

信用等级公告

联合[2013]042 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拟发行的 2013 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2013 年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：孙伟

分析师：刘磊 刘毅

二零一三年五月二十七日

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

2013 年 8 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

发行规模: 不超过 8 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: 2013 年 5 月 27 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额(亿元)	68.58	66.32	76.24
所有者权益(亿元)	36.31	32.96	35.80
长期债务(亿元)	6.13	5.94	5.95
全部债务(亿元)	18.89	22.20	27.02
营业收入(亿元)	28.41	30.02	37.56
净利润(亿元)	1.21	1.47	1.38
EBITDA(亿元)	3.45	4.38	4.46
经营性净现金流(亿元)	0.77	0.36	0.65
营业利润率(%)	23.64	23.90	22.29
净资产收益率(%)	3.25	4.24	4.00
资产负债率(%)	47.05	50.30	53.04
全部债务资本化比率(%)	34.22	40.03	43.01
流动比率	1.19	1.20	1.10
EBITDA 全部债务比	0.18	0.20	0.16
EBITDA 利息倍数(倍)	4.36	3.62	3.11
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.43	0.55	0.56

注: 公司 2007 年开始执行新会计准则, 2010~2012 年财务报表已经审计。

分析师

金磊 刘薇

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

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,在生产规模、产品系列、技术水平、品牌影响力等方面所具备的优势,以及投资业务所带来的稳定回报。联合评级也关注到国内服装市场竞争加剧、原材料和人力成本上升、锂电池正极材料产能相对过剩等对公司信用状况产生的负面影响。

近年来,公司经营业绩稳定,发展态势良好。目前,公司资产负债水平适中,盈利能力稳定,经营活动获取现金能力较强,现金流状况良好,整体偿债能力正常。未来随着锂电池材料和投资业务的发展,公司整体竞争力和抗风险能力将进一步增强,联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 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。
2. 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。
3. 公司作为国内最大的锂离子电池材料综合供应商,规模优势和产品线优势明显。
4. 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。

关注

1. 服装行业市场竞争激烈;公司针织品代工业务采取贴牌生产,盈利水平较低。

2. 近年来，镍、钴、石墨等金属价格波动剧烈，公司锂电池材料成本控制难度提升。

3. 公司投资性资产规模较大，长期股权投资及可供出售金融资产价值波动对公司财务状况影响较大。

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。

2013 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 2012 年底，公司总股本为 41,085.82 万股，其中控股股东杉杉集团有限公司（以下简称“杉杉集团”）持有 13,353.70 万股，占比 32.50%。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、杉杉投资控股有限公司（以下简称“杉杉控股”）、宁波甬港服装投资有限公司和杉杉集团间接控制公司，公司实际控制人为郑永刚先生（公司股权结构请参见附件 7）。

公司主要从事服装、锂离子电池材料产品的生产和销售，具有年产杉杉品牌服装超过 300 万件、针织品加工超过 6,000 万件，锂电池正极材料 4,400 吨、负极材料 7,000 吨、电解液 3,600 吨的生产能力。

截至 2012 年底，公司下设计划财务部、证券事务部、审计稽核部、综合管理部、人力资源部、产业投资管理部、内控部等职能部门，下辖 55 家控股子公司（见附件 8）。公司母公司及主要子公司在职员工人数为 9,393 名。

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）358,031.76 万元。2012 年公司实现营业收入 375,588.83 万元，净利润 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。

截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额 769,038.85 万元，负债合计 409,013.44 万元，所有者权益（含少数股东权益）360,025.40 万元。2013 年一季度公司实现营业收入 78,552.39 万元，净利润 1,125.65 万元；经营活动产生的现金流量净额 1,630.19 万元，现金及现金等价物净增加额 -2,392.03 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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“2013 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 8 亿元，票面金额为 100 元，按票面金额发行，债券期限为 7 年，附第 5 年末公司上调利率选择权和投资者回售选择权。

本期债券票面利率在债券存续期限内固定不变，采取单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券票面利率由公司和主承销商通过市场询价协商确定。

2. 本期债券募集资金投资项目

本期债券募集资金扣除发行费用后拟将 1.87 亿元用于偿还银行借款，剩余部分用于补充流动资金。

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，2012 年公司主营业务收入中，服装收入占 51.77%，锂电池材料收入占 48.21%。

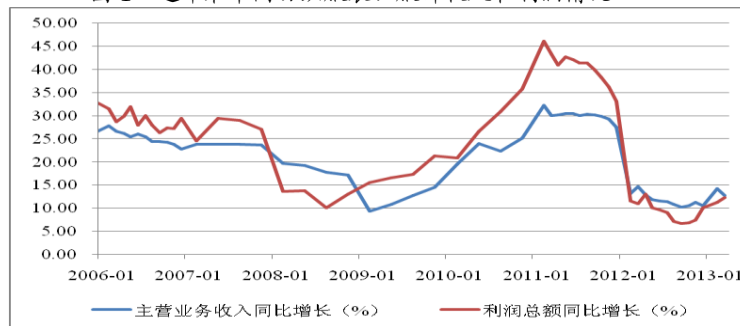
纺织服装行业

1. 行业现状

纺织服装行业作为国民经济传统支柱产业之一，是重要的民生行业，在繁荣市场、吸纳就业、推动国民经济增长、加快城镇化进程以及促进社会和谐发展等方面发挥了重要作用。

纺织服装行业是典型的劳动密集型行业，2001 年中国加入 WTO 后，得益于劳动力成本方面的显著优势，中国纺织服装工业迅速增长。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，中国纺织服装行业增速明显放缓。2009 年受人民币升值、劳动力成本上升和全球金融危机的影响，纺织服装行业景气程度显著下滑，增速降至 8.04%。随着扩大内需和多项扶持政策的出台，纺织服装行业景气度开始有所回升，2010 年，随着国际国内经济的逐步回暖，纺织业开始企稳回升，主营业务收入及利润总额均出现恢复性增长。2011 年以来，中国纺织行业在棉花等原材料价格大幅波动、人民币升值、金融政策紧缩、国内外经济形势复杂多变、国际市场需求增速减缓等诸多不利因素影响下，通过积极应对市场风险、主动转变发展方式，开拓内需市场，行业总体保持了平稳发展。2012 年以来，受国际市场需求减弱，国内市场需求增长趋缓，国内外棉花差价过大等因素影响，中国纺织行业运行呈现了下滑态势，生产增速明显下降，出口数量有所减少，企业效益出现下滑。

图 1 近年来中国纺织服装、服饰收入和利润情况



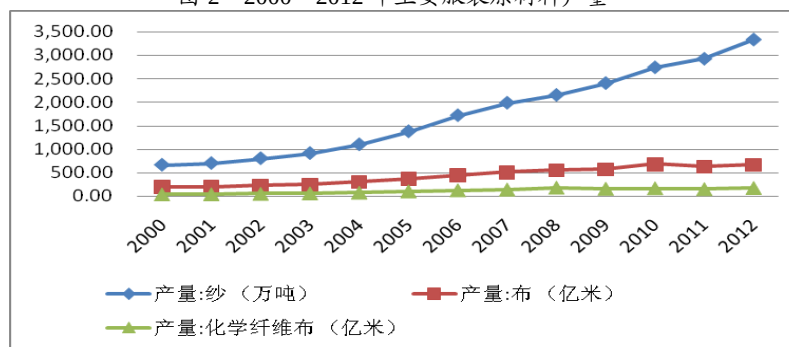
资料来源：中国纺织协会

2012 年 1 至 11 月份，社会消费品零售总额 186,833 亿元，同比名义增长 14.2%(扣除价格因素实际增长 12%)。其中，限额以上企业(单位)消费品零售额累计 90,347 亿元，同比增长 14.5%。2012 年，服装类商品零售额累计 8,611 亿元，同比增长 18.2%，比 2011 年同期下降 5.7 个百分点，占限额以上企业(单位)消费品零售总额 9.53%。

2. 产业链上游及原材料情况

纺织服装行业可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 2 2000~2012 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。以服装最主要的原料棉花为例, 自 2011 年我国启动棉花临时收储政策以来, 其对稳定市场、一定程度上维护农民利益起到了重要作用。据国家棉花市场监测系统数据, 截至 2013 年 3 月 29 日, 2012 年棉花临时收储结束, 收储累计成交 650.6 万吨, 占当年棉花产量的 85.4%。2012 年前期棉价曾大幅回落, 价格最低点较年度高点分别下跌近 18.4%, 但自 9 月份临时收储预案启动后, 棉价逐渐企稳, 甚至出现了回升, 收储托市效果明显。然而与国际市场相比, 2012 年以来, 国内棉花价格始终高于国际市场, 且价差不断拉大。截至 2012 年 8 月中旬, 国内棉价比国际市场每吨已高出 5,000 多元, 价差较年初扩大 67%, 国内外棉价差持续扩大是影响 2012 年行业运行的重要因素, 国内外棉花价差拉大造成了我国部分企业效益恶化, 造成我国棉纺产业链竞争力严重下降, 削弱了纺织行业的国际竞争力。

图 3 2010~2013 年 4 月国内纺织服装主要原材料价格变动情况



资料来源: 中国纺织协会

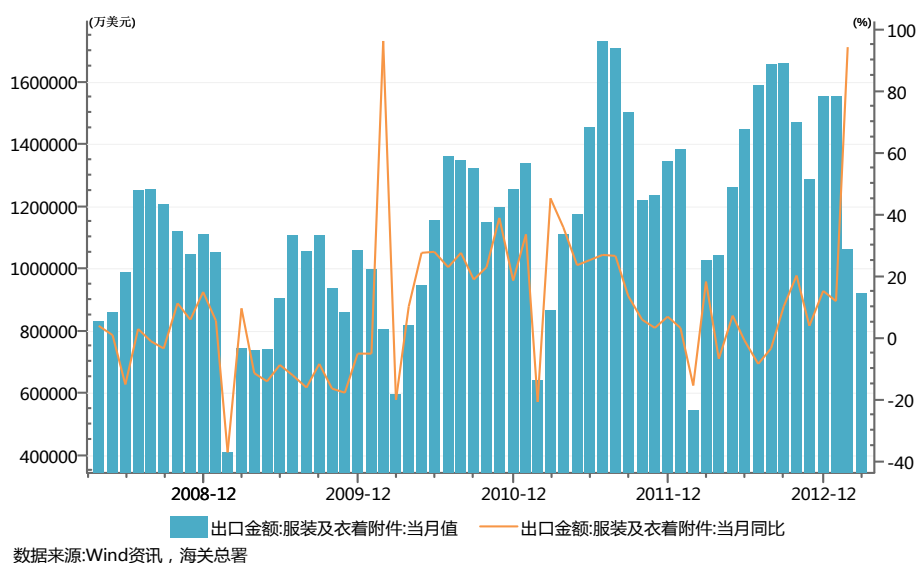
近期数据表明, 2013 年的国内棉花市场主要呈现两方面态势: 一方面, 植棉意向继续下降。由于棉花费工费时, 且相比粮食作物而言, 比较效益不佳, 据中国棉花协会最新调查, 今年棉花种植意向较去年下降 8%~9%。其中, 黄河流域下降约 20%, 长江流域下降约 10%, 新疆地区较去年变动不大。2013 年全国植棉意向面积 7264.4 万亩, 降幅 2.9%; 另一方面, 棉花期现价格变动不大。据中国棉花协会监测, 2013 年 4 月 17 日, 中国棉花价格指数(CCIndex328)为 19,380 元/吨, 较 4 月 8 日的 19,383 元/吨下降 0.02%。4 月 17 日, 郑棉主力合约 1309 收盘价为 20,185 元/吨, 较 4 月 8 日的 20,305 元/吨下降 0.59%。

3. 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，我国纺织服装行业产业链自我配套能力在不断增强，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。

图 4 2008 年~2012 年服装及衣着附件出口情况



自 2008 年年中开始，由美国的次贷危机引发的全球性金融危机向各国实体经济渗透。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，但就目前全球经济形势来看，整体恢复仍有待一段时间。

从海关总署发布的数据显示，2012 年，我国累计出口纺织品服装 2,626 亿美元，同比增长 3.3%，增速较前期有所提升，出口价格同比提高 3.9%。扣除价格上涨因素后出口数量同比下降 0.6%，主要是由于国际市场需求减弱，我国纺织品服装主要出口市场需求增长减速，甚至有所萎缩(图 4)。纺织行业主营业务收入 55747 亿元，同比增长 10.7%；利润总额 2943 亿元，同比增长 7.8%。行业亏损企业数同比增加 29.6%，亏损企业亏损总额同比增长 47.0%。2013 年以来我国纺织服装出口下滑明显，近期数据有所企稳，但依旧处于低位疲弱态势。从市场前景看，新兴市场无法替代欧美国家的地位，发达国家经济复苏乏力，失业率居高不下，消费信心受挫，对需求产生明显负面影响，预计 2013 年欧元区经济继续低速或零增长，纺织服装行业所面临需求不足及竞争压力将更加突出，出口形势难言乐观。

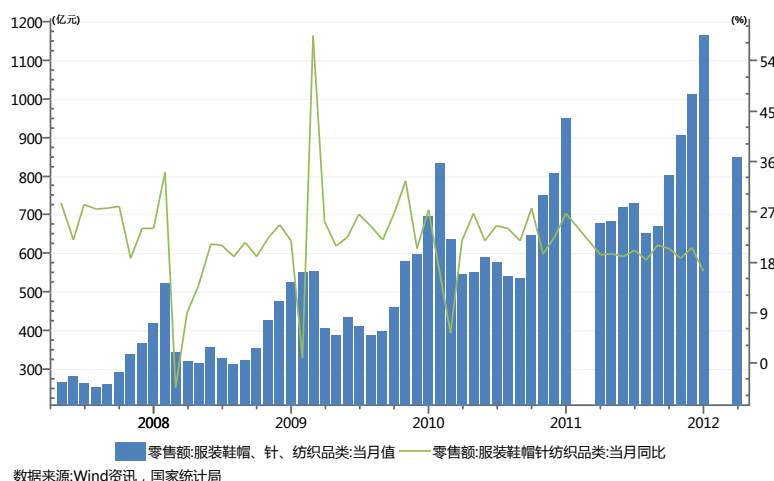
值得注意的是，虽然国际金融危机影响还未结束，纺织工业发展道路上还有很多不确定因素，

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）随着国内面料、服装企业技术创新能力的加强，品牌意识的提升，对服装的设计及品牌定位愈发重视，产品附加值逐步提升，极大促进了我国服装产业的发展及国际竞争力的提升。

（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。2012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。据国家统计局统计显示，2012年上半年城镇居民人均可支配收入18,427元，同比增长9.8%，占社会消费比重大的服装业也保持着同样高速增长。但是2012年整个服装行业景气度下行，零售额同比增速较2011年大幅下滑。

图 5 2008~2013 年服装鞋帽、针、纺织品内销情况（限额以上企业）



2012年服装销售量仅增长2.4%，零售企业10月加大促销力度提升客流，带动销量增长。重点公司收入、净利润增速下降，户外服装、高端男装女装的增长超过行业平均水平，而休闲装、中低端男装和女鞋的业绩增长低于行业平均水平，行业的存货周转率有一定下降，反映库存压力上升。在经济增长下滑、消费不振的大环境下，服装行业受到明显冲击，库存问题成为巨大压力。国内品牌多次提价与“国际接轨”，但市场接受度没有提高，营运能力下降很可能拖累盈利继续下滑。因此，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，势必导致恶性价格战，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。

4. 竞争态势

随着能源、原材料涨价、出口相关政策调整、劳动工资成本上升、人民币汇率升值以及知识产权争端、贸易保护主义抬头、贸易摩擦加剧等一系列因素的涌来，中国纺织服装业在改革开放30年来积累的制造技术、劳动力和生产成本等方面的优势，面临着严峻的挑战。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。

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。

5. 行业政策

根据国家“十二五”规划，披露的十二五发展的多项主要目标中，提高居民收入作为重中之重，同时明确指出了扩大内需和消费，加快城镇化建设。2011年3月16日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》指出：2011年到2015年，国内生产总值年均增长7%，城镇新增就业4500万人，城镇登记失业率控制在5%以内，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别年均增长7%以上，明确规定收入增幅超过GDP增幅。同时，纲要指出，“十二五”期间，国家进一步进行结构调整，居民消费率上升，城镇化率提高4个百分点，城乡区域发展的协调性进一步增强。

纺织服装是国民经济的基础产业之一，也是中国大宗出口商品之一，在国际上具有较强的竞争力，是中国政策鼓励发展的产业。由于中国人口密集，发展服装产业及服装辅料产业有利于解决大量劳动力的就业，有利于满足人们不断增长的生活需求。中国纺织工业协会副会长孙瑞哲在第十四届海峡两岸纺织服装博览会暨2011休闲服装博览会表示：纺织行业“十二五”规划将中国纺织工业定义为“国民经济支柱产业”、“重要的民生产业”以及“国际竞争优势明显的产业”；“十二五”期间，纺织工业还将成为“战略性新兴产业的重要组成部分”以及“时尚产业的重要推动力量”。

为贯彻落实《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》和《工业转型升级规划(2011 - 2015年)》，工业和信息化部于2012年初制定了《纺织工业“十二五”发展规划》，以推进纺织工业由大变强，显示出政府鼓励纺织服装工业发展的政策导向。规划明确提出了“十二五”期间，纺织工业要发展成为结构优化、技术先进、绿色环保、附加值高、吸纳就业能力强的现代工业体系，为实现纺织工业强国奠定更加坚实的基础。根据规划，规模以上纺织企业工业增加值年均增长8%，工业增加值率提高2个百分点；至“十二五”末全行业出口总额达到3000亿美元，年均增长7.5%；全行业就业人数保持在2000万人左右；至“十二五”末，服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量的比例达到48:27:25；新产品开发能力进一步增强，产品品种更加丰富，内销比重逐步提高，满足高中低不同消费层次需求；中西部地区纺织工业总产值占全国的比重达到28%；化纤产业集中度进一步提高，年产值超过100亿元的企业（集团）超过20家。

6. 行业关注

服装行业市场竞争激烈

目前，我国现有规模以上服装企业约1.5万家，40万个注册商标，在我国的近10万家服装品牌企业中，大部分是市场竞争力较弱的中小品牌，在国内中、低端服装市场中占有较高的市场份额，

市场竞争激烈。

原材料、能源和劳动力成本上升

棉花、粘胶短纤和涤纶短纤三大原料，其价格受行业供需、国家收储政策及石油价格走势影响。2009年四季度以来，纺织原材料价格开始出现大幅上涨。电价、油价、棉价以及化纤价格的持续上升进一步压榨了纺织服装企业的利润。2011年3月份之后，棉花价格开始回落，并逐步趋稳。

另一方面，通货膨胀程度的加剧加大了居民工资水平上调的压力。中国纺织行业作为典型的劳动密集型行业，随着劳动力成本的不断上涨，纺织服装生产企业产品生产成本上升，从而影响产品的竞争力。从外部竞争环境来看，周边东南亚国家凭借低廉的劳动力及政府扶持措施，大力发展纺织服装加工出口，在中低档纺织服装领域逐渐成为中国有力的竞争者。受以上因素的影响，成本压力显著上升。

汇率变动影响

中国纺织行业外向型企业较多，出口规模较大，但由于品牌文化、技术实力、设计能力等方面同服装产业发达的国家相比存在较大差距，整体产品附加值相对较低，出口竞争力主要依靠成本优势。自2005年7月汇率形成机制改革以来，人民币兑美元的汇率逐年呈升值趋势。2008年金融危机之后，人民币大幅升值，截至2013年4月底，人民币兑美元的汇率达到1:6.16。目前，人民币汇率走势仍然面临来自外部的升值压力。中国的纺织服装产品出口比重较大，且很大一部分是以美元计价，人民币对美元的升值必然会抬高出口纺织服装产品的价格，削弱该出口产品竞争力，导致纺织服装产品的外贸收入大幅减少，从而对全行业的出口业绩造成较大负面影响。

贸易保护主义对出口的影响

2008年之后，金融危机重创各国经济，全球需求的剧减导致世界贸易形势异常严峻。在这种环境下，贸易保护主义势力有所抬头，中国的主要贸易出口国开始出现提高关税、增加非关税措施、实施救济保障措施等势头。反倾销、反补贴、技术壁垒等各种手段又将重新被各贸易出口国搬上舞台，未来较长一段时间内贸易壁垒将长期存在。由此可见，各国积极推进“经济爱国主义”、贸易保护措施以抵御进口商品冲击，维护本国产业和企业利益，这将对我国服装产品出口造成障碍，从而进一步对我国服装行业的生产造成负面影响。此外美国于2011年11月对中国多家企业展开“双反”调查，2012年3月通过对中国等国家征收反补贴税的法案，中国纺织服装产品出口将进一步受到影响。

7. 未来发展

国内经济受国外金融危机影响相对较小，居民对未来预期及消费意愿逐步走强，未来行业重心将逐步转移至国内，中长期看国内消费市场将是未来行业发展的主要推动力。

中国居民收入的提高使消费能力大幅提高。按照发达国家经验，人均收入超过3,000美元消费将进入新的提升阶段。2010~2012年，中国城镇居民人均可支配收入水平获得整体提升，考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。

随着经济发展、消费升级，消费者对品牌的青睐是必然趋势，也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。当前国内市场竞争激烈，销售渠道成为较高的进入门槛。品牌和渠道处于价值链的高端，在国内纺织服装行业品牌尚处于培育阶段，但与大量加工企业相比，已体现出远超行业平均水平的盈利能力，2011年国内上市公司中品牌服装企业经营仍保持了相对较高的增长。中国品牌服装处于成长阶段，相比海外企业，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，更加适合中国现阶段消费水平及行业发展境况，规模扩张

仍是当前品牌服装企业发展的主旋律。

总体看，中国纺织服装行业已进入平稳发展期，但受竞争激烈、成本压力等不利因素影响，其发展环境仍较为严峻。预计未来纺织服装行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

锂电池及材料行业

1. 锂离子电池行业概况

锂离子电池（LithiumIonBattery，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。

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%。2012年全球锂电池行业仍实现高速增长，全球市场规模达到207亿美元，增长35.29%；中国市场产业规模达到556.8亿元，增长40.11%；2012年全球锂电池产量实现58.6亿颗，增长26.29%；中国锂电池产量实现39.2亿颗，增长31.99%。

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。

2. 产业链上游分析

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。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。

（1）正极材料

受益于锂离子电池需求量的扩大，正极材料近几年得到了很好的发展，2012年全球正极材料的销量近10万吨，而中国的正极材料销量占全球销量的近一半。正极材料是锂离子电池的重要组成部分，其性能将很大程度影响锂离子电池的性能，并且其成本占锂离子电池成本的40%左右，将直接决定锂离子电池成本的高低，因此正极材料的发展主导了锂离子电池的发展方向。目前已批量应用于锂离子电池的正极材料主要有钴酸锂、镍酸锂、锰酸锂、钴镍锰酸锂三元材料以及磷酸铁锂。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。

全球范围来看，锂电企业主要集中在日本、中国和韩国，相应的锂电正极材料的生产也主要集中在以上国家。日本和韩国的锂电正极材料企业整体技术水平和质量控制能力要优于我国多数锂电正极材料企业，在高端锂电正极材料的竞争中有一定优势。由于我国部分锂电正极材料企业近年的产品质量和一致性水平迅速提高，并且具备较大的成本优势，日本和韩国锂电企业近年开始逐步加大从我国采购锂电正极材料的力度。

除了上述锂离子电池正极材料之外，国内主要生产电池正极材料的企业有杉杉股份、当升科技等，其中杉杉股份正极材料的产量居国内首位。经过近十年的发展，国内锂电正极材料行业目前已经形成了以京津地区、长江中下游地区和华南地区三大锂电正极材料产业基地。在国际市场，锂电正极材料行业已经逐渐形成了寡头竞争的局面。在国内市场，目前仍有较多的企业在参与市场竞争，由于锂电正极材料行业技术集成度高、下游客户对产品质量要求严格等原因，一些不具备核心竞争力的企业将会逐步退出，行业内的优势企业将占据越来越多的市场份额。

（2）负极材料

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。

据高工锂电产业研究所(GBII)调研统计，2012年中国负极材料总体市场规模为20.08亿人民币，同比上升15.3%。其中，天然石墨贡献7.26亿元，人造石墨(不包含MCMB)贡献10.61亿元，中间相碳微球和钛酸锂等其它负极材料贡献2.21亿元。2012年中国负极材料出货量达到27,650吨，相比2011年净增长4,650吨，增幅达20.2%。

（3）电解液

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。2012年动力锂离子电池电解液共销售出1.25万吨，较2011年的0.62万吨翻了一番有余；而其占整个电解液市场的份额，也由2011年的20%提升到了2012年的28.34%。

在锂离子电池电解液材料市场占有率方面排行前七位的企业中，中国本土企业有4家。三菱化学(MCC)已发展成为全球最大的锂离子电池电解液材料企业，该公司2011年产销量在5,000吨左右，全球市占率高达16.23%。该公司也是目前全球范围内唯一的一家能同时生产和供应正极材料、负极材料、电解液和隔膜这4大锂离子电池关键材料的企业，考虑到锂离子电池的性能在很大程度上取决于这4大关键材料的性能整合，因此，目前三菱化学正在积极整合这几方面的业务，以求取得“1+1>2”的综合效果。

为适应全球小型锂离子电池产能向中国集中的趋势，全球电解质材料的产能也呈现出明显的向中国转移的发展趋势。三菱化学于2011年10月对外宣布，该公司继青岛雅能都化成有限公司（主要生产负极材料）后，将在中国设立第二个电池原料生产公司，新公司于2012年2月在江苏苏州的常熟成立，2012年底开始生产和销售锂离子电池电解液。这个工厂是继日本、英国、美国之后三菱化学的第四个电解液工厂。

（4）隔离膜

2012 年全球锂电池隔膜产量达到 6.54 亿平方米,比 2011 年增长 34.3%;2012 年全球锂电池隔膜产值达到 15.97 亿美元,比 2011 年增长 27.2%。产值增幅低于产量增幅的主要原因是随着锂离子电池隔膜的逐步产业化和产量的逐步增加,其单价保持着逐步下降的趋势,从而导致整个隔膜的市场规模增幅出现一定程度的下降。预计未来整个隔膜的平均单价将继续保持 3-5%的递减趋势,但是产量的快速增长仍将带动全球隔膜的市场规模保持较快的增长趋势。

由于隔膜的技术含量高并且主要技术掌握在少数企业手中,国产隔膜在产品质量上与国外公司相比还存在一定的差距。因此,中国中高端隔膜大部分被国外隔膜巨头垄断,日本东燃化学、旭化成、宇部、韩国 SK 和美国 Celgard 五家企业占据了全球市场份额的 87%,其中日本宇部隔膜产量的 70%集中在中国国内销售。中国隔膜大约 75%左右需要依靠进口,国产隔膜的市场规模大约为 6 亿元左右,并且主要集中在中低端市场。

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。

3. 产业链下游分析

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、电动汽车电源等领域。其中需求量最大的行业集中在新兴电子和新能源汽车。

(1) 新兴电子行业发展拉动对锂电池的需求

2013 年全球电子需求渐显起色,设备市场订单回暖。2013 年 1 月全球半导体产品出货额 228.2 亿美元,相比 2012 年 1 月全球半导体产品出货额 214.8 亿美元,同比上升 6.2%。随着智能手机、平板电脑以及超极本等产品的创新能力不断提升,市场需求持续扩大,电子行业也将随之快速发展。智能手机、平板电脑等新兴电子产品大部分使用聚合物锂电池;同时它们较大的能量消耗催生移动电源需求,而移动电源大部分采用圆柱电池。

(2) 新能源汽车对锂电池需求保持增长

锂电池一直以来都是新能源汽车厂商青睐的动力电池。凭借通用汽车(GM)雪佛兰沃蓝达(Volt)成为全球最畅销的电动汽车产品, LG 化学成为全球最大的动力锂离子电池企业。LG 化学的动力锂离子电池制造采用的全部是自己制造的电解液产品,日本 IIT 的统计数据显示,2012 年 LG 化学生产的动力锂离子电池电解液数量高达 2,600 吨,位居全球首位。和 LG 化学类似,中国主要的锂离子电池企业比亚迪(BYD)也拥有电解液制造技术。比亚迪向市场推出的电动汽车产品,配备的是自己制造的动力锂离子电池,而所需的电解液也全部由自己生产。2012 年比亚迪共生产了约 800 吨电解液材料产品,其中约 650 吨用于自身的动力锂离子电池制造。

根据相关报告预测,2020 年电动汽车产量将达到 1314 万辆,是 2010 年的 5.5 倍。其中,插电式混合动力汽车产量将会增长 35 倍达到 140 万辆,纯电动汽车产量将会达到 75 万辆,增长 75 倍。由于电动汽车需要的是大功率电能,在实际使用过程中,往往使用上千个电芯串联成电池组以保证能量的供应。根据相关的行业报告测算,一台纯电动汽车需要 40-50 公斤的正极材料和电解液,是单个手机电池耗用量的一万倍左右。因此电动汽车行业的兴起无疑将给国内的锂电池行业带来数十倍的需求增长。

4. 行业政策

锂离子电池材料行业作为新能源材料的一种，得到了我国政府对新能源产业政策的支持。我国政府对于新能源产业的重视始于2001年，主要内容是针对可再生能源的发电采取了税收优惠政策。2006年，加快发展新能源政策被提到了一个战略高度。2006年先后出台了《国家中长期科学和技术发展规划纲要》和《可再生能源法》，在中长期发展规划中提到，2020年我国可再生能源在能源结构中比例争取达到16%。2007年，国家出台了《能源发展“十一五”规划》。2009年1月，财政部、科技部联合发文《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》。2009年3月，国务院办公厅发文《汽车产业调整和振兴规划》，规划将电动汽车产销形成规模，改造现有生产能力，形成50万辆新能源汽车产能，新能源汽车销量占乘用车销量总量的5%左右。2012年，国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）》提出，到2015年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到50万辆；到2020年，两种汽车生产能力达200万辆、累计产销量超过500万辆。动力锂电池将迎来更大的发展机遇。

5. 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；另外一个发展方向是低成本，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。在全球性资源紧缺与环境恶化的背景下，镍镉电池慢慢被取代已成趋势。镍氢电池虽无环保问题，但有能量密度低、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，新能源汽车由于其能源清洁、无污染排放等优势从概念走向产业蓬勃发展起来，作为新能源汽车核心环节的动力电池也迎来了较好的发展机遇。目前来说，技术最为成熟的镍氢电池已经在混合动力车中得到广泛应用，但为了实现更长远和根本意义上的节能减排效力，混合动力车向纯电动车发展已成为必然趋势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为中国服装行业的第一家上市公司，20多年来，一直致力于创新和改革，率先推出“品牌战略”、“无形资产运作”、“多品牌、国际化”等先进的产业理念和实践。通过多品牌运营战略，公司积累了丰富的品牌运营经验和广泛的市场资源。

公司是国内最大的服装企业之一，具备年产杉杉品牌服装超过300万件¹，其他品牌服装超过300万件，针织品代工超过6,000万件的生产能力。

品牌服装方面，公司拥有知名品牌“杉杉”、“FIRS”、“S2CITYLIFE”等多个品牌，并通过合作方式，借用国外品牌开展多品牌合作。

¹本报告纺织服装业务产能、产量、销量实际计量单位应包括套、件、只、米、打等

在锂电池方面，公司是国内最大的锂电池材料综合供应商，具备年产锂电池正极材料 4,400 吨、正极材料前驱体 3,000 吨、负极材料 7,000 吨及电解液 3,600 吨的生产能力。公司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电池电解液及各种高纯度的有机溶剂。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，经过多年发展，公司锂电池材料方面技术已相对成熟，并与国内大型锂电池生产厂家建立了良好的合作关系。

总体看，公司服装业务规模较大，品牌有一定的知名度，通过多品牌合作积累了丰富的品牌运营经验；锂电池材料业务规模较大，技术成熟，竞争力较强。

2. 科研与技术水平

服装方面，公司从德国、日本、意大利、西班牙引进世界先进的生产设备，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。目前公司服装业务板块拥有各项专利 164 项，其涵盖服装各类款式、工艺及设备。

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，研发技术人员科研水平较高。公司锂电池材料方面具有各项专利 25 项，专利涵盖负极材料、正极材料、电解液及部分设备，经过多年技术积累，公司锂电池材料整体技术已趋于成熟，技术水平较高。

从研发投入上看，近年来公司研发支出呈增长趋势，但总体上维持在营业收入 2% 左右（见下表）。2012 年，公司锂电池材料产业积极推进新产品研发，正极材料方面主要开展高压实、高电压、高容量、高温型正极材料产品的研发；负极材料方面主要开展高容量石墨负极材料、新型负极材料，如硬碳、软碳、硅碳合金等产品的研发。

表 1 2010~2012 年公司研发费用投入情况

	2010 年	2011 年	2012 年
研发支出（万元）	5,877.86	5,657.43	7,514.38
营业收入（万元）	284,051.29	300,217.54	375,588.83
研发支出占营业收入比例（%）	2.07%	1.88%	2.00%

资料来源：公司提供

总体看，公司服装方面装备及工艺水平较高，并拥有上百项的专利技术；锂电池材料方面研发实力较强，拥有的专利技术较多，具有一定的创新能力。

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或杉杉集团工作多年，对企业的整体运营情况较为了解，且管理经验丰富。

截至 2012 年底，公司实际控制人郑永刚先生，55 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、公司董事长，现任杉杉控股董事长。公司董事长、总经理庄巍先生，47 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。

截至 2012 年底，公司本部及主要子公司共有员工 9,393 人，其中生产人员占 63.58%，销售人员占 6.53%，技术人员占 7.12%，财务人员占 3.01%，行政人员占 9.02%，其他占 10.74%；从文化程度看，公司本科及以上学历占 9.51%，大专学历占 22.50%，高中、中专及中技占 38.50%，初中及以下占 29.50%。公司整体学历水平偏低，但中高层管理人员、技术人员学历水平相对较高；从专业构成上看，以生产人员为主的员工结构符合纺织服装行业劳动密集型产业特点。

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

4. 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，董事会下设战略委员会、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，设监事会召集人 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。

2012 年，公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规的要求，结合公司的实际情况，继续完善公司的法人治理结构和内部管理制度，通过制度修订和分类评价标准的编制，有效提高了内控管理的深度化、精细化和实效性。

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

公司是控股型公司，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子公司总经理负责，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。筹资管理方面，公司总部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和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。

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，后来扩展至休闲服和衬衫领域，并积极进行服装品牌运营，与诸多知名品牌运营商开展合作经营。1999 年公司开始进入锂电池材料产业，已逐渐发展成为国内最大的锂离子电池材料综合供应商。2012 年，公司实现主营业务收入 348,143.17 万元，其中服装板块业务收入占 51.77%，锂电池材料板块业务占 48.21%，其他为少量的投资业务。

2010~2012 年，公司主营业务收入年均增长率为 11.70%，保持增长态势。从收入增长情况看，服装收入呈逐年上涨态势，年均增长率为 8.61%；锂电池材料收入呈波动增长态势，年均增长 15.32%。从毛利率情况看，2010~2012 年公司服装业务毛利率保持稳定，锂电池材料业务毛利率有所波动，但总体仍属平稳。从毛利构成上看，2012 年，公司服装业务毛利为 45,971.18 万元，占公司主营业务综合毛利的 56.87%，锂电池材料毛利为 34,800.64 万元，占公司主营业务综合毛利的 43.05%。

表 2 2010~2012 年公司主营业务收入和毛利率情况

	2010 年		2011 年		2012 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
服装	152,802.04	25.98%	169,495.27	24.92%	180,244.11	25.50%
锂电池材料	126,214.47	20.08%	115,727.81	23.02%	167,840.81	20.73%
其他					58.25	100.00%
合计	279,016.51	23.31%	285,223.08	24.15%	348,143.17	23.22%

资料来源：公司年报。

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，锂电池材料行业的迅速发展也吸引了众多企业进入，导致行业产能均出现过剩，预计未来几年，公司服装及锂电池材料产品的盈利能力仍将维持在现有水平。2013 年一季度，公司主营业务运行平稳，毛利率保持稳定。

总体看，公司主营业务保持增长，整体经营情况稳定。

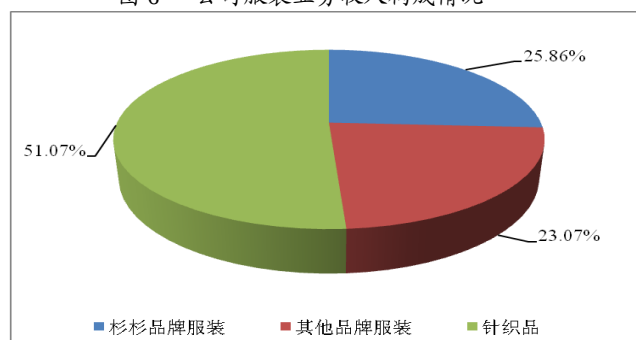
2. 业务经营

服装业务

公司是国内大型服装生产企业，经过多年发展，其所属服装业务可分为杉杉品牌业务、其他

品牌业务和针织品(OEM)业务三大板块，各板块业务收入构成情况见下图。

图 6 公司服装业务收入构成情况



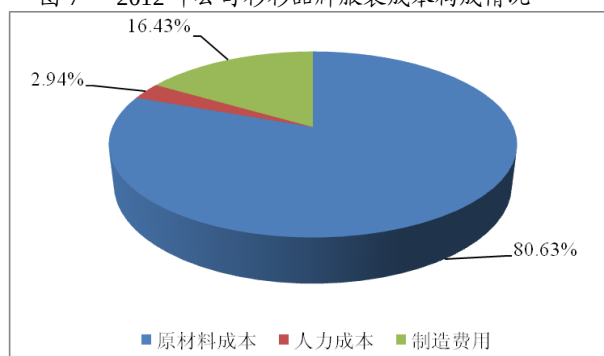
资料来源：公司年报，联合评级整理

(1) 杉杉品牌业务

杉杉品牌业务是公司原创“杉杉”品牌旗下产品所形成的业务，其主导产品以西服为主。近年来，公司结合市场情况，不断开发新品，丰富产品款式，提升品牌价值，满足市场需要。目前公司杉杉品牌服装已推出经典商务、时尚商务、商务休闲和运动休闲等四大系列，受款式增多影响，消费群体也有所扩大。目前，公司杉杉品牌服装主要由下属子公司宁波杉杉服装品牌经营有限公司（公司持股比例为 80%，以下简称“杉杉品牌公司”）负责经营。截至 2012 年底，杉杉品牌公司实现营业收入 46,889 万元，净利润 4,947 万元，均较上年略有增长。

公司杉杉品牌服装的生产成本以原材料为主，另有一定比例的人力成本和制造费用（见下图）。

图 7 2012 年公司杉杉品牌服装成本构成情况



资料来源：公司年报，联合评级整理

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价格影响较大。近年来，公司杉杉品牌服装原材料采购价格受市场价格影响有所波动，但总体原材料成本呈上升趋势。

2012 年公司实现杉杉品牌服装²产量 330.40 万件，销量 318.50 万件，分别较上年增长 4.23% 和 3.51%。2012 年公司杉杉品牌服装实现业务收入 46,617.13 万元，较上年增长 1.87%，服装平均单价略有下降。

杉杉品牌服装销售，采取直营和加盟两种方式。截至 2012 年底，公司杉杉品牌西服共有直营店 6 家，加盟店 1,097 家，加盟方式占杉杉品牌服装销售的比例较大。公司加盟方式主要是通过加盟方签订协议，由加盟方交纳一定的保证金，采取款到发货的方式，由加盟方采购服装货品买断经营，并对经营活动自负盈亏。公司实行的加盟商策略，使得服装库存达到了较低水平，避

²服装包括衣服、裤子、袜子、领带、皮带等。

免了直营专卖店的高库存风险，有助于提升经营性现金流效率。

（2）其他品牌业务

公司其他品牌业务运营的核心理念是由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。2012年，公司以宁波杉杉时尚服装品牌管理有限公司（以下简称“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，提升业绩的目的。

受经营模式转变、多品牌业务整合费用集中在当期发生以及2012年下半年公司集中处理库存产品影响，公司其他品牌业务收入和利润水平出现了不同程度的下降。2012年，公司其他品牌服装业务实现业务收入41,580.34万元，较上年同期下降2.07%，实现业务毛利15,217.51万元，较上年下降16.07%，受期间费用大幅增长影响，2012年公司其他品牌业务实现净利润-3,176万元，较上年相比降幅较大，并出现亏损。

公司其他品牌业务主要包括“Marco Azzali”、“Renoma”、“Lubiam”、“QUA”、“S2CITYLIFE”、“IORI”、“Smalto”等7个品牌的经营业务，其中“S2CITYLIFE”为公司自有品牌。

表3 2012年公司其他品牌业务子公司运营情况

合资公司	品牌	持股比例	现有店铺数
宁波杰艾希服饰有限公司	Marco Azzali	55%	45
宁波瑞诺玛服饰有限公司	Renoma	61%	32
宁波鲁彼昂姆服饰有限公司	Lubiam	60%	27
宁波酷娃服饰有限公司	QUA	65%	39
宁波杉杉摩顿服饰有限公司	S2CITYLIFE	70	135
宁波和乎梨纺织品有限公司	IORI	90%	72
宁波瑞思品牌管理有限公司	Smalto	100%	22

资料来源：公司提供（以上数据为各单体数据，合并后可能稍有误差）

2012年，公司实现其他品牌服装产量310.80万件，较上年增长11.68%，销量307.90万件，较上年增长30.19%，销量增长明显高于产量增长，主要系公司下半年加大库存货品处理所致。

目前，公司确立以品牌经营为核心，完善并探索多品牌业务发展的经营新模式，深化“多品牌、国际化”战略内涵。随着公司多品牌服装业务整合的完成，其整体盈利能力将趋于稳定。

（3）针织品（OEM）业务

2012年，公司实现针织品（OEM）业务收入92,046.64万元，业务毛利14,275.08万元，毛利率为15.51%，受业务性质影响毛利水平偏低。公司针织品代工生产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，成衣主要销往美国、欧洲和日本，主要品牌客户有“GAP”、“迪斯尼”、“阿迪达斯”、“无印良品”等。

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，一定程度上降低了人力成本，提升了经营效益。

2012年，公司实现针织品代工服装产量6,037.10万件，较上年增长6.97%，销量6,016.20万件，较上年增长8.09%，产销量平稳增长。公司代工业务采取以销定产的经营模式，产品产销率

较高，2012 年产销率为 99.65%。

总体看，公司服装业务经营规模较大，“杉杉”品牌业务发展情况良好，其他品牌业务受外部因素和当期费用增加影响，经营业绩表现不佳，OEM 业务易受市场环境影响，存在一定风险。

锂离子电池材料业务

公司锂离子电池材料业务分为正极材料（含正极前驱体）、负极材料和电解液三部分，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。

从成本构成上看，公司锂电池材料业务的生产成本主要由原材料、人工成本及制作费用构成，2012 年锂电池材料生产成本中原材料成本占 77.54%，是生产成本的主要组成部分，人工成本和制造费用分别占生产成本的 1.86%和 20.60%。目前，国内锂电池材料的原材料成本均呈快速下降趋势，而受新兴产业带动影响，锂电池下游市场需求依然旺盛，这就形成了锂电池产能、产销量快速增长，但销售均价大幅下降的局面，技术水平低、人力成本和期间费用相对较高的企业在竞争中处于劣势。原材料结算方面，公司锂电池材料业务的原材料采购主要采取银行承兑票据的方式进行结算。

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。

公司锂电池材料产品主要是根据销售合同采取汇款方式进行结算，并有部分以票据方式进行结算。从客户集中程度看，公司锂电池正极材料前五大客户占比为 19.53%，负极材料前五大客户占比为 29.71%，电解液前五大客户占比 50.50%，正极材料和负极材料集中度相对不高，电解液集中程度相对较高。

（1）锂电池正极材料及前驱体

公司生产正极材料所使用原材料主要为四氧化三钴，并有少量的镍钴锰三元前驱体和二氧化锰。目前，公司与国内主要的供应商建立了长期合作关系，采购政策为根据订单采购原料，从实际情况看基本能满足公司原料的及时供应。

近年来，公司锂电池正极材料产能保持增长，2012 年公司具备年产正极材料 4,400 吨的生产能力。从产能利用率上看，2012 年公司产能利用率达到 113.57%，较上年大幅提升，主要系市场整体成本降低，下游需求拉动所致。从产销量上看，公司锂电池材料实行以销定产的生产模式，近年来产销率一直维持在较高水平（见下表）。

表 4 公司正极材料经营情况

正极材料	2010 年	2011 年	2012 年
产能（吨）	4000.00	4000.00	4,400.00
产量（吨）	3,018.84	2,632.68	4,997.07
产能利用率	75.47%	65.82%	113.57%
销量（吨）	3,134.45	2,582.50	4,972.64
产销率	103.83%	98.09%	99.51%

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）

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，2012 年实现营业收入 72,244.89 万元，净利润 2,387.66 万元；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营业收入 25,727.24 万元，同比有所增长，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，其亏损同比有所扩大，实现净利润-3,015.57 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）锂电池负极材料

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，负极材料主要经营子公司中上海杉杉科技有限公司实现营业收入 54,249.20 万元，净利润 4,971.64 万元；宁波杉杉新材料科技有限公司实现了营业收入 22,091.60 万元，净利润 1,075.34 万元。

公司负极材料技术来源于鞍山热能研究院，经过不断的引进、消化、吸收，在原有中间相炭微球系列产品的基础上，开发了人造石墨、天然石墨、复合石墨、合金、软、硬炭等六大体系，近三十个品种，多项产品与技术获得国家级科技项目支持。公司负极材料以人造石墨为主，定位于国内高端市场。

随着公司对锂电池材料业务投资的增长，公司锂电池负极材料产能保持增长，2012 年公司具备年产锂电池负极材料 7,000 吨的生产能力。受产能扩张及下游市场需求增长影响，公司负极材料的产量保持快速增长态势。从产能利用率上看，受公司产销情况良好影响，公司的产能利用率呈逐年上升态势，2012 年公司负极材料的产能利用率为 100.86%。公司负极材料也是采取以销定产的生产模式，产销率较高（见下表）。

表 5 公司负极材料经营情况

负极材料	2010 年	2011 年	2012 年
产能（吨）	4,000.00	5,000.00	7,000.00
产量（吨）	3,481.13	4,913.64	7,060.33
产能利用率	87.03%	98.27%	100.86%
销量（吨）	3,310.01	4,732.35	6,786.32
产销率	95.08%	96.31%	96.12%

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）

（3）电解液

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，全年实现营业收入 21,407.10 万元，同比增长 12.56%，实现净利润 3,245.02 万元。

公司电解液主要包括 LD88、LD124B、LD1457、LD91、LD71、LD146BJ 等产品（见表 6），

主要原材料为六氟磷酸锂以及其他有机溶剂，新研发生产的 LC420、LC600 原材料主要为钴酸锂。

表 6 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

近年来，公司电解液的产能未发生变化，但受市场需求拉动影响，电解液的产销量均保持增长态势。2012 年公司实现电解液产量 2,896.32 吨，近三年年均增长 17.33%，实现电解液销量 2925.01 吨，近三年年均增长 22.52%，产能利用率由 2010 年的 70.13% 上升至 2012 年的 80.45%（见下表）。

表 7 公司电解液经营情况

电解液	2010 年	2011 年	2012 年
产能（吨）	3000.00	3,600.00	3,600.00
产量（吨）	2,103.90	2,495.69	2,896.32
产能利用率	70.13%	69.32%	80.45%
销量（吨）	1,948.50	2,467.68	2,925.01
产销率	92.61%	98.88%	100.99%

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）

总体看，公司锂电池材料拥有较为成熟的技术和相对完整的产品线，锂电池材料产能规模不断增长，产销量稳步提升，随着下游市场对锂电池需求的增长，公司锂电池材料业务发展空间较大。

3. 投资概况

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。目前，公司对外投资包括长期股权投资、可供出售金融资产和交易性金融资产，2012 年底余额分别为 101,910.14 万元、202,648.72 万元和 3,928.83 万元。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。

（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。

表 8 2012 年公司持有的主要金融资产情况（单位：万元）

公司简称	最初投资成本	持股比例	期末账面价值	2012 年损益	核算方法
宁波银行	18,155.00	6.21%	190,814.00	3,580.00	可供出售金融资产
浙江稠州商业银行股份有限公司	49,568.45	6.87%	77,843.21	6,689.23	权益法

资料来源：公司年报

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（深圳）有限公司，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（深圳）有限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，公司按协议向北京市大苑天地房地产开发有限公司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，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，公司投资性资产规模较大，投资业务实现收益较好，但可供出售金融资产市场价值波动以及创投业务投资回报情况仍值得关注。

4. 经营效率

2010~2012 年，公司营业收入年均增长率为 14.99%，资产总额年均增长 5.44%。2012 年公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 4.13 次、3.25 次和 0.53 次，应收账款周转率和存货周转率近三年变化不大，总资产周转率呈上升趋势，主要系公司营业收入增长较快所致。从同行业比较看，存货周转率好于服装行业平均水平，主要系公司采取加盟方式进行服装销售，直营店规模较小，服装库存较低所致；应收账款周转率处于纺织服装行业平均水平，公司服装业务应收账款规模相对较小，主要系锂电池业务给予客户一定的账期所致；公司的总资产周转率处于纺织服装行业中等偏下水平，主要系公司所属资产中长期股权投资、可供出售金融资产、交易性金融资产等投资类资产占比较大（占总资产的 40.46%），而此部分资产不能形成业务收入，进而在一定程度上降低了公司的总资产周转效率。

总体看，公司整体运营效率正常。

5. 未来发展

公司未来计划坚持以产业为基础，以投资为手段，实业经营与资本运作并举的发展战略，稳步推进现有服装业务的经营多品牌战略，做大做强锂电池材料业务，高度重视和积极提升投资业务，积极打造股份公司专业化与多元化相结合、产业发展和股权投资相互提升的服装、锂电池材料和投资等三大业务。

服装业务方面，公司计划以品牌经营为核心，大力发展“杉杉”自主核心品牌；继续推进“多品牌、国际化”战略；加快推进针织品（OEM）业务战略调整，实现产业转型升级；强化杉杉品牌建设，从产品、渠道、服务、管理以及终端形象等方面推进杉杉品牌提升。

公司计划通过品牌形象和影响力的提升拉动销售，增强企业的盈利能力，形成品牌资产与业绩同步增强的良性循环局面。在针织品（OEM）业务方面，加快针织品（OEM）业务转型升级，通过提高经营管理水平、降低成本以及提升产品档次来提高针织品（OEM）业务的经营规模和盈利能力。

高科技材料方面，公司依托目前在国内市场的领先优势，加大自主研发，继续巩固锂电池材料国内市场的领先地位，致力于打造国内第一、世界领先的锂电综合材料供应商。完善锂电池材料业务战略布局，强化各分支板块的协同效应，形成正极、负极、电解液三大业务协同发展、齐头并进的经营格局。为保持在锂电池材料业务方面的规模优势，利用技术资源，提升市场占有率，2012 年公司已投入部分资金用于正极材料 9,000 吨扩产技改项目，预计 2014 年达产，并计划在上海闵行区临港园区投建负极临港项目。在建及拟建项目完成后，公司正负极材料及电解液材料的产能将大幅增长，整体的规模竞争力将进一步增强。

总体看，公司将继续推进服装产业稳步发展，加大锂电池材料业务资金投入，扩大产能，增强锂电池材料的市场竞争力。未来随着公司锂电池材料在建及拟建项目的达产，公司产能规模将大幅增长，经营稳定性和抗风险能力有望进一步增强。

七、财务分析

公司提供的 2010 年~2012 年度合并财务报表已经立信会计师事务所审计，均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》。2010~2012 年，公司合并范围有所变化，主要是投资新设子公司以及清算撤销或股权转让个别子公司所致，合并范围整体变化不大，公司财务报表可比性较强。

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）358,031.76 万元。2012 年公司实现营业收入 375,588.83 万元，净利润 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。

截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额 769,038.85 万元，负债合计 409,013.44 万元，所有者权益（含少数股东权益）360,025.40 万元。2013 年一季度公司实现营业收入 78,552.39 万元，净利润 1,125.65 万元；经营活动产生的现金流量净额 1,630.19 万元，现金及现金等价物净增加额 -2,392.03 万元。

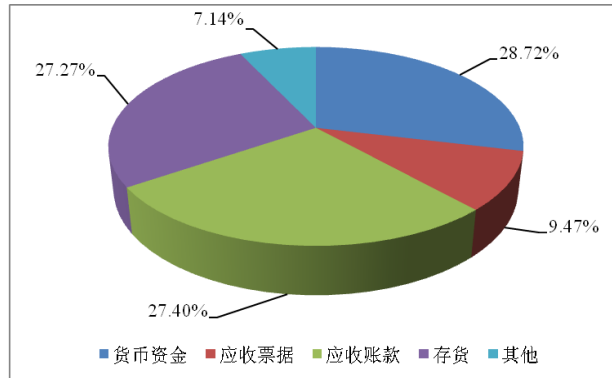
1. 资产结构

流动资产

受经营规模扩大影响，2010~2012 年公司资产总额年均增长 5.44%，2012 年底公司资产总额为 762,390.83 万元，较上年增长 14.96%。截至 2012 年底，公司资产构成中非流动资产占 57.66%，流动资产占 42.34%，公司资产以非流动资产为主。

2012 年底，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（见下图）。

图 8 公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2012 年底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影响，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，其中对 1 年以内的应收账款按 5% 计提了坏账准备。由于以往业务所形成的部分货款时间较长（5 年以上），回收可能性不大，公司对期限在 5 年以上的应收账款全额计提了坏账准备，2012 年底公司应收账款坏账准备余额为 18,204.09 万元，坏账准备计提充分。考虑到公司应收账款整体账龄相对较短，随着应收账款催缴力度的增大，公司应收账款坏账准备继续大幅增长的可能性不大。

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影响，公司存货规模较年初增长 8.06%。2012 年底公司存货账面余额为 93,316.49 万元，主要以库存商品、在产品 and 原材料为主。公司按存货成本与可变现净值孰低的原则累计计提了 5,294.25 万元的存货跌价准备。

非流动资产

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，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，受此次增加投资影响，公司长期股权投资账面金额较年初增长 7.49%，2012 年底公司长期股权投资账面金额为 101,910.14 万元。

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，公司固定资产账面价值为 90,220.47 万元，主要以房屋及建筑物和机械设备为主，

分别占固定资产账面价值的 68.47%和 28.36%。公司固定资产中房屋及建筑物成新率为 76.66%，成新率一般。

截至 2012 年底，公司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。公司无形资产以土地使用权（占 94.05%）为主，并有少量的专利技术和商标使用权。

2012 年 3 月底，公司资产总额增幅不大，资产构成中非流动资产仍然占有较大部分，且以可供出售金融资产、长期股权投资及固定资产为主。

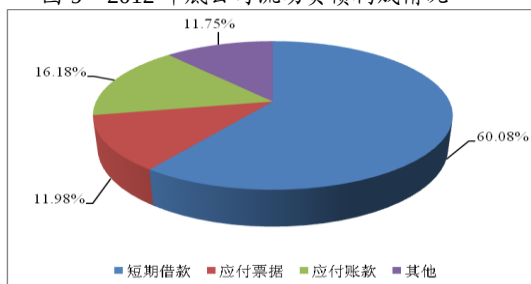
总体看，随着业务规模的扩张，公司资产规模保持适度增长。目前公司货币资金充足，以长期股权投资和可供出售金融资产为主的投资类资产占比较大，可供出售金融资产以银行类上市公司股权为主，公司整体资产质量较好。

2. 负债和所有者权益

负债

受公司经营和投资规模增长影响，2010~2012 年公司负债总额年均增长 11.95%，2012 年底公司负债总额为 404,359.07 万元，较上年增长 21.22%，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。2012 年底，公司流动负债中短期借款、应付票据、应付账款占比较大（见下图）。

图 9 2012 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

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影响，2012 年底公司应付票据账面金额为 35,033.95 万元，近三年年均增长率为 15.57%。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%，主要系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。

总体看，公司负债规模适中，债务主要集中在短期，有改善债务结构的空间。

所有者权益

2010~2012 年，公司所有者权益有所波动，主要系可供出售金融资产账面价值变动对应调整资本公积账面价值所致。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（占 12.69%）、资本公积（占 54.29%）、盈余公积（4.86%）和未分配利润（占 28.31%）为主。公司归属母公司的所有者权益中资本公积和未分配利润占比较大，所有者权益的稳定性一般。

3. 盈利能力

2010~2012 年，公司主营业务收入保持增长，年均增长率为 14.99%，主营业务毛利率保持稳定，近三年分别为 23.31%、24.15%和 23.22%。

目前，公司将对外投资作为公司重点发展的业务之一，由于投资所形成的费用计入公司期间费用内，而投资形成的收益主要体现在公司投资收益科目，因此在考核公司盈利能力时，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 9 2010 年~2012 年公司利润构成情况 单位：万元

项目	2010 年	2011 年	2012 年
营业利润	14,015.31	18,032.75	15,696.33
其中：投资收益	5,662.64	18,403.33	14,978.45
营业外净收入	1,790.06	1,519.61	2,113.65
利润总额	15,805.37	19,552.36	17,809.98
净利润	12,134.40	14,680.33	13,756.84

资料来源：公司年报

2010~2012 年，公司营业利润、利润总额及净利润均呈波动增长态势，但增幅不大，从盈利结构看，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。

从费用情况看，近年来受公司经营规模和投资规模扩大影响，公司费用规模持续增长，年均增长率为 17.38%，略高于营业收入的增长水平。2012 年公司的费用收入比为 20.86%，呈波动增长态势。考虑到公司将投资业务特别是创投业务的费用计入当期费用，而公司创投业务中大部分仍处于培育期，因此公司的费用水平仍属正常。

表 10 公司费用及费用收入比较情况 （单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	增长率
销售费用	18,297.87	21,617.44	26,399.40	20.11%
管理费用	29,719.04	35,928.11	37,740.39	12.69%
财务费用	8,840.12	12,745.79	14,192.07	26.71%
费用合计	56,857.03	70,291.34	78,331.87	17.38%
费用收入比	20.02%	23.41%	20.86%	

资料来源：公司年报

从盈利指标看，2010~2012 年公司净资产收益率、总资产报酬率均呈波动增长态势，2012 年分别为 4.00%和 4.50%，公司的整体盈利能力有所提升。从同行业比较看，公司的盈利指标仍属偏低，主要系公司服装业务为提高现金周转水平而让利于加盟商，创投业务中较多项目仍处于培养期，费用发生规模较大，但收益尚未实现所致。

总体看，公司纺织服装和锂电池材料等实体业务近年来发展稳定，投资业务获利能力较强，是公司利润主要来源，公司整体盈利能力正常。未来随着公司锂电池业务规模的增长以及投资项目的收益结转，公司的整体盈利能力有望进一步增强。

4. 现金流

受业务规模扩大影响, 2010~2012 年公司经营活动现金流入持续增长, 年均增长率为 14.34%, 与营业收入增速基本相同。近三年公司现金收入比分别为 105.69%、115.85%和 104.51%, 考虑到公司有一定规模的应收票据用于背书购买原材料, 公司实际的现金收入水平较好。2010~2012 年, 公司经营活动现金流均呈净流入状态, 分别为 7,673.04 万元、3,598.19 万元和 6,456.98 万元。

公司将投资作为重要的经营活动之一, 受此影响, 近年来公司投资规模一直保持在较大水平。2010~2012 年, 公司投资支付的现金分别为 60,735.81 万元、18,665.07 万元和 29,486.06 万元, 支出规模较大, 收回投资收到的现金分别为 27,982.58 万元、6,405.63 万元和 28,268.63 万元, 均小于当年投资支付现金规模, 加之固定资产等投资支出一直保持着较大规模, 公司 2010~2012 年公司投资活动现金流呈净流出状态。

为满足经营和投资业务需要, 公司筹资活动保持较大规模。2010~2012 年, 公司筹资活动现金流净额分别为 38,573.34 万元、39,586.02 万元和 9,852.98 万元。公司短期借款规模较大, 受短期借款到期偿付及新增短期借款影响, 公司取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金规模较大。

总体看, 公司经营活动现金流入规模大, 收入实现质量较高; 近年来, 公司投资支出规模较大, 目前公司经营活动产生的现金流量净额尚不能够满足投资需求, 仍有较大的外部融资需求。

5. 偿债能力

公司负债水平适中, 但以短期债务为主的债务结构有改善空间。2012 年, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.04%、43.01%和 14.25%。

截至 2012 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 1.10 和 0.80, 指标水平正常, 经营现金流动负债比为 2.21, 处于正常水平, 考虑到公司货币资金规模较大, 持有的金融资产变现能力较强等因素, 公司短期支付压力不大, 短期偿债能力仍属较强。

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。2012 年, 公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 3.11 和 0.16, 对利息的保障能力正常, 对全部债务的保障程度较低。考虑到公司货币资金充足, 持有的股权类资产质地优良, 金融资产变现能力较强, 整体看, 公司的偿债能力较强。

截至 2013 年 3 月 31 日, 发行人获得主要贷款银行的授信额度为 372,800.00 万元, 其中未使用授信额度为 190,339.00 万元, 作为上市公司, 公司直接融资渠道畅通。

截至 2013 年 3 月底, 公司无对外担保。

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2012年底, 公司债务总额为270,190.71万元。公司本期拟发行公司债额度为80,000.00万元, 相对于目前公司债务规模, 本期债券发债额度适中, 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, 故公司整体债务规模虽有所上升, 但债务结构将得到优化。

以2012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28.04%、49.45%和57.50%, 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。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2012 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 80,000.00 万元公司债的保护倍数分别为 0.56 倍、5.08 倍和 0.08 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。

考虑到公司锂电池材料生产规模持续扩大，未来规模竞争力将进一步增强，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，对本期债券偿还能力有望进一步增强。综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、经营财务状况等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

九、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，在生产规模、产品系列、技术水平、品牌影响力等方面具备较强的优势。

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，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。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期拟发行的不超过 8 亿元公司债券到期不能偿还的风险很低。

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

资产	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	74,136.40	91,354.84	92,711.62	11.83	87,404.86
交易性金融资产	2,452.30	1,549.13	3,928.83	26.57	2,713.56
应收票据	32,273.35	23,177.51	30,578.63	-2.66	25,338.18
应收账款	56,300.91	60,231.82	88,449.11	25.34	101,810.67
预付款项	10,150.64	15,631.61	14,607.58	19.96	14,529.15
应收利息					
应收股利					
其他应收款	3,933.65	6,360.09	4,524.57	7.25	4,621.93
存货	65,891.69	81,458.83	88,022.24	15.58	91,186.89
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	322,822.58	14.76	327,605.24
非流动资产：					
可供出售金融资产	224,671.84	175,163.70	202,648.72	-5.03	198,273.41
持有至到期投资					
长期应收款	0.00	0.00	0.00	--	2,038.17
长期股权投资	78,088.71	94,810.98	101,910.14	14.24	106,150.67
投资性房地产					
固定资产	111,791.79	89,780.39	90,220.47	-10.16	89,005.86
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	3,239.04	4,046.99	14,764.40	113.50	15,698.65
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	18,133.33	16,359.85	27,163.92	22.39	27,044.91
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	1,216.64	1,561.75	1,034.08	-7.81	1,260.00
递延所得税资产	3,188.09	1,606.85	1,826.51	-24.31	1,961.92
其他非流动资产	283.80	70.95	0.00	-100.00	0.00
非流动资产合计	440,613.24	383,401.45	439,568.25	-0.12	441,433.60
资产总计	685,752.18	663,165.27	762,390.83	5.44	769,038.85

附件 1-2 宁波杉杉股份有限公司
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	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	101,367.93	135,461.24	175,635.80	31.63	173,272.20
交易性金融负债					
应付票据	26,228.98	25,114.96	35,033.95	15.57	29,869.61
应付账款	38,990.84	43,367.39	47,297.23	10.14	60,287.93
预收款项	14,049.10	7,125.25	10,502.82	-13.54	9,881.50
应付职工薪酬	2,859.10	4,151.60	3,033.38	3.00	2,779.11
应交税费	2,550.71	775.23	3,179.03	11.64	2,416.93
应付利息	2,682.00	2,682.00	2,682.00	0.00	0.00
应付股利	559.10	928.22	319.11	-24.45	319.11
其他应付款	16,809.10	11,221.91	14,639.96	-6.68	18,756.91
一年内到期的非流动负债	0.00	2,000.00	0.00	--	0.00
其他流动负债					
流动负债合计	206,096.87	232,827.80	292,323.28	19.10	297,583.30
非流动负债：					
长期借款	2,000.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
应付债券	59,295.54	59,408.25	59,520.96	0.19	59,549.14
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债	53,218.08	38,695.35	44,681.64	-8.37	44,123.78
其他非流动负债	2,024.17	2,632.96	7,833.19	96.72	7,757.21
非流动负债合计	116,537.79	100,736.56	112,035.79	-1.95	111,430.14
负债合计	322,634.66	333,564.36	404,359.07	11.95	409,013.44
所有者权益：					
股本	41,085.82	41,085.82	41,085.82	0.00	41,085.82
资本公积	204,940.40	155,174.43	175,767.02	-7.39	174,134.21
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	10,934.58	15,552.18	15,729.26	19.94	15,729.26
未分配利润	71,241.87	78,590.18	91,671.59	13.44	93,239.29
外币报表折算差额	-332.30	-466.41	-470.13	18.95	-472.59
归属于母公司所有者权益合计	327,870.38	289,936.21	323,783.57	-0.63	323,715.99
少数股东权益	35,247.14	39,664.70	34,248.19	-1.43	36,309.41
所有者权益合计	363,117.52	329,600.91	358,031.76	-0.70	360,025.40
负债和所有者权益总计	685,752.18	663,165.27	762,390.83	5.44	769,038.85

附件 2 宁波杉杉股份有限公司 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1-3 月
一、营业收入	284,051.29	300,217.54	375,588.83	14.99	78,552.39
减: 营业成本	215,671.54	226,872.71	290,100.85	15.98	59,331.32
营业税金及附加	1,225.68	1,587.58	1,762.26	19.91	457.39
销售费用	18,297.87	21,617.44	26,399.40	20.11	6,022.44
管理费用	29,719.04	35,928.11	37,740.39	12.69	9,704.00
财务费用	8,840.12	12,745.79	14,192.07	26.71	3,628.69
资产减值损失	2,568.52	301.66	4,929.04	38.53	371.85
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	624.15	-1,534.83	253.08	-36.32	-138.50
投资收益 (损失以“—”号填列)	5,662.64	18,403.33	14,978.45	62.64	2,553.34
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	1,296.62	6,058.29	6,502.75	123.95	2,740.53
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	15,696.33	5.83	1,451.55
加: 营业外收入	2,108.52	2,249.44	2,599.67	11.04	421.51
减: 营业外支出	318.47	729.83	486.02	23.54	99.15
其中: 非流动资产处置损失	82.83	196.90	107.35	13.84	7.31
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	15,805.37	19,552.36	17,809.98	6.15	1,773.90
减: 所得税费用	3,670.96	4,872.03	4,053.14	5.08	648.25
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	12,134.40	14,680.33	13,756.84	6.48	1,125.65

附件 3 宁波杉杉股份有限公司

公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	300,225.46	347,802.37	392,521.69	14.34	83,085.37
收到的税费返还	9,172.81	5,882.04	7,673.44	-8.54	1,762.25
收到其他与经营活动有关的现金	4,089.74	5,135.75	5,960.49	20.72	2,801.59
经营活动现金流入小计	313,488.01	358,820.16	406,155.63	13.82	87,649.21
购买商品、接受劳务支付的现金	230,678.79	269,289.29	295,989.86	13.28	56,626.51
支付给职工以及为职工支付的现金	31,879.69	37,815.99	44,720.79	18.44	11,887.79
支付的各项税费	14,990.78	18,129.60	19,557.24	14.22	6,235.09
支付其他与经营活动有关的现金	28,265.72	29,987.09	39,430.75	18.11	11,269.63
经营活动现金流出小计	305,814.97	355,221.97	399,698.64	14.32	86,019.02
经营活动产生的现金流量净额	7,673.04	3,598.19	6,456.98	-8.27	1,630.19
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	28,268.63	0.51	6,272.83
取得投资收益收到的现金	4,077.70	3,902.49	6,055.15	21.86	20.56
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	262.36	-56.51	1.81
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	1,150.46	0.00	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	2,620.00	0.00	--	0.00
投资活动现金流入小计	33,447.63	14,189.57	34,586.15	1.69	6,295.20
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	28,156.55	12.02	3,047.27
投资支付的现金	60,735.81	18,665.07	29,486.06	-30.32	4,721.29
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	4,409.49	3,567.87	11.50	-94.89	0.00
投资活动现金流出小计	87,584.55	36,692.65	57,654.12	-18.87	7,768.56
投资活动产生的现金流量净额	-54,136.92	-22,503.08	-23,067.97	-34.72	-1,473.36
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	0.00	-100.00	3,000.00
发行债券所收到的现金	59,291.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得借款收到的现金	125,487.23	161,646.66	231,032.42	35.69	28,505.53
收到其他与筹资活动有关的现金	3,630.35	5,875.84	5,647.64	24.73	2,914.73
筹资活动现金流入小计	189,009.78	173,575.49	236,680.06	11.90	34,420.25
偿还债务支付的现金	134,736.61	118,573.54	202,102.19	22.47	30,093.88
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,743.53	15,415.93	16,757.98	24.89	6,719.83
支付其他与筹资活动有关的现金	4,956.29	0.00	7,966.91	26.78	0.00
筹资活动现金流出小计	150,436.44	133,989.47	226,827.08	22.79	36,813.71
筹资活动产生的现金流量净额	38,573.34	39,586.02	9,852.98	-49.46	-2,393.46
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-280.31	-349.94	-40.94	-61.78	-155.40
五、现金及现金等价物净增加额	-8,170.85	20,331.19	-6,798.95	-8.78	-2,392.03
加: 期初现金及现金等价物余额	65,991.24	57,820.40	78,151.58	8.82	71,352.64
六、期末现金及现金等价物余额	57,820.40	78,151.58	71,352.64	11.09	68,960.60

附件 4 宁波杉杉股份有限公司 公司现金流量表补充

(单位: 人民币万元)

补充资料	2010 年	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	12,134.40	14,680.33	13,756.84	6.48
加: 资产减值准备	2,568.52	301.66	4,929.04	38.53
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	10,339.39	4.27
无形资产摊销	749.31	1,029.15	751.25	0.13
长期待摊费用摊销	498.49	813.82	1,400.42	67.61
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	-46.70	-63.81
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)	-624.15	1,534.83	-253.08	-36.32
财务费用(收益以“-”号填列)	8,160.19	12,247.76	14,295.17	32.36
投资损失(收益以“-”号填列)	-5,662.64	-18,403.33	-14,978.45	62.64
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-101.74	1,581.24	-219.66	46.93
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-128.34	-128.34	-908.06	166.00
存货的减少(增加以“-”号填列)	-22,236.16	-17,917.54	-7,987.19	-40.07
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-15,734.72	-7,567.36	-30,345.04	38.87
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	18,928.84	4,298.11	16,026.95	-7.98
其他	-32.11	561.71	-303.91	207.62
经营活动产生的现金流量净额	7,673.04	3,598.19	6,456.98	-8.27
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	71,352.64	11.09
减: 现金的期初余额	65,991.24	57,820.40	78,151.58	8.82
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	-6,798.95	-8.78

附件 5 宁波杉杉股份有限公司

主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年
经营效率			
应收账款周转次数（次）	4.43	4.13	4.13
存货周转次数（次）	3.37	2.91	3.25
总资产周转次数（次）	0.43	0.45	0.53
盈利能力			
总资本收益率（%）	3.76	4.85	4.76
总资产报酬率（%）	3.56	4.68	4.50
净资产收益率（%）	3.25	4.24	4.00
主营业务毛利率（%）	23.31	24.15	23.22
营业利润率（%）	23.64	23.90	22.29
费用收入比（%）	20.02	23.41	20.86
财务构成			
资产负债率（%）	47.05	50.30	53.04
全部债务资本化比率（%）	34.22	40.03	43.01
长期债务资本化比率（%）	14.44	15.27	14.25
偿债能力			
EBITDA 利息倍数	4.36	3.62	3.11
EBITDA 全部债务比	0.18	0.20	0.16
经营现金债务保护倍数	0.04	0.02	0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.25	-0.09	-0.06
流动比率	1.19	1.20	1.10
速动比率	0.87	0.85	0.80
现金短期债务比	0.85	0.72	0.60
经营现金流动负债比率	3.72	1.55	2.21
经营现金利息偿还能力	0.97	0.30	0.45
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-5.87	-1.56	-1.16

附件 6 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

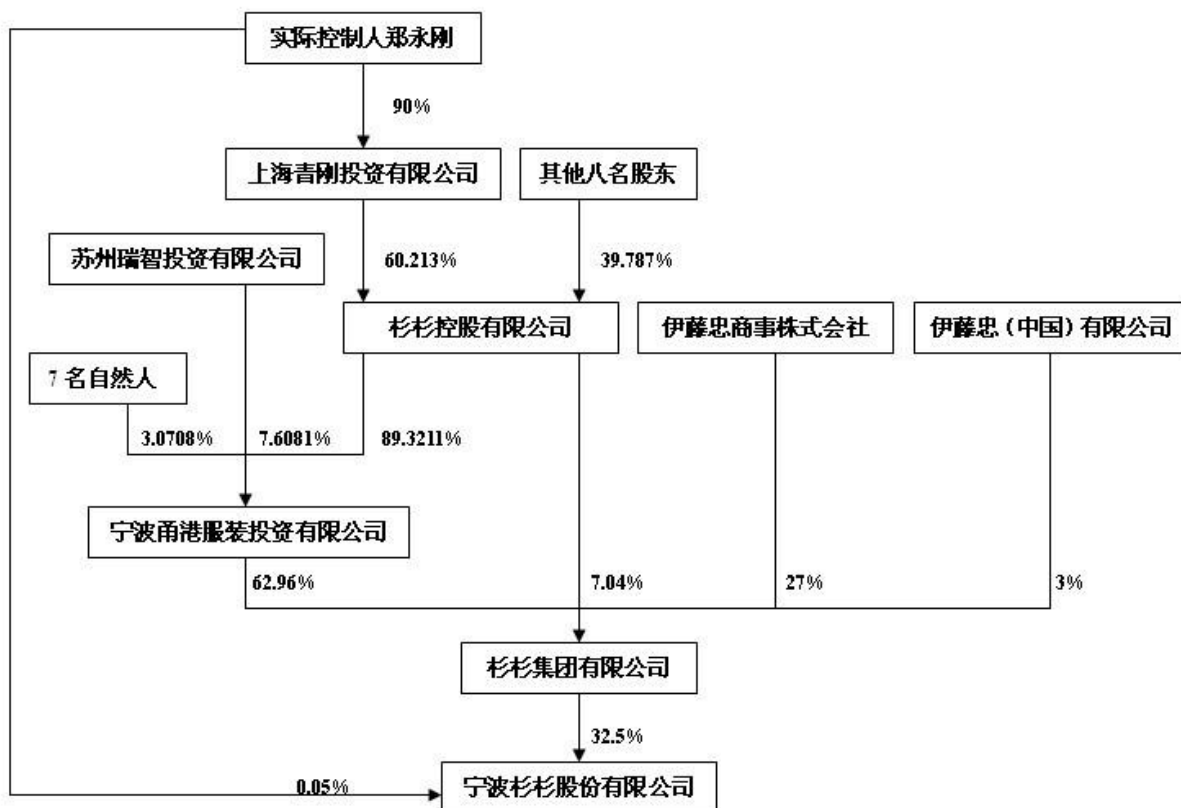
短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

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 7 宁波杉杉股份有限公司 股权结构图



附件 8 截至 2012 年底公司全部控股子公司情况

序号	子公司全称	经营范围	持股比例(%)
1	宁波杉杉衬衫有限公司	服装	55
2	上海杉杉服装有限公司	服装	100
3	宁波源兴贸易有限公司	服装	100
4	宁波杰艾希服装有限公司	服装	55
5	宁波杉杉通达贸易有限公司	服装	100
6	上海杉杉休闲服饰有限公司	服装	100
7	上海杉杉新材料研究院有限责任公司	材料	100
8	宁波雅善服装有限公司	服装	100
9	上海菲荷服饰有限公司	服装	90
10	宁波新明达针织有限公司	针织	50
11	上海纳菲服饰有限公司	服装	90
12	宁波杉杉新材料科技有限公司	材料	100
13	湖南杉杉户田新材料有限公司	材料	75
14	宁波瑞诺玛服饰有限公司	服装	61
15	东莞市杉杉电池材料有限公司	材料	100
16	宁波杉杉博莱进出口有限公司	进出	100
17	宁波鲁彼昂姆服饰有限公司	服装	60
18	宁波杉杉摩顿服装有限公司	服装	70
19	长沙杉杉动力电池有限公司	材料	82
20	宁波玛珂威尔服饰有限公司	服装	55
21	宁波杉杉创业投资有限公司	投资	100
22	宁波酷娃服饰有限公司	服装	65
23	宁波瑞思品牌管理有限公司	服装	100
24	上海杉杉硕能复合材料有限公司	新材料	90
25	郴州杉杉新材料有限公司	新材料	100
26	宁波杉杉时尚服装品牌管理有限公司	投资	100
27	宁波杉杉新能源技术发展有限公司	投资	100
28	香港杉杉资源有限公司	投资	100
29	宁波和乎梨纺织品有限公司	服装	90
30	北京杉杉创业投资有限公司	投资	100
31	北京杉杉医疗科技发展有限公司	咨询	100
32	上海杉杉创晖创业投资管理有限公司	投资	100
33	东莞市高杉化学制品有限公司	材料	75
34	宁波杉杉服装品牌经营有限公司	服装	80
35	宁波航天杉杉电动汽车技术发展有限公司	研发	100
36	上海杉杉新能源科技有限公司	材料	100
37	上海海盟服装有限公司	服装	60
38	中国雅尚投资有限公司	投资	100
39	上海明芳服饰有限公司	服装	91
40	湖南海纳新材料有限公司	新材料	67
41	富银融资租赁（深圳）有限公司	租赁	70
42	上海杉杉科技有限公司	材料	100

注：1、宁波新明达针织有限公司下属另有杉杉（芜湖）服饰有限公司、新明达（柬埔寨）有限公司、杉杉（阜南）服饰有限公司、芜湖杉杉新明达进出口有限公司、宁波杉杉实业发展有限公司、杉杉（亳州）服饰有限公司六家子公司控股子（孙）公司，以其合并后会计报表纳入本公司的合并范围。

2、上海明芳服饰有限公司下属另有宁波明达针织有限公司、宁波大榭开发区恒祥针织有限公司、宁波高新区明达水洗有限公司、宁波伟安制衣有限公司、宁波明达针织品进出口有限公司、上海杉杉新明达实业有限公司、马鞍山杉杉新明达服装有限公司七家控股子（孙）公司，以其合并后会计报表纳入本公司的合并范围。

附件 9 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 2013 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两个月内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。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站（www.lianhecreditrating.com.cn）、上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）和巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）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。

