

信用等级公告

联合[2013] 031 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：方泽伟

分析师：赵卿

二零一三年四月二十二日

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: 2012 年 4 月 27 日

跟踪评级时间: 2013 年 4 月 22 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	2011 年	2012 年
资产总额(亿元)	66.32	76.24
所有者权益(亿元)	32.96	35.80
长期债务(亿元)	5.94	5.95
全部债务(亿元)	22.00	27.02
营业收入(亿元)	30.02	37.56
净利润(亿元)	1.47	1.38
EBITDA(亿元)	4.38	4.46
经营性净现金流((亿元)	0.36	0.65
营业利润率(%)	23.90	22.29
净资产收益率(%)	4.24	4.00
资产负债率(%)	50.30	53.04
全部债务资本化比率(%)	40.03	43.01
流动比率	1.20	1.10
EBITDA 全部债务比(%)	0.20	0.16
EBITDA 利息倍数(倍)	3.62	3.11
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.73	0.74

杉杉控股有限公司

项 目	2011 年	2012 年 9 月
资产总额(亿元)	204.51	226.33
所有者权益(亿元)	87.08	89.37
营业收入(亿元)	189.20	183.67
净利润(亿元)	7.96	2.47
资产负债率(%)	57.42	60.51

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, 公司服装业务整体运营平稳, 锂电池材料业务方面产品系列趋于成熟完整, 主营业务收入保持增长, 主营业务毛利水平稳定, 投资业务发展空间较大, 投资回报稳定。联合评级也关注到国内服装市场竞争加剧, 锂电池正极材料产能相对过剩, 公司的期间费用增长等对公司信用状况产生的负面影响。

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较小。

综上, 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“10 杉杉债”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, 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, 产品系列更加完善;
2. 目前公司股权类资产投资规模较大, 且资产质量较好, 未来公司股权投资业务发展空间较大;
3. 跟踪期内, 公司可供出售金融资产公允价值增长较大, 长期股权投资所形成的投资收益保持稳定。

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，镍、钴等金属价格大幅下跌，受此影响，公司锂电池正极材料前驱体业务出现亏损。

分析师

金磊 赵卿

电话：022-58356998

传真：022-58356989

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

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2012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%，并通过上海青刚投资有限公司、杉杉控股有限公司（以下简称“杉杉控股”，为杉杉集团控股股东）和宁波甬港服装投资有限公司（杉杉控股子公司）间接控制公司，公司实际控制人为郑永刚先生。公司主要从事服装、锂离子电池材料产品的生产和销售以及实业项目投资。

跟踪期内，公司实际控制人、控股股东及主营业务均未发生变化。

截至2012年底，公司合并资产总额762,390.83万元，负债合计404,359.07万元，所有者权益（含少数股东权益）合计358,031.76万元。2012年实现营业收入375,588.83万元，净利润（含少数股东损益）13,756.84万元。经营活动产生的现金流量净额6,456.98万元，现金及现金等价物净增加额-6,798.95万元。

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

二、本期债券概况

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2013年3月26日已支付2012年3月26日至2013年3月25日期间的利息。

三、管理分析

跟踪期内，公司董事会人员未有变化，监事会监事郁品种先生因工作原因辞去监事职务，公司通过程序表决陈琦女士为公司监事。2012年9月，公司总经理任伟泉先生因工作原因，辞去公司总经理职务，公司审议通过由董事长庄巍先生兼任总经理一职；2012年3月公司副总经理鲍肖华女士因工作原因，辞去公司副总经理职务，公司于2012年3月和9月分别审议通过范宝富先生、李智华先生为公司副总经理。

总体看，公司总经理及其他新任高管人员均在公司或杉杉集团工作多年，对公司整理经营情况较为了解，且管理经验丰富。

四、经营分析

1. 经营概况

2012 年公司实现主营业务收入 348,143.17 万元,较上年增长 22.06%,主营业务毛利¹80,830.07 万元,较上年增长 17.35%,综合毛利率水平略有下降,但业务毛利规模有所上升。2012 年,公司主营业务中服装业务收入保持增长,毛利水平较上年略有提升(见表 1);受国内金属价格下降影响,公司锂电池材料中正极前驱体材料亏损增大,导致公司整个锂电池材料业务毛利水平有所下降。

表 1 2011 年~2012 年公司主营业务收入和毛利率情况 (收入及成本单位:万元)

	2011 年			2012 年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
服装	169,495.27	127,261.82	24.92%	180,244.11	134,272.93	25.50%
锂电池材料	115,727.81	89,082.58	23.02%	167,840.81	133,040.17	20.73%
其他				58.25	0.00	100.00%
合计	285,223.08	216,344.40	24.15%	348,143.17	267,313.10	23.22%

资料来源:公司年报

2. 主营业务

纺织服装

2012 年,受欧债危机蔓延、贸易保护主义抬头、人民币升值、内销增速减缓、用工成本上升等不利因素的影响,服装行业发展存在对外依赖度高、劳动密集、附加值偏低、亏损企业亏损扩大等诸多问题,日益激烈的市场竞争将加快服装行业的全面整合。但长期来看,随着行业转型的深入推进和居民收入水平的提高,服装消费需求及其购买力预期会得到提升,中国服装市场在今后几年内仍具有一定的发展空间。

目前,纺织服装行业正积极推进产业升级,淘汰落后产能,加快行业整合,向产业链的高附加值环节拓展已成为服装行业发展的必然。对于服装生产企业而言,提高产品附加值,完善现代营销模式,加强渠道建设,努力推行品牌经营,追求品牌差异化发展,建立具有良好品牌效应的优势服装品牌已成为当前及今后服装企业在日益激烈的行业竞争中胜出的竞争力所在。

根据工业和信息化部数据显示,2012 年,我国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 10.5%,增速较上年下降 0.2 个百分点,纺织行业工业增加值占全国比重为 5.6%,较上年下降 0.07 个百分点。其中,布产量 660 亿米,同比增长 11.5%,增速较上年回落 0.1 个百分点;化学纤维产量 3,811 万吨,同比增长 11.8%,增速较上年回落 2.1 个百分点;服装产量 267 亿件,同比增长 6.2%,增速较上年回落 1.9 个百分点。

出口方面,2012 年国际市场需求减弱,我国纺织品服装主要出口市场需求均较上年同期增长减速,甚至有所萎缩。2012 年 1-11 月,美国从全球进口纺织品服装总额同比下降 0.9%,欧盟进口额同比下降 5.0%,日本进口额同比仅增长 1.7%。2012 年,我国累计出口服装及衣着附件 1591.45 亿美元,同比仅增长 3.9%。

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

2012 年,公司服装板块经营总体平稳,全年实现主营业务收入 180,244.11 万元,同比增加 6.34%,营业利润 45,971.17 万元,同比增长 8.85%。受国内服装行业竞争加剧以及 2012 年公司多品牌业务集中整合影响,公司服装业务期间费用增长较快,致使服装板块业务对净利润的贡献大幅下降,2012 年公司服装板块业务实现归属上市公司股东净利润 850 万元,同比下降 85.60%。

(1) “杉杉”品牌业务

2012 年,为应对国内外经济下行、市场环境恶化以及竞争加剧带来的经营压力,公司积极加

¹ 主营业务毛利=主营业务收入-主营业务成本

大自有品牌销售网点建设投入，优化市场网络，同时，根据市场需求调整产品结构，加快产品开发，丰富产品款式，提升品牌价值，保持了稳健增长的发展态势。2012 年，公司“杉杉”品牌业务实现主营业务收入 46,617 万元，同比增长 1.87%；归属上市公司股东净利润 4,825 万元，同比增长 9.58%。

（2）多品牌业务方面

2012 年，公司以时尚品牌公司为经营管理平台，整合现有多品牌服装业务。在经营模式上由每个品牌公司独立运作的“多品牌经营模式”，转变为由时尚品牌公司统一运营所有品牌业务的“经营多品牌模式”，以达到降低运营成本，提升经营效率，优化业务流程，提升业绩的目标。2012 年，时尚品牌公司(含多品牌业务)实现主营业务收入 41,580 万元，同比下降 2.07%；归属上市公司股东净利润-3,176 万元。2012 年，公司多品牌业务出现亏损，主要系业务整合期间各项费用集中发生，且金额较大，同时在下半年，公司加大了对库存产品的处理和营销渠道的整合，导致成本和费用增加，而相应的整合收益需要在较长期的经营中体现，故对时尚品牌公司 2012 年的利润产生较大的影响。

（3）针织品（OEM）代工业务

2012 年，公司继续推进针织品（OEM）业务的转型升级，通过管理创新、技术改良、客户市场掌控等软实力的提升，提高生产能效，提升市场竞争力。同时，加快生产战略转移，逐步缩小宁波地区生产规模，将制衣重心向内地转移，利用当地劳动力相对低廉的优势，有效降低制衣成本，提升经营效益。2012 年，纺织服装出口整体形势较为严峻，国际需求持续萎靡，同时因原材料价格波动、用工紧张、汇率上升以及公司实施战略转移等多重因素，对公司针织品业务毛利水平造成了一定影响。2012 年，公司针织品（OEM）业务实现主营业务收入 92,047 万元，同比增长 13.26%；归属上市公司股东净利润-835 万元。

总体看，公司服装业务运营平稳，随着多品牌整合的完成，服装业务整体毛利水平将有所提升。

锂电池材料

2012 年，在世界经济整体复苏乏力和国内经济增速下降的背景下，锂电池行业依然获得较大的增长。在传统的 3C 应用领域，锂电池依然保持旺盛的生命力，智能手机、平板电脑、移动电源等不断涌现的市场继续推动锂离子电池市场较快增长；电动汽车 2012 在全球范围内显示出市场化的迹象，虽然不及预期，市场热情有所减退，但在技术的进步、成本的降低、配套的完善和政府的鼓励等多种因素推动下，预计电动汽车将会有较快发展；电信基站和 UPS 等较小型的储能电池系统应用领域，锂电池已开始大规模的替代；新能源发电调节储能电站和峰谷调节储能电站等大型储能系统对锂电池的应用值得期待。锂电池广阔的应用前景，将带动锂电池材料的总体需求和结构的变革。

近年来，大量资本涌入锂电池产业，造成产能过剩严重，竞争日趋激烈，正极行业的洗牌将继续推进，负极材料和电解液在产能快速扩张的过程中，行业整合加速。

公司锂电池材料业务大致可分为正极材料及正极前驱体、负极材料和电解液三大部分，其中正极材料业务主要由下属子公司湖南杉杉户田新材料有限公司负责经营，正极前驱体业务主要由湖南海纳新材料有限公司负责经营，负极材料主要由宁波杉杉新材料科技有限公司及上海杉杉科技有限公司负责经营，电解液主要由下属子公司东莞市杉杉电池材料有限公司负责经营。

2012 年公司锂电池材料业务实现主营业务收入 167,840.81 万元，较上年增长 45.03%，实现毛

利润 34,800.64 万元，同比增长 30.61%。受正极材料前驱体业务亏损扩大影响，2012 年公司锂电池材料板块业务毛利率为 20.73%，较上年下降 2.29 个百分点，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、完整的产品体系带来了产品竞争力的提升所致。

从产品体系看，公司作为国内锂电池材料领域的先行者，已形成相对成熟、完整的产品体系。产品种类覆盖锂电池正极材料、正极材料前驱体、负极材料和电解液。正极产品包括钴酸锂、锰酸锂、镍钴二元系、镍钴锰三元系、磷酸铁锂等系列产品；正极材料前驱体产品包括球形四氧化三钴、陶瓷四氧化三钴；负极产品包括中间相系列、人造石墨系列、天然石墨系列、综合型系列等四大系列成熟产品；电解液产品包括多种规格型号的锂离子电池电解液及各种高纯度的有机溶剂。完整的产品线、成熟的产品体系有助于提升公司在终端市场的竞争力。

（1）正极材料及正极材料前驱体业务

2012 年，公司下属正极材料子公司湖南杉杉户田新材料有限公司着力生产和品控管理，确保了正极材料业务经营业绩的企稳回升，实现扭亏为盈。全年实现主营业务收入 72,220 万元；同比增长 47.09%；下属正极前驱体业务子公司湖南海纳新材料有限公司全年实现主营业务收入 15,350 万元，同比增长 42.07%，但因其产品价格主要取决于镍、钴等金属价格，受 2012 年镍、钴金属价格一路下行影响，亏损同比有所扩大，2012 年公司正极材料前驱体业务实现归属上市公司股东净利润-2,011 万元。

公司与 Heron Resources Limited 签署的关于 Yerilla 镍钴矿项目框架协议，受全球宏观经济复苏乏力影响，镍、钴金属价格持续低位徘徊，目前镍、钴金属价格尚不支持项目开发。2012 年该协议到期以来，双方致力于协商下一阶段的共同开发合作方案，截至目前尚未达成新的协议。

（2）负极材料业务

负极材料业务作为公司锂电池材料主要的盈利贡献点，2012 年继续保持良好的发展态势，全年实现了主营业务收入 59,356 万元，同比增长 54.4%，归属上市公司股东净利润 7,087 万元，较上年同期增长 21%。

公司在上海闵行经济技术开发区临港园区战略性新兴产业基地投资开发的锂离子动力电池关键材料项目，已完成前期规划设计与土地审批，目前正在进一步细化建设方案。2012 年，宁波杉杉新材料科技有限公司年产 1,000 吨锂离子电池负极材料中间相炭微球项目落成投产，该项目的投产解决了公司当前中间相产品产能瓶颈问题，承接订单能力显著增强，拓展了发展空间。2012 年，公司与德国知名动力电池厂商 EVONIK 公司签订了为期两年的供货意向性协议。

（3）电解液业务

2012 年，公司下属的东莞市杉杉电池材料有限公司继续加大研发力度，落实成本控制，强化客户管理，电解液业务持续稳步发展，经营收入保持增长，全年实现主营业务收入 20,915 万元，同比增长 20.32%。按国际标准新建的工程研发中心，2012 年已全面竣工并投入使用。该工程的投入使用提高了产品的分析测试能力，为开拓高端客户和海外客户提供了新品开发平台。

总体看，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. 投资业务

公司投资业务包括公司层面的直接投资业务与产业并购业务，以及以子公司杉杉创投为平台开展的 PE 业务。

（1）公司层面的投资业务

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。目前主要投资了宁波银行、稠州银行和富银融资租赁公司。2012年，公司总经理办公会议审议通过了参与稠州银行配股增资事宜，根据每10股配5股的配股方案，出资18,709.34万元认购稠州银行4,121万股。此次配股完成后，公司持有稠州银行12,363万股。截至2012年底，公司已完成出资，中国银监会浙江监管局已于2012年12月通过公司参与稠州银行配股增资的股东资格审查，目前其他相关手续尚在办理中。

2012年12月，公司及全资子公司香港杉杉资源有限公司（以下简称“香港杉杉资源”）联合相关股东发起设立了富银融资租赁公司，主营业务为融资租赁业务，注册资本人民币1亿元，其中公司及全资子公司香港杉杉资源出资额共计7,000万元（公司出资3,800万元，香港杉杉资源出资3,200万元），占注册资本的70%。目前，富银融资租赁公司已开展日常经营活动，未来融资租赁业务有望成为公司新的业绩增长点。

投资收益方面，2012年公司收到宁波银行现金分红3,580万元；收到稠州银行现金分红2,307.76万元。此外，公司按协议向北京大苑原股东转让了所持宁波杉杉兴业投资发展有限公司76.45%股权，收回股权转让款16,217.25万元，其中归属于本期投资收益4,756.33万元。

（2）创投业务

公司创投业务以全资子公司杉杉创投为平台，对具有高成长性企业实施股权投资，通过向被投资企业提供增值服务、扶持企业上市获得资本增值。2012年公司积极推进新项目的调研开发和已投项目的持续跟进，通过项目的投前调研和投后管理，有效控制投资风险。2012年公司实现投资收益14,978.45万元，占公司营业利润的95.43%，是公司利润的主要来源。

2012年，杉杉创投以下属全资子公司上海杉杉创晖创业投资管理有限公司（以下简称“杉杉创晖”）为基金管理平台，积极拓展基金募集及管理业务。截止2012年底，杉杉创晖已设上海杉富投资基金、宁波杉富股权投资基金和南通杉杉创业投资基金，分别管理资金20,802万元、3,000万元、6,200万元（其中自有资金分别为1,416万元、282万元、500万元）。为有效降低基金募集使用过程中的风险，提高投资收益，杉杉创投针对基金募集管理业务的实际需求，制定了《基金资产管理》等专项内控制度。

在投资管理方面，为应对复杂的经济环境，控制投资风险，加强对已投项目的投后管理工作，2012年，公司编制了《宁波杉杉创业投资有限公司项目投资工作规范实施细则》等专项制度，为投前业务控制、投后项目管理、退出风险控制等提供制度保障。

同时，公司建立投后管理工作机制，成立了投后管理委员会，作为创投项目投后管理的职能机构，通过定期或不定期搜集被投企业信息、核查投资协议条款履行情况等持续跟踪方式，形成以月度为周期的定期汇报和问题处理机制，及时掌握所投企业的经营状况与可能发生的风险。对于中短期内不具上市条件的被投资企业，公司基于投资风险控制考虑，安排股权回购等方式进行项目退出，2012年公司实施了新银通、莆田华林、山东蓝海等项目退出。

总体看，跟踪期内公司投资业务实现收益较好。

五、财务分析

公司提供的2012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。2012年公司合并范围新增合并公司1家，为投资新设，因本年清算注销、股权转让等原

因减少合并公司3家，上述公司规模均较小，对合并报表科目影响不大。

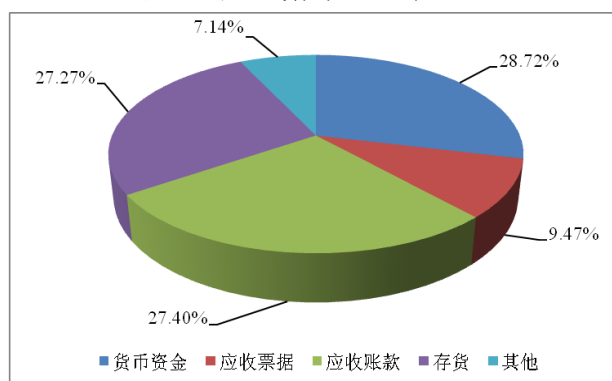
截至 2012 年底，公司合并资产总额 762,390.83 万元，负债合计 404,359.07 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 358,031.76 万元。2012 年实现营业收入 375,588.83 万元，净利润（含少数股东损益）13,756.84 万元。经营活动产生的现金流量净额 6,456.98 万元，现金及现金等价物净增加额-6,798.95 万元。

1. 资产结构

受经营规模扩大影响，2012 年公司资产总额为 762,390.83 万元，较上年增长 14.96%，资产结构变化不大，仍以非流动资产为主（占 57.66%）。

2012 年，公司流动资产主要以货币资金、应收票据、应收账款和存货为主。

图 1 公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2012 年公司货币资金主要以银行存款为主（占 83.46%），并有一定规模的银行承兑汇票保证金及用于抵押的定期存款或通知存款；公司应收票据账面金额为 30,578.63 万元，全部为银行承兑汇票。

受公司经营业务规模扩大，同时锂电池业务给予客户一定账期所致，2012 年公司应收账款账面金额为 88,449.11 万元，较上年增长 46.85%。公司应收账款账龄以 1 年以内的为主，占账面余额的 85.81%，公司采用账龄分析法对应收账款计提了坏账准备，2012 年底公司应收账款坏账准备为 18,204.09 万元，坏账准备计提充分。2012 年公司锂电池业务继续保持良好发展态势，受在产品及库存商品规模增长所致，公司存货规模较年初增长 8.06%。

截至 2012 年底，公司非流动资产主要以可供出售金融资产（占 46.10%）、长期股权投资（占 23.18%）、固定资产（占 20.52%）及无形资产（占 6.18%）为主。

投资业务作为公司三大核心发展业务之一，2012 年继续保持良好发展态势。截至 2012 年底，公司可供出售金融资产账面金额为 202,648.72 万元，较年初增长 15.69%，主要系持有的宁波银行股权公允价值增长所致；2012 年稠州银行配股增资实施，公司足额认购 4,121 万股，新增投资 1.87 亿元，主要受此次增加投资影响，公司长期股权投资账面金额为 101,910.14 万元，较年初增长 7.49%。

公司作为以纺织服装和锂电池材料为实业载体的上市公司，固定资产和无形资产规模较大。截至 2012 年底，公司固定资产账面金额为 90,220.47 万元，较上年微增 0.49%，无形资产账面金额为 27,163.92 万元，较上年增长 66.04%，主要系公司年内新购入土地致使土地使用权账面价值增加所致。

总体看，跟踪期内公司资产结构变化不大，资产质量较好。

2. 负债和所有者权益

受公司经营和投资规模增长影响，2012 年公司负债总额为 404,359.07 万元，较上年增长 21.22%。截至 2012 年底，公司负债总额中流动负债占 72.29%，非流动负债占 27.71%，公司负债以流动负债为主。

公司流动负债中短期借款、应付票据、应付账款占比较大。截至 2012 年底，公司短期借款账面金额为 175,635.80 万元，以保证借款为主（占 78.54%），并有少量的抵押借款、信用借款、承兑汇票贴现、存单质押借款和押汇借款。

受公司锂电池经营规模大幅增长以及原材料采购票据结算比例增长所致，2012 年底公司应付票据账面金额为 35,033.95 万元，较年初增长 39.49%。截至 2012 年底，公司应付账款账面金额为 47,297.23 万元，较年初增长 9.06%，主要受经营业务增长以及应付供应商材料款增长所致。

2012 年底，公司非流动负债主要为应付债券和递延所得税负债，占非流动负债的比例分别为 53.13%和 39.88%。公司应付债券全部为 2010 年发行公司债券，递延所得税负债为 44,681.64 万元，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。

2012 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 53.04%、14.25%和 43.01%，公司负债水平正常，债务压力较小。

截至 2012 年底，公司所有者权益合计为 358,031.76 万元，较年初增长 8.63%，其中归属母公司所有者权益 323,783.57 万元，少数股东权益 34,248.19 万元。公司归属母公司所有者权益以股本、资本公积、盈余公积和未分配利润为主，所占比例较年初变化不大。

总体看，跟踪期内公司负债规模略有上升，但仍维持在正常水平，受以公允价值计算的可供出售金融资产计入资本公积且规模较大的影响，公司的所有者权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2012 年公司主营业务收入规模保持增长，实现营业收入 375,588.83 万元，较上年增长 25.11%，营业利润率和主营业务毛利率分别为 22.29%和 23.22%，较上年均略有下降。

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（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，联合评级均衡考虑了主营业务获利能力和投资形成收益两方面。

表 2 2011 年~2012 年公司利润构成情况 单位：万元

项目	2011 年	2012 年
营业利润	18,032.75	15,696.33
其中：投资收益	18,403.33	14,978.45
营业外净收入	1,519.61	2,113.65
利润总额	19,552.36	17,809.98
净利润	14,680.33	13,756.84

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下降，但下降幅度较小，从盈利构成看，公司投资业务所形成的投资收益是公司利润的主要来源。从目前资产看，公司的资产中涉及对外投资的金额较大，短期看，投资收益将是公司利润的主要来源。

总体看，跟踪期内公司盈利能力较上年变化不大，投资业务盈利能力较强，是公司主要利润来源。

4. 现金流

公司经营现金流状况良好，2012 年公司经营活动产生的现金流量净额为 6,456.98 万元，较上年有所增长。2012 年公司现金收入比为 104.51%，考虑到公司将部分应收票据直接背书购买原材料等因素，公司实际现金收入水平较好。

跟踪期内，公司经营活动现金流规模较大，并且呈净流入状态；受投资支付现金和购建固定资产、无形资产规模增长所致，公司投资活动现金流为-23,067.97 万元；受公司年内短期借款规模增长影响，公司的筹资规模较大且呈现金净流入状态。

总体看，公司现金流状况稳定。

5. 偿债能力

截至 2012 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.10 和 0.80，较 2011 年略有下降。公司经营活动现金流状况良好，短期支付压力不大。2012 年公司 EBITDA 为 44,558.99 万元，较 2011 年有所增长，但由于本期公司短期借款规模大幅增长，利息支出增大，导致 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比较上年有所下降，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力下降。考虑到公司货币资金充足，持有的股权类资产和金融资产变现能力较强，整体看，公司的偿债能力较强。

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 2011 年底，杉杉控股拥有 11 家一级控股子公司，主要涉及实业投资、服装、针纺织品、房地产、高新技术材料等多个业务领域。截至 2011 年底，杉杉控股总资产 204.51 亿元，所有者权益 87.08 亿元，归属母公司所有者权益合计 35.10 亿元，少数股东权益 51.98 亿元；2011 年实现营业收入 189.20 亿元，利润总额 10.16 亿元，净利润 7.96 亿元；2011 年经营活动现金流入 234.62 亿元，经营活动现金净流量 5.33 亿元。2011 年，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 32.43%、15.87%和 18.45%。

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。

2011 年杉杉控股实现营业收入 189.20 亿元，较上年增长 23.01%，其中服装业务实现主营业务收入 83.20 亿元、贸易（含转口贸易）业务收入 77.52 亿元、科技板块（锂电池材料）业务实现收入 18.90 亿元，城市综合体业务实现收入 7.10 亿元，其他各项业务收入合计 2.47 亿元。

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股权外，杉杉控股还持有徽商银行等金融资产以及较大规模的非上市公司股权。2011 年，杉杉控股实现投资收益 10.94 亿元，对外投资是杉杉控股重要的经营活动和利润来源。

截至 2012 年 9 月底，杉杉控股合并资产总额 226.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 89.37 亿元，2012 年 1~9 月实现营业收入 183.67 亿元，净利润（含少数股东损益）2.47 亿元，跟踪期内受合并报表范围变化影响，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，受二手房限购、国五条等限制性政策因素影响，国内房地产市场景气指数低位震荡。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，主营业务收入及毛利水平相对稳定，可供出售金融资产规模增长较大，投资业务获利水平保持稳定，整体盈利能力正常。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。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

合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	91,354.84	92,711.62	1.49
交易性金融资产	1,549.13	3,928.83	153.62
应收票据	23,177.51	30,578.63	31.93
应收账款	60,231.82	88,449.11	46.85
预付款项	15,631.61	14,607.58	-6.55
应收利息			
应收股利			
其他应收款	6,360.09	4,524.57	-28.86
存货	81,458.83	88,022.24	8.06
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产			
流动资产合计	279,763.83	322,822.58	15.39
非流动资产：			
可供出售金融资产	175,163.70	202,648.72	15.69
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资	94,810.98	101,910.14	7.49
投资性房地产			
固定资产	89,780.39	90,220.47	0.49
生产性生物资产			
油气资产			
在建工程	4,046.99	14,764.40	264.82
工程物资			
固定资产清理			
无形资产	16,359.85	27,163.92	66.04
开发支出			
商誉			
长期待摊费用	1,561.75	1,034.08	-33.79
递延所得税资产	1,606.85	1,826.51	13.67
其他非流动资产	70.95	0.00	-100.00
非流动资产合计	383,401.45	439,568.25	14.65
资产总计	663,165.27	762,390.83	14.96

附件 1-2 宁波杉杉股份有限公司 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	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	135,461.24	175,635.80	29.66
交易性金融负债			
应付票据	25,114.96	35,033.95	39.49
应付账款	43,367.39	47,297.23	9.06
预收款项	7,125.25	10,502.82	47.40
应付职工薪酬	4,151.60	3,033.38	-26.93
应交税费	775.23	3,179.03	310.07
应付利息	2,682.00	2,682.00	0.00
应付股利	928.22	319.11	-65.62
其他应付款	11,221.91	14,639.96	30.46
一年内到期的非流动负债			
其他流动负债	2,000.00	0.00	-100.00
流动负债合计	232,827.80	292,323.28	25.55
非流动负债：			
长期借款			
应付债券	59,408.25	59,520.96	0.19
长期应付款			
专项应付款			
预计负债			
递延所得税负债	38,695.35	44,681.64	15.47
其他非流动负债	2,632.96	7,833.19	197.51
非流动负债合计	100,736.56	112,035.79	11.22
负债合计	333,564.36	404,359.07	21.22
所有者权益：			
股本	41,085.82	41,085.82	0.00
资本公积	155,174.43	175,767.02	13.27
减：库存股			
专项储备			
盈余公积	15,552.18	15,729.26	1.14
未分配利润	78,590.18	91,671.59	16.65
外币报表折算差额	-466.41	-470.13	0.80
归属于母公司所有者权益合计	289,936.21	323,783.57	11.67
少数股东权益	39,664.70	34,248.19	-13.66
所有者权益合计	329,600.91	358,031.76	8.63
负债和所有者权益总计	663,165.27	762,390.83	14.96

附件 2 宁波杉杉股份有限公司

合并利润表（单位：人民币万元）

项 目	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	300,217.54	375,588.83	25.11
减：营业成本	226,872.71	290,100.85	27.87
营业税金及附加	1,587.58	1,762.26	11.00
销售费用	21,617.44	26,399.40	22.12
管理费用	35,928.11	37,740.39	5.04
财务费用	12,745.79	14,192.07	11.35
资产减值损失	301.66	4,929.04	1,533.97
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	-1,534.83	253.08	-116.49
投资收益（损失以“－”号填列）	18,403.33	14,978.45	-18.61
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	6,058.29	6,502.75	7.34
汇兑收益（损益以“－”号添列）			
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	18,032.75	15,696.33	-12.96
加：营业外收入	2,249.44	2,599.67	15.57
减：营业外支出	729.83	486.02	-33.41
其中：非流动资产处置损失	196.90	107.35	-45.48
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	19,552.36	17,809.98	-8.91
减：所得税费用	4,872.03	4,053.14	-16.81
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	14,680.33	13,756.84	-6.29
其中：归属于母公司所有者的净利润	15,339.62	15,884.98	3.56
少数股东损益	-659.29	-2,128.13	222.79
五、每股收益：			
（一）基本每股收益	0.37	0.39	5.41
（二）稀释每股收益	0.37	0.39	5.41
六、其他综合收益	-48,108.92	20,586.96	-142.79
七、综合收益总额	-33,428.59	34,343.80	-202.74
归属于母公司所有者的综合收益总额	-32,769.29	36,471.94	-211.30
归属于少数股东的综合收益总额	-659.29	-2,128.13	222.79

附件 3-1 宁波杉杉股份有限公司

合并现金流量表

(单位：人民币万元)

项 目	2011 年	2012 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	347,802.37	392,521.69	12.86
收到的税费返还	5,882.04	7,673.44	30.46
收到其他与经营活动有关的现金	5,135.75	5,960.49	16.06
经营活动现金流入小计	358,820.16	406,155.63	13.19
购买商品、接受劳务支付的现金	269,289.29	295,989.86	9.92
支付给职工以及为职工支付的现金	37,815.99	44,720.79	18.26
支付的各项税费	18,129.60	19,557.24	7.87
支付其他与经营活动有关的现金	29,987.09	39,430.75	31.49
经营活动现金流出小计	355,221.97	399,698.64	12.52
经营活动产生的现金流量净额	3,598.19	6,456.98	79.45
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	6,405.64	28,268.63	341.31
取得投资收益收到的现金	3,902.49	6,055.15	55.16
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	111.00	262.36	136.37
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1,150.46	0.00	-100.00
收到其他与投资活动有关的现金	2,620.00	0.00	-100.00
投资活动现金流入小计	14,189.57	34,586.15	143.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14,459.71	28,156.55	94.72
投资支付的现金	18,665.07	29,486.06	57.97
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金	3,567.87	11.50	-99.68
投资活动现金流出小计	36,692.65	57,654.12	57.13
投资活动产生的现金流量净额	-22,503.08	-23,067.97	2.51
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	6,053.00	0.00	-100.00
取得借款收到的现金	161,646.66	231,032.42	42.92
收到其他与筹资活动有关的现金	5,875.84	5,647.64	-3.88
筹资活动现金流入小计	173,575.49	236,680.06	36.36
偿还债务支付的现金	118,573.54	202,102.19	70.44
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15,415.93	16,757.98	8.71
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	7,966.91	--
筹资活动现金流出小计	133,989.47	226,827.08	69.29
筹资活动产生的现金流量净额	39,586.02	9,852.98	-75.11
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-349.94	-40.94	-88.30
五、现金及现金等价物净增加额	20,331.19	-6,798.95	-133.44
加：期初现金及现金等价物余额	57,820.40	78,151.58	35.16
六、期末现金及现金等价物余额	78,151.58	71,352.64	-8.70

附件 3-2 宁波杉杉股份有限公司

合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	14,680.33	13,756.84	-6.29
加：资产减值准备	301.66	4,929.04	1,533.97
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,373.38	10,339.39	-0.33
无形资产摊销	1,029.15	751.25	-27.00
长期待摊费用摊销	813.82	1,400.42	72.08
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）	192.76	-46.70	-124.23
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）			
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	1,534.83	-253.08	-116.49
财务费用（收益以“－”号填列）	12,247.76	14,295.17	16.72
投资损失（收益以“－”号填列）	-18,403.33	-14,978.45	-18.61
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	1,581.24	-219.66	-113.89
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	-128.34	-908.06	607.53
存货的减少（增加以“－”号填列）	-17,917.54	-7,987.19	-55.42
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-7,567.36	-30,345.04	301.00
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	4,298.11	16,026.95	272.88
其他	561.71	-303.91	-154.10
经营活动产生的现金流量净额	3,598.19	6,456.98	79.45
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	78,151.58	71,352.64	-8.70
减：现金的期初余额	57,820.40	78,151.58	35.16
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	20,331.19	-6,798.95	-133.44

附件 4 宁波杉杉股份有限公司

主要财务指标

项目	2011 年	2012 年
经营效率		
应收账款周转次数（次）	4.13	4.13
存货周转次数（次）	2.91	3.25
总资产周转次数（次）	0.45	0.53
盈利能力		
总资本收益率（%）	4.85	4.76
总资产报酬率（%）	4.68	4.50
净资产收益率（%）	4.24	4.00
主营业务毛利率（%）	24.15	23.22
营业利润率（%）	23.90	22.29
费用收入比（%）	23.41	20.86
财务构成		
资产负债率（%）	50.30	53.04
全部债务资本化比率（%）	40.03	43.01
长期债务资本化比率（%）	15.27	14.25
偿债能力		
EBITDA 利息倍数	3.62	3.11
EBITDA 全部债务比	0.20	0.16
经营现金债务保护倍数	0.02	0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.09	-0.06
流动比率	1.20	1.10
速动比率	0.85	0.80
现金短期债务比	0.72	0.60
经营现金流动负债比率	1.55	2.21
经营现金利息偿还能力	0.30	0.45
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-1.56	-1.16

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 + 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。