

信用等级公告

联合[2012] 027 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 2010 年 6 亿元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

宁波杉杉股份有限公司发行的 2010 年 6 亿元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: 万华伟

分析师: 王磊 赵娜

二零一二年四月二十七日

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

电话: 022-58356998

传真: 022-58356989

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

宁波杉杉股份有限公司

2010年6亿元公司债券跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

债项简称: 10 杉杉债

债项信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

上次评级时间: 2011 年 4 月 6 日

跟踪评级时间: 2012 年 4 月 27 日

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

主要财务数据

宁波杉杉股份有限公司

项 目	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	68.58	66.32
所有者权益(亿元)	36.31	32.96
长期债务(亿元)	6.13	5.94
全部债务(亿元)	18.89	22.00
营业收入(亿元)	28.41	30.02
净利润(亿元)	1.21	1.47
EBITDA(亿元)	3.45	4.38
经营性净现金流(亿元)	0.77	0.36
营业利润率(%)	23.64	23.90
净资产收益率(%)	3.25	4.24
资产负债率(%)	47.05	50.30
全部债务资本化比率(%)	34.22	40.03
流动比率	1.19	1.20
EBITDA 全部债务比(%)	0.18	0.20
EBITDA 利息倍数(倍)	4.36	3.62
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.57	0.73

杉杉控股有限公司

项 目	2010 年	2011 年 9 月
资产总额(亿元)	200.66	198.63
所有者权益(亿元)	83.44	73.44
营业收入(亿元)	153.81	134.35
净利润(亿元)	8.47	4.05
资产负债率(%)	50.94	58.42

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

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对宁波杉杉股份有限公司(以下简称“公司”或“杉杉股份”)的跟踪评级, 反映了跟踪期内, 公司服装业务运营平稳, 锂电池材料业务方面产品系列更加成熟完整, 主营业务收入保持增长, 主营业务毛利水平进一步提高, 股权投资业务发展态势良好。联合评级也关注到随着公司投资业务规模的不断扩大, 期间费用快速增长, 公司持有的金融资产市场价格变动较大等对公司信用状况产生的影响。

本期债券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。跟踪期内杉杉控股经营情况良好, 盈利能力保持正常。此外公司以评估值为 62,547.49 万元的土地和房产为本期公司债券提供抵押担保, 跟踪期内上述抵押物市场价格相对稳定, 未出现明显的贬值情况。总体看, 本期债券到期不能偿付本息的风险很低。

优势

1. 公司是国内锂电池材料最大的供应商, 随着业务的发展, 公司锂离子电池材料产品技术水平更加成熟, 产品系列更加完整;
2. 目前公司股权投资规模较大, 且质量较好, 未来发展空间较大;
3. 跟踪期内, 公司投资所形成的收益规模进一步扩大, 带动公司的盈利能力有所提高。

关注

1. 纺织服装行业原材料价格上涨明显, 成本压力加大, 使得公司服装板块业务的毛利水平受到挤压。
2. 跟踪期内宁波银行股权公允价值变动较大, 对公司的所有者权益规模造成一定的负面影

分析师

金磊

电话 022-58356961

邮箱jinlei2011@sina.com

赵卿

电话 010-52026883

邮箱cathy8519@hotmail.com

传真：022-58356989

地址：天津市和平区曲阜道 80 号

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

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）。截至 2011 年底，杉杉集团有限公司（以下简称“杉杉集团”）持有公司股份 13,147.70 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%，并通过杉杉控股有限公司（以下简称“杉杉控股”，为杉杉集团控股股东）和宁波甬港服装投资有限公司（杉杉控股子公司）间接控制公司，公司实际控制人为郑永刚先生。公司主要从事服装、锂离子电池材料产品的生产和销售以及实业项目投资。

跟踪期内，公司实际控制人、控股股东及主营业务均未发生变化。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 663,165.27 万元，负债合计 333,564.36 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 329,600.91 万元。2011 年实现营业收入 300,217.54 万元，净利润（含少数股东损益）14,680.33 万元。经营活动产生的现金流量净额 3,598.19 万元，现金及现金等价物净增加额 20,331.19 万元。

公司注册地址：浙江省宁波市望春工业园区云林中路 238 号。法定代表人：庄巍。跟踪期内公司办公地址为宁波市鄞州区日丽中路 777 号杉杉商务大厦 8 层。

二、本期债券发行情况及募集资金使用概况

1. 债券发行情况

本期债券发行工作于 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”。本期债券的票面利率采取询价方式确定，最终发行利率为 5.96%，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。

公司于 2011 年 3 月 28 日支付 2010 年 3 月 26 日至 2011 年 3 月 25 日期间利息。公司于 2012 年 3 月 26 日支付 2011 年 3 月 26 日至 2012 年 3 月 25 日期间利息。

2. 募集资金用途

本期债券发行额度为 6 亿元，扣除发行费用后实际募得资金 59,291.00 万元，其中 3 亿元归还银行借款，剩余资金用于补充流动资金，2010 年公司募集资金已全部使用完毕，未有募集资金应用于 2011 年度的情况。

三、管理分析

根据公司公告，2011 年 2 月公司董事、总经理中分孝一先生因工作需要，辞去公司董事及总经理职务，公司董事会决定聘请任伟泉先生为公司总经理。

任伟泉先生 1962 年出生，毕业于浙江大学，工学硕士。早年在高等学校任教，后从事企业的经营管理和创业投资。历任方正集团杭州分公司总经理、方正集团华东区总经理、方正科技股份有限公司副总裁、方正控股有限公司副总裁、北大方正电子有限公司 CEO、赛伯乐中国投资基金

资深合伙人兼浙江大学国际创新研究院副院长。

中分孝一先生自 2009 年 4 月起担任公司总经理，目前来看，此次高管人员变更对公司经营战略没有产生重大影响。此外，从新任总经理的从业经历来看有可能对于公司未来的企业战略执行以及投资业务发展带来积极因素。

四、经营分析

1. 经营概况

从表 1 中可以看出，2011 年公司实现主营业务收入 285,223.08 万元，较上年增长 2.22%，主营业务毛利¹68,878.67 万元，较上年增长 5.91%，综合毛利率水平有所提高。2011 年，国内服装行业整体运营平稳，公司主营业务中服装业务规模略有上升，毛利水平较上年变动不大（见下表）。2011 年，受国内资金面趋紧、新能源产业增速放缓等因素影响以及行业产能规模的不断扩大，国内锂电池正极材料产能过剩问题开始显现，公司锂电池材料业务收入规模略有减少，但得益于相对成熟的技术和完整的产品体系，跟踪期内公司锂电池材料的毛利水平有所上升，带动公司主营业务的综合毛利率水平有所提高。

表 1 2010 年~2011 年公司主营业务收入和毛利率情况

	2010 年			2011 年		
	营业收入(万元)	营业成本(万元)	毛利率	营业收入(万元)	营业成本(万元)	毛利率
服装板块	152,802.04	113,107.33	25.98%	169,495.27	127,261.82	24.92%
科技板块	126,214.47	100,874.11	20.08%	115,727.81	89,082.58	23.02%
合计	279,016.51	213,981.44	23.31%	285,223.08	216,344.40	24.15%

资料来源：公司年报

2. 主营业务

纺织服装

2011 年中国服装行业正处在后危机时代的行业恢复和转型加速期。短期看，受到经济预期下行、成本攀升、流动性趋紧、外需不振等不利因素的影响，服装行业发展存在生产偏冷、行业盈利水平下降、亏损企业亏损额增多等诸多问题，市场竞争将日益激烈，行业洗牌趋势将加速。但长期来看，随着行业整合提速，以及居民收入增长和消费升级，中国服装市场将面临快速发展的机遇。

根据中国纺织工业协会统计中心的数据，2010 年我国规模以上纺织工业企业累计服装产量 285.23 亿件，同比增长 18.60%，2011 年上述企业服装产量为 254.20 亿件，同比减少 10.88%。从销售方面看，国内服装类产品呈现“价涨量降”的局面，2011 年全年我国服装类商品零售总额达到 1.4 万亿元以上，保持稳定，商务部重点监测的 3,000 家零售企业销售额数据显示，全年服装服饰消费稳定增长，2011 年 1-12 月份大型零售企业服装销售金额平均增幅约为 20.9%，而销量则略有下降，整体看，国内服装需求仍比较稳定。

出口方面，据海关统计，2011 年 1-12 月，我国累计完成服装及衣着附件出口 1,532.19 亿美元，同比增长 18.34%，出口数量为 292.23 亿件，同比下降 1.10%，出口单价为 4.30 美元/件，同比提高 20.11%。其中，针织服装出口 801.68 亿美元，同比增长 20.17%，出口数量为 207.65 亿件，同比下降 0.43%，梭织服装出口 630.77 亿美元，同比增长 16.02%，出口数量为 84.62 亿件，同比下降 2.71%。

¹ 主营业务毛利=主营业务收入-主营业务成本

公司服装业务分为原创品牌“杉杉”西服、国际品牌和针织品加工（OEM）三大业务板块。

2011 年，公司服装板块经营总体平稳，全年实现主营业务收入 169,495 万元，同比增加 10.92%，实现净利润 5,902 万元，同比增加 38.35%。其中，国际品牌业务实现主营业务销售收入 32,666 万元，同比增加 6.35%，净利润 1,624 万元；公司原创品牌杉杉西服业务实现主营业务销售收入 55,556 万元，同比增加 20.81%，净利润 4,480 万元；针织品加工（OEM）业务实现主营业务销售收入 81,273 万元，同比增加 6.80%，净利润-202 万元。公司服装板块业务的毛利水平较上年略有下降，主要系人民币汇率上升，原料价格及劳动力成本上涨所致。

原创品牌方面，公司着力市场网络建设和产品结构优化，通过加大销售网点建设投入、提升终端销售网络形象、发掘市场空白区域等举措整合营销网点，优化市场网络；把握市场流行趋势，加快新产品开发，推出经典商务、时尚商务、商务休闲和运动休闲四大系列，多款西服、夹克、衬衫新品，以满足市场需求。

国际品牌方面，2011 年，公司国际品牌业务通过转变经营策略、整合品牌资源、加强市场推广力度、合理开发销售渠道等途径实现了业绩的稳定增长。在针织品加工（OEM）方面，公司加大力度推进转型升级，力争缩小公司与行业在“品牌创新、价值创造和市场掌控”等软实力方面的差距，进一步提升市场竞争力。

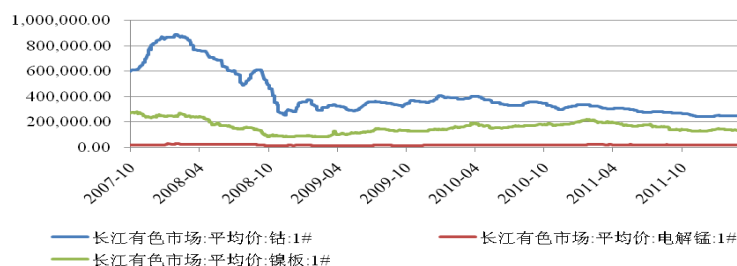
锂电池材料

2011 年，受美国信用危机、欧债危机的影响，国际经济环境不断恶化，国内经济受到通胀压力以及人民币升值的影响，新能源产业增速也呈现逐级减缓趋势，这一定程度上导致了锂电池产业发展速度低于预期。但受益于国家发展战略性新兴产业以及鼓励节能减排等政策的扶持，未来锂电池产业仍有较大的发展空间和明朗的发展前景。

从行业竞争来看，近年来，巨大的市场发展空间使得涉足新能源电池领域的企业快速增长，伴随资本的大量涌入，盲目的产能扩张将导致锂电池材料行业的过度竞争，面对有限的市场需求，产能过剩、投资过剩等问题开始凸显。随着产业的发展，过度竞争将淘汰大批不具备竞争优势的企业，整个产业将走向集中，具备核心技术，控制产业链核心环节的企业将主导市场。

从原材料看，作为锂离子电池主要原材料的镍、钴、电解锰等的市场价格趋于稳定并有波动下降的趋势。

图 1 2007 年 10 月以来国内镍、钴、锰价格走势（单位：元/吨）



从行业发展趋势来看，随着下游市场需求的不断扩张，高性能、高品质的产品已成为锂电池材料的发展方向。正极材料方面，高效率、大容量、长寿命、高安全性能的钴系、三元系、锰系等产品将成为主流；负极材料方面，仍将以低成本、高容量为研发方向；电解液方面，由于高分子电解液具有安全性、轻便性和对锂离子导电性影响甚微等优点，其市场前景依然广阔。

2011 年公司锂电池材料业务实现主营业务收入 115,727.81 万元，较上年减少 8.31%，实现毛利润 26,645.23 万元，同比增长 5.15%，毛利率水平提高 2.94 个百分点，公司锂电池的毛利水平有所提高，主要是由于公司相对成熟的技术、完整的产品体系带来了产品竞争力的提高所致。

作为国内锂电池材料领域的先行者，公司已形成相对成熟、完整的产品体系，在锂电池综合材料的配套方面具备一定的优势。近年来，公司实施锂电池纵向产业链发展战略，整合产业链上下游优势，降低成本，形成协同效应。在打通产业链的同时，通过产业合作及产业并购等方式寻求现有锂电材料业务的横向扩张，实现规模效应，推进产业优化升级。

跟踪期内公司锂电池材料业务趋于稳定，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。

3. 股权投资业务

公司投资业务主要包括股份公司层面的直接投资业务与下属子公司宁波杉杉创业投资有限公司层面的创投业务。股份公司层面的投资业务，包括权益性投资和产业投资并购，权益性投资主要为金融股权投资，旨在为公司注入优质的金融股权资产，获取稳定的投资回报，包括了对宁波银行和浙江稠州银行的投资；产业投资并购旨在通过产业整合、产业并购，为服装品牌业务、锂电材料业务的发展提供配套服务。创投业务层面主要以PRE-IPO 项目为投资重点，通过股权投资，输出增值服务，实现资本增值，为公司创造新的利润增长点。截至2011年底，公司已投资了新银通、金安国纪、上海天跃、莆田华林、山东蓝海、山东步长等一批市场潜力大、行业前景看好的拟上市企业。

总体看，跟踪期内公司整体经营情况稳定，投资业务实现收益较好，目前已投资企业发展前景广阔，未来将成为公司新的收益增长点。

五、财务分析

公司提供的2011年度合并财务报表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意见的审计报告。跟踪期内，公司合并范围新增合并单位8家，均为投资新设，因本年清算注销、股权转让等原因减少合并单位8家，上述公司规模均较小，部分新设公司尚未开始经营，对合并报表科目影响不大。

截至2011年底，公司合并资产总额663,165.27万元，负债合计333,564.36万元，所有者权益（含少数股东权益）合计329,600.91万元。2011年实现营业收入300,217.54万元，净利润（含少数股东损益）14,680.33万元。经营活动产生的现金流量净额3,598.19万元，现金及现金等价物净增加额20,331.19万元。

1. 资产及负债结构

从下表中可以看出，跟踪期公司资产总额较上年略有下降，资产结构变化不大，仍以非流动资产为主。2011年由于公司持有的宁波银行股权市值下降，公司可供出售金融资产公允价值较上年有所下降，带动公司资本公积减少。2011年公司长期股权投资规模有所增长，主要系年内新增对北京市大苑天地房地产开发有限公司的股权投资所致；受合并范围变动影响，公司固定资产规模较上年有所减少。公司其他资产科目变动不大，主要系日常经营形成。

表3 2010年~2011年公司主要资产负债情况

单位：万元、%

	2010 年	2011 年
货币资金	74,136.40	91,354.84
应收票据	32,273.35	23,177.51
应收账款	56,300.91	60,231.82

存货	65,891.69	81,458.83
流动资产合计	245,138.94	279,763.83
可供出售金融资产	224,671.84	175,163.70
长期股权投资	78,088.71	94,810.98
固定资产	111,791.79	89,780.39
非流动资产合计	440,613.24	383,401.45
资产总计	685,752.18	663,165.27
流动负债合计	206,096.87	232,827.80
非流动负债合计	116,537.79	100,736.56
负债合计	322,634.66	333,564.36
短期债务	127,596.91	160,576.20
长期债务	61,295.54	59,408.25
全部债务	188,892.45	219,984.45
所有者权益	363,117.52	329,600.91
资产负债率	47.05	50.30
全部债务资本化比率	34.22	40.03

资料来源：公司年报

跟踪期内公司负债总额有所增长,2011年底公司负债总额333,564.36万元,较上年增长3.39%,其中变动较大的是流动负债中的短期借款科目,2011年公司短期借款135,461.24万元,较上年增长33.63%。

目前公司流动负债主要以短期借款为主,非流动负债中除应付债券外(全部为2010年发行的公司债券),主要为可供出售金融资产公允价值变动带来的所得税差异,截至2011年底公司递延所得税负债为38,695.35万元,这部分差异不会形成公司的实际债务。

公司的所有者权益稳定性一般,跟踪期内,公司资本公积变动较大,主要是可供出售金融资产公允价值变动幅度较大所致。

2011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50.30%、15.27%和40.03%,负债水平属正常范围。

总体看,跟踪期内公司资产规模和结构变化不大;负债水平有所上升,但仍处正常范围;受可供出售金融资产公允价值大幅变动影响,公司的所有者权益稳定性一般。

2. 盈利能力

2011年公司主营业务的经营情况正常,实现营业收入300,217.54万元,较上年增长5.69%,营业利润率和主营业务毛利率分别为23.90%和24.15%,较上年均有所提高。

目前,公司已将对外投资作为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(受此影响公司当年的费用支出有所增长),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应均衡考虑主营业务获利能力和投资形成收益两方面。

表4 2010年~2011年公司利润构成情况

单位:万元

项目	2010年	2011年
营业利润	14,015.31	18,032.75
其中:投资收益	5,662.64	18,403.33
营业外净收入	1,790.06	1,519.61
利润总额	15,805.37	19,552.36
净利润	12,134.40	14,680.33

资料来源:公司年报

从表 4 中可以看出，跟踪期内公司营业利润、利润总额及净利润均较上年有所增长，且增幅较大，从盈利构成看，公司投资业务所形成的投资收益是公司利润的主要来源。目前，公司的资产中涉及对外投资的金额较大，短期看，投资收益将是公司利润的主要来源。

3. 现金流

公司经营现金流状况良好，2011 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3,598.19 万元，较上年有所下降，主要是由于经营活动产生的现金流出较多，2011 年公司现金收入比为 115.85%，现金收入水平较好。

表 5 2010 年~2011 年公司现金流情况

项目	2010 年	2011 年
经营活动现金流入（万元）	313,488.01	358,820.16
经营活动现金流出（万元）	305,814.97	355,221.97
经营活动产生的现金流量净额（万元）	7,673.04	3,598.19
现金收入比（%）	105.69	115.85
投资活动产生的现金流量净额（万元）	-54,136.92	-22,503.08
筹资活动产生的现金流量净额（万元）	38,573.34	39,586.02
现金及现金等价物净增加额（万元）	-8,170.85	20,331.19

资料来源：公司年报

目前看，公司经营活动现金流规模较大，并且呈净流入状态。公司短期借款规模较大且有增长趋势，受公司年内短期借款周转影响，公司的筹资规模较大且呈现金净流入状态。此外，随着投资业务成为公司的主要业务之一，公司的投资活动现金流继续表现为净流出状态，其规模较上年有所减少。

4. 偿债能力

截至 2011 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.20 和 0.85，与 2010 年相比变化不大，公司经营现金流状况良好，短期支付压力不大。长期偿债能力方面，2011 年底公司的 EBITDA 利息倍数降至 3.62 倍，但剔除可供出售金融资产公允价值变动产生的递延所得税负债，公司的长期偿债能力较强。

总体看，公司对外投资收益较高，持有的股权类资产和金融资产变现能力较强，整体偿债能力较强。

六、债权保护条款

本期债券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

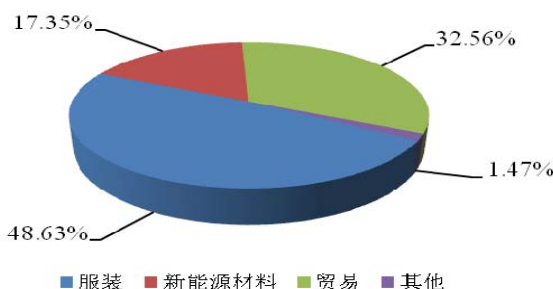
本期债券由杉杉控股提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。杉杉控股原名杉杉投资控股有限公司，是一家综合性控股公司，截至 2010 年底，杉杉控股拥有 10 家一级控股子公司，主要涉及实业投资、服装、针纺织品、租赁、房地产、高新技术材料等多个业务领域。截至 2010 年底，杉杉控股总资产 2,006,579.09 万元，归属母公司所有者权益合计 316,214.43 万元，少数股东权益 518,144.86 万元；2010 年实现营业收入 1,538,080.49 万元，利润总额 102,174.66 万元，净利润 84,657.61 万元；2010 年经营活动现金流入 2,310,895.38 万元，经营活动现金净流量 261,510.38 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 34.18%、18.47%和 14.33%。

杉杉控本身为投资主体，不参与生产经营活动，其生产经营业务由下属的控股子公司完成。杉杉控股子公司中杉杉集团（杉杉控股下属子公司宁波甬港的子公司）是其主要实业载体，其下辖上市公司杉杉股份。除杉杉集团外，杉杉控股的其他产业公司资产和业务的业务规模相对较小。2010 年底，除控制杉杉集团的宁波甬港外，杉杉控股还有 9 家一级控股子公司，其业务范围覆盖服装、服饰加工、期货代理、科技研发、茶叶、货物进出口贸易等。

2010 年杉杉控股实现营业收入 1,538,080.49 万元，较上年增长 21.16%，其中服装业务实现主营业务收入 747,918.96 万元、贸易（含转口贸易）实现业务收入 500,762.70 万元、新能源材料实现业务收入 266,822.71 万元，其他各项业务收入合计 22,576.12 万元。

图 2 2010 年杉杉控股主营业务收入构成情况



在投资方面，杉杉控股除通过上市公司杉杉股份持有宁波银行、稠州银行股权外，杉杉控股还持有中科英华、浦发银行等多家上市公司股权，对外投资已成为杉杉控股重要的经营活动和利润来源。

截至 2011 年 9 月底，杉杉控股合并资产总额 1,986,308.35 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 734,361.43 万元，2011 年 1~9 月实现营业收入 1,343,481.99 万元，净利润（含少数股东损益）40,467.02 万元，跟踪期内受合并报表范围变化影响，杉杉控股资产规模略有减少，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

公司为本期债券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，是本期债券发行额度的 1.04 倍，评估基准日为 2009 年 9 月 30 日。

跟踪期内，受房地产调控政策出台、二手房限购等限制性政策因素影响，国内房地产市场景气指数有所下降。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，作为本期债券担保措施中的一部分，预计对于债券偿债能力影响不大。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。

综合以上分析，公司经营情况良好，投资业务获利水平较高；跟踪期内公司现金流状况良好，货币资金充裕，目前持有的金融资产变现能力较强，整体偿债能力较强。跟踪期内担保方杉杉控股经营情况和盈利状况保持正常，抵押资产价值未出现明显减值，据此联合评级继续维持杉杉股份的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持对“10 杉杉债”AA 的信用等级。

附件 1-1 宁波杉杉股份有限公司
2010 年～2011 年公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2010 年	2011 年
流动资产：		
货币资金	74,136.40	91,354.84
交易性金融资产	2,452.30	1,549.13
应收票据	32,273.35	23,177.51
应收账款	56,300.91	60,231.82
预付款项	10,150.64	15,631.61
应收利息		
应收股利		
其他应收款	3,933.65	6,360.09
存货	65,891.69	81,458.83
一年内到期的非流动资产		
其他流动资产		
流动资产合计	245,138.94	279,763.83
非流动资产：		
可供出售金融资产	224,671.84	175,163.70
持有至到期投资		
长期应收款		
长期股权投资	78,088.71	94,810.98
投资性房地产		
固定资产	111,791.79	89,780.39
生产性生物资产		
油气资产		
在建工程	3,239.04	4,046.99
工程物资		
固定资产清理		
无形资产	18,133.33	16,359.85
开发支出		
商誉		
长期待摊费用	1,216.64	1,561.75
递延所得税资产	3,188.09	1,606.85
其他非流动资产	283.80	70.95
非流动资产合计	440,613.24	383,401.45
资产总计	685,752.18	663,165.27

附件 1-2 宁波杉杉股份有限公司
2010 年～2011 年公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2010 年	2011 年
流动负债：		
短期借款	101,367.93	135,461.24
交易性金融负债		
应付票据	26,228.98	25,114.96
应付账款	38,990.84	43,367.39
预收款项	14,049.10	7,125.25
应付职工薪酬	2,859.10	4,151.60
应交税费	2,550.71	775.23
应付利息	2,682.00	2,682.00
应付股利	559.10	928.22
其他应付款	16,809.10	11,221.91
一年内到期的非流动负债	0.00	2,000.00
其他流动负债		
流动负债合计	206,096.87	232,827.80
非流动负债：		
长期借款	2,000.00	0.00
应付债券	59,295.54	59,408.25
长期应付款	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00
递延所得税负债	53,218.08	38,695.35
其他非流动负债	2,024.17	2,632.96
非流动负债合计	116,537.79	100,736.56
负债合计	322,634.66	333,564.36
所有者权益（或股东权益）：		
实收资本（或股本）	41,085.82	41,085.82
资本公积	204,940.40	155,174.43
减：库存股		
盈余公积	10,934.58	15,552.18
未分配利润	71,241.87	78,590.18
外币报表折算差额	-332.30	-466.41
归属于母公司所有者权益合计	327,870.38	289,936.21
少数股东权益	35,247.14	39,664.70
所有者权益（或股东权益）合计	363,117.52	329,600.91
负债和所有者权益（或股东权益）总计	685,752.18	663,165.27

附件 2 宁波杉杉股份有限公司
2010 年～2011 年公司合并利润表
 （单位：人民币万元）

项 目	2010 年	2011 年
一、营业收入	284,051.29	300,217.54
减：营业成本	215,671.54	226,872.71
营业税金及附加	1,225.68	1,587.58
销售费用	18,297.87	21,617.44
管理费用	29,719.04	35,928.11
财务费用	8,840.12	12,745.79
资产减值损失	2,568.52	301.66
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	624.15	-1,534.83
投资收益（损失以“－”号填列）	5,662.64	18,403.33
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1,296.62	6,058.29
汇兑收益（损益以“－”号添列）		
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	14,015.31	18,032.75
加：营业外收入	2,108.52	2,249.44
减：营业外支出	318.47	729.83
其中：非流动资产处置损失	82.83	196.90
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	15,805.37	19,552.36
减：所得税费用	3,670.96	4,872.03
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	12,134.40	14,680.33
其中：归属于母公司所有者的净利润	12,073.00	15,339.62
少数股东损益	61.40	-659.29
五、每股收益：		
（一）基本每股收益	0.29	0.37
（二）稀释每股收益	0.29	0.37

附件 3-1 宁波杉杉股份有限公司
 2010 年～2011 年公司合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2010 年	2011 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	300,225.46	347,802.37
收到的税费返还	9,172.81	5,882.04
收到其他与经营活动有关的现金	4,089.74	5,135.75
经营活动现金流入小计	313,488.01	358,820.16
购买商品、接受劳务支付的现金	230,678.79	269,289.29
支付给职工以及为职工支付的现金	31,879.69	37,815.99
支付的各项税费	14,990.78	18,129.60
支付其他与经营活动有关的现金	28,265.72	29,987.09
经营活动现金流出小计	305,814.97	355,221.97
经营活动产生的现金流量净额	7,673.04	3,598.19
二、投资活动产生的现金流量：		
收回投资收到的现金	27,982.58	6,405.64
取得投资收益收到的现金	4,077.70	3,902.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,387.35	111.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	1,150.46
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	2,620.00
投资活动现金流入小计	33,447.63	14,189.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	22,439.25	14,459.71
投资支付的现金	60,735.81	18,665.07
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	4,409.49	3,567.87
投资活动现金流出小计	87,584.55	36,692.65
投资活动产生的现金流量净额	-54,136.92	-22,503.08
三、筹资活动产生的现金流量：		
吸收投资收到的现金	601.20	6,053.00
取得借款收到的现金	125,487.23	161,646.66
发行债券收到的现金	59,291.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	3,630.35	5,875.84
筹资活动现金流入小计	189,009.78	173,575.49
偿还债务支付的现金	134,736.61	118,573.54
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,743.53	15,415.93
支付其他与筹资活动有关的现金	4,956.29	0.00
筹资活动现金流出小计	150,436.44	133,989.47
筹资活动产生的现金流量净额	38,573.34	39,586.02
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-280.31	-349.94
五、现金及现金等价物净增加额	-8,170.85	20,331.19
加：期初现金及现金等价物余额	65,991.24	57,820.40
六、期末现金及现金等价物余额	57,820.40	78,151.58

附件 3-2 宁波杉杉股份有限公司
2010 年～2011 年公司合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币万元）

补充资料	2010 年	2011 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量:		
净利润	12,134.40	14,680.33
加: 资产减值准备	2,568.52	301.66
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,509.63	10,373.38
无形资产摊销	749.31	1,029.15
长期待摊费用摊销	498.49	813.82
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)	-356.49	192.76
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)	0.00	0.00
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)	-624.15	1,534.83
财务费用(收益以“—”号填列)	8,160.19	12,247.76
投资损失(收益以“—”号填列)	-5,662.64	-18,403.33
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	-101.74	1,581.24
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)	-128.34	-128.34
存货的减少(增加以“—”号填列)	-22,236.16	-17,917.54
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-15,734.72	-7,567.36
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	18,928.84	4,298.11
其他	-32.11	561.71
经营活动产生的现金流量净额	7,673.04	3,598.19
2.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		
3.现金及现金等价物净变动情况:		
现金的期末余额	57,820.40	78,151.58
减: 现金的期初余额	65,991.24	57,820.40
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	-8,170.85	20,331.19

附件 4 宁波杉杉股份有限公司

主要财务指标

项目	2010 年	2011 年
经营效率		
应收账款周转次数（次）	4.43	4.13
存货周转次数（次）	3.37	2.91
总资产周转次数（次）	0.43	0.45
盈利能力		
营业利润率（%）	23.64	23.90
总资本收益率（%）	3.76	4.85
总资产报酬率（%）	3.56	4.68
主营业务毛利率（%）	23.31	24.15
费用收入比（%）	20.02	23.41
净资产收益率（%）	3.25	4.24
财务构成		
长期债务资本化比率（%）	14.44	15.27
全部债务资本化比率（%）	34.22	40.03
资产负债率（%）	47.05	50.30
偿债能力		
EBITDA 利息倍数（倍）	4.36	3.62
EBITDA 全部债务比	0.18	0.20
经营现金债务保护倍数（倍）	0.04	0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.25	-0.09
流动比率	1.19	1.20
速动比率	0.87	0.85
现金短期债务比（%）	85.32	72.29
经营现金流动负债比（%）	3.72	1.55
经营现金利息偿还能力（倍）	0.97	0.30
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-5.87	-1.56
现金流		
现金收入比率（%）	105.69	115.85
筹资活动前产生的现金流量净额（万元）	-46,463.88	-18,904.89
本期公司债券偿债能力		
EBITDA 偿债倍数（倍）	0.57	0.73
经营活动现金流入量偿债倍数（倍）	5.22	5.98
经营活动现金流量净额偿债倍数（倍）	0.13	0.06

附件 5 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 6 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。