(亿元)	0.94	1.12	1.09
营业利润率(%)	19.05	19.54	20.35
净资产收益率(%)	8.04	6.65	3.34
资产负债率(%)	50.39	46.08	40.64
全部债务资本化比率(%)	42.20	33.72	25.54
流动比率	1.02	1.24	1.13
EBITDA 全部债务比	0.25	0.29	0.21
EBITDA 利息倍数(倍)	5.67	4.49	5.34
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.58	0.59	0.47
担保方			
资产总额(亿元)	108.60	121.25	123.83
所有者权益(亿元)	62.71	68.47	76.04
主营业务收入(亿元)	112.56	116.42	82.06
净利润(亿元)	5.09	4.95	3.51
资产负债率(%)	42.26	43.53	38.60

注: 发行人从2007年开始执行新会计准则, 2007~2009年财务报表已经审计。担保方2008年开始执行新会计准则, 并按新会计准则调整了2008年年初数, 担保方2008年财务报表已经审计2009年9月财务报表未经审计。

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”)的评级反映了公司作为国内大型服装生产企业之一和锂离子电池材料龙头生产企业在行业中所处的地位, 具有的规模优势、品牌知名度和较强的整体竞争实力。

近年来公司经营业绩基本稳定, 发展态势良好。公司资产负债水平适中, 获取现金能力较强, 现金流状况良好, 整体偿债能力正常。预计未来公司服装业务仍将保持稳定发展, 电池新材料产业将继续保持一定的竞争优势, 公司整体抗风险能力较强, 联合评级对公司评级展望为稳定。

本期债券由杉杉投资控股有限公司(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, 杉杉控股资产规模较大, 资产质量良好, 偿债能力正常, 现金流状况良好, 但其贸易业务规模较大, 盈利能力偏弱, 总体看, 杉杉控股的担保对本期公司债券信用的提升起到了一定的积极作用; 公司以评估值为62,547.49万元的土地和房产为本期公司债券提供抵押担保, 对本期债券的偿还起到了一定的保障作用。总体看, 杉杉控股提供的信用担保和公司提供的资产抵押担保在一定程度上提升了本期公司债券信用状况。本期债券到期不能偿付的风险很小。

优势

1. 浙江省优越的区域经济环境为公司发展提供了良好的基础。
2. 公司作为国内大型的服装生产企业之一, 具有一定的规模优势。
3. 公司“杉杉”品牌为中国名牌, 具有较高的品牌知名度和品牌美誉度, 市场竞争力

较强。

4. 锂离子电池应用领域广阔，发展前景良好，公司作为国内最大的锂离子电池材料综合供应商，具有明显的竞争优势。

5. 国家出台的纺织品出口退税上调政策对公司未来盈利水平有积极影响。

关注

1. 由于美国次贷危机引发出口需求减少，我国纺织服装的出口受到影响。

2. 公司服装出口加工业务采取贴牌生产，没有自身品牌，销售受外方控制，存在一定风险，且面临较为激烈的同业竞争，业务盈利水平较低。

3. 服装上游原材料价格上涨，人工成本上升，服装生产企业盈利空间受到挤压。

4. 2009年上半年，锂电池材料市场价格波动，使得公司锂离子电池板块收入减少，盈利空间受到挤压。

5. 人民币对美元汇率的波动，尤其是人民币升值给公司服装出口业务的经营带来一定的不利影响。

6. 公司投资收益和营业外收入对公司利润贡献较大，未来公司非经营性损益对公司盈利影响存在不确定性。

分析师

啜春璐

电话 022-23201199-813

邮箱 chuaichunlu@lianhecr.com

金磊

电话 022-23201199-811

邮箱 jinlei@lianhecr.com

传真：022-23201738

地址：天津市河西区解放南路 256 号泰达大厦 10 层
E 座（300042）

Http: //www.lianhecreditrat.com.cn

信用评级报告声明

除因本次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、评估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。

联合评级与评估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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

2010 年宁波杉杉股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，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 2006 年 4 月 25 日实施了股权分置改革方案，截至 2009 年底，公司总股本为 41,085.82 万股，前五大股东是杉杉集团有限公司（以下简称“杉杉集团”）、百联集团有限公司、中国人寿保险股份有限公司一分红一个人分红—005LFH002 沪、深圳市东方盛龙科技发展有限公司、蒋少华。截至 2009 年底，杉杉集团持有公司股份 13,147.70 万股，占比 32.00%，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%，并通过杉杉投资控股有限公司（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（公司股权结构请详见附件 11）。

公司主要从事服装、锂离子电池材料产品的生产和销售，具有年产针织服装 5,000 万件、针织坯布 2 万吨的生产能力。

截至 2009 年底，公司下辖 30 多家控股子公司和 10 余家参股公司。公司总部下设计划财务部、证券事务部、审计稽核部、投融资部、综合管理部、人力资源部、品牌部等部门（见附件 12）。公司拥有在职员工 7,536 名。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 646,817.49 万元，负债合计 262,834.54 万元，所有者权益（含少数股东权益）383,982.96 万元。2009 年公司实现营业收入 213,192.15 万元，净利润 10,456.55 万元；经营活动产生的现金流量净额 10,895.56 万元，现金及现金等价物净增加额 14,803.08 万元。

公司注册地址：宁波市望春工业园区云林中路 238 号；法定代表人：庄巍。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“2010 年宁波杉杉股份有限公司公司债券”，发行规模不超过人民币 6 亿元，票面金额为 100 元，按票面金额发行，债券期限为 7 年，采用单利按年计息，不计复利，利率由发行人和主承销商根据市场询价确定，在本期债券存续期间固定不变。

本期债券持有人有权在第 5 个付息日将其持有的全部或部分本期债券按票面金额回售给发行人。

本期债券发行采取网下发行的方式，不向发行人原有股东进行配售。

2. 本期债券募集资金投资项目

根据公司 2008 年 11 月 14 日召开的董事会通过的《关于申请发行公司债券的议案》，本期债券募集资金拟用 3 亿元偿还商业银行贷款，剩余资金补充公司营运资金。

三、行业分析

公司主要从事服装和锂离子电池材料的生产和销售，2009 年公司主营业务收入中，服装占 63.13%，电池材料占 36.87%。

1. 纺织服装行业

行业现状

纺织服装行业是我国传统支柱产业之一，在国民经济中处于重要地位，近几年，我国的纺织服装业有着较大的发展，也在较大程度上推动了国民经济的发展。

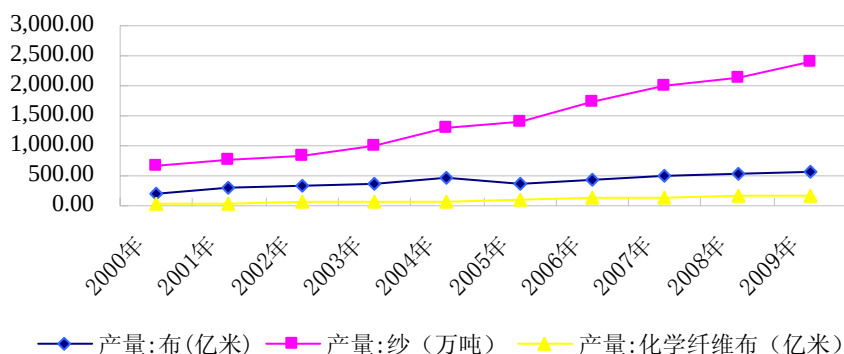
2009年上半年，金融危机导致的国际纺织业需求减少仍在延续，下半年随着国家纺织行业振兴规划的出台以及国内、国际经济环境逐渐回暖，国内纺织服装行业环境有所改善，2009年全行业规模以上纺织工业企业（年销售收入500万元以上）服装产量为237.50亿件，较上年增长约15%。

从服装生产地域上看，我国纺织服装制造工业主要集中在江苏、广东、浙江、山东、福建、上海等沿海省市，排名前十的省市合计占有纺织服装制造工业总产值的90%以上，行业区域化特征明显。近年来，由于沿海地区用地成本提高，劳动力成本加大，水电类资源供给不足，以及原材料价格上涨等因素，劳动密集型服装加工企业经营压力增大，产业加工区域逐步向内地转移。

服装行业原材料情况

纺织服装行业可以分为纺织和服装两个大行业，部分纺织产品又是服装产品的原材料。服装产品的原材料主要包括：化学纤维、纱、布（棉布、麻布）三大类。根据国家统计局资料显示，近年来我国的纺织行业有了较大的发展，主要纺织工业产品中化学纤维、纱、布的产量都有了不同程度的增长，能够充分满足服装行业的供给需求。

图 1 2000~2009 年主要服装原材料产量



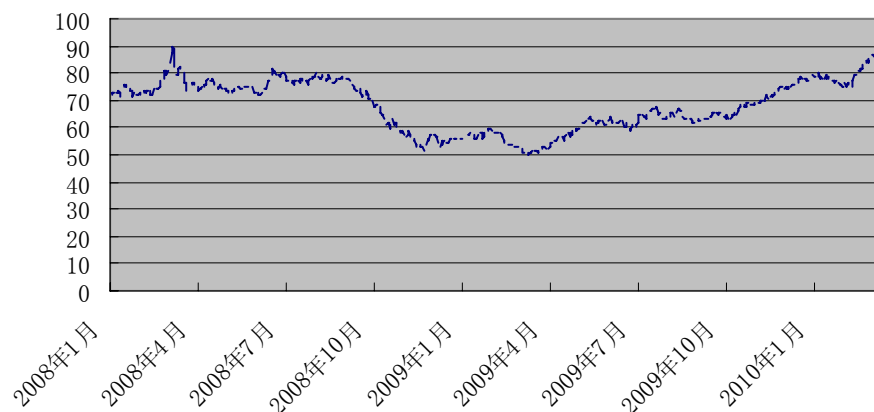
资料来源：国家统计局

目前服装企业的面料来源主要分为两种：一是自行生产加工；二是直接从外部采购。从实际情况看，自行生产面料有利于将产业链延长，形成生产的规模化，保证产品质量，从源头上控制服装生产成本。目前国内的大型服装生产企业如雅戈尔、江苏阳光等均采用该种生产模式，但广大中小型服装生产企业则主要采取外购面料生产方式。

从近年来主要服装原料采购价格来看，基本经历了波动中增长的发展趋势。以棉花为例，2007年下半年棉花价格的急剧上升给行业平稳运行造成了很大的压力；受全球需求萎缩的影响，2008年下半年棉花价格开始回落；2009年4月以来的国际棉花价格比2008年最高价降低27%，行业成本压力大大减轻。根据美国农业部（ICAC）及棉价指数Cotlook的最新预测，全球2010年棉花产量将维持在2,300万吨以上，根据中国棉花协会数据显示，2009年受年初棉价下跌影响，全国种植棉花

面积较上年减少13.87%，2009年美国棉花种植面积811英亩，较上年减少10%以上。中美种植面积下降，同时国际市场对棉花需求上升导致了棉花价格逐渐反弹，2009年底已达到金融危机前的价格水平，并有继续上涨的趋势，对服装行业形成较大的成本压力。

图2 棉花2008~2010.1月Cotlook价格走势 单位：美分/磅



资料来源：英国cotlook, wind资讯

服装销售市场情况

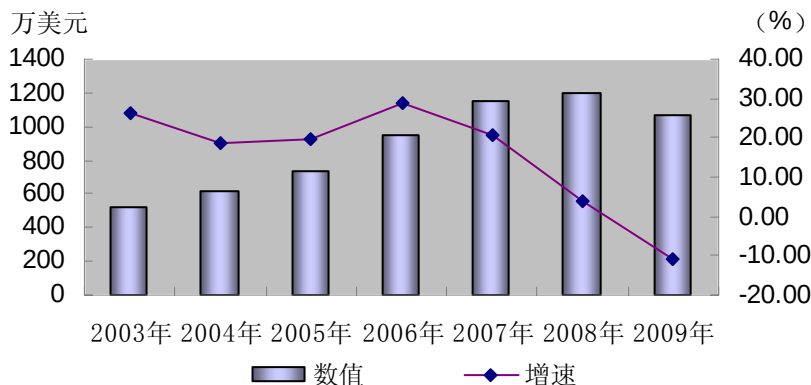
(1) 服装出口

我国与发达国家纺织工业相互依存度高，借助较低的劳动力成本和完整的制造加工产业链优势，服装产品成为我国最具比较优势的出口产品之一。由于我国纺织服装产业发展较早，大型的纺织服装企业已经完成了初期的技术储备及资金积累，通过低廉的成本及相对成熟的技术，在同国外中低端服装产品的竞争中处于相对有利位置。改革开放特别是20世纪90年代以来，我国纺织服装出口额迅速增长，目前中国纺织服装出口额约占全世界纺织服装出口总额的1/5。但我国纺织服装出口方式主要以贴牌为主，自主品牌只占10%，出口商品以中低档产品为主。

2001年中国加入WTO后，得益于劳动力成本方面的显著优势，我国纺织服装行业承接了欧、美、日、韩等多个纺织工业发达国家的产业转移，已成为全球纺织服装的生产和出口大国，连续近四年处于高速增长周期，但自2005年7月人民币汇率定价机制改革实施以来，由于人民币升值导致出口竞争力的减弱，我国服装行业增速明显放缓（如图3所示）。

2008年，受人民币升值、劳动力成本上升以及全球金融危机的影响，服装行业整体增速继续下滑，出口增速也有所下滑。据中国海关总署统计，2008年我国出口纺织服装（包括纺织纱线、织物及制品和服装及衣着附件，下同）1,851亿美元，比上年（下同）增长8.2%，增幅较上年回落10.7个百分点。其中，2月份和6月份分别出现负增长，12月份当月我国出口纺织服装160.6亿美元，增长10.1%，但仍改变不了全年增速下降的态势。进入2009年，随着国际纺织服装需求的萎缩，国内纺织品出口受到很大程度上的抑制，服装及衣着附件出口总值出现负增长，纺织服装行业出口环境进一步恶化。

图3 2003年~2009年服装及衣着附件出口情况



资料来源：国家统计局、wind资讯

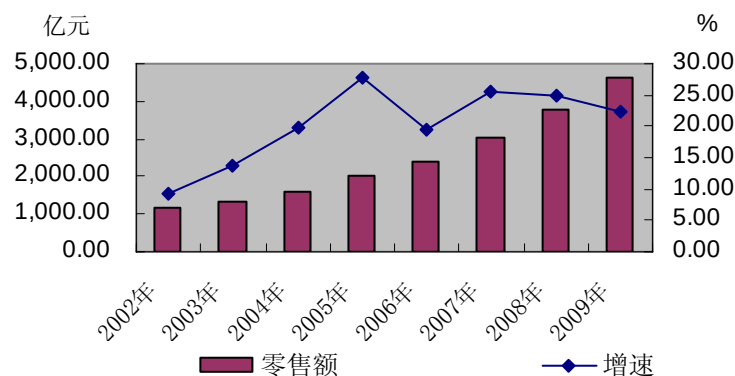
为了保障纺织行业的健康发展，2008年下半年以来国家先后6次提高出口退税率，目前最新的服装出口退税率达到16%。继2008年初欧盟取消纺织品配额之后，2008年底中美纺织品协议已到期，从2009年1月1日起美国也不再对我国纺织品实行配额限制。在出口退税率上调、利率下降、人民币兑美元汇率基本持平、以及原材料成本下降等诸多利好因素刺激下，纺织服装企业出口的困境有所缓解，但整体恢复仍有待一段时间。从海关总署发布的数据显示，2009我国纺织品服装累计出口1,670.24亿美元，同比下降9.8%。其中，纺织品累计出口599.73亿美元，服装累计出口1,070.51亿美元，增速分别为-8.4%和-11%，2009年12月我国出口纺织品服装共167.87亿美元，较上月增长28.28亿美元，环比上升20.26%，单月出口环比恢复到6、7月份的大幅上升态势，纺织行业出口情况略有好转。

值得注意的是，虽然国际金融危机影响还未结束，纺织工业发展道路上还有很多不确定因素，但我国纺织服装出口仍具有较强的国际竞争优势，主要体现在：（1）近年来我国纺织行业产业链自我配套能力在不断增强，出口服装产品的质量和档次明显提高，主要体现在纺织品出口、中高档服装产品出口和一般贸易比重相应有所提高。（2）我国面料、服装企业在技术创新、产品设计水平、企业品牌开发上都有大幅度提高，一批具有自主知识产权的原创性技术得到推广应用，服装企业也正在创建自主品牌上不断努力，产品附加值逐步提升。

（2）服装产品内销情况

在出口下降的情况下，内销成为支撑行业增长的重要动因，内销约占整体产值份额的一半左右。近年来限额以上服装类商品批发零售销售额持续增长，但增速波动较大（见图4）。据国家统计局统计显示，2009年全国社会消费品零售总额125,343亿元，比去年同期增长15.5%。其中，服装类增长20.8%，增幅较2007年同期下降了5.1个百分点。

图4 2002~2009年服装鞋帽、针、纺织品内销情况（限额以上企业）



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

从上图可以看出，2009年国内纺织服装内销的增长是国内纺织服装业保持业绩稳定的动力，但综合考虑多方面因素，我国服装产品内销仍面临一定的压力：（1）城市消费的市场增长空间相对有限，大量纺织服装企业全部集中在此，势必导致恶价格战，引起国内平均价格的降低；（2）目前我国居民的衣着消费结构还是主要存在于较为低档的产品类别上，相对高档的衣着消费增长缓慢，由于低档产品成本及价格弹性较小，对整体服装价格拉动较小；（3）服装景气度下降是国内消费内需不足部分反映，国内消费者的消费信心、预期仍有待进一步提高。

联合评级认为，随着人民生活质量的提升，未来我国服装内销市场消费潜力非常巨大。目前服装消费层次仍处于较低水平，城市消费对整体消费提升空间有限，需要大力开发农村消费市场。如果农村服装消费市场的支持政策能够适时出台，将有利于我国内销市场的拓展。

竞争态势

目前全球纺织服装产业正在由发达国家向发展中国家转移，发达国家纺织服装工业规模趋于萎缩，但由于掌握着品牌和销售渠道，其竞争能力和盈利能力并没有受到太大影响。从目前国内服装市场来看，外国品牌在高端市场具有较大的垄断性，其竞争力主要体现在品牌管理、服装设计、生产工艺等方面；而国内服装企业主要定位于中低档产品生产和服装加工出口加工，竞争力主要来源于国内销售网络、人工成本、产品质量以及生产规模等方面。

改革开放以来，随着国内物质生活水平不断提高，服装行业在发展中逐渐从规模、产量转变为品牌、品质以及产品个性化方面的竞争，涌现出一批具有较强竞争力的服装生产企业，其产品知名度高，在业内具有较强的市场占有率，如表1所示。

表1 2008年中国十大服装品牌情况

序号	品牌名称	主要服装种类	生产企业	所在区域
1	杉杉	综合	宁波杉杉股份有限公司	浙江宁波
2	波司登	羽绒服	上海波司登国际服饰有限公司	上海
3	红豆	衬衣、西服	红豆集团	江苏无锡
4	罗蒙	西服	罗蒙集团股份有限公司	广东顺德
5	报喜鸟	西服	浙江报喜鸟服饰股份有限公司	浙江温州
6	雅戈尔	男装	雅戈尔集团股份有限公司	浙江宁波
7	鄂尔多斯	羊毛类服装	内蒙古鄂尔多斯羊绒制品股份有限公司	内蒙古鄂尔多斯
8	庄吉	西服	庄吉集团有限公司	浙江温州
9	阳光	各类服装面料	江苏阳光股份有限公司	江苏无锡
10	柒牌	西服	福建柒牌集团有限公司	福建厦门

资料来源：中华商业信息网，联合评级搜集整理。以上按排名无次序。

行业政策

根据《纺织工业“十一五”发展纲要》，纺织工业销售产值将从2005年的33,000亿元增长到2010年的60,000亿元，年均增长12.7%；纺织品服装出口额将从2005年的1,175亿美元增长到2010年的1,800亿美元，年均增长9%，显示出政府鼓励纺织服装工业发展的政策导向。

财政部、国家税务总局2008年10月21日联合发出通知，决定从2008年11月1日起，将部分纺织品、服装的出口退税率提高到14%。2008年11月19日国务院常务会议确定了继续适当提高纺织品、服装产品出口退税率、鼓励和引导金融机构加大金融支持力度等6项促进纺织服装工业健康发展的政策措施。

2009年2月4日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过纺织工业调整振兴规划，明确表示要加大财政金融支持，并将纺织品服装出口退税率由14%提高至15%，2009年3月30日，国家税务总局将服装出口退税率继续提高至16%。

联合评级认为，纺织工业振兴规划的出台为服装行业走出经营低谷提供了有利的外部政策支持，规划制定的提高纺织品服装出口退税率、购置设备增值税减免等税收优惠政策有利于推动相关下游需求。总体看，出口退税率的上调短期内对纺织服装行业利润空间和出口增长有着积极的拉动作用，但从长期看并不利于纺织服装行业产业转型和升级，服装生产企业需要从品牌、技术等方面提升产品附加值，提升自身竞争力。

2. 锂离子电池材料行业

锂离子电池行业概况

锂离子电池（Lithium Ion Battery，简称LIB）是继镍镉电池（Ni-MH）、镍氢（Ni-CD）电池之后更具绿色环保、安全、性能优异的二次可充电新型能源，也是近几年出现的金属锂蓄电池的替代产品，具有工作电压高、比能量大、放电电位曲线平稳、自放电小、循环寿命长、低温性能好、无记忆、无污染等突出的优点。

锂离子电池被广泛应用在移动通讯、手表、照相机、计算器、计算机存储器后备电源、心脏起搏器、安全报警器、电动汽车电源等领域。随着电动汽车、便携式用电设备市场的增长，预计未来锂离子电池需求方面将持续扩大，锂离子电池行业发展较为迅速。

在产能产量方面，世界锂电产业长期由日本“独霸天下”，其产量占到世界的95%以上。但是近年来，随着以比亚迪、TCL金能为代表的国内锂电企业以及以三星为代表的韩国锂电企业的崛起，世界锂电产业已形成中日韩三分天下的格局，其中中国的发展速度最快，2007年，中国的锂电池产量达到13.5亿只，生产规模首次超过日本，位居世界第一。

进入2009年由于国家开放的信贷政策和产业规划的不断出台，国民经济回暖，得益于车用电池市场规模的扩大，国内锂离子电池的产量快速增加，2009年中国完成锂离子电池产量18.75亿只，较上年增长81.48%。

在产能分布方面，我国锂离子电池的生产厂家主要集中在广东、山东、江苏、浙江、天津等地，其中广东约占据了总生产量的三分之一以上，多集中在深圳、东莞、中山等地。锂离子电池主要生产厂商比亚迪股份有限公司、深圳比克科技有限公司、深圳邦凯科技有限公司等已在全球锂电池市场占据相当的市场份额。2007年开始，随着天津滨海新区的强势发展以及一批实力雄厚的锂离子电池相关企业入驻，天津将成为与深圳地位相当的锂离子电池生产基地。

锂离子电池材料行业竞争状况

伴随着锂离子电池行业的快速发展，国内外对锂离子电池材料的需求也迅速增加，根据日本

信息技术综合研究所报告，2007年全球正极材料、负极材料、电解液的需求量分别为28,544吨、15,613吨和10,360吨。锂离子电池材料市场的急速扩张，促使一批国内厂商迅速崛起，目前杉杉股份在正极材料、负极材料生产规模上居国内首位；张家港国泰华荣化工新材料有限公司在电解液上居国内首位；深圳市贝特瑞电子材料有限公司在负极材料技术上处于国内领先地位，2008年8月受国家标准委员会委托制订《锂离子电池碳负极材料国家标准》，中信国安盟固利电源技术有限公司和余姚市金和实业有限公司等厂商在正极材料、负极材料、电解液市场竞争力逐渐增强。

目前国内锂离子电池材料行业内企业主要特点表现在生产规模小、技术含量低、产品相对单一，竞争集中于低端市场，能够提供生产锂离子电池材料系列产品的综合型企业少。因此，锂离子电池材料高端产品领域主要为国内仅有的几家企业与国外产品之间的竞争，而低端或技术含量低的产品领域则集中在国内较多企业之间，激烈的竞争压缩了行业利润空间。

行业技术

锂离子电池的关键材料有如下四个方面：正极材料，负极材料，电解液和隔离膜。由于材料性能的不断提升，使得电池技术不断进步。与其它种类电池不同的是，锂离子电池的正、负极材料、电解液都是多样化的，可根据应用目的来进行选择、组合。

正极材料由最初单一的钴酸锂发展到今天钴酸锂、锰酸锂、镍钴二元系、镍钴锰三元系、磷酸铁锂等多种材料并存。钴酸锂尽管成本较高，但其具有综合性能最为优异、制备技术最为成熟的优点，在小型电池应用上，仍是未来的主流正极材料；锰酸锂尽管还未解决高温性能问题，但其在成本、安全性上的优势，使其在大型电池上已经得到了广泛的应用。由于世界钴资源的供应趋紧，为替代钴而出现的镍钴二元系、镍钴锰三元系产品，也已经初步得到了应用，磷酸铁锂也处于产业化的前夕。

负极材料主要分为碳材料和非碳材料两大类。在碳材料中，目前应用较多的是石墨类材料，包括人造石墨、天然石墨、中间相、石墨化碳等。为充分发挥材料的性能，大多数商业化的材料都用整形、复合、表面包覆、热处理等改性手段进行了处理，使材料综合性能得到提高。非碳负极材料也是种类繁多，目前已经应用报导的有Si、Sn类合金材料或与碳的复合材料，其特点是可以实现高容量，是未来负极材料发展不可忽视的方向。

电解液发展也是极其迅速，目前的热点是开发各种功能型电解液，相应的具有各特殊功效的添加剂也迅速涌现，起到促进负极SEI膜形成、增强润湿性、阻燃、防过充等功效。同时，为满足不同的材料搭配而形成不同的电解液配方，也对电池性能的提高起到了极大地促进作用。

未来发展

顺应锂离子电池的发展方向，未来锂离子电池材料将沿着两个方向发展，在小型的便携式应用上，突出的是材料的高性能，尤其是高的能量密度，其对成本不是十分敏感，强调的是使用时间长，携带重量轻，体积小；另外一个发展发向是低成本，以及适当的安全性，主要是瞄准大、中型应用领域，在这一应用领域内，由于材料使用量大，对成本十分敏感，同时，要求有满足应用环境的安全性。

由于电子、信息及通讯均朝向无线化、可携带化方向发展，对于产品的各项高性能组件也往“轻、薄、短、小”的目标迈进，因此对于体积小、重量轻、能量密度高的二次电池需求相当迫切。小型二次电池包括镍镉电池、镍氢电池及二次锂电池。由于防止镉污染的环保诉求下，镍镉电池慢慢被取代已成趋势。镍氢电池虽无环保问题，但是能量密度低，高温特性差及少许记忆效应等缺点，已逐渐被锂离子电池所取代。锂离子电池除笔记本电脑及手机等传统应用领域外，电

动五金工具、其它消费性电子产品、轻型电动车与电动汽车等新应用领域的发展，为锂电池注入了高度成长的动力，锂离子电池发展前景广阔。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

服装方面，公司是国内大型服装企业之一，产品有西服、衬衫和休闲服等。2009 年底，公司拥有各类服装生产流水线 30 余条，具有年产 200 万套西服的生产能力；拥有各类缝纫生产设备 6,700 台，各类针织大圆机 130 台，染整设备 40 多台/套，绣花机 73 台，具有年产针织服装 5,000 万件、针织坯布 2 万吨的生产能力。

1999 年公司开始实施多品牌国际化战略，目前拥有知名品牌“杉杉”以及“FIRS”、“梵尚”等多个品牌。1994 年，杉杉服装被评为“中国十大名牌服装”；1997、1998 年在全国第一、第二届服装设计博览会上，“杉杉”荣获中国男装十大品牌之首；1999 年，“杉杉”被国家工商行政管理商标局认定为中国驰名商标；2000 年，“杉杉”被中国企业发展研究中心评为“质量、服务、信誉 AAA 级品牌”；2000 年，“杉杉”成为中国首家通过环保认证的服装品牌；2001 年“杉杉”“FIRS”衬衫被中国名牌推进委员会授予中国名牌产品称号；2001 年，“杉杉”获选中国内地五个特许经营优秀品牌之一；2002 年，“杉杉”被中国连锁经营协会特许委员会评为年度优秀特许品牌，是唯一一家入选的服装品牌；2003 年 9 月，“杉杉”是中国质量监督检验检疫总局、中国名牌企业推进委员会在北京公布的 2003 年中国名牌产品；2004 年中国服装协会男装专业委员会和国家质量监督检验中心在对杉杉西服 2004 年产品质量抽检中，再次授予杉杉西服优等品称号。同时，杉杉服装由于在连续三次质量检测中荣获优等品称号，公司被授予“质量管理先进单位”。

从 2008 年各项经营指标综合来看，公司在服装行业处于国内领先地位，具体情况见表 2。

表 2 2008 年国内服装上市公司经营状况

金额单位：亿元

公司名称	资产总额	所有者权益(含少数股东权益)	主营业务收入	利润总额	资产负债率(%)	净资产收益率(%)	流动比率(%)	速动比率(%)	存货周转次数	应收账款周转次数	经营性净现金流
大杨创世	9.21	7.70	8.95	0.96	16.37	8.49	380.64	267.09	4.60	10.98	1.39
七匹狼	17.66	12.44	16.53	2.02	29.54	13.20	239.15	161.75	3.09	21.19	1.74
红豆股份	36.66	13.45	11.17	0.60	63.30	3.29	233.12	112.31	0.63	3.74	-1.08
美邦服饰	47.64	29.60	41.74	10.76	37.87	27.19	239.47	222.70	4.49	15.20	2.88
雅戈尔	316.32	99.07	105.8	23.75	68.7	18.08	114.3	39.61	0.67	17.22	16.47
杉杉股份	42.89	24.19	24.52	1.64	43.60	6.65	124.48	94.41	4.00	5.47	1.12

数据来源：各上市公司年报，联合评级整理，截至评级日，以上公司 2009 年年报均未披露，待披露后联合评级将予以更新。2009 年杉杉股份将年初数进行了调整，上表杉杉股份数据为调整后的 2008 年数据。

近年来，公司锂离子电池材料业务发展迅速，产品包括正极材料、负极材料和电解液。公司锂离子电池材料生产设备主要包括 3,000L 斜混机、全自动推板隧道窑、气流粉碎机、气流分级机、5T 混批机等，生产设备工艺先进，具有年产 2,500 吨正极材料、4,000 吨负极材料、2,000 吨电解液的生产能力，公司锂离子电池正极材料生产规模为国内最大、世界前列，负极材料生产规模居国内前列，是国内规模最大的锂离子电池材料综合供应商。

2. 科研与技术水平

服装方面，公司从德国、日本、意大利、西班牙引进世界一流的生产设备，西服生产采用世界一流的全自动吊挂式流水线，生产工艺为 5 级，目前公司的服装生产设备、工艺、技术在国内同行业居于领先水平。

锂离子电池材料方面，公司与中南大学、冶金工业部鞍山热能研究院等科研院所合作，建立了一支以博士、硕士为主体包括国内知名教授、留学归国博士的高素质技术研发团队，并经人事部批准设立了博士后科研工作站。公司及合作单位拥有多项发明专利（见表 3）。公司锂离子电池负极材料 CMS 项目被列为国家“863”高科技研究发展计划项目，2003 年获得上海市火炬计划优秀项目，2004 年获得“国家重点新产品”证书；高性能细结构石墨产品 2005 年获得“上海市高新技术成果转化项目”证书；新型锂离子电池炭负极材料制备工艺的研发和产业化项目 2005 年获得“上海市科学技术进步奖”二等奖；锂离子电池负极辅料-复合人造石墨（FSN）2005 年获得“上海市高新技术成果转化项目”证书。2008 年公司下属上海杉杉科技有限公司参与研发的“高能量密度、高安全性锂离子电池及其关键材料制造技术”项目荣获 2008 年度国家科学技术进步二等奖。公司锂离子电池材料生产技术处于国内领先地位。

表 3 公司及合作单位专利情况

发明名称	专利号	专利申请日	专利权人
用于锂离子电池的复合纳米金属负极材料及其制备方法	ZL 02 1 54654.1	2002 年 11 月 30 日	中南大学
一种锂离子电池极片盒	ZL 03 1 43137.2	2003 年 6 月 12 日	中南大学
一种防止大容量方型锂离子电池鼓胀的方法	ZL 2003 1 0110688.0	2003 年 12 月 12 日	中南大学
一种提高磷酸铁锂大电流放电性能的方法	ZL 2005 1 0031136.X	2005 年 1 月 12 日	中南大学
一种锂离子电池正极材料锂镍钴锰氧及其制备方法	ZL 2005 1 0031354.3	2005 年 3 月 23 日	中南大学
一种中间相炭微球的制取方法	00107908.5	2000 年 5 月 26 日	鞍山热能研究院
中间相炭微球的制取方法	00120796.2	2000 年 7 月 14 日	鞍山热能研究院
中间相炭微球的生产方法	02116840.7	2002 年 4 月 12 日	上海杉杉科技有限公司

资料来源：公司提供

总体看，公司锂电池材料方面研发实力较强，拥有专利及合作专利权技术，具有一定的创新能力，生产技术、生产工艺先进。

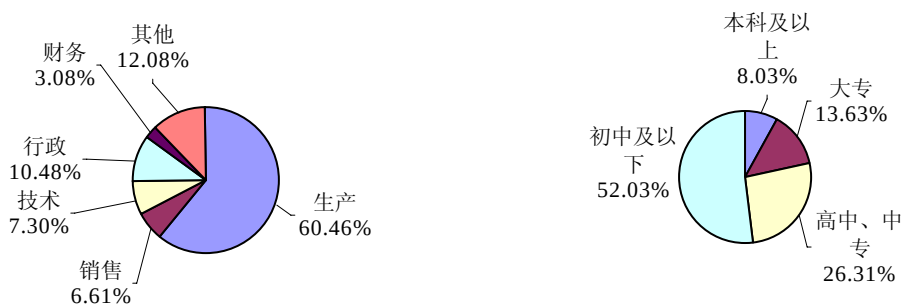
3. 人员素质

公司现有高层管理人员均具有大专以上学历。高管人员大多在公司从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

截至 2009 年底，公司实际控制人郑永刚先生，52 岁，硕士，高级经济师，国家级有突出贡献的中青年专家，中国服装协会副会长，历任宁波甬港服装总厂厂长、杉杉股份董事长，现任杉杉控股、杉杉集团董事长。公司董事长庄巍先生，44 岁，博士，曾就职于财政部，历任北京新天地信息技术研究所副总经理，北大方正集团副总裁，方正投资公司总经理，北京丰润点金投资咨询有限公司董事长，北京易迈普技术有限公司董事长。公司总经理中分孝一，日本籍，55 岁，毕业于日本北海道大学，1984 年起任职于伊藤忠商事株式会社，曾任伊藤忠时尚系统公司专务，2009 年 3 月起任公司总经理。

截至 2009 年底，公司共有员工 7,536 人，具体分布情况如图 5 所示。

图 5 公司人员构成情况



资料来源：公司提供

总体看，公司员工中生产人员占比较大，符合生产企业特点。公司领导层从业经验丰富，人员整体素质较高。

4. 股东支持

截至 2009 年底，公司所属的杉杉集团共拥有 12 家一级控股子公司，涉及服饰加工、制造、家纺销售、期货代理、科技研发、贸易等业务领域，实力较为雄厚（情况详见报告“担保人分析”），对公司的支持主要体现在商标专利权使用上，“杉杉”商标为杉杉集团所有，杉杉股份可以无偿使用。

5. 外部环境

公司位于浙江省宁波市，宁波市是计划单列城市，经济总量较大，经济发展状况良好。宁波市拥有全国第二大港口——宁波港，公司产品运输便利；宁波市是我国纺织服装生产基地之一，汇集了国内多家著名服装生产企业，具有较强的产业聚集效应，有利于公司产品结构调整和产业升级；此外，江浙一带纺织企业众多，便于公司原材料采购。总体看，公司具有良好的外部环境。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》以及中国证监会有关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会、经理层等法人治理机构。股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。公司董事会由 9 名董事组成，其中有独立董事 3 人，董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事会下设战略决策审计委员会、财务审计委员会、提名委员会、薪酬和考核委员会，为董事会提供决策支持。公司监事会现由 5 名监事组成，设监事会主席 1 名，监事会主要对企业的经营管理、财务状况和董事会日常运作及合法合规性进行监督。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总理由公司董事会任命，主持公司的生产经营管理工作。

2007 年，公司在治理专项活动自查中发现公司需提升董事会下设专门委员会的作用、需加强对董事、监事、高级管理人员的培训力度、加强投资者关系管理等问题。中国证监会宁波监管局在 2007 年 8 月对公司进行的治理专项活动检查中发现公司与控股股东存在合署办公、部分人员兼职工作、未建立实施内部审计制度、部分事项审批程序不到位、会议记录过于简单以及公司内控

制度需修订完善等情况。2008年中国证监会宁波监管局在《关于要求宁波杉杉股份有限公司限期整改有关问题的通知》中限期杉杉股份整改关联方资金占用以及信息披露等方面存在的问题。根据公司2007年11月发布的《关于加强上市公司治理专项活动的整改报告》和2008年7月发布的《关于公司治理专项活动的整改情况报告》，公司结合中国证监会宁波监管局的整改意见和自查情况，从人员培训、信息披露、财务管理、关联交易、内部管理方面进行了整改和完善，进一步提高公司治理水平。

根据五部委联合发布的《企业内部控制基本规范》，公司开展了全面、系统的内部控制建设，成立了内控评价审计小组，负责内控审计工作，并对监督过程中发现的内部控制缺陷分析原因后提交整改方案，并向董事会、监事会和经理层报告，保证内控体系及时、正确的调整，规避相关风险。同时，为适应内控制度，2009年公司组织修订完善了多项内部管理制度，为内控制度的实现提供了制度环境。

总体看，公司股东大会、董事会、监事会能够独立运作，整体运行情况良好，治理结构相对较为完善。

2. 管理体制

公司是控股公司，公司总部作为管理中心、投资中心和利润中心对控股子公司派出董事进行监控，控制子公司的投融资和财务管理，公司总部下达具体经营指标，各子公司生产经营由外聘总经理负责，公司总部对其进行年度考核。

财务管理方面，公司编制了《全面预算管理办法》，以财务预算作为财务管理的核心内容。公司实行以目标利润为导向的全面预算管理，各级预算单位围绕预算目标编制预算，并根据预算完成情况对预算执行者进行考评，实施相应的激励机制。在预算目标考核体系中，公司重视经营活动现金净流量的考核。

投资管理方面，公司统一管理对外投资，各子公司没有对外投资权，公司定期审计投资收益情况。公司股东大会授权经营层负责单个项目在1,000万元以内、董事会负责净资产10%以内的对外投资，超过公司净资产10%的投资，由股东大会批准后方可实施。

筹资管理方面，公司负责管理长短期借款和向外筹集各项资金，下属子公司未经公司允许，没有融资权，公司根据子公司资金使用情况 and 资金计划并结合投资计划确定公司总体资金需求和筹资方式。

公司建立了内部审计制度，配备专职审计稽核人员，对公司经营业绩、经济活动、财务状况、内部控制制度的执行情况等进行中期和年度审计，保证公司内控制度的实行和保全公司的资产。

公司制定完善了《资金风险控制实施细则（试行）》、《防范控股股东及关联方资金占用管理办法》、《关联交易管理办法》，由财务部门定期对公司总部及下属子公司进行检查，上报与控股股东及关联方非经营性资金往来的审查情况；审计部门对经营活动和内控制度执行情况进行监督检查，严格防范控股股东及关联方非经营性占用资金的发生。公司进一步完善了各项内控制度，提高了公司的治理和规范运作水平，基本保障了上市公司内部控制管理的有效执行。

综合来看，公司管理制度较为健全，对下属控参股公司采取了有效的管理、监控手段并实施了有效的激励与约束机制。

六、经营分析

1. 经营概况

公司传统主营业务为西服生产和销售，曾在上世纪 90 年代连续多年占据国内西服产销量第一地位，后来又扩展至休闲服和衬衫领域。1999 年公司开始进入高科技新材料产业，逐渐发展成为国内最大的锂离子电池材料综合供应商。

2007~2009 年，公司主营业务收入年均变动率为-0.33%，2009 年为 210,539.55 万元，近三年主营业务收入保持稳定，但主营业务收入结构有所波动。从公司主营业务收入和主营业务毛利构成情况看，2009 年服装业务占比分别为 63.13%和 70.29%，是公司最主要的收入和利润来源，而高科技材料（锂离子电池材料）业务主营业务收入和毛利占比分别为 36.87%和 29.71%，是公司重要的业务组成部分（见表 4）。从毛利率方面看，公司服装、锂离子电池材料业务的毛利水平近三年变化不大（见图 6）。2009 年，经济危机对国内纺织品出口的影响仍在继续，国内纺织品出口明显下降，受其影响，公司服装业务中针织品的销量及价格均有不同程度的下降，使得公司的服装业务方面收入及利润较上年同期有所降低。2009 年锂离子电池正极材料价格下跌速度较快，对公司高科技材料方面形成一定负面影响，使得公司高科技材料业务方面收入下降、利润下滑，其占主营业务收入的比重也有所下降。

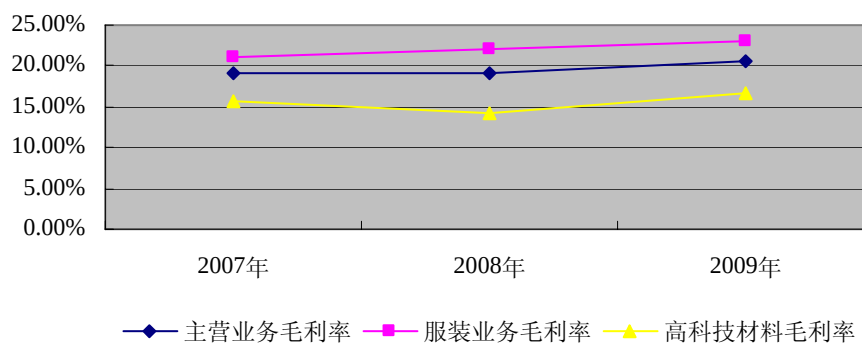
表 4 2007~2009 年公司经营情况

项目	2007 年		2008 年		2009 年	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
主营业务收入	211,945.66		245,175.05		210,539.55	
其中：服装	134,308.91	63.37%	143,202.36	58.41%	132,916.87	63.13%
高科技材料	77,636.75	36.63%	98,661.17	40.24%	77,622.68	36.87%
廊坊科技谷			3,311.52	1.35%		
主营业务毛利	40,371.32		46,960.83		43,556.46	
其中：服装	28,148.31	69.72%	31,544.11	67.17%	30,615.11	70.29%
高科技材料	12,223.01	30.28%	14,017.41	29.85%	12,941.35	29.71%
廊坊科技谷			1399.31	2.98%		

资料来源：公司年报，联合评级整理，廊坊科技谷于 2009 年上半年已有偿转让，详见投资概况部分。

公司在服装和高科技材料方面有一定的竞争优势，但由于服装行业竞争激烈，高科技材料行业的迅速发展也吸引了众多企业进入导致行业竞争加剧，预计未来几年，公司服装及高科技材料产品的盈利能力仍将维持在现有水平，提升空间有限。

图 6 近三年公司主营业务毛利率情况



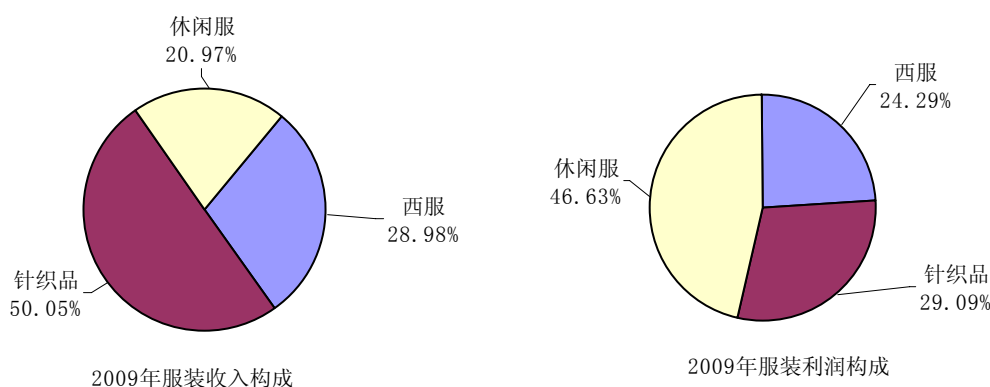
资料来源：公司年报，联合评级整理

服装业务

公司是国内大型服装生产企业，居于行业领先地位，主要产品有西服、衬衫和休闲服，其中

休闲服和西装构成公司服装业务收入和利润的主要来源。

图 7 公司服装业务收入和利润构成情况



资料来源：公司年报，联合评级整理

公司服装业务经营模式主要包括自主品牌自主经营、品牌授权经营、国际品牌合作以及服装针织品加工出口四大部分。

自主品牌建设方面，“杉杉”为中国名牌，具有较高的品牌知名度。公司聘请国外知名设计师担任设计顾问，吸收国际品牌先进的设计理念，利用公司先进的生产制造技术推出高品质高价格的西服，定位于国内中高端市场。公司以中央电视台等媒体为主进行广告宣传，聘请著名体育明星为公司形象代言人，打造健康、阳光、潇洒的“杉杉”品牌形象。

在原材料采购方面，公司服装产品的原材料采购主要集中在江浙及附近地区，无特定的原材料采购商，主要是根据原材料市场价格选购，原材料成本方面受市场影响较大。

国内销售方面，公司主要采取“以特许经营为主，自营兼顾”的经营模式，在北京、上海、南京等核心市场区域，采取自营专卖的经营模式，其它二、三级市场以特许经营模式为主，目前在全国拥有 400 多家加盟公司。公司实行的加盟商策略，使得服装库存达到了较低水平，避免了自营专卖店的高库存风险，有助于提升经营性现金流水平。

在自主品牌自我经营为主的经营模式下，公司根据自身特点对羊毛衫、T 恤、女装、保暖内衣、袜子、皮鞋、皮具、牛仔系列产品采取了品牌授权的经营模式，公司“法涵诗”、“菲莱威尔”、“纪诺思”、“麦斯奇来”、“梵尚”、“法艾兰”等注册品牌也采取品牌授权方式授权第三方经营，每年为公司创造近 2,000 万元的品牌费收益。

国际品牌方面，公司与国际服装品牌企业在中国成立合资公司，通过国外顶级品牌企业的先进管理、设计理念与公司的低成本、销售渠道相结合进行生产经营，2008 年公司实现国际品牌服装收入 20,182 万元，利润 811 万元，具体情况见表 5。2009 年公司继续深化“多品牌、国际化”战略，通过多年的市场培育，RENOMA、SMALTO、QUA、LUBIAM 等国际品牌公司呈现出了良好的发展态势，多数国际品牌完成了年初制定的经营目标，在国际品牌方面经营能力正逐渐增强。

表 5 公司主要合作品牌情况

合资公司	品牌	控股比例	截至 2008 年底情况 (以下财务数据为单体未合并前数据)
宁波杰艾希服装有限公司	Marco Azzali	55%	现有店铺 31 个，累计销售额达 3,596 万，净利润为 180 万元；

宁波瑞诺玛服饰有限公司	Renoma Paris	61%	现有店铺 20 个，累计销售额 2,883 万，净利润为 563 万元；
宁波鲁彼昂姆服饰有限公司	Lubiam	60%	现有店铺 9 个，累计销售额达 5,480 万，净利润 29 万元；
宁波酷娃服饰有限公司	QUA	65%	现有店铺 18 个，累计销售额达 804 万，净利润-380 万；
宁波瑞思品牌管理有限公司	Smalto\Munsingwear\ Dunhill links	90%	现有店铺 10 个，累计销售额 1,769 万，净利润 22 万元；

资料来源：公司提供

公司服装出口加工业务采取为国外知名品牌企业贴牌生产的模式，贴牌生产的主要产品为休闲服。公司集织造、染整、印花、绣花、制衣于一体，成衣主要售往美国、欧洲和日本，主要品牌客户有“耐克”、“GAP”、“迪斯尼”、“阿迪达斯”、“无印良品”等。公司不断提高产能，在安徽和柬埔寨等地新建了制衣工厂，以化解人工成本上升的压力，进行产业梯度转移。公司服装出口加工业务采取贴牌生产，没有自身品牌，销售受外方控制，存在一定风险。2009 年，受金融危机影响，公司服装业务国际市场需求缩减，对外服装贸易受到一定负面影响。

总体看，公司服装业务经营规模较大，发展态势良好，“杉杉”品牌具有较高的品牌知名度，公司实施多品牌的品牌组合战略，可以满足市场不同消费群体的需求，公司服装出口加工业务采取贴牌生产，易受国际市场需求影响，存在一定风险。

公司未来计划进一步夯实“杉杉”品牌市场根基，提升“杉杉”品牌形象，继续植根于品牌核心价值的经营与服务，加大对产品研发的投入，加强品牌服务，重塑“杉杉”品牌在中国服装业界的领先地位，引领中国男装未来时尚化、休闲化发展潮流。

高科技材料业务

公司高科技材料业务是指锂离子电池材料业务，锂离子电池材料产品有正极材料、负极材料和电解液。

公司正极材料技术来源于中南工业大学的科研成果，主要包括钴酸锂、锰酸锂、镍钴锰三元、磷酸铁锂、镍钴锰二元等产品。生产正极材料所使用原材料为四氧化三钴（占 75%）、镍钴锰三元前驱体（占 15%）和二氧化锰（占 10%），公司与国内排名前 3 位的供应商建立了长期合作关系，采购政策为以定单补充原料，从实际情况看基本能满足公司原料的及时供应。2008 年公司正极材料产量为 1,991 吨，销量为 1,951 吨（见表 6）。销售区域主要集中在珠三角地区，主要客户有东莞新能源科技有限公司、比亚迪电池有限公司、天津力神电池股份有限公司、深圳比克科技有限公司等，由于锂离子材料在汽车动力电池等应用领域未出现突破之前，国内的市场空间有限，公司在扩大产能、增加产量的同时将面对更加激烈的竞争。

表 6 公司正极材料经营情况

项目	2006 年	2007 年	2008 年
产能（吨）	1,800	2,000	4,000
产量（吨）	1,596	1,544	1,991
销量（吨）	1,513	1,524	1,951
销售额（万元）	34,108	52,950	68,636
平均单位生产成本（万元/吨）	21	32	32
平均单位销售价格（万元/吨）	23	35	35

资料来源：公司提供(以上为单体生产部门数据，未考虑合并因素)

公司负极材料技术来源于鞍山热能研究院，主要包括高倍率型（CMS、MCP、CAG-3）、大容量型（MGS、FSN）、综合型（3H、CMP、MCP-1、YT7 系列）产品类别，生产工艺流程为原料——预处理——石墨化——混料筛分——成品。公司负极材料以人造石墨为主，定位于国内高端市场，拥有比亚迪电池有限公司、深圳比克科技有限公司、天津力神电池股份有限公司等优质客户。公司不断扩大负极材料产能，负极材料产销量增长较快，2008 年产销量分别为 2,400 吨和 2,433 吨（见表 7）。

表 7 公司负极材料经营情况

项目	2006 年	2007 年	2008 年
产能（吨）	3,000	4,000	4,500
产量（吨）	910.00	1,167.00	2,400
销量（吨）	727.59	1,211.20	2,433
销售额（万元）	7,456.51	12,132.26	21,801
平均单位生产成本（万元/吨）	7.50	7.55	6.3
平均单位销售价格（万元/吨）	10.20	10.00	8.96

资料来源：公司提供(以上为单体生产部门数据，未考虑合并因素)

公司电解液主要包括 LD88、LD124B、LD1457、LD91、LD71、LD146BJ 等产品（见表 8），主要原材料为六氟磷酸锂（占 70%）以及其他有机溶剂。

表 8 电解液产品情况

产品	用途	特点
LD-88	圆柱电池	容量高，循环寿命长
LD-124B	方形电池	过充安全性好，循环寿命长
LD-1457	圆柱、方形电池	低温性能好
LD-91	圆柱电池	容量高，循环寿命长
LD-71	软包装	高温性能好
LD-146BJ	软包装	高温性能好，容量高

资料来源：公司提供

公司不断扩大电解液产能，产销量逐年增长，2008 年分别为 1,294 吨和 1,107 吨（见表 9），销售收入超过 1 亿元，目前公司已完成钴酸锂 LC420、LC600 新产品的开发，形成了产业化的生产工艺，继续保持国内领先的市场占有率。公司电解液主要客户有东莞新能源科技有限公司、深圳比克科技有限公司、深圳市华粤宝电池有限公司、深圳市伊斯达电池有限公司。

表 9 电解液经营情况一览

项目	2006 年	2007 年	2008 年
产能（吨）	600	1,000	2,000
产量（吨）	476	819	1,294
销量（吨）	450	822	1,107
销售额（万元）	4,591.00	8,279.00	11,464
平均单位生产成本（万元/吨）	7.92	7.13	7.86
平均单位销售价格（万元/吨）	10.20	10.07	10.36

资料来源：公司提供(以上为单体生产部门数据，未考虑合并因素)

整体看，公司锂离子电池材料业务经营稳定增长，但整体产能利用率不高，2008 年正极材料、负极材料和电解液的产能利用率分别为 49.78%、53.33%和 64.70%，一定程度上说明公司锂离子电池材料产品的市场竞争压力较大。2009 年公司锂离子电池材料的产能变化不大，产销量较

去年变化不大，但由于 2009 年锂离子材料产品价格下降导致公司该业务板块收入较上年有所下降。

2009 年，由于国内外锂离子电池材料市场价格跌幅较大，公司锂离子电池材料业务利润空间受到挤压，整体盈利能力较上年有所降低。为保证利润空间，稳定原材料价格，2009 年公司与澳大利亚 Heron Resources Ltd. 签署了框架合作协议，共同开发 Yerilla 镍钴矿，降低原料价格对产品价格的影响。2009 年，公司通过与上海空间电源研究所等机构合作组建航天电池技术有限公司，实现对锂电池产业链下游的延伸，使得公司锂离子电池业务链条更加完整，提升了公司的市场竞争力，预计将来公司该业务板块的盈利能力将有所提高。公司未来计划继续大力发展锂离子电池材料业务，目标是成为世界一流的锂离子电池材料综合供应商。

2. 投资概况

公司重视股权投资，把股权投资作为经营目标之一，近三年投资收益分别为 5,977.52 万元、4,841.73 万元和 8,620.38 万元，投资收益呈波动上升态势。2009 年，公司投资收益占营业利润的 93.31%，投资收益对公司利润的贡献较大，其构成主要为处置长期股权投资收益和持有金融资产期间取得投资收益。其中，公司向控股股东杉杉集团转让持有的中科廊坊科技谷有限公司 70% 的股权形成收益 4,723.97 万元，持有的 1.79 亿股宁波银行股权，持股比例为 7.16%，初始投资成本为 18,155.00 万元，2009 年该股权投资获得红利 3,580 万元。

2007 年公司成立了宁波杉杉创业投资有限公司（以下简称“杉杉创投”）作为杉杉股份对拟上市公司股权投资的平台。杉杉创投拥有由高素质专业投资人才组建的投资团队，并具有良好的风险控制机制。公司坚持产融结合的战略，积极进入金融领域，并积极投资拟上市公司，在拥有宁波银行股权的同时，2009 年公司完成了对上海天跃科技有限公司、山西尚风科技股份有限公司的投资。从风险投资的特点来看，杉杉股份主要以投资关联企业和对拟上市公司进行股权投资为主，投资周期较长，存在一定的投资风险。

公司对湖南海纳新材料有限公司进行增资，涉及正极材料前驱体业务，并与澳大利亚 Heron Resources Ltd. 签署了框架合作协议，共同开发 Yerilla 镍钴矿，通过以上投资运作，使得公司新材料业务链条更加完整，通过完善产业链有利于提高企业的整体竞争力。

总体看，公司重视股权投资，投资团队具有较强的专业能力，目前投资收益水平较高，但不够稳定，所投资的拟上市公司股权投资周期较长，未来收益受宏观经济和被投企业的经营情况影响较大，存在一定风险。同时公司通过投资锂离子电池材料业务的下游企业，使得产业链条更加完整，提高了企业整体竞争力。

3. 经营效率

近三年，公司营业收入变动率为-0.33%，资产总额年均增长 28.46%，股东权益年均增长 40.52%，受公司持有的金融资产公允价值变动影响，公司的总资产及权益增长速度较快，但业务收入变化不大，整体看，公司资产增长质量良好。

从经营效率指标看，由于受公司持有的金融资产公允价值变动对公司资产规模的影响，近三年，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所下降，2009 年分别为 3.90 次、3.04 次和 0.40 次，公司整体经营效率一般。

总体看，公司资产增长质量良好，整体运营效率一般。

4. 经营优势

（1）经营环境优势

纺织服装行业在国民经济中的重要地位以及浙江省优越的经济环境为公司持续发展奠定了基础。

（2）锂离子电池材料规模优势

锂离子电池应用领域广阔，发展前景良好，带动了锂离子电池材料的迅速发展，公司作为国内最大的锂离子电池材料综合供应商，具有一定的规模竞争力。

（3）品牌优势

公司“杉杉”品牌为中国名牌，具有较高的品牌知名度和品牌美誉度，市场竞争力较强；同时公司实施多品牌的品牌组合战略及加盟商策略，在满足不同消费群体需求的同时降低了自身经营风险。

5. 经营关注点

（1）生产成本上升

服装上游原材料价格变动，同时人工成本上升，给公司服装业务的经营带来一定压力。

（2）服装行业竞争激烈

服装行业进入壁垒低，行业竞争激烈，服装生产企业盈利空间受到挤压。

（3）国际金融危机对服装行业的负面影响逐步显现

国际金融危机对实体经济影响可能仍将延续，将影响到公司服装出口加工业务。

（4）锂离子电池材料业务或面临下游需求减少的影响

全球性的金融危机使得锂离子电池下游需求减少，同时国际、国内主要的电池生产商目前都在计划筹备自身的电池材料项目，这将对公司的锂离子电池材料业务形成一定的替代作用，使得公司下游的实际需求减少。

6. 未来发展

公司未来计划继续实施多元化战略。服装方面，在行业整体受经济危机影响陷入低谷的情况下，通过提升“杉杉”核心品牌形象，吸取国际品牌运作经验，实现由单一服装生产加工型产业向现代品牌时尚型产业的转变，进而提升整个服装板块业务。

高科技材料方面，公司以成为世界一流的锂离子电池材料综合供应商为战略目标，依托目前在国内市场的领先优势，加大自主研发，并有选择性的进入部分产品的上游产业，拉长产业链，延伸产业价值空间。

为了进一步拓展市场渠道和提升影响力，公司与世界 500 强企业日本伊藤忠株式会社达成了战略合作协议，借助其在人才、产业、技术、管理和国际化等方面的领先优势，加快杉杉服装和锂离子电池材料产业的国际化进程，并借用伊藤忠株式会社的全球新能源产业布局所形成的渠道，整合双方资源，缩小与国外一流锂离子电池材料生产企业的差距，这对快速提升公司在锂离子电池材料产业方面的影响，提高公司高新产业的收益能力方面起到了有力的促进作用。

2009 年上半年公司与澳大利亚 Heron Resources Limited 签署了框架合作协议，共同开发 Yerilla 镍钴矿项目，同时通过对湖南海纳新材料有限公司进行增资，在原有锂电池材料产业的基础上，对上游产业的生产和技术进行了整合，从而形成“资源+技术+市场”产业链优势，为公司未来的发展提供了原材料和市场保障。

总体看，发展多元化的战略、完善产业布局将是公司未来主要发展方向，若能按计划推进对于促进公司可持续发展，降低经营风险、提高盈利能力将起到一定的作用。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007 年~2009 年度合并财务报表均已经立信会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》，会计政策发生变更。公司根据财政部于 2009 年 6 月 11 日印发的《企业会计准则解释第 3 号》相关规定，以及会计政策的一贯性原则，将持有的宁波银行股权由“长期股权投资”变更为“可供出售金融资产”科目进行核算，在确定公允价值时根据证监会计字[2007]21 号文要求，对估值日持有的该股权公允价值变动金额，采用估价方法确认，并基于上述会计政策变更对财务报表 2008 年年初数和年末数进行了相应的追溯调整。

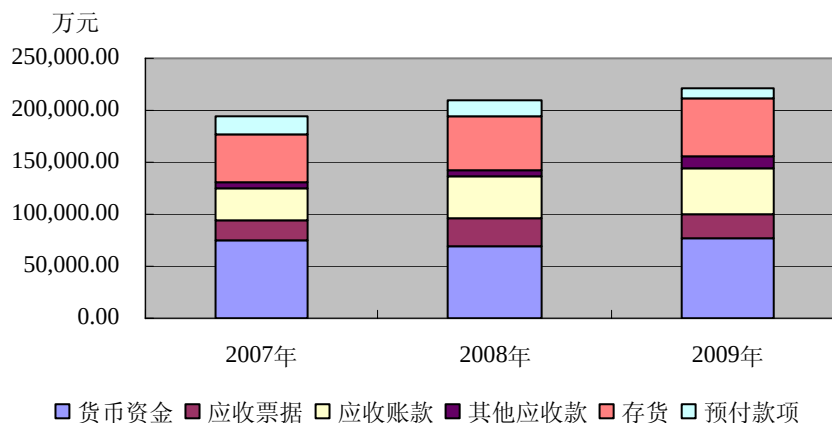
截至 2009 年底，公司合并资产总额 646,817.49 万元，负债合计 262,834.54 万元，所有者权益（含少数股东权益）383,982.96 万元。2009 年公司实现营业收入 213,192.15 万元，净利润（含少数股东损益）10,456.55 万元；经营活动产生的现金流量净额 10,895.56 万元，现金及现金等价物净增加额 14,803.08 万元。

2. 资产质量

2007 年~2009 年，公司资产总额保持增长，年均增长率为 28.46%，由于 2009 年公司按照会计政策的相关要求，将所持有的金融资产按照公允价值进行计量，使得公司资产规模增幅较大。截至 2009 年底，公司资产总额为 646,817.49 万元，其中流动资产占 34.20%，非流动资产占 65.80%，资产构成以非流动资产为主。

近三年公司流动资产连续增长，年均增长率为 6.55%，2009 年底，公司流动资产合计 221,238.51 万元，主要为货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货（见图 8）。

图 8 2007 年~2009 年公司流动资产构成



数据来源：公司年报，联合评级整理

近三年，公司货币资金波动增长，货币资金较为充足，2009 年底为 77,430.96 万元，较上年略有增长，另外公司其他应收款中有 8,400 万元的不定期理财产品，该产品可以随时赎回，其赎回后会使公司的货币资金有所增加；公司应收票据较往年变化不大，应收账款略有增长，2009 年底公司应收账款净额为 44,578.02 万元，其中 1 年以内的占 80.08%，三年以上的占 12.45%，公司对应收账款累计计提坏账准备 13,419.67 万元，2 年以上的按平均 99.68% 的比率计提了坏账准备，

计提较为充足，公司应收账款以一年期为主，回收风险不大；近三年，公司预付款项呈下降趋势，2009 年底为 10,246.63 万元，其中一年以内的占 88.08%；存货保持增长态势，年均增长率为 9.20%，2009 年底存货余额为 54,461.03 万元，主要为原材料（占比 18.55%）、在产品（占比 14.44%）、开发成本（占比 22.51%）和库存商品（占比 35.53%），截至 2009 年底，公司已计提存货跌价准备 3,228.65 万元，存货跌价准备计提较为充足。

公司非流动资产呈波动增长态势，近三年年均增长率为 46.95%，2009 年底为 425,578.98 万元，其构成主要为可供出售金融资产（占比 61.60%）、固定资产（占 19.90%）、长期股权投资（占 12.47%）。

由于公司将宁波银行股权计入可供出售金融资产，并采取公允价值计量的会计计量方式，使得本期内公司的可供出售金融资产大幅增加，2009 年底，公司持有的宁波银行股权的公允价值为 260,034.34 万元较年初增长 278.69%，联合评级关注到公司可供出售的金融资产波动较大，其变化会对公司资产负债水平形成较大的影响，应予以关注。公司固定资产净值逐年降低，2007~2009 年分别为 93,099.33 万元、89,409.33 万元和 84,705.03 万元，2009 年底公司固定资产原值 144,380.45 万元，主要为房屋建筑物（占 43.68%）和通用设备（占 47.85%），截至 2009 年底，公司固定资产累计计提折旧 58,761.23 万元，计提减值准备 914.19 万元；公司长期股权投资规模较大，2009 年底公司长期股权投资账面价值为 53,068.84 万元，主要为公司对关联公司或联营公司的投资。

总体看，公司货币资金充足，整体资产质量良好，资产构成以非流动资产为主，可供出售金融资产公允价值波动范围较大，存在一定的公允价值跌价风险。

3. 负债及所有者权益

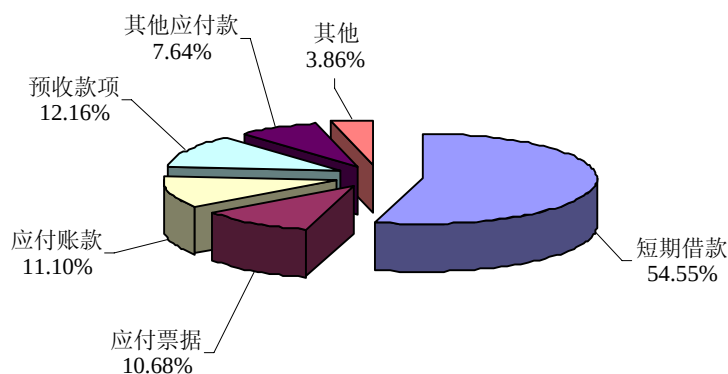
近三年，公司所有者权益稳定增长，年均增长率为 40.52%，2009 年底所有者权益合计为 383,982.96 万元，其中归属于母公司所有者权益合计 348,844.81 万元（占 90.85%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 11.78%，资本公积占 67.02%，盈余公积占 3.05%，未分配利润占 18.23%，¹由于公司的资本公积主要为可供出售金融资产公允价值变动上升扣税后确认形成，所有者权益稳定性一般。

近三年公司负债波动增长，年均增长率为 15.36%。2009 年底，公司负债合计 262,834.54 万元，其中流动负债占 74.71%，非流动负债占 25.29%。

近三年公司流动负债年均增长率为 1.33%，2009 年底，公司流动负债 196,369.53 万元，较年初增长 16.55%，流动负债主要为短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款（见图 9）。

图 9 2009 年底公司流动负债构成情况

¹由于公司外币报表折算差额为-294.46 万元，使得所有者权益下实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润四项合计比率大于 100%。



数据来源：公司提供

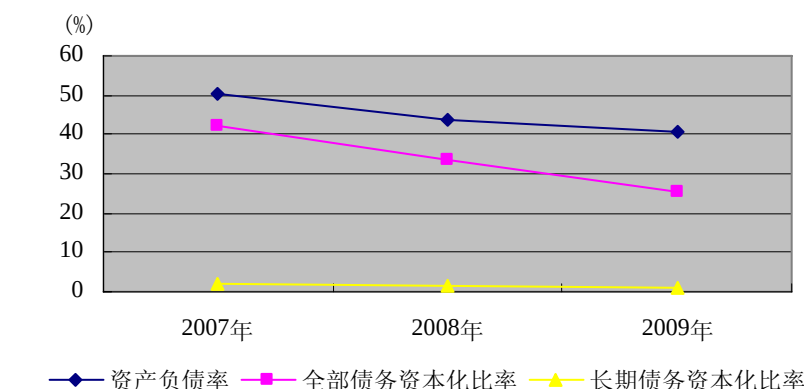
近三年公司短期借款水平呈快速增长趋势，年均变动率为 39.30%，造成这种大幅增长的原因是 2008 年兑付短期融资券后公司为补充货币资金增加了短期借款，而 2009 年公司对外投资规模较上年大幅提高，增加了对资金的需求，使得短期借款规模增加。2009 年底公司短期借款余额为 107,126.07 万元，其中保证借款占 70.29%，信用借款占 14.00%，承兑汇票贴现占 7.54%，抵押借款占 6.25%；近三年，公司预收账款平均增长率为 33.82%，2009 年公司的预收账款较上年增幅较大，主要是由于报告期内公司向杉杉控股预收 16,000 万元哈尔滨松江铜业（集团）有限公司股权转让款，使得公司本年底预收账款规模大幅增加。2009 年底，公司的应付账款、其他应付款较年初变化不大，公司流动负债的其他部分主要为应付职工薪酬、应交税费、应付股利以及其他流动负债，这部分负债所占比例较小，对短期负债影响不大。

2009 年公司非流动负债为 66,465.01 万元，占负债总额的 25.29%，由长期借款和递延所得税负债构成。2009 年公司非流动负债较上年增长 258.09%，主要是由于公司对持有的宁波银行股权投资进行会计政策调整，公允价值大幅增加，带来公司递延所得税负债大幅增加所致。

公司全部债务规模近三年基本维持稳定水平，2009 年底公司债务总额 131,702.57 万元，较年初增长 7.01%。债务总额中，短期债务占 97.27%，长期债务占 2.73%，短期债务占比过高，债务结构不够合理。

近三年，公司资产负债率呈下降趋势，2007~2009 年分别为 50.39%、43.60%和 40.64%（见图 10），2009 年公司持有的金融资产按公允价值计量使得公司资产负债率有所下降；全部债务资本化比率波动下降，2009 年底为 25.54%；长期债务资本化比率一直维持较低水平，2009 年底为 0.93%，公司债务水平适中，但主要集中在短期债务，有一定支付压力。

图 10 2007~2009 年公司负债比率



资料来源：公司年报，联合评级整理

4. 盈利能力

公司营业收入有所波动，但总体趋于稳定，近年均变动率为-1.20%，2009 年实现营业收入 213,192.15 万元。近三年公司营业利润率保持稳定，2009 年为 20.35%，在成本控制方面能力尚可；公司的期间费用合计呈上升趋势，三项费用合计变动率高于主营业务收入增长率（见表 10），费用的快速增加，一定程度上影响了公司的主营业务的盈利水平。

表 10 2006~2008 年公司费用情况

	2006 年（万元）	2007 年（万元）	2008 年（万元）	变动率（%）
销售费用	7,411.50	11,083.80	12,018.50	27.34
管理费用	18,161.12	23,537.00	21,519.23	8.85
财务费用	7,013.32	7,697.11	5,041.44	-15.22
合计	32,585.94	42,317.90	38,579.17	8.81

资料来源：公司年报

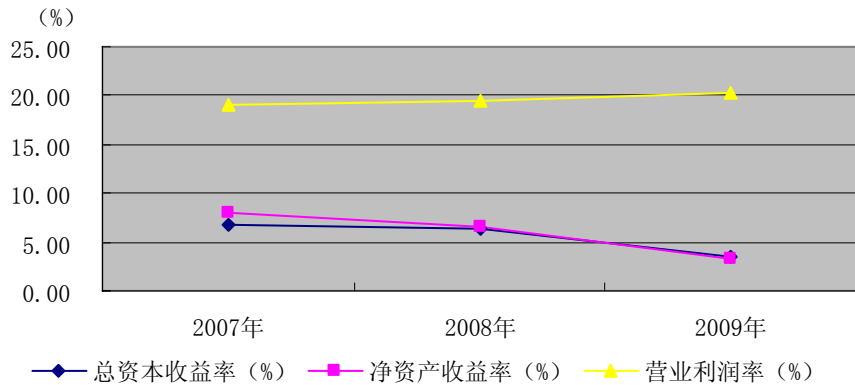
近三年，公司投资收益不够稳定，2009 年公司取得投资收益 8,620.38 万元，较上年增长幅度较大，主要为宁波银行分红 3,580 万元和转让公司持有的中科廊坊科技股有限公司 70%的股权所形成的收益 4,723.97 万元。

公司近三年营业外收支净额变动较大，分别为 6,958.70、9,736.48 万元和 3,489.07 万元，分别占利润总额的 35.51%、59.50%和 27.41%，2009 年公司实现营业外收入 3,843.44 万元，主要为政府补助（占 53.82%）和固定资产处置利得（占 42.22%）。

随着投资收益和营业外收支净额对公司利润影响的逐渐增大，两者合计占利润总额的比例也不断增加，近三年分别为 66.02%、89.09%和 95.14%，已成为公司利润的主要来源，公司非经常性收益在公司利润中占比较大，盈利能力不够稳定。

2009 年由于服装市场出口环境恶化，公司的服装业务受到一定影响，同时锂离子材料业务由于受市场环境影响，价格大幅下降。公司主营业务构成的主要部分服装和锂离子电池材料由于受宏观经济影响使得公司营业收入和利润下滑，同时，由于公允价值计量所带来的资产规模增大，使得公司的运营效率进一步降低，受以上两方面因素影响，2009 年公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降。

图 11 2007~2009 年公司主要盈利指标情况



数据来源：公司年报，联合评级整理

总体看，公司目前整体经营态势稳定，盈利能力尚属正常；主营业务受市场竞争的影响，盈利空间受到挤压；2009年公司投资收益及营业外收入对利润有较大幅度的贡献，但其所形成的收益不够稳定，未来存在不确定性。

5. 现金流

从经营活动来看，由于经济危机所带来的公司销售收入和原材料价格下跌，使得公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金均呈下降趋势，相应带动经营活动现金流入和流出也呈下降趋势，从整体看，经营活动现金流入大于流出，经营活动获取现金情况较好，经营活动现金流规模较大。近三年公司现金收入比率分别为 121.08%、93.57%和 105.95%，收入实现情况正常，但有一定波动，主要是由于公司应收账款变化所致。

从投资活动来看，由于股权投资业务较多，因此公司投资活动现金流入、流出均较为频繁。近三年公司相继对一些投资项目进行了转让和处置，造成投资活动现金流入较大，2009年由于外围经济环境逐渐好转公司对外投资速度加快，全年投资支付的现金达到 52,802.80 万元，较往年增幅较大，使得当年投资活动以现金流出为主。

从筹资活动来看，由于公司的债务以短期为主，且债务规模较大，使得公司筹资活动现金流入、流出规模较大（见表 11）。近三年公司筹资活动前现金流量净额分别为 3,525.69 万元、26,534.54 万元和 -26,613.43 万元，2009 年由于投资活动增加，公司经营活动获取的现金不能完全满足投资需要，为保障正常的经营投资活动，公司通过短期借款等方式筹集了一定资金，使得公司筹资活动现金流入净额规模增加。

表 11 2006 年~2008 年公司现金流情况

项目	单位：万元			
	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
经营活动现金流入	270,856.73	241,684.77	236,648.89	-6.53
经营活动现金流出	261,434.95	230,456.10	225,753.33	-7.07
经营活动产生的现金流量净额	9,421.78	11,228.67	10,895.56	7.54
投资活动现金流入	55,019.66	40,790.55	34,925.07	-20.33
投资活动现金流出	60,915.75	25,484.68	72,434.07	9.05
投资活动产生的现金流量净额	-5,896.09	15,305.87	-37,509.00	152.22
筹资活动现金流入	44,246.19	60,413.28	219,133.06	122.54
筹资活动现金流出	17,217.94	94,806.68	177,691.09	221.25
筹资活动产生的现金流量净额	27,028.25	-34,393.41	41,441.97	23.83
现金及现金等价物净增加额	30,403.96	-8,161.86	14,803.08	-30.22
加：期初现金及现金等价物余额	28,946.07	59,350.02	51,188.17	32.98

期末现金及现金等价物余额	40,574.62	59,350.02	51,188.17	5.45
--------------	-----------	-----------	-----------	------

数据来源：公司提供

总体看，公司经营活动获取现金能力较强，收入实现质量良好，现金储备充足，整体现金流状况良好。

6. 偿债能力

公司短期债务在全部债务总额中占比较大，债务结构不够合理，有待改善。从短期偿债能力指标看，2007~2009 年公司流动比率和速动比率波动不大，2009 年分别为 1.13 和 0.85，处于正常水平；2009 年公司经营现金流动负债比率为 5.55%，表明公司经营活动产生的现金流净额对流动负债的覆盖程度较低。考虑到公司货币资金充足，同时持有的宁波银行的股权将于 2010 年 7 月 19 日解除出售限制，整体看公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，由于利息支出的变化，公司 EBITDA 利息倍数呈波动趋势，2007 年~2009 年分别为 5.67 倍、4.49 倍和 5.34 倍；2009 年 EBITDA 全部债务比为 0.21，EBITDA 对全部债务的保护能力正常；同时公司长期债务规模较小，整体看公司长期偿债能力处于正常水平。

截至 2009 年底，公司无对外担保及重大诉讼、仲裁事项，不存在逾期借款和银行不良记录。综合以上，公司整体偿债能力处于正常水平。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至2009年底，公司债务总额为131,702.57万元。公司本期拟发行公司债额度为60,000.00万元，虽然相对于目前公司债务规模本期债券发债额度较大，但此次债券募集的资金公司将用于偿还部分短期借款，调整债务结构，故对公司整体债务负担影响不大。

以2009年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为14.21%、33.30%和45.67%，负债水平有所上升，但公司债务结构将得到有效改善，短期债务支付压力将得到缓解。

考虑到本期债券筹集资金的相当部分将用于偿还银行借款，本期债券的发行对公司整体债务负担影响不大。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2009 年底财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行 60,000.00 万元公司债的保护倍数分别为 0.47 倍、3.94 倍和 0.18 倍。总体看，EBITDA、经营活动现金净流量对本期债券的覆盖程度不高，但经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度良好。

截至 2009 年底，公司长期借款仅有 1 笔余额为 3,600.00 万元，到期日为 2010 年 6 月 28 日。公司目前长期债务负担轻，有利于公司安排偿债资金。

截至 2009 年 6 月 30 日，公司拥有中国银行、建设银行、工商银行、招商银行等多家银行共计 21.20 亿元的授信额度，作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

九、债权保护条款分析

本期公司债券由公司控股股东杉杉集团的母公司杉杉投资控股有限公司提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，并以公司及其下属子公司自身拥有的财产为本期债券提供抵押担保。

根据杉杉控股于 2008 年 12 月 1 日出具的《担保函》，杉杉控股作为本次公司债券的保证人，提供保证的范围包括本期债券的全部本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用和其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。根据杉杉股份在《募集说明书》中的承诺，杉杉股份同意以其自身及控股子公司上海杉杉科技有限公司、上海杉杉服装有限公司合法拥有的国有土地使用权和房屋所有权为本期债券设置抵押担保，抵押权人为本期债券的全体持有人。

根据公司与本次发行承销商光大证券股份有限公司签订的《2010 年宁波杉杉股份有限公司公司债券土地使用权及房屋建筑物抵押协议》，抵押人（杉杉股份）应向抵押权人（本期债券的债券持有人）偿还和支付的本期债券的本金、利息、办理抵押登记的全部费用（包括法律费用）、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用（包括但不限于诉讼费用、律师费用、公证费用及执行费用）以及发行人（杉杉股份）应支付的其他款项（无论该项支付是在本期债券到期日应付或在其它情况下成为应付）。另外，列入担保范围的还包括抵押权人为实现本协议项下的担保权益而发生的所有费用（包括但不限于诉讼费用、律师费用、公证费用及执行费用）以及抵押人应支付的任何其他款项。

根据《2010 年宁波杉杉股份有限公司公司债券土地使用权及房屋建筑物抵押协议》相关条款设定，本次担保为持续性担保，抵押人的担保责任至全部被担保债务清偿完毕时为止。本协议的效力不受抵押人或其他任何人的清算、合并、分立、重组、破产或是其他形式的组织结构的变化或是对土地使用权及房屋建筑物所做的任何其他安排的影响，本协议所设立的担保独立于抵押权人（本期债券的债券持有人）就被担保债务所取得的任何其他担保，抵押权代理人（光大证券股份有限公司）行使本协议项下的权利前无需首先执行抵押权代理人持有的任何其他担保，也无需首先采取其他补救措施。

根据《2010 年宁波杉杉股份有限公司公司债券土地使用权及房屋建筑物抵押协议》相关条款设定，如果由于抵押人的过错造成土地使用权及房屋建筑物价值严重减少，并足以危害抵押权人权利的，抵押权代理人有权要求抵押人提供相应的进一步担保。

为进一步完善法律条款，《2010 年宁波杉杉股份有限公司公司债券土地使用权及房屋建筑物抵押协议》还就违约事件、抵押权的实现、法律适用及争议解决、抵押的生效解除等方面做出了相关规定（详见《2010 年宁波杉杉股份有限公司公司债券土地使用权及房屋建筑物抵押协议》）。

1. 信用担保

本期债券由杉杉投资控股有限公司提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

杉杉控股成立于 2004 年 8 月 30 日，注册资本为 21,600 万元，其中郑永刚出资 11,016 万元，占注册资本的 51%，为杉杉控股实际控制人。杉杉控股注册地址：上海市张江高科技园区郭守敬路 351 号 2 号楼 673-01 室；法定代表人：郑永刚。

截至 2008 年底，杉杉控股拥有 9 家一级控股子公司，主要涉及实业投资、服装、针纺织品、服装面料、玻璃保温容器、生物科技及高新技术材料等多个业务领域。截至 2008 年底，杉杉控股总资产 1,212,498.08 万元，归属母公司所有者权益合计 311,479.00 万元，少数股东权益 373,199.14 万元；2008 年实现营业收入 1,164,184.44 万元，利润总额 63,069.44 万元，净利润 49,523.73 万元；

2008 年经营活动现金流入 1,250,105.70 万元，经营活动现金净流量 28,678.05 万元。被担保方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 31.21%、21.40%和 29.28%。

截至 2009 年 9 月底，杉杉控股总资产 1,238,349.12 万元，归属母公司所有者权益合计 760,357.28 万元，少数股东权益 435,262.04 万元；2009 年 1~9 月实现营业收入 820,561.97 万元，利润总额 46,393.11 万元，净利润 35,103.29 万元。

经营情况

杉杉控本身为投资主体，不参与生产经营，其生产经营业务由下属的控股子公司进行（见表 12）。截至 2008 年，宁波甬港服装投资管理有限公司（以下简称“宁波甬港”）的资产总额和主营业务收入分别为 1,034,530.67 万元和 728,816.47 万元，分别占杉杉控股资产的 85.32%和主营业务收入的 62.60%，为杉杉控股下的主要子公司。宁波甬港主要是通过持有杉杉集团股份，完成对杉杉集团的控制来实现收益，主要生产经营活动由杉杉集团执行，杉杉集团共拥有 9 家一级控股子公司，其中包括上市公司杉杉股份，业务涉及服装、服饰加工、期货代理、科技研发、茶叶、货物进出口贸易等。

截至2008年底，宁波工艺资产总额50,788.57万元，占杉杉控股总资产的4.19%，全年主营业务收入375,192.80万元，占杉杉控股主营业务收入的32.23%。宁波甬港和宁波工艺合计资产占杉杉控股89.51%，合计营业收入占杉杉控股的94.83%，构成了杉杉控股资产的绝大部分和营业收入的主要来源。

表 12 2008 年杉杉控股下属一级子公司主营业务及持股情况

杉杉控股一级控股子公司名称	主营业务	杉杉控股持股比例	2008 年底资产总额（万元）	2008 年营业收入（万元）	2008 年净利润（万元）
宁波市鄞州鸿发实业有限公司	实业投资贸易	100%	12,363.05	20,608.50	1,000.21
宁波甬港服装投资管理有限公司	实业投资	73.18%	1,034,530.67	728,816.47	12,085.53
宁波市工艺品进出口有限公司	国际贸易	33%	50,788.34	375,192.80	313.11
宁波保税区福顺贸易有限公司	贸易	100%	29,998.47	50,443.76	998.71
上海爱润实业有限公司	贸易	100%	98,026.55	182.76	6.86
芜湖天润生物技术有限公司	生物技术	100%	44,616.31	86,215.31	4,490.73
芜湖天健玻璃股份有限公司	医用玻璃	87.42%	32,585.67	42,932.09	1,211.59
上海杉融投资有限公司	投资	100%	84,386.16	0.00	373.85

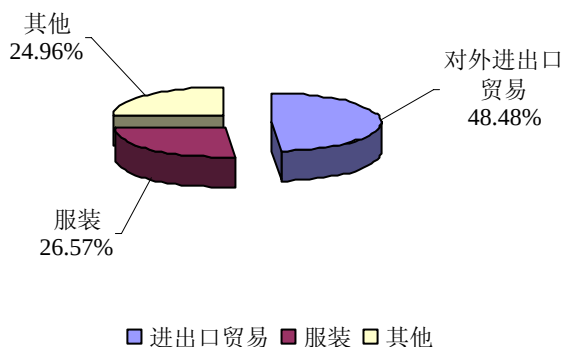
资料来源：公司提供

杉杉控股以资本为纽带，建立起“控股公司—产业集团—产业公司”三级架构的基本组织格局。控股公司拥有投资决策权、人事管理权和投资收益权，是杉杉企业（指杉杉控股架构下所有企业）的战略投资决策中心，各产业集团拥有执行、管理和协调权，是杉杉企业运作的管理中心，

各产业公司享有充分的自主经营权，是杉杉企业的经营中心。

2008年杉杉控股实现营业收入1,164,184.44万元，较上年增长3.43%，其中服装业务实现主营业务收入307,804.40万元、进出口贸易实现业务收入561,678.91万元、锂离子电池、生物科技业务及其他业务收入合计289,148.34万元，业务比例构成情况见图12。

图 12 2008 年杉杉控股主营业务收入构成情况



资料来源：公司提供

（1）服装业务

杉杉控股的服装业务主要由杉杉集团及其下属公司、宁波市鄞州鸿发实业有限公司、上海爱润实业有限公司以及宁波福顺贸易有限公司进行经营，目前杉杉控股及旗下企业共拥有服装品牌22个，市场一、二级特许加盟商经营企业1500余家，在服装业务方面具有一定的规模竞争力。2008年杉杉控股实现服装板块主营业务收入307,804.40万元，其中杉杉股份实现业务收入143,202.36万元。

除杉杉股份外，杉杉控股的服装业务主要销售到浙江、武汉、济南、温州、陕西、成都等全国各地的加盟公司，由加盟公司负责进行销售，这种销售方式可以避免高库存风险，使得库存保持在较低水平，有利于杉杉控股提高获取现金能力。杉杉控股外销服装以委托加工为主，主要通过集团下属的服饰贸易公司进行出口。

2009年，杉杉控股继续深化品牌战略，并与日本伊藤忠株式会社合作，引进国外先进服装企业的管理经验和管理理念，进一步提高服装品牌的影响力，凝聚服装板块的竞争力。整体看，杉杉控股下属的杉杉集团在服装行业处于领先地位，品牌知名度较高，服装业务经营业绩稳定增长。

（2）进出口贸易

杉杉控股的进出口贸易主要由宁波工艺进行经营。宁波工艺主要经营对外进出口贸易和内销贸易。宁波工艺的自营出口销售业务主要涉及船舶、钢材、蔺草、服装、五金、钢材、工艺礼品等，自营进口业务主要涉及钢材、化工、纺织原材料三大品种。截至2008年底，宁波工艺资产总额50,788.34万元，全年实现主营业务收入375,192.80万元，利润总额313.11万元，主营业务收入中自营出口收入占比较大。

同时，杉杉集团下属的宁波国际合作进出口有限公司（简称“宁波国际”）也从事贸易业务，2008年宁波国际实现主营业务收入106,106万元，净利润4,441万元。宁波国际出口商品主要包括机械设备、仪器设备、医疗器械、家用电器、服装、日用品等，进口贸易主要包括大宗商品、大型设备、原材料辅料等。

2009年受金融危机所带来的海外市场需求萎缩，杉杉控股对外贸易业务方面收入略有降低，利润水平虽较上年有所上升但仍维持在较低水平。

杉杉控股贸易板块业务收入规模较大，有一定的规模优势且进出口渠道较为稳定，但由于流通贸易类行业竞争激烈，行业利润率较低，使其整体对杉杉控股利润贡献有限。整体看，杉杉控股进出口贸易业务规模较大，但盈利能力偏低。

（3）其他业务板块

杉杉控股的其他业务板块主要包括锂离子电池材料业务、生物科技业务、玻璃及相关制品等业务。锂离子电池材料经营情况已在杉杉股份中介绍，在此不再说明，杉杉控股生物科技业务主要通过芜湖天润生物技术有限公司经营，截至2008年底，芜湖天润生物技术有限公司总资产44,616.31万元，全年实现营业收入86,215.31万元，净利润4,490.73万元。玻璃及相关制品业务通过芜湖杉杉天健玻璃股份有限公司（简称“天健玻璃”）经营，天健玻璃具备年产各类玻璃制品20万吨的能力，占国内同类产品市场份额约15%，2008年芜湖杉杉天健玻璃股份有限公司实现营业收入42,932.09万元，净利润1,211.59万元。

另外，杉杉控股还通过杉杉集团介入金融期货、茶叶、房地产等多个领域，业务品种较多，但对公司盈利方面贡献不大。

总体上看，杉杉控股资产主要分布于服装板块、贸易板块，其他业务也占有相当大的比例，在服装行业中处于国内领先地位，锂离子电池材料综合产销量居国内首位，其他业务在行业中竞争力一般。

经营效率

2008年，杉杉控股资产总额、营业收入和营业成本分别较上年增长11.65%、3.43%和4.99%，由于合并报表范围的变化使得杉杉控股资产较上年有所增长，杉杉控股营业收入、营业成本较往年变化不大。

2008年，杉杉控股应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为15.63次、11.83次和1.01次。杉杉控股主营业务收入中贸易收入占有较大比例，而贸易行业的经营周转水平明显高于服装、锂离子电池新材料等生产加工型行业，如果剔除贸易业务给经营效率带来的影响，杉杉控股实业部分的经营效率将有所下降。总体看，杉杉控股的经营效率处于较好水平。

财务分析

（1）财务概况

杉杉控股提供的2008年财务报表经上海东明会计师事务所审计，并出具了无保留审计意见。杉杉控股2008年开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》，会计政策发生变更，以下财务分析以杉杉控股2008年财务数据为主。杉杉控股2008年会计报表合并范围发生变更，主要是将其子公司杉杉集团持有中科英华高科技股份有限公司（股票代码：600110，杉杉集团持有该公司22.24%的股份）的投资作为可供出售金融资产进行会计处理，不再纳入合并范围，在2008年合并报表中对期初金额作出相应的调整。杉杉控股2009年3季末的财务报表未经审计。

截至2008年底，杉杉控股（合并）资产总额1,212,498.08万元，负债合计527,819.94万元，所有者权益（含少数股东权益）合计684,678.14万元。2008年，杉杉控股实现营业收入1,164,184.44万元，净利润49,523.73万元。

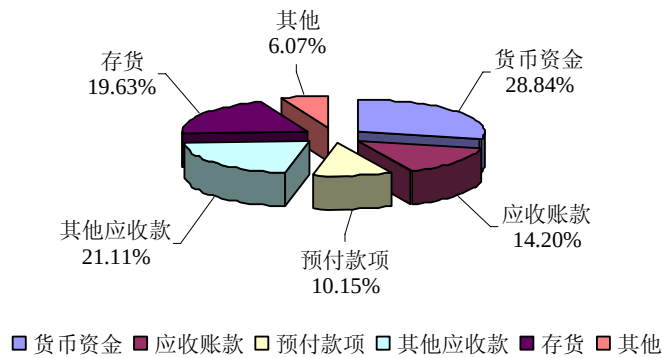
根据杉杉控股提供的未经审计的财务报表，截至2009年9月底，杉杉控股总资产1,238,349.12万元，归属母公司所有者权益合计760,357.28万元，少数股东权益435,262.04万元；2009年1~9月实现营业收入820,561.97万元，利润总额46,393.11万元，净利润35,103.29万元。

（2）资产质量

2008年底, 杉杉控股资产总额1,212,498.08万元, 较年初增长11.65%, 主要是由于杉杉控股合并报表的范围变化所带来的资产的增加。资产总额中流动资产合计占42.41%, 非流动资产合计占57.59%, 资产构成以非流动资产为主。

截至2008年底, 杉杉控股流动资产合计514,243.65万元, 主要为货币资金、存货、预付款项、应收账款和其他应收款(见图13)。

图 13 2008 年杉杉控股流动资产构成情况

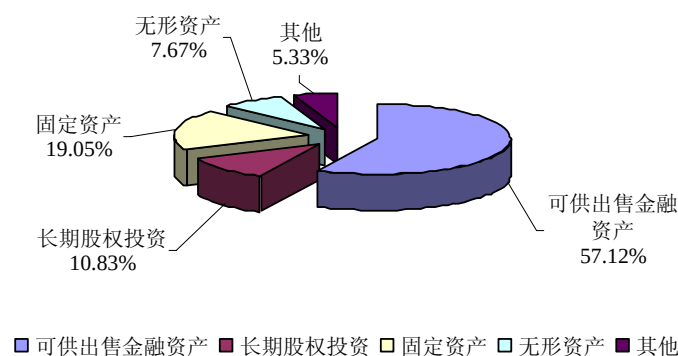


资料来源：公司年报

截至2008年底, 杉杉控股货币资金充足, 预付款项主要为土地出让款和预付采购款, 账龄以一年期为主, 应收账款原值80,476.42万元, 账龄较短, 回收风险不大; 存货余额103,564.32万元, 主要为原材料、库存商品、在产品以及开发成本, 已计提跌价准备2,608.98万元, 存货跌价准备计提较为充分。

2008年底, 杉杉控股非流动资产合计698,254.43万元, 较年初增长23.54%, 主要为可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产(见图14)。

图 14 2008 年杉杉控股非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2008年底, 杉杉控股非流动资产中可供出售金融资产398,847.25万元, 占非流动资产的57.12%, 由于2008年杉杉控股执行新会计准则, 可供出售金融资产为按公允价值计算所得, 评估增值是2008年底可供出售金融资产增长的主要原因, 另外杉杉控股本年新认购徽商银行约2亿股股份, 支付了约3.85亿的现金也是可供出售金融资产增加的原因; 固定资产原值190,554.02万元, 以通用设备(占44.87%)、房屋建筑物(占42.56%)为主, 固定资产累计折旧56,527.28万元, 计提减值准备

1,003.20万元；无形资产净额为53,579.90万元，主要为土地使用权（占95.00%）。

截至2009年9月底，杉杉控股资产较上年末变化不大，仍是以非流动资产为主，非流动资产中可供出售金融资产仍占有较大比例，流动资产中货币资金、应收账款、存货、其他应收款均分别占32.38%、11.07%、17.04%和26.69%，流动资产中的其他部分占比较小。

总体看，杉杉控股资产规模较大，资产构成均衡，货币资金充足，资产质量较好。

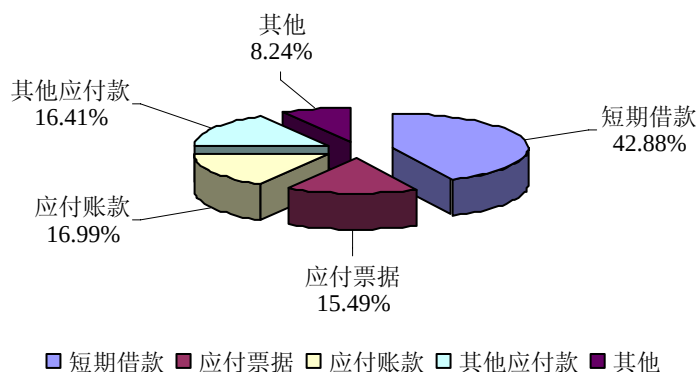
（3）负债及所有者权益

杉杉控股2008年底归属于母公司所有者权益311,479.00万元，其中资本公积占76.12%，未分配利润占16.59%，整体看杉杉控股所有者权益稳定性一般。

负债方面，截至2008年底，杉杉控股负债合计527,819.94万元，较年初增长15.01%，以流动负债为主。

截至2008年底，杉杉控股流动负债499,115.22万元，较年初增长12.79%，主要为短期借款、应付账款、应付票据及其他应付款。杉杉控股短期借款占流动负债比重较大。

图 15 2008 年杉杉控股流动负债构成情况



资料来源：杉杉控股年报

截至 2008 年底，杉杉控股短期借款 214,011.84 万元，较年初增长 7.95%，其中保证借款占 42.31%，担保借款占 46.53%，抵押、质押借款以及承兑汇票贴现占 11.16%；应付账款 84,775.56 万元，较年初减少 10.89%，其中 1 年以内的占 82.74%，账龄较短，主要为应付原材料采购款；应付票据 77,324.04 万元，其中应付银行承兑汇票和应付商业承兑汇票分别占 87.07%和 12.93%；其他应付款 81,899.43 万元，账龄以 1 年以内的为主，主要为杉杉控股下属公司内部往来款。

2008 年杉杉控股负债合计 527,819.94 万元，较年初增长 15.01%，主要是由于短期负债中其他应付款的增加，负债总额中流动负债占 94.56%，与上年相比负债结构变化不大，仍以短期负债为主。

2008 年杉杉控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 43.53%、30.51%和 0.77%，杉杉控股负债水平适中，但短期负债比例较大，有一定的短期偿债压力，债务结构有待改善。

2009 年 9 月底，杉杉控股的资产负债率较上年有所降低为 38.60%，主要是由于其负债水平较上年有所降低，同时由于合并报表所带来的少数股东权益增加所致，2009 年 9 月底，杉杉控股的负债仍是以流动负债为主，负债总额中流动负债占 85.78%，非流动负债占 14.22%，流动负债中仍是以短期借款为主，其主要负债科目较年初变化不大。非流动负债中，递延所得税负债增幅较大，2009 年 9 月底为 54,923.74 万元，主要是由于杉杉控股下属公司杉杉股份对持有的宁波银行

股权投资进行会计政策调整，公允价值大幅增加，带来公司递延所得税负债大幅增加所致。2009年9月底，杉杉控股的所有者权益合计760,357.28万元，其中少数股东权益435,262.04万元，归属于母公司的所有者权益中资本公积（占比70.67%）和未分配利润（占比22.35%）占比较大，所有者权益的稳定性一般。

（4）盈利能力

2008年杉杉控股主营业务收入构成较上年变化不大，仍是以对外贸易为主，服装、锂电池材料在主营业务收入中也占有一定比例。由于贸易行业竞争激烈，杉杉控股对外贸易业务利润较低；服装业务、锂离子电池材料以及生物科技业务盈利能力较上年变化不大，整体看，杉杉控股主营业务的盈利水平正常。2008年杉杉控股实现利润总额63,069.44万元，其中营业外收入33,152.45万元，投资收益23,054.46万元，投资收益、营业外收入对利润贡献较大，盈利能力受非经常性业务影响较大，利润来源不够稳定。

2009年1~9月，杉杉控股的主营业务收入较去年同期略有增长，但其贸易收入占比较大的业务构成情况仍未能有所改变，1~9月，杉杉控股主营业务去除投资收益后的利润水平与去年同期基本相同，整体看，其盈利能力较去年变化不大。

总体看，杉杉控股主营业务收入规模较大，由于贸易业务利润空间较低，使得杉杉控股业务毛利水平不高，投资收益良好，整体盈利能力正常，但不够稳定。

（5）现金流

2008年，杉杉控股经营活动现金流入为1,250,105.70万元，经营活动产生的现金流量净额为28,678.05万元，通过经营活动获取现金的能力尚可；2008年杉杉控股现金收入比率为89.60%，收入的实现质量一般。由于杉杉控股及下属子公司保持着以获取投资收益为目的的投资活动，2008年杉杉控股对外投资支付的现金38,543.90万元，但与以前年度相比，投资活动的现金流规模已明显减少，这主要是由于在经济下行期间公司为避免较高的投资风险，适当减少了投资项目；由于杉杉控股以短期债务为主债务结构，筹资活动产生的现金流规模一直维持在较大水平。2008年末杉杉控股现金及现金等价物余额148,290.65万元，货币资金充足，现金流情况良好。

总体看，杉杉控股经营活动获取现金能力尚可，目前货币资金充足，整体现金流状况良好。

（6）偿债能力

截至2008年底，杉杉控股流动比率和速动比率分别为1.03和0.82，均较上年有所下降，筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为0.03倍，杉杉控股经营活动产生的现金流净额对流动负债的保护程度较低，杉杉控股短期偿债能力偏弱。2009年9月底，杉杉控股流动比率和速动比率分别为1.23和1.02，较年初略有提高，但其短期借款在负债中仍占有较大比例，总体看其短期偿债能力偏弱。

2008年底杉杉控股资产负债率43.53%，全部债务资本化比率30.51%，杉杉控股对全部债务的保护能力尚可。

2009年9月底杉杉控股资产负债率38.60%，全部债务资本化比率为25.72%，对全部债务的保护能力有所提高。

总体看，杉杉控股债务结构一般，主要集中在短期债务，有一定短期支付压力，但整体偿债能力处于正常水平。

截至2009年9月底，杉杉控股无对外担保。

杉杉控股与各家银行保持着密切的合作关系。截至2008年底，杉杉控股合并范围内所有公司共获银行授信额度280,000万元，目前已使用的授信额度219,301万元。

联合评级认为，杉杉控股资产规模较大，资产质量良好，整体盈利能力正常，偿债能力正常，现金流状况良好，其担保对提升本期债券信用状况有一定的积极作用。

2. 抵押担保

为本期公司债券设定的抵押资产为公司及其子公司上海杉杉科技有限公司所属的分别位于宁波市杉杉时尚产业园、上海市东方路 985 号一百杉杉大厦的部分房地产及其占用方位内土地使用权，包括：

①宁波地区房屋建筑物：杉杉时尚产业园 A、B、C 座，杉杉时尚产业园 F1-F4、杉杉时尚产业园餐厅、宿舍，以及仓库、烧结一车间、推板窑二车间、蒸馏车间等；

②上海地区房屋建筑物：上海一百杉杉大厦 7、10、24、25 层；

③宁波地区土地：主要为鄞州区古林镇鹅颈村工业用地和鄞州区古林镇布政村工业用地。

具体抵押资产清单详见《土地使用权抵押合同》。

本次抵押的资产由上海银信汇业资产评估有限公司进行评估，并于 2009 年 10 月 20 日出具了沪银信汇业评字[2009]第 A117 号《宁波杉杉股份有限公司部分资产评估报告书》，报告摘要如下：

评估委托方：宁波杉杉股份有限公司

评估单位：上海银信汇业资产评估有限公司

评估对象和范围：宁波杉杉股份有限公司及其子公司所属的分别位于宁波市杉杉时尚产业园、上海市东方路985号一百杉杉大厦的部分房地产及其占用范围内土地使用权，总建筑面积136,420.60平方米，土地面积190,646.90平方米。

评估基准日：2009年9月30日

评估方法：市场法、成本法。

评估结论：纳入本次评估范围内的分别位于宁波市杉杉时尚产业园、上海市东方路 985 号一百杉杉大厦房产及其占用范围内的土地使用权，总建筑面积 136,420.60 平方米（评估价值为 44,893.59 万元，详见表 13），土地面积 190,646.90 平方米（评估价值为 17,653.90 万元，见表 14），在评估基准日 2009 年 9 月 30 日的合计评估值为人民币 62,547.49 万元。

表 13 杉杉股份抵押房地产概况

建筑物名称	建成年份	建筑面积 (m ²)	成本价 (元/m ²)	评估价值 (净值)	增值率 (%)	评估单价 (元/m ²)
杉杉时尚产业园餐厅	2007 年	4,917.39	1,753.78	10,268,002.06	34.41	2,198.00
杉杉时尚产业园宿舍	2007 年	17,163.53	2,279.71	39,817,673.25	13.07	2,442.00
杉杉时尚产业园 C 座	2007 年	26,281.76	1,521.58	54,878,943.06	51.10	2,198.00
杉杉时尚产业园 A 座	2007 年	16,082.44	1,578.64	44,780,750.06	95.63	2,931.00
杉杉时尚产业园 B 座	2007 年	26,407.35	1,618.09	55,141,187.54	42.19	2,198.00
杉杉时尚产业园 F1-F4	2007 年	24,137.39	1,665.93	50,401,284.06	35.91	2,198.00
0008 机修车间和仓库	2004 年	1,826.64	1,698.49	3,733,907.89	36.09	2,198.00
0013 烧结一车间	2004 年	1,609.32	1,681.24	3,289,675.38	48.21	2,198.00
0005 蒸馏车间	2004 年	2,984.15	1,690.84	6,100,020.38	43.81	2,198.00
0010 推板窑烧结二车间	2004 年	9,106.22	2,033.95	18,614,388.55	16.97	2,198.00
一百杉杉大厦 10 层	1996 年	1,854.44	10,061.80	50,997,100.00	269.81	27,500.00
一百杉杉大厦 24 层	1996 年	1,122.74	7,928.90	32,559,460.00	423.45	29,000.00
一百杉杉大厦 25 层	1996 年	1,122.74	7,928.90	31,436,720.00	405.40	28,000.00
一百杉杉大厦 7 层	1996 年	1,804.49	7,828.00	46,916,740.00	409.33	26,000.00

资料来源：《宁波杉杉股份有限公司部分资产评估报告书》

表 14 杉杉股份抵押土地概况

土地位置	土地性质	使用截止年限	土地面积 (m ²)	账面价值 (元)	评估价值	增值率 (%)
宁波市鄞州区古林镇鹅颈村	工业出让	2053 年	78,674.20	55,109,703.61	72852309.20	32.20
宁波市鄞州区古林镇布政村	工业出让	2053 年	111,972.70	85,873,394.32	103686720.20	20.74
合计			190,646.90	140,983,097.93	176539029.40	

资料来源:《宁波杉杉股份有限公司部分资产评估报告书》

本期债券设定抵押的土地及建筑物评估值为 62,547.49 万元人民币,对本期债券本金的覆盖倍数约为 1.04 倍。

3. 法律意见

根据杉杉控股于 2008 年 12 月 1 日出具的《担保函》,杉杉控股作为本次公司债券的保证人,对本期债券提供担保,其所出具的《担保函》已经北京市天元律师事务所进行适当核查,其内容符合《担保法》的有关规定,并符合《公司债发行试点办法》的有关规定。

根据杉杉股份提供的书面文件,经北京市天元律师事务所律师适当核查,出具以下法律意见:公司与债券受托管理人签订的《土地使用权及房屋建筑物抵押协议》的内容符合《担保法》和《试点办法》的有关规定;杉杉股份及其控股子公司上海杉杉科技有限公司、上海杉杉服装有限公司合法拥有拟用于抵押的国有土地使用权和房屋所有权,抵押手续已完毕(详见上海市房地产登记证明,登记证明号:浦 201014003627,以及宁波市鄞州区房地产管理处 2010 年 3 月 11 日出具的公司抵押资产的房地产抵押备案登记证明)。

4. 债权保护条款分析

联合评级认为,杉杉控股为本期公司债券提供的不可撤销的连带保证责任担保对本期债券信用状况的提升有一定的积极作用。公司拟用于为本期公司债券设定抵押的资产包括房产及土地使用权,其中房产位于上海和宁波两地。公司上海地区的房产所处地理位置较佳,成新率较高,具有很好的流动性和升值潜力,变现能力很强;用于抵押的宁波杉杉时尚产业园内的房地产由于成新率较高、评估值合理,易于转让、销售。公司设定抵押的资产产权清晰,整体质量较高,变现能力较强,资产评估值为 62,547.49 万元人民币,对本期债券的覆盖倍数约为 1.04 倍,在一定程度上提升了本期公司债券信用状况。为进一步保障投资人利益,《土地使用权及房屋建筑物抵押协议》规定如由于抵押人过错造成土地及房屋建筑物价值严重减少,危害到投资人权利时,抵押权代理人(光大证券股份有限公司)有权要求抵押人提供相应的进一步担保。

总体看,杉杉控股提供的信用担保和公司资产抵押担保对本期公司债券的信用状况均有一定的提升作用。

十、综合评价

纺织服装行业是我国国民经济的传统支柱产业,锂离子电池材料行业处于快速发展阶段,发展前景广阔。公司是国内大型服装生产企业之一和国内最大的锂离子电池材料综合供应商;公司“杉杉”品牌具有很高的品牌知名度。

公司资产规模中等,资产质量良好,债务水平合理;经营态势良好,目前盈利能力正常,但

未来盈利水平存在不确定性；收入实现质量良好，获取现金能力较强，偿债能力正常。总体看，公司对全部债务具有良好的保护能力，整体信用风险较低。

本期债券由杉杉控股提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，杉杉控股资产规模较大、资产质量良好，整体盈利能力正常，偿债能力正常，现金流状况良好，但其贸易业务规模较大且盈利能力偏弱，其担保对本期公司债券信用状况具有一定的积极影响。公司提供作为担保的抵押资产的价值能够覆盖本期债券本金，一定程度上提升了本期公司债券信用状况。结合公司抵押担保和信用担保的情况，总体看，本期公司债券到期不能偿付的风险很小。

附件 1-1 宁波杉杉股份有限公司
2007 年~2009 年公司合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2007年	2008年	2009年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	75,557.27	69,759.98	77,430.96	1.23
交易性金融资产				
应收票据	18,068.81	25,729.27	22,612.49	11.87
应收账款	32,093.33	41,191.56	44,578.02	17.86
预付款项	17,532.37	16,420.67	10,264.63	-23.48
应收利息				
应收股利				
其他应收款	5,957.35	5,964.91	11,891.39	41.28
存货	45,672.77	50,663.99	54,461.03	9.20
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	194,881.89	209,730.39	221,238.51	6.55
非流动资产：				
可供出售金融资产	2,555.50	68,667.63	262,138.79	912.81
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	50,368.97	17,691.47	53,068.84	2.65
投资性房地产				
固定资产	93,099.33	89,409.33	84,705.03	-4.61
在建工程	26,240.68	24,822.32	5,562.58	-53.96
工程物资				
固定资产清理	5,640.56	790.34		--
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	16,308.54	14,254.45	15,764.68	-1.68
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	466.67	817.91	756.06	27.28
递延所得税资产	1,475.47	2,097.25	3,086.35	44.63
其他非流动资产	922.36	709.51	496.65	-26.62
非流动资产合计	191,437.52	224,110.44	425,578.98	49.24
资产总计	386,319.41	428,990.61	646,817.49	29.47

注：2009 年公司将宁波银行股权由长期股权投资变更为可供出售金融资产，并按照公允价值计量，并对年初数进行了调整，2008 底财务数据系公司 2009 年年经审计财务报表的期初数。

附件 1-2 宁波杉杉股份有限公司

2007 年~2009 年公司合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益(或股东权益)	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	55,205.01	88,963.20	107,126.07	39.30
交易性金融负债				
应付票据	28,189.23	30,506.73	20,976.50	-13.74
应付账款	16,803.18	21,881.49	21,801.83	13.91
预收款项	13,336.44	7,375.88	23,880.94	33.82
应付职工薪酬	2,186.64	2,342.27	2,460.77	6.08
应交税费	2,900.61	1,264.85	2,004.46	-16.87
应付利息				
应付股利	536.97	205.37	1,407.48	61.90
其他应付款	16,980.56	14,263.81	15,011.14	-5.98
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	55,100.00	1,680.00	1,700.35	-82.43
流动负债合计	191,238.63	168,483.59	196,369.53	1.33
非流动负债：				
递延收益				
长期借款	3,600.00	3,600.00	3,600.00	0.00
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债	2,674.58	14,960.76	62,865.01	384.82
其他非流动负债				
非流动负债合计	6,274.58	18,560.76	66,465.01	225.47
负债合计	197,513.21	187,044.34	262,834.54	15.36
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	41,085.82	41,085.82	41,085.82	0.00
资本公积	52,629.00	88,649.72	233,804.27	110.77
减：库存股				
盈余公积	8,917.66	9,413.06	10,642.91	9.25
未分配利润	53,886.34	57,936.83	63,609.02	8.65
外币报表折算差额	-133.06	-294.46	-297.21	49.46
归属于母公司所有者权益合计	156,385.76	196,790.98	348,844.81	49.35
少数股东权益	38,065.97	45,155.29	35,138.14	-3.92
所有者权益(合计)	194,451.73	241,946.26	383,982.96	40.52
负债和所有者权益总计	391,964.94	428,990.61	646,817.49	28.46

注：2009 年公司将宁波银行股权由长期股权投资变更为可供出售金融资产，并按照公允价值计量，并对年初数进行了调整，2008 底财务数据系公司 2009 年经审计财务报表的期初数。

附件 2 宁波杉杉股份有限公司
2007 年~2009 年公司合并利润表
(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、营业收入	218,407.84	249,141.33	213,192.15	-1.20
减: 营业成本	176,085.51	199,645.13	168,887.98	-2.07
营业税金及附加	717.49	824.37	917.85	13.10
销售费用	7,411.50	11,083.80	12,018.50	27.34
管理费用	18,161.12	23,537.00	21,519.23	8.85
财务费用	7,013.32	7,697.11	5,041.44	-15.22
资产减值损失	2,360.75	4,568.28	4,189.03	33.21
加: 公允价值变动收益(损失以“-”号填列)				
投资收益(损失以“-”号填列)	5,977.52	4,841.73	8,620.38	20.09
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益(损益以“-”号添列)				
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	12,635.67	6,627.37	9,238.51	-14.49
加: 营业外收入	7,689.86	11,322.92	3,843.44	-29.30
减: 营业外支出	731.17	1,586.45	354.37	-30.38
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	19,594.37	16,363.84	12,727.57	-19.41
减: 所得税费用	4,574.74	1,862.01	2,271.03	-29.54
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	15,019.62	14,501.83	10,456.55	-16.56
其中: 归属于母公司所有者的净利润	9,274.58	11,269.63	9,603.32	1.76
少数股东损益	5,745.04	3,232.20	853.22	-61.46
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				

附件3 宁波杉杉股份有限公司
2007年~2009年公司合并现金流量表（单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 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	264,439.53	233,119.28	225,876.56	-7.58
收到的税费返还	4,472.63	5,577.54	6,939.96	24.57
收到其他与经营活动有关的现金	1,944.57	2,987.95	3,832.36	40.39
经营活动现金流入小计	270,856.73	241,684.77	236,648.89	-6.53
购买商品、接受劳务支付的现金	224,016.96	186,825.86	170,066.15	-12.87
支付给职工以及为职工支付的现金	19,336.17	22,539.09	25,699.38	15.29
支付的各项税费	9,490.97	11,922.00	11,895.34	11.95
支付其他与经营活动有关的现金	8,590.85	9,169.15	18,092.45	45.12
经营活动现金流出小计	261,434.95	230,456.10	225,753.33	-7.07
经营活动产生的现金流量净额	9,421.78	11,228.67	10,895.56	7.54
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	28,868.09	14,520.24	1,569.05	-76.69
取得投资收益收到的现金	2,086.61	3,889.48	3,887.93	36.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	19,968.07	15,954.83	4,272.27	-53.74
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			9,043.83	
收到其他与投资活动有关的现金	4,096.89	6,426.00	16,152.00	98.56
投资活动现金流入小计	55,019.66	40,790.55	34,925.07	-20.33
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	35,885.75	24,384.68	19,562.80	-26.17
投资支付的现金	23,030.00	1,100.00	52,802.80	51.42
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			-96.53	
支付其他与投资活动有关的现金	2,000.00	0.00	165.00	-71.28
投资活动现金流出小计	60,915.75	25,484.68	72,434.07	9.05
投资活动产生的现金流量净额	-5,896.09	15,305.87	-37,509.00	152.22
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	6,755.24	5,358.82	1,165.00	-58.47
取得借款收到的现金	32,490.96	52,484.46	203,065.01	150.00
收到其他与筹资活动有关的现金	5,000.00	2,570.00	14,903.05	72.64
筹资活动现金流入小计	44,246.19	60,413.28	219,133.06	122.54
偿还债务支付的现金	2,000.00	71,316.13	168,426.38	817.68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,419.26	21,125.99	8,482.85	-9.77
支付其他与筹资活动有关的现金	4,798.69	2,364.57	781.87	-59.63
筹资活动现金流出小计	17,217.94	94,806.68	177,691.09	221.25
筹资活动产生的现金流量净额	27,028.25	-34,393.41	41,441.97	23.83
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-149.98	-302.99	-25.46	-58.80
五、现金及现金等价物净增加额	30,403.96	-8,161.86	14,803.08	-30.22
加：期初现金及现金等价物余额	28,946.07	59,350.02	51,188.17	32.98
六、期末现金及现金等价物余额	59,350.02	51,188.17	65,991.24	5.45

附件 4 宁波杉杉股份有限公司
2007 年~2009 年公司现金流量表补充
(单位: 人民币万元)

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)
一、将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	15,019.62	14,501.83	10,456.55	-16.56
加: 资产减值准备	2,360.75	4,568.28	4,189.03	33.21
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,425.11	8,778.70	9,085.35	3.84
无形资产摊销	698.41	1,819.76	507.98	-14.72
长期待摊费用摊销	153.34	350.04	360.24	53.27
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-4,953.88	-8,394.97	-1,501.89	-44.94
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	0.00	12.56	0.00	--
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	6,082.11	7,407.02	5,254.34	-7.05
投资损失(收益以“-”号填列)	-5,977.52	-4,841.73	-8,620.38	20.09
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	128.80	-343.45	-989.10	--
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	0.00	0.00	62.57	--
存货的减少(增加以“-”号填列)	-9,728.37	-3,320.03	2,972.35	--
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-5,532.14	-17,433.08	-7,166.29	13.82
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	2,745.52	9,523.06	-3,745.55	--
其他	0.00	-1,399.32	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额	9,421.78	11,228.67	10,895.56	7.39
二、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
三、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	59,350.02	51,188.17	65,991.24	5.45
减: 现金的期初余额	28,946.07	59,350.02	51,188.17	32.98
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	30,403.96	-8,161.86	14,803.08	-30.22

注: 公司期末现金及等价物余额与公司货币资金显示不符, 主要是由于公司根据实质重于形式的原则进行了调整, 具体请见评级报告现金流部分

附件 5 宁波杉杉股份有限公司

主要财务指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年
经营效率			
应收账款周转次数（次）	5.85	5.47	3.90
存货周转次数（次）	4.04	4.00	3.04
总资产周转次数（次）	0.60	0.61	0.40
盈利能力			
营业利润率（%）	19.05	19.54	20.35
总资本收益率（%）	6.78	6.37	3.56
净资产收益率（%）	8.04	6.65	3.34
财务构成			
长期债务资本化比率（%）	1.82	1.47	0.93
全部债务资本化比率（%）	42.20	33.72	25.54
资产负债率（%）	50.39	43.60	40.64
偿债能力			
EBITDA 利息倍数（倍）	5.67	4.49	5.34
EBITDA 全部债务比	0.25	0.29	0.21
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.02	0.22	-0.20
流动比率	1.02	1.24	1.13
速动比率	0.78	0.94	0.85
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	0.57	3.39	-5.09
经营现金流动负债比率（%）	4.93	6.66	5.55
现金流			
现金收入比率（%）	121.08	93.57	105.95
筹资活动前产生的现金流量净额（万元）	3,525.69	26,534.54	-26,613.43
本期公司债券偿债能力			
EBITDA 偿债倍数	0.58	0.59	0.47

附件 6-1 杉杉投资控股有限公司
2007 年~2009 年 9 月份公司合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动资产：				
货币资金	152,525.50	148,290.65	-2.78	163,789.91
交易性金融资产	462.77	1,536.50	232.02	3,880.28
应收票据	20,151.98	27,938.51	38.64	16,045.69
应收账款	75,985.73	73,001.11	-3.93	55,966.88
预付款项	68,837.27	52,211.54	-24.15	40,658.31
应收利息				
应收股利	489.05	100.25	-79.50	1,822.60
其他应收款	116,767.91	108,561.94	-7.03	134,975.66
存货	79,568.78	100,955.34	26.88	86,184.52
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	5,977.59	1,647.80	-72.43	2,407.43
流动资产合计	520,766.59	514,243.65	-1.25	505,731.28
非流动资产：				
可供出售金融资产	296,715.57	398,847.25	34.42	498,800.23
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	70,833.66	75,604.99	6.74	81,393.87
投资性房地产	1,049.97	510.43	-51.39	510.43
固定资产	107,769.02	133,023.54	23.43	97,215.27
在建工程	27,328.58	31,649.54	15.81	36,841.79
工程物资	4.96	0.00	-100.00	12.66
固定资产清理	5,652.96	865.71	-84.69	75.37
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	52,647.89	53,579.90	1.77	15,083.23
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	566.76	1,155.49	103.87	854.49
递延所得税资产	1,683.49	2,270.70	34.88	1,828.94
其他非流动资产	960.57	746.87	-22.25	1.57
非流动资产合计	565,213.43	698,254.43	23.54	732,617.85
资产总计	1,085,980.02	1,212,498.08	11.65	1,238,349.12

注：公司 2009 年 9 月财务报表未经审计。

附件 6-2 杉杉投资控股有限公司
2007 年~2009 年 9 月公司合并资产负债表（负债和所有者权益）
（单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 9 月
流动负债：				
短期借款	198,258.29	214,011.84	7.95	191,675.34
交易性金融负债				
应付票据	46,090.61	77,324.04	67.77	55,051.55
应付账款	95,136.23	84,775.56	-10.89	81,004.61
预收款项	48,789.29	20,895.53	-57.17	18,037.75
应付职工薪酬	6,077.63	5,471.09	-9.98	4,802.48
应交税费	4,786.51	7,140.71	49.18	3,711.38
应付利息	343.33	38.70	-88.73	28.62
应付股利	1,231.56	1,626.10	32.04	758.43
其他应付款	41,785.84	81,899.43	96.00	50,360.51
一年内到期的非流动负债		4,000.00		3,600.00
其他流动负债		1,932.23		986.05
流动负债合计	442,499.28	499,115.22	15.79	410,016.73
非流动负债：				
长期借款	7,600.00	5,290.00	-30.39	13,000.00
应付债券				
长期应付款		15,164.46		
专项应付款		44.00		
预计负债		40.16		1.87
递延所得税负债	8,756.38	8,116.58	-7.31	54,923.74
其他非流动负债	60.94	49.51	-18.75	49.51
非流动负债合计	16,417.32	28,704.71	74.84	67,975.12
负债合计	458,916.60	527,819.94	15.01	477,991.85
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	21,600.00	21,600.00	0.00	21,600.00
资本公积	249,803.25	237,100.58	-5.09	229,743.71
减：库存股				
盈余公积	1,097.06	1,097.06	0.00	1,097.06
未分配利润	26,007.42	51,681.36	98.72	72,654.47
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	298,507.74	311,479.00	4.35	325,095.24
少数股东权益	328,555.68	373,199.14	13.59	435,262.04
所有者权益（或股东权益）合计	627,063.42	684,678.14	9.19	760,357.28
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1,085,980.02	1,212,498.08	11.65	1,238,349.12

注：公司 2009 年 9 月财务报表未经审计。

附件 7 杉杉投资控股有限公司
2007 年~2009 年 9 月公司合并利润表
(单位: 万元)

项 目	2007年	2008年	变动率(%)	2009年1~9月
一、营业收入	1,125,624.06	1,164,184.44	3.43	820,561.97
减: 营业成本	1,016,897.17	1,067,685.66	4.99	751,606.28
营业税金及附加	1,942.94	1,615.82	-16.84	3,689.68
销售费用	26,315.44	27,129.69	3.09	18,721.76
管理费用	41,018.67	36,708.29	-10.51	24,114.66
财务费用	20,229.15	16,920.70	-16.35	10,206.25
资产减值损失		4,496.92		-70.85
加: 公允价值变动收益		-12.08		
投资收益 (损失以“-”号填列)	49,851.86	23,054.46	-53.75	22,113.99
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“-”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	69,072.55	32,669.73	-52.70	34,408.18
加: 营业外收入	8,827.88	33,152.45	275.54	12,707.49
减: 营业外支出	13,660.69	2,752.74	-79.85	722.56
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	64,239.75	63,069.44	-1.82	46,393.11
减: 所得税费用	13,311.02	13,545.72	1.76	11,289.82
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	50,928.73	49,523.73	-2.76	35,103.29
其中: 归属于母公司所有者的净利润	28,579.83	28,265.93	-1.10	23,133.11
少数股东损益	22,348.90	21,257.79	-4.88	11,970.17

注: 公司 2009 年 9 月财务报表未经审计。

附件 8 杉杉投资控股有限公司

2008 年公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008年
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	1,043,081.15
收到的税费返还	44,051.01
收到的其他与经营活动有关的现金	162,973.54
现金流入小计	1,250,105.70
购买商品、接受劳务支付的现金	1,032,909.91
经营租赁所支付的现金	
支付给职工以及为职工支付的现金	36,357.55
支付的各项税费	24,215.18
支付的其他与经营活动有关的现金	127,945.00
现金流出小计	1,221,427.64
经营活动产生的现金流量净额	28,678.05
二、投资活动产生的现金流量	
收回投资所收到的现金	16,949.94
取得投资收益所收到的现金	11,546.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	16,203.91
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1.38
收到的其他与投资活动有关的现金	6,433.42
现金流入小计	51,135.45
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	30,937.96
投资所支付的现金	38,543.90
支付的其他与投资活动有关的现金	2,382.95
现金流出小计	71,864.81
投资活动产生的现金流量净额	-20,729.35
三、筹资活动产生的现金流量	
吸收权益性投资所收到的现金	49,344.82
发行债券所收到的现金	
取得借款所收到的现金	304,723.16
收到的其他与筹资活动有关的现金	25,595.06
现金流入小计	379,663.04
偿还债务所支付的现金	292,548.12
发生筹资费用所支付的现金	
分配股利或利润所支付的现金	38,153.59
偿付利息所支付的现金	
支付的其他与筹资活动有关的现金	61,557.86
现金流出小计	392,259.57
筹资活动产生的现金流量净额	-12,596.53
四、汇率变动对现金的影响	412.98
五、现金及现金等价物净增加额	-5,060.81

注: 公司 2008 年财务报表已经审计, 公司未能提供现金流量表年初数及现金流量表补充资料。

附件 9 杉杉投资控股有限公司

2008 年主要财务指标

项 目	年初数	年末数
经营效率		
应收账款周转次数(次)	--	15.63
存货周转次数(次)	--	11.83
总资产周转次数(次)	--	1.01
盈利能力		
营业利润率(%)	9.49	8.15
总资本收益率(%)	5.79	7.03
净资产收益率(%)	8.12	7.55
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	1.20	0.77
全部债务资本化比率(%)	28.66	30.51
负债比率(%)	42.26	43.53
偿债能力		
EBITDA利息倍数(倍)	--	--
EBITDA全部债务比	--	--
筹资活动前现金流量净额保护倍数(倍)	--	0.03
流动比率(%)	117.69	103.03
速动比率(%)	99.71	82.80
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力(倍)	--	0.50
经营现金流动负债比率(%)	--	5.75
现金流		
现金收入比率(%)	--	89.60
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)		7,948.71

注：杉杉控股 2008 年财务报表已经审计。

附件 10 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

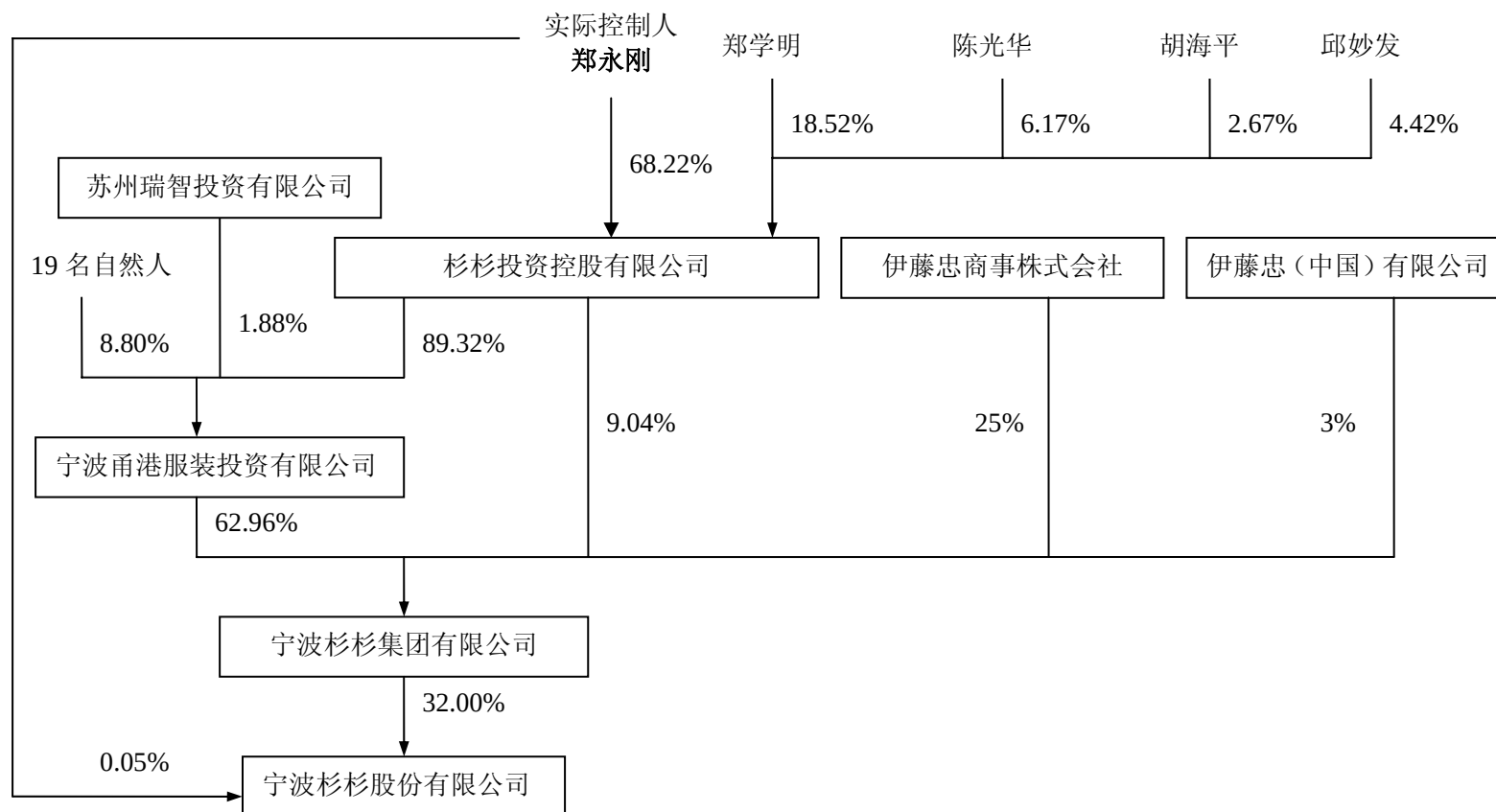
短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

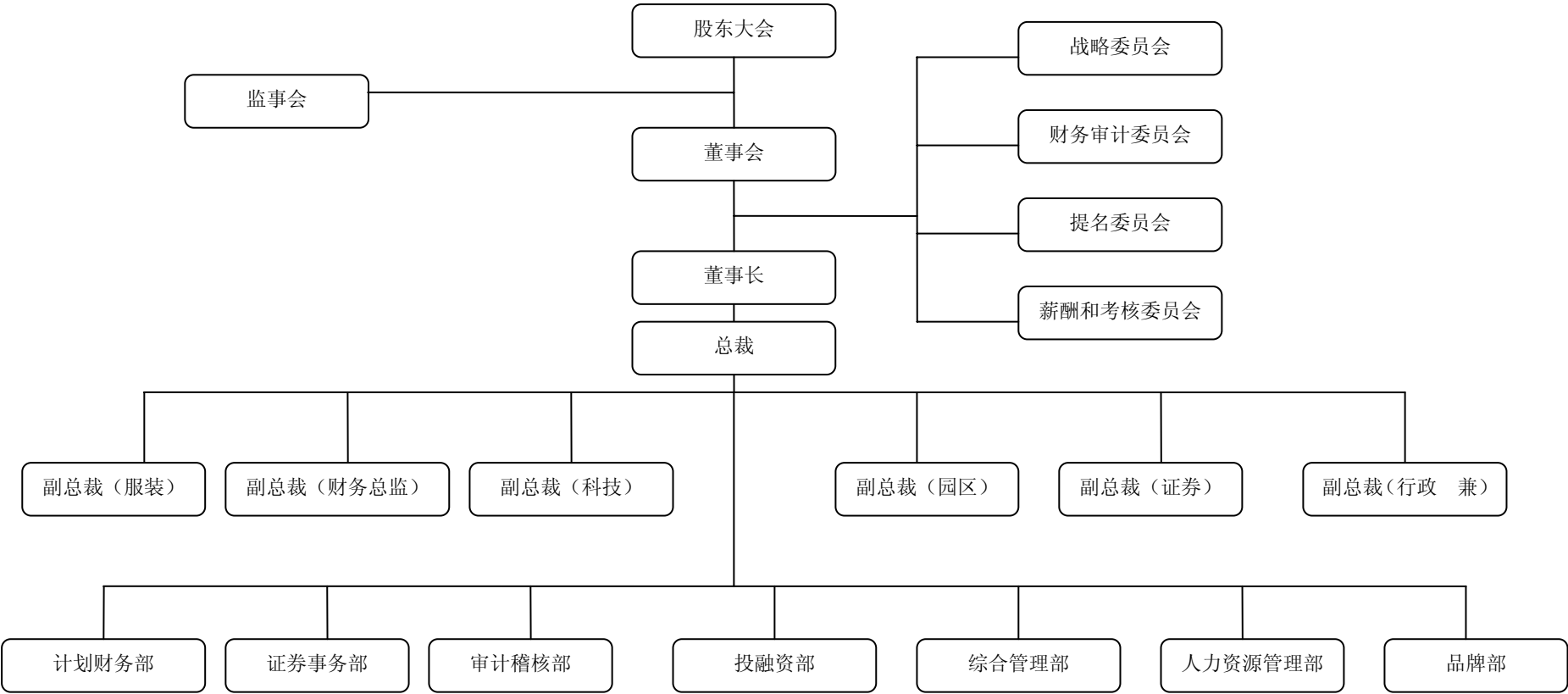
EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 11 宁波杉杉股份有限公司
股权结构图



附件 12 宁波杉杉股份有限公司
组织结构图



附件 13 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。

联合信用评级有限公司关于 宁波杉杉股份有限公司 2010 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年宁波杉杉股份有限公司年报公告后的一个月进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

宁波杉杉股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。宁波杉杉股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注宁波杉杉股份有限公司及本期债券担保方的经营管理状况及相关信息，如发现宁波杉杉股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如宁波杉杉股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至宁波杉杉股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送宁波杉杉股份有限公司、监管部门、交易机构等。

