

杉杉集团有限公司

2018 年度第一期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2017)010708】

评级对象: 杉杉集团有限公司 2018 年度第一期中期票据(本期中票)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺(未安排增级)

评级时间: 2017 年 8 月 17 日

注册额度: 10 亿元

本期发行: 5 亿元

存续期限: 3 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还各类信用债券及信托产品等各类金融机构借款

偿还方式: 每年付息一次,到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	26.47	21.13	14.93	13.08
刚性债务	87.53	89.98	84.38	101.13
所有者权益	16.81	19.26	22.27	22.73
经营性现金净流入量	9.95	0.68	2.20	2.57
合并数据及指标:				
总资产	256.21	284.90	352.14	380.12
总负债	156.18	173.04	202.73	220.40
刚性债务	125.45	140.56	159.11	179.46
所有者权益	100.03	111.86	149.41	159.71
营业收入	170.58	165.50	160.67	41.44
净利润	6.93	10.64	8.58	1.48
经营性现金净流入量	11.97	12.82	2.79	-0.62
EBITDA	17.32	20.91	21.33	—
资产负债率[%]	60.96	60.74	57.57	57.98
权益资本与刚性债务比率[%]	79.73	79.58	93.91	89.00
流动比率[%]	121.18	107.27	121.22	112.05
现金比率[%]	43.20	58.51	73.61	56.02
利息保障倍数[倍]	2.03	2.47	2.67	—
净资产收益率[%]	7.48	10.04	6.57	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.44	7.79	1.48	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.35	1.68	-17.79	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.21	2.65	3.02	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.16	0.14	—

注:根据杉杉集团经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com

黄梦蛟 hmj@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

➤ 主要优势/机遇:

- **多元化的产业格局已基本成形。**经过多年的发展,杉杉集团逐步形成以服装、科技、城市综合体、贸易以及投资五大业务板块为主的多元化产业格局,且服装业务和锂电池材料业务规模优势和品牌效应较明显,在国内有一定的市场竞争力;奥特莱斯业务运营成熟,收入及盈利保持增长。
- **资本实力不断增强。**杉杉集团下属子公司杉杉股份已于 2016 年 2 月完成定向增发,募集资金净额 34.28 亿元,公司资本实力得到增强。
- **财务弹性较强。**杉杉集团可变现金融资产较多,能对债务偿还起到一定的支撑作用;公司拥有 A 股上市公司杉杉股份,子公司富银融资租赁也已于 2017 年 5 月在香港联交所创业板上市,加之杉杉品牌 H 股上市申请已于 2016 年 11 月获得证监会核准,公司融资渠道不断拓宽,整体财务弹性较强。
- **战略投资者的支持。**作为外资战略投资者,伊藤忠商社凭借其先进的投资、管理经验和在国际市场较强的资源整合能力,能在投资、管理和业务经营等方面为杉杉集团提供一定支持。
- **持续获得政府支持。**杉杉集团控股股东杉杉控股是国务院确定的重点支持的大型企业集团之一,公司作为杉杉控股成熟业务的主要载体,可在政府税收和研发项目等方面享有优惠政策,且每年可获得一定金额的政府补助。

➤ 主要风险/关注:

- **行业竞争激烈,面临一定的经营压力。**杉杉集团主业涉及服装、科技、贸易、城市综合体、商业零售及投资等多个行业,行业跨度大,且相关行业竞争激烈,公司面临一定的管控压力

和经营压力。

- **金融资产价值易受金融市场波动影响。**杉杉集团持有的金融资产规模较大，相关资产价值易受金融市场波动的影响。
- **投资风险。**杉杉集团对新能源汽车及奥特莱斯等业务投资规模较大，部分项目尚处于建设期，后续仍存在大额资金需求，且未来收益易受市场环境及行业政策影响，存在一定不确定性。
- **刚性债务增加，即期偿付压力较大。**近年来杉杉集团的刚性债务呈增长态势，且公司债务期限结构偏短期化，即期偿付压力较大，需持续关注流动性风险。
- **关联方信用质量对公司业务运营影响较大。**杉杉集团关联方占款及对关联方担保额度较大，存在一定的资金回收风险及代偿风险，需持续关注相关关联企业信用质量变化的情况。
- **实际控制人所持有其他股权投资风险。**杉杉集团实际控制人在公司合并范围外有较大规模的股权投资，需持续关注相关股权投资的经营情况，及其可能给公司信用质量带来的影响。

➤ 未来展望

通过对杉杉集团及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中票还本付息安全性很强，并给予本期中票 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《工商企业信用评级方法概论》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中票存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

杉杉集团有限公司

2018 年度第一期中期票据

信用评级报告

一、公司概况

该公司成立于 1994 年，原注册资本 0.54 亿元，由宁波市鄞州区甬港职工保障基金协会、宁波市鄞州鸿发实业有限公司分别持股 62.96%、37.04%。2002 年 11 月经股东同比例增资，公司注册资本增至 2.16 亿元，后经 2005 年 5 月及 2007 年 3 月两次股权转让，公司股东变更为宁波甬港服装投资有限公司（简称“甬港投资”）、杉杉投资控股有限公司（简称“杉杉控股”）。为引入战略投资者，2009 年杉杉控股将其持有的 25.00% 的股权转让给日本伊藤忠商事株式会社（简称“伊藤忠商社”），3.00% 的股权转让给伊藤忠商社下属伊藤忠（中国）有限公司（简称“伊藤忠中国”），公司变更为中外合资企业。2012 年 7 月杉杉控股将持有的 2.00% 的股权转让给伊藤忠商社。2015 年 12 月伊藤忠商社将其持有的 10.10% 股权转让给杉杉控股。2017 年 3 月甬港投资将其持有的 50% 股权转让给杉杉控股。截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 2.16 亿元，控股股东为杉杉控股，其直接持股比例为 67.14%，间接持股比例为 12.56%，最终控制人为自然人郑永刚。

目前，该公司主营业务主要涉及服装制造与销售、锂电池材料产销、太阳能产品组件产销、新能源汽车及其组件的研发和产销、贸易、投资、城市综合体及奥特莱斯的建设和运营等领域。公司自有服装品牌具有较高的品牌认知度；锂电池材料业务起步较早，市场占有率在国内市场持续处于领先地位。

二、本期债项概况

（一）债项概况

经该公司董事会决议通过，公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行总额不超过 10.00 亿元人民币中期票据。本期中票拟发行额度为 5.00 亿元，期限为 3 年。公司拟将募集资金用于偿还各类信用债

券及信托产品等各类金融机构借款。

图表 1. 拟发行的本期中票概况

中期票据名称:	杉杉集团有限公司 2018 年度第一期中期票据
注册额度:	10 亿元人民币
本期发行规模:	5 亿元人民币
中期票据期限:	3 年
定价方式:	按面值发行
增级安排:	无

资料来源: 杉杉集团

截至 2017 年 7 月末, 该公司累计已发行 39 支债券, 其中 29 支已到期兑付, 尚余 10 支未到期债券, 待偿还本金余额为 64.10 亿元。

图表 2. 截至 2017 年 7 月末公司各类债券发行兑付概况 (单位: 亿元, %)

债项名称	发行 金额	余额	期限	发行 利率	到期日期	注册时间	注册 额度	本息兑 付情况
10 杉杉债	6.00	-	7 年	5.96	2017 年 3 月 26 日	2009 年 9 月 30 日	6.00	已兑付
11 杉杉 MTN1	10.00	-	5 年	6.18	2016 年 3 月 23 日	2011 年 3 月 7 日	18.00	已兑付
11 杉杉 MTN2	8.00	-	5 年	6.24	2016 年 6 月 20 日			已兑付
13 杉杉 CP001	20.00	-	1 年	5.20	2014 年 1 月 18 日	2012 年 11 月 19 日	20.00	已兑付
14 杉杉 CP001	20.00	-	1 年	6.98	2015 年 4 月 22 日			已兑付
12 杉杉 MTN1	5.60	5.60	5 年	6.70	2017 年 12 月 5 日	2012 年 11 月 19 日	5.60	未到期
13 杉杉 PPN001	5.00	-	1 年	5.80	2014 年 3 月 13 日	2012 年 12 月 19 日	10.00	已兑付
14 杉杉 PPN001	5.00	-	180 天	7.20	2014 年 9 月 8 日			已兑付
14 杉杉 PPN004	5.00	-	1 年	6.70	2015 年 11 月 17 日	2013 年 7 月 29 日	10.00	已兑付
13 杉杉 PPN002	5.00	-	1 年	6.65	2014 年 11 月 11 日			已兑付
14 杉杉 PPN005	5.00	-	1 年	6.70	2015 年 11 月 18 日	2013 年 9 月 27 日	9.00	已兑付
13 杉杉债	7.50	7.50	5 年	7.50	2019 年 3 月 7 日	2013 年 9 月 26 日	8.00	未到期
13 杉杉 CP002	5.00	-	1 年	6.40	2014 年 10 月 30 日	2013 年 9 月 27 日	9.00	已兑付
15 杉杉 CP001	9.00	-	1 年	4.14	2016 年 8 月 25 日			已兑付
14 杉杉 CP002	4.00	-	1 年	6.80	2015 年 5 月 22 日	2013 年 11 月 19 日	10.00	已兑付
14 杉杉 PPN002	2.00	-	1 年	6.90	2015 年 6 月 12 日			已兑付
14 杉杉 PPN003	1.50	-	1 年	6.80	2015 年 11 月 14 日	2014 年 11 月 17 日	30.00	已兑付
14 杉杉 PPN006	2.40	-	92 天	6.40	2015 年 2 月 28 日			已兑付
15 杉杉 SCP004	5.00	-	270 天	3.95	2016 年 7 月 15 日	2014 年 11 月 17 日	30.00	已兑付
15 杉杉 SCP005	5.00	-	270 天	3.90	2016 年 8 月 1 日			已兑付
14 杉杉 SCP001	6.00	-	270 天	5.35	2015 年 8 月 23 日			已兑付
15 杉杉 SCP001	2.00	-	180 天	5.78	2015 年 8 月 12 日			已兑付
15 杉杉 SCP002	5.00	-	270 天	4.29	2016 年 5 月 13 日			已兑付
15 杉杉 SCP003	5.00	-	270 天	3.99	2016 年 6 月 17 日			已兑付
16 杉杉 SCP001	5.00	-	270 天	3.59	2017 年 4 月 11 日			已兑付
16 杉杉 SCP002	5.00	-	270 天	3.50	2017 年 4 月 25 日			已兑付
16 杉杉 SCP003	10.00	-	270 天	3.58	2017 年 5 月 6 日	2015 年 9 月 25 日	5.00	已兑付
16 杉杉 SCP004	10.00	-	270 天	3.85	2017 年 5 月 23 日			已兑付
15 杉杉集 PPN001	5.00	-	1 年	4.00	2016 年 10 月 30 日	2015 年 9 月 25 日	5.00	已兑付

债项名称	发行金额	余额	期限	发行利率	到期日期	注册时间	注册额度	本息兑付情况
16 杉杉 CP001	5.00	-	1 年	4.30	2017 年 6 月 3 日	2016 年 3 月 31 日	10.00	已兑付
16 杉杉 CP002	5.00	-	1 年	4.00	2017 年 7 月 12 日			已兑付
16 杉杉集 MTN001	10.00	10.00	3 年	5.80	2019 年 6 月 2 日	2016 年 4 月 29 日	10.00	未到期
17 杉杉 CP001	5.00	5.00	1 年	4.60	2018 年 3 月 17 日	2016 年 11 月 2 日	10.00	未到期
17 杉杉 CP002	4.00	4.00	1 年	5.21	2018 年 4 月 20 日			未到期
17 杉杉 SCP001	10.00	10.00	270 天	5.30	2018 年 1 月 27 日	2017 年 2 月 14 日	40.00	未到期
17 杉杉 SCP002	10.00	10.00	270 天	5.35	2018 年 2 月 11 日			未到期
17 杉杉 SCP003	4.00	4.00	270 天	5.35	2018 年 3 月 17 日			未到期
17 杉杉 SCP004	4.00	4.00	270 天	4.95	2018 年 4 月 9 日			未到期
17 杉杉 SCP005	4.00	4.00	270 天	4.95	2018 年 4 月 23 日			未到期

资料来源：中国债券信息网

（二）募集资金用途

该公司拟将本期债券募集资金用于偿还各类信用债券及信托产品等各类金融机构借款。

三、宏观经济和政策环境

2017 年第一季度，全球经济继续复苏，但各经济体表现不一，地缘政治因素成为影响全球经济增长的重大不确定性因素。在发达经济体中，美国经济继续回升，欧盟大部分成员国和日本经济缓慢复苏，其中德国经济复苏表现强劲。在新兴经济体中，印度经济保持中高速增长，俄罗斯经济正在逐步摆脱经济负增长状态，巴西经济亦在朝复苏迈进，南非经济仍低速增长。同时，美国新任总统的经济政策、英国脱欧、欧洲大选、叙利亚问题和朝鲜半岛问题等因素或对全球经济增长造成重大不确定性影响。

2017 年第一季度，在内外需求回暖带动下，我国经济增长超预期，整体表现出稳中向好态势。物价水平呈温和上涨，就业规模扩大；居民收入稳步增长，为消费增长提供稳定前提；制造业投资增速继续上升，民间投资回暖，基建投资仍处高位，地方投资热情较高，房地产开发投资增速继续上行；进出口贸易继续好转，净出口对 GDP 增长贡献率扭负为正。在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧结构性改革的推动下，传统强周期性、产能过剩行业利润快速回升，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用明显，工业总体向好。房地产调控“因城施策”，从供给侧及需求侧两方面同时出发，抑泡沫和去库存并行，可有效控制热点城市房地产市场的过热势头和推动三四线城市去库存。

“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略和自贸区建设等持续推进，区域和省市经济建设提速，区域协同发展效应逐步显现。

2017 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策。在财政政策方面，我国财政赤字率维持 3%，财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和地方政府债务置换，加强地方政府债务管理，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，我国地方政府债务风险总体上仍然可控。货币政策方面，为更好地平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，我国央行实行稳健中性的货币政策。在坚决按照“把防控金融风险放到更加重要的位置”的总体要求下，严守不发生系统性风险底线，监管机构的监管力度持续加强，对防范市场突出风险具有积极意义，有利于经济稳定和健康发展。

我国对外开放水平持续提高，“一带一路”建设深入推进，有利于我国企业“走出去”，有利于发挥我国对全球经济发展的促进作用。在人民币纳入 SDR 货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产配置需求不断提升、国际地位继续增强、资本项目可兑换进程持续推进，人民币兑美元汇率短期内受美联储加息和资本外流影响面临一定的贬值压力，但是人民币不存在长期贬值的基础，人民币兑美元汇率将在合理区间运行。

2017 年是实施“十三五”规划的重要一年，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展和城镇化的发展，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长态势。同时，在国际经济、金融仍面临较大不确定性因素的外部环境下，在我国经济增长驱动力转变、产业结构优化升级的过程中，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

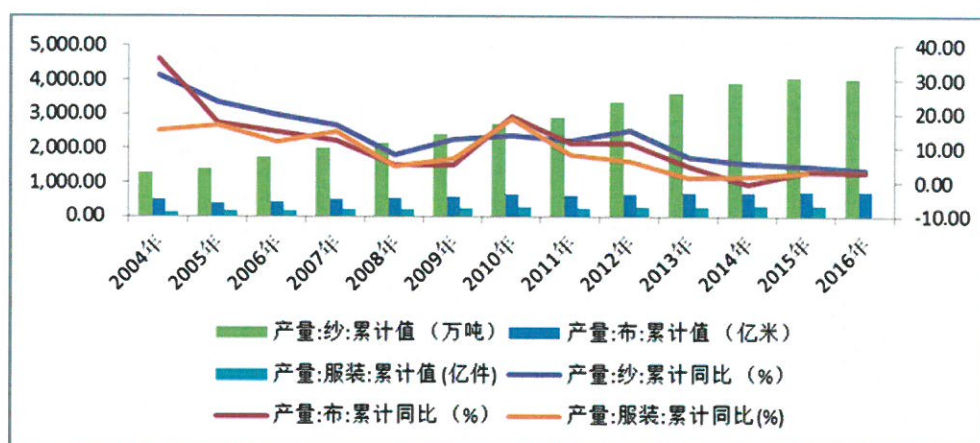
1. 服装行业

近年来受宏观经济下行、终端需求不振及劳动力成本上涨的不利影响，我国纺织服装行业产销增速放缓，持续处于低盈利状态，纺织服装企业进入转型调整期，小型企业出现减产或停产。2017 年第一季度行

业出口有所起色，企业经营业绩有所好转，但整体需求低迷的市场环境仍未现明显改善。

纺织服装业是我国传统优势产业之一，在国民经济中处于重要地位。改革开放以来，随着我国居民生活水平的不断提高以及国际贸易的深入发展，我国纺织服装业取得了长足发展，特别是加入世贸组织以来，凭借较低的劳动力成本以及较完备的服装制造加工产业链等优势，我国成为世界主要纺织服装产品出口国。但 2011 年以来在国内外宏观经济下行、市场需求放缓及人民币升值等多重不利因素冲击下，我国纺织服装行业进入调整转型期，企业面临转型升级压力，小型服装企业纷纷减产甚至停产；同时，国内劳动力成本和运营成本上涨，使我国纺织服装制造竞争优势不断被削弱。2016 年，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量增速进一步放缓，但 2017 年以来，部分产品产量增速出现回升。2016 年，布、纱产量分别为 715.00 亿米和 4039.50 万吨，同比增长分别为 2.70%和 3.50%，增速分别较上年下降 0.40 个百分点和 1.20 个百分点；2016 年 1-9 月，我国服装产量为 227.43 亿件，同比增长 0.46%，增速较上年同期下降 0.35 个百分点。2017 年第一季度，布、纱产量分别为 156.00 亿米和 954.87 万吨，同比增长分别为 6.00%和 3.70%，增速分别较上年同期增加 0.20 个百分点和 1.60 个百分点。

图表 3. 我国纺织服装行业主要产品产量情况

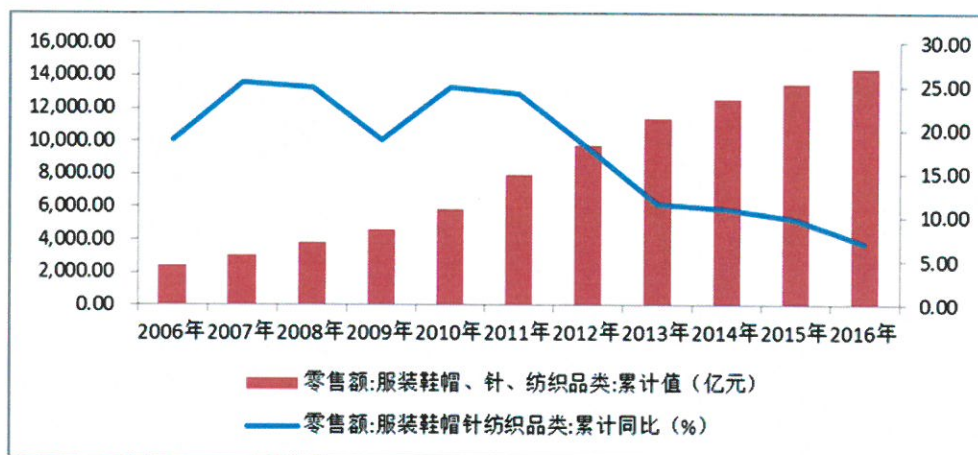


资料来源：Wind 资讯

内销方面，受内需增长放缓的影响，我国纺织服装业销售整体虽仍保持增长，但增速持续放缓。2016 年我国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长 7.00%，增速较上年减少 2.80 个百分点。2017 年第一季度，我国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长 6.20%，增速较上年同期减少 1.00 个百分点。此外，随着网络购物的兴

起，各电商平台和垂直电商逐渐成为服装内销的重要渠道，并对传统线下销售起到一定程度的补充和替代作用，近年来服装商品线上销售增长较快，但增速逐渐放缓，2016 年我国穿类商品网上零售额同比增长 18.10%，增速较上年减少 3.30 个百分点。在国内宏观经济下行的背景下，短期内我国纺织服装行业内需消费缺乏有力支撑，内销增速或将持续放缓。

图表 4. 全国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额（单位：亿元，%）



资料来源：Wind 资讯

出口方面，近年来受人民币升值和劳动力成本上升等因素的影响，部分来自欧美市场的订单转向柬埔寨和越南等成本更低的东南亚国家，东南亚国家在中低档纺织服装领域逐渐成为我国有力的竞争者。在国际市场需求疲软和市场竞争加剧的影响下，2015 年以来我国纺织服装类产品出口额在近五年来首次出现负增长，2016 年出口压力进一步加大，当年服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口额分别为 1578.19 亿美元和 1050.47 亿美元，同比分别下降 9.40%和 4.10%，降幅分别较上年扩大 3 个百分点和 1.80 个百分点。2017 年第一季度，纺织服装行业出口有所起色，服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口额分别为 434.06 亿美元和 330.82 亿美元，同比分别增长 2.30%和 1.90%。但目前海外需求持续低迷，低端产品订单流向低劳动力成本区域的趋势难以扭转，高端产品产能较为缺乏，行业贸易形势仍较为严峻。

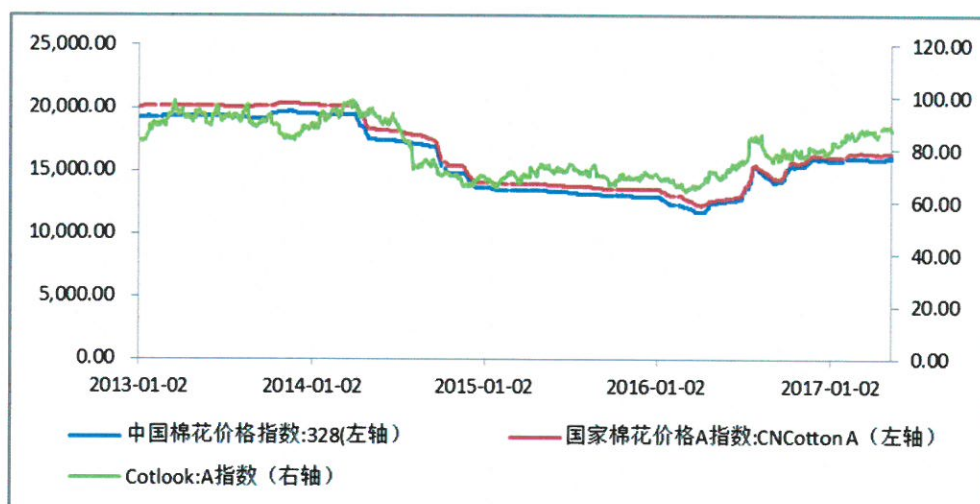
从行业内企业经营效益来看，2016 年，我国纺织服装、服饰业实现主营业务收入 23605.10 亿元，同比增长 4.60%，增速较上年减少 1.00 个百分点；当年实现利润总额 1364.70 亿元，同比增长 2.40%，增速较上年减少 1.60 个百分点。2017 年第一季度，纺织服装行业呈现回暖趋势，我国纺织服装、服饰业实现主营业务收入 5318.70 亿元，同比增长

7.40%，增速较上年同期增加 0.70 个百分点；利润总额 307.40 亿元，同比增长 10.10%，增速较上年同期增加 4.10 个百分点。

2016 年以来，棉花和化纤价格均出现明显回升，纺织服装行业原材料成本压力开始显现。此外，劳动力成本持续上升、渠道成本居高不下持续挤压行业盈利空间。

纺织服装业原材料主要为棉花、化纤等。2011~2013 我国连续实行了 3 年棉花临时收储政策，导致国内棉价比国际市场棉价高出近 45%。自 2014 年我国取消了棉花临时收储政策，棉价开始回归市场，国内市场棉花价格持续下滑，内外棉价差持续收窄。直至 2016 年第一季度，纺企棉花库存已消耗至低点，而国储棉轮出时间晚于预期且日投放量不足，加之新疆、长江流域等产棉区受极端天气影响导致棉花供给减少，在上述因素影响下，2016 年 4 月以来棉价出现大幅反弹，328 级棉花价格指数由 2016 年 3 月末 11678 元/吨上涨至 2016 年末的 14866 元/吨，2017 年 3 月末进一步上涨至 15862 元/吨。

图表 5. 国内外棉花价格走势



资料来源：Wind 资讯

此外，我国化纤行业近年来也持续面临较为严重的产能过剩，直至 2015 年末，涤纶、锦纶等化纤面料价格均呈逐年下降态势。2016 年以来，原油价格持续上升，且去产能调整产生一定成效，化纤材料价格明显上涨，2016 年末化纤、涤纶、锦纶价格指数较 2015 年末分别上涨 27.54%、30.79%和 17.12%。

劳动力成本方面，纺织服装业为典型的劳动密集型行业，劳动力成本占制造成本的 10%~15%，我国长期以来的低劳动力成本为我国纺织

服装业带来成本优势和国际竞争力。但近年来劳动人口增速降低，人均工资逐年增长，近三年来制造业平均工资增速均超过 10%。在劳动力成本优势逐渐弱化的趋势下，部分国际订单流向成本更低的东南亚周边国家，国内纺织服装企业成本压力也逐渐上升。

渠道成本方面，纺织服装业从生产制造到最终销售，其间经过多个流通环节，涉及租金、物流成本、仓储成本、商场提成等多项渠道成本，特别是与零售终端关系密切的服装行业，渠道成本压力更为明显。目前店铺租金约占实体店营业成本的 30% 左右，且以每年 10%~20% 的速度增长。对于进驻百货店的企业，通常需支付销售收入 20% 左右的提点。而在油价逐步上调且存在高速公路收费的背景下，物流成本也居高不下。从不同销售渠道来看，目前国内服装企业渠道主要包括代理（经销）、加盟、直营三大类型，其中代理和加盟模式因流通环节较多，利润加成导致的成本压力较大；而直营模式中间环节流通成本相对较低，但需由企业自行承担租金、人力成本和库存损失。近年来服装企业逐步缩减流通环节、扩大直营比重，从长期看有助于缩减流通环节成本，但短期内渠道成本压力仍较大。

2. 锂电池行业

随着新能源汽车产业迅速发展，2016 年我国锂电池需求量大幅增长。目前传统 3C 产业增长缓慢，以新兴产品为主的需求端对锂电池品质提出更高的要求。但目前行业已开始呈现结构性产能过剩局面，低端产能或将受到冲击。

锂电池以储能高、寿命长、重量轻、充电快等优点，逐渐被广泛应用于移动通讯、手表、医疗器械、计算机、照相机等各类电子设备以及电动汽车。

我国锂电池业起步于 20 世纪 90 年代中后期，锂电池生产企业目前主要分布在广东、山东、江苏、浙江及天津等地。凭借下游电子制造业产业布局相对集中以及制造成本方面的比较优势，我国锂电池行业发展较迅速，2007 年我国锂电池产量首次超过日本，成为世界锂电池产量第一大国。2016 年以来随着新能源汽车产业迅速发展，锂离子电池需求量大幅增长，2016 年及 2017 年第一季度我国锂离子电池产量分别为 78.42 亿只和 19.21 亿只，同比增长分别为 35.81% 和 35.20%，增速较上年同期分别提升增加 32.77 个百分点和 18.70 个百分点。

目前，在锂电池的销量中，消费类电子产品是锂电池消费的第一大

领域。随着人民生活水平的提高，电子类产品需求量不断扩大，但笔记本电脑、手机、平板电脑等传统电子产品在市场的渗透已逐渐趋于饱和，增长动力不足，据《2016 年中国锂电池行业发展白皮书》数据，笔记本电脑市场自 2011 起出货量已呈现负增长态势，2016 年全年销量比 2015 年降低 4.8%；据 IDC 数据，2016 年全球智能手机销量同比增长 2%；2016 年全球平板电脑出货量同比下降 11.5%。而与传统数码市场相比，无线蓝牙和可穿戴设备等新兴电子产品市场前景较可观，但也将对锂电池材料品质提出更高要求。

动力交通领域是锂电池应用的第二大领域。2014 年开始中央政府密集出台支持政策，新能源汽车产销量迅速增长，受益于各地方的刺激政策，以及新能源汽车技术本身的成熟，未来中国的新能源汽车行业市场空间巨大，将持续支撑锂电池行业下游需求的增长。

在锂电池行业需求快速增长的同时，行业也开始呈现结构性产能过剩局面。目前我国动力电池企业的产能已超过 170GWH/年，约为需求量的 7 倍以上。2016 年 12 月出台新能源汽车补贴政策，首次提出以电池能量密度为参考指标之一进行补贴，锂电池制造企业及锂电池材料企业需求或将形成分化。目前受限于技术水平，高端产能仍存在缺口，而低端产能或将面临行业洗牌。

受锂电池行业向好的带动，我国锂电池材料行业产能持续扩张。2016 年以来随着新能源汽车的推广，锂电池材料需求大幅增长，价格出现明显回升。

锂电池生产所需材料主要包括负极材料、正极材料、电解液、隔膜及包装材料等。在成本构成方面，以 18650 型锂电池为例，正极材料成本占比 40%左右，隔膜成本占比 20%左右，负极材料及电解液成本占比均在 10%左右，其他材料合计占比 20%左右。

锂电池行业向好带动其上游锂电池材料行业迅速发展。据高工锂电数据，2016 年我国锂电池正极材料、负极材料、电解液产量分别为 16.16 万吨、12.25 万吨和 8.84 万吨，分别同比增长 43%、68%和 40%。从市场规模来看，正极材料、负极材料和电解液市场规模分别为 208 亿元、66.39 亿元和 58.61 亿元，分别同比增长 54%、64%和 86%。2015 年因行业低端产能扩张过快，低价竞争加剧，锂电池材料价格出现明显下滑，其中，正极材料钴酸锂价格由 2012 年初约 20 万元/吨持续跌至 2015 年末约 17 万元/吨。但 2016 年以来因正极材料和电解液原材料成本上涨、新能源汽车发展迅速导致对上游材料需求增加，正极材料和电解液价格

均出现大幅回升，其中 2016 年末正极材料钴酸锂价格已升至约 23 万元/吨，2017 年 3 月末进一步涨至约 39 万元/吨，产品价格涨幅超过原材料价格涨幅，毛利率出现提升；而电解液价格涨幅低于电解液原材料六氟磷酸锂价格涨幅，2016 年以来电解液毛利率有所下滑。

3. 新能源汽车行业

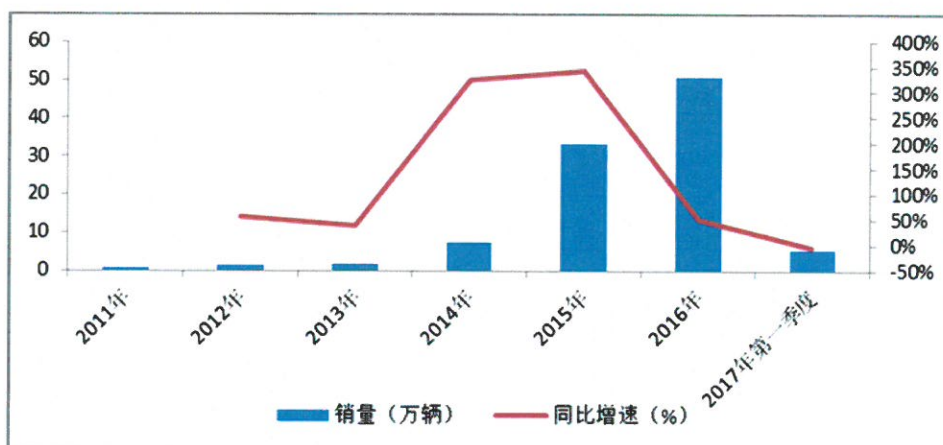
我国新能源汽车 2014~2015 年产销量呈爆发式增长，2016 年以来产销量增速有所放缓，2017 年第一季度出现下滑。受充电技术不完善和造价较高等的限制，新能源汽车的产业化仍需较长时间，企业面临技术更新换代产生的投资风险；目前补贴政策退坡趋势已明确，将对企业盈利造成一定不利影响，但同时也将推动行业洗牌，优质企业将进一步积累竞争优势。

目前，我国面临着严重的环境污染问题，原油对外依存度高，汽车产业发展也落后于发达国家，新能源汽车是我国国家战略的必然选择。2011 年，新能源汽车被《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》列入七大战略性新兴产业，2012 年被国务院《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》确定为国际层面的新能源汽车发展战略。从 2009 年初的“十城千辆”计划推广至今，新能源汽车相关的专项政策不断推出。财政部、工信部、科技部、交通部等各部委自 2014 年以来陆续出台了国家层面的新能源汽车政策，从财政补贴、免税、充电设施建设、科研计划等领域对新能源汽车进行部署。

我国新能源汽车自 2014 年开始进入实质性发展阶段，2014~2015 年产销量呈爆发式增长，同比增速超过 300%。2016 年以来受“骗补”事件¹影响，审查力度加大，补贴发放延迟，产销量增速放缓，当年产量和销量分别为 51.7 万辆和 50.7 万辆，分别同比增长 51.7%和 50.3%。2017 年第一季度产销量出现下滑。2016 年我国新能源汽车 2017 年第一季度受补贴政策退坡影响，产销量出现下滑，当期产量和销量分别为 5.83 万辆和 5.59 万辆，分别同比下降 7.7%和 4.7%。

¹ 2016 年以来财政部、工信部等部委对部分企业数据造假、骗取新能源汽车补贴问题进行专项检查，并对“骗补”企业进行了通报处罚。于 2016 年 9 月及 2017 年 2 月陆续对 12 家企业进行处罚。

图表 6. 2011 年以来我国新能源汽车销量变化情况



资料来源：中国汽车工业协会

目前受制于材料技术的不完善，锂电池作为新能源汽车的核心部分，在安全性、稳定性方面尚无法完全符合电动汽车产业化的要求，充电所需的硬件标准与目前社区电网体系也不协调，加上造价较高等因素，我国锂电池动力汽车的产业化以及普及过程预计所需时间较长，仍存在大量研发工作待完成。目前随着新能源汽车的规模迅速扩张，锂电池行业存在盲目投资、行业散乱等现象，低端产能出现过剩风险。对于具有一定资金及技术实力的企业，在此领域有望实现先入优势及技术优势，但同时也面临技术更新换代产生的投资风险。

此外，新能源汽车企业对政府补贴依赖度较高，目前补贴政策逐步退坡、补贴标准相应提高的趋势已明确。2016 年，财政部对 90 家主要的新能源汽车生产企业补助资金进行专项核查，受“骗补”事件影响，新能源汽车企业补贴延迟发放，对相关企业资金链及生产计划造成较大影响。2016 年 12 月，四部委联合出台《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，对新能源汽车补贴标准和技术要求做出调整，其中乘用车补贴退坡 20%，客车补贴退坡 40%，同时对电池能量密度提出了更高的要求。补贴政策的退坡或将压缩新能源汽车全产业链的盈利空间，但同时也将带来行业洗牌，具有规模效应及技术优势的企业市场地位将得到提高，而缺乏竞争力的企业将逐渐淘汰，有助于推动行业摆脱补贴依赖而向市场化发展。

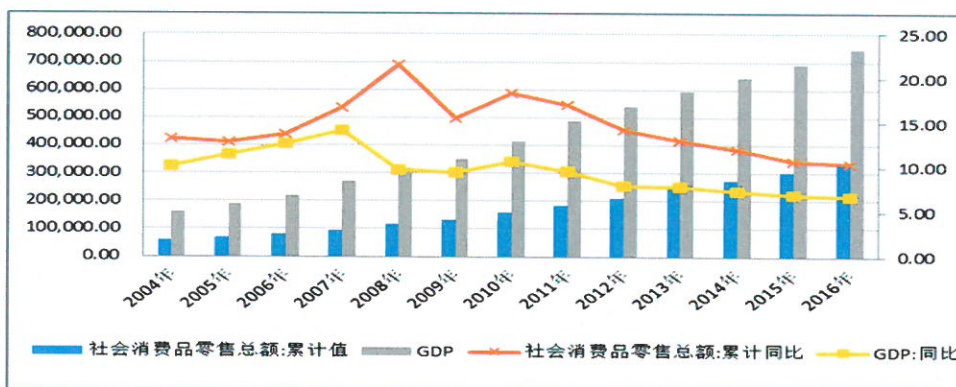
4. 商业零售行业

长期来看，随着我国城市化进程的推进，居民收入的不断提高，以及消费者对商品多样化、差异化需求的提升，国内消费市场容量将持续扩大，我国零售行业有着平稳上升的空间。但近年来，宏观经济增长不

断放缓、“三公”消费缩减、电商及海外消费分流等因素为国内零售行业发展带来了较大压力。

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。得益于国内经济的不断发展、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求的提升等，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。但近年来，受宏观经济下行、政府对“三公”消费进行限制、海外购物消费分流等多重因素影响，国内消费需求拉动不足，零售业增速不断下滑，至 2016 年已连续 6 年呈现下降态势。2016 年，从国家统计局初步数据来看，国内完成 GDP74.41 万亿元，按可比价格计算比上年增长 6.7%，增速继续较上年下降 0.2 个百分点，但从季度增速来看，第四季度增速为 6.8%，高于前三季度的 6.7%。消费市场方面，当年我国社会消费品零售总额为 33.23 万亿元，同比增长 10.4%，增速同比继续下降 0.3 个百分点。从月度数据来看，近两年以来，我国社会消费品零售总额月度同比增速基本维持在 10-11% 区间内波动。总体来看，在当前宏观环境下，随着国内经济步入“新常态”，以及经济结构调整对消费依赖度的不断提升，预计短期内零售业维持中低速度增长的可能性仍较大。

图表 7. 我国 GDP 及社会消费品零售总额情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

图表 8. 社会消费品零售总额分月同比增长速度（单位：%）



资料来源：Wind 资讯、国家统计局

从中长期来看，我国人口基数的持续扩大、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的发展提供了基本支撑。2016 年末全国大陆总人口 138,271 万人，比上年末增加 809 万人，其中城镇常住人口 79,298 万人，常住人口城镇化率为 57.35%，比上年末提高 1.25 个百分点。当年全国居民人均可支配收入 23,821 元，比上年增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.3%。2016 年全国居民人均消费支出 17,111 元，比上年增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 6.8%。从居民人均消费支出来看，食品烟酒、居住、交通通信持续占据支出的前三位。其中 2016 年全国居民人均食品烟酒消费支出增长 7.0%，占消费支出的比重为 30.1%，占比较上年回落 0.5 个百分点，居民消费结构进一步改善。此外，我国城市化进程逐步加快也为消费市场的拓展提供了动力和空间。城镇化率的提升，城市形态的不断变化，为零售业多元化业态发展提供了机遇，使得各种实体零售业态（包括百货店、购物中心、奥特莱斯、超市卖场、便利店等）以及线上零售能获得更广阔发展空间，以满足国内居民日益多样化、个性化、专业化的消费需求。

从行业发展来看，近年来国内零售业面临的变革有所加剧，各业态间的表现也存在分化。电商、移动购物、海淘等线上消费模式对传统线下实体零售企业的冲击在加大。随着淘宝、天猫、京东等一批大型电商用户粘度的逐步提升，以及国内物流系统的不断完善，凭借其便捷性、品类选择多样性及价格优势，线上消费对实体门店形成了大规模的分流。同时，实体零售企业也持续面临着实体零售门店间竞争加剧，以及人工成本攀升、大量物业租金支出压缩盈利空间等方面的压力。

在整体低迷的零售行业中，奥特莱斯因消费者日益增加的品牌认可度和折扣吸引力而迅速发展，近年来开店数量和营业额均呈现加速增长态势。

奥特莱斯是以低价销售过季、下架、断码等产品的商店集聚一体形成的商业零售业态。相对于普通购物中心、百货和超市等其他零售业态，奥特莱斯主要特征在于品牌和折扣：奥特莱斯的商品来源于知名品牌的过季、下架商品，需要充足的品牌资源以保证经营规模；同时因其处理库存商品的属性，奥特莱斯的商品常年以折扣价格销售。目前国内奥特莱斯主要集中于消费能力较强、品牌认知度较高的一、二线城市，而选址多位于运营成本较低的郊区。但随着一、二线城市奥特莱斯消费逐渐饱和，大型开发商已开始进入三、四线城市。

从经营模式上看，国内奥特莱斯经营以联营模式和租赁模式为主。联营模式类似百货盈利模式，收入主要来源于引入品牌商销售额的扣点；租赁模式类似购物中心盈利模式，收入主要来源于物业出租的租金收入及向租户收取的管理费。

从运营背景看，目前国内业绩良好的奥特莱斯中，百货公司背景的运营商占比最高，如百联、燕莎、王府井等，丰富的渠道资源令其可以快速招商并提供更低折扣；拥有服饰代理权和运营经验的运营商也占有一席之地，如九龙仓、杉杉三井、砂之船等；近年来海外专业背景的奥特莱斯运营商也开始进入中国市场，佛罗伦萨小镇的运营商意大利RDM集团，相较于国内运营商具备更丰富的国际一线品牌资源。

在整体低迷的零售行业中，奥特莱斯因消费者日益增加的品牌认可度和折扣吸引力而迅速发展，近年来开店数量和营业额均呈现加速增长态势。自2002年第一家奥特莱斯进驻北京，到2010年国内奥特莱斯总数仅20家左右，而2010~2015年，国内每年新开业奥特莱斯15~25家，2016年新开业奥特莱斯超过30家。截至2016年末，国内奥特莱斯数量已超过180家。其中，2016年国内营业额超过10亿元的奥特莱斯达到17家，该公司旗下的宁波杉井奥特莱斯全国排行第七。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司股东实力较强，能够给予公司经营及管理方面较大的支持。公司实际控制人在公司合并范围外股权投资规模较大，后续需持续关注相关企业的经营及股权变化情况对公司业务运营可能造成的影响。

截至2017年3月末，该公司中方股东包括杉杉控股、甬港投资，

日方股东包括伊藤忠商社、伊藤忠中国。公司控股股东为杉杉控股，其直接持股比例为 67.14%，间接持股比例为 12.56%，最终控制人为自然人郑永刚。杉杉控股对公司持股不存在股权质押情况。公司产权状况详见附录一。

杉杉控股成立于 2004 年，初始注册资本为 2.16 亿元，经多次增资及股权转让，其注册资本增至 10 亿元，宁波青刚投资有限公司持有杉杉控股 61.81% 的股权，为杉杉控股的控股股东。截至 2016 年末，杉杉控股资产总额为 409.04 亿元，所有者权益为 147.91 亿元；2016 年实现营业收入 380.66 亿元，净利润 10.06 亿元，经营性现金净流量为 11.71 亿元。

伊藤忠商社是日本最大的综合性跨国贸易企业之一，经过一个半世纪的发展，其业务网络已遍布世界 80 多个国家，涉及纺织、机械、信息、通讯、金属、能源、生活材料用品、化工品、粮食、食品以及金融等领域。

该公司中方股东杉杉控股能够对公司发展提供业务及融资等方面的支持，并将自身成熟产业不断注入公司，使公司整体经营实力有所增强。公司日方股东凭借其先进的管理经验协助公司完善内部控制，并利用其在国际市场较强的资源整合能力在锂电池、服装、城市综合体等业务领域为公司发展提供多方面帮助，有望使公司整体管理水平、经营实力得到进一步提升。

此外，该公司实际控制人郑永刚在公司合并范围外股权投资规模较大，后续需持续关注在公司合并范围外投资企业的经营及股权变化情况对公司业务运营可能造成的影响。

（二）公司法人治理结构

该公司已建立了符合内部管理要求的治理结构，高管团队稳定性较好，并且相关行业经验丰富，为核心业务的稳定发展提供了支撑。

该公司是中日合资公司，依照《公司法》、《中外合资经营企业法》等法律法规，依法设立了董事会、监事和经营管理机构。公司与股东做到了业务及资产独立，机构完整，在经营管理各个环节保持了应有的独立性。

该公司经营决策体系由董事会、监事和高管层组成。董事会是公司的最高权力机构，由 7 名董事组成，其中中方委派 6 名，日方委派 1 名，董事会设董事长 1 名，由中方委派。公司设监事 2 名，起监督作用，由

中方和日方各自任命监事 1 名，董事及高级管理人员不得兼任监事。公司设总裁 1 名，总裁、副总裁由董事会聘任，实行董事会授权委托下的总裁负责制，负责公司日常经营管理工作。

该公司下属企业高级管理人员均拥有多年行业相关领域工作经验，且在任职企业拥有部分股权，对公司核心业务的稳定发展提供了支撑。

该公司关联交易主要为日常产品销售、采购及租赁，2016 年向关联方销售商品、提供劳务收入合计 1.01 亿元，主要为向宁波市鄞州区鸿发实业有限公司收取的利息及咨询费 0.86 亿元。其他关联交易额度较小。关联方应收应付款方面，2016 年末公司应收关联方款项合计 7.12 亿元，其中对深圳市杉杉资产管理有限公司其他应收款 4.83 亿元，主要为短期借款；对宁波蓝宇实业有限公司其他应收款 0.96 亿元，为债权转让款。关联担保方面，2016 年末公司向关联方提供担保金额合计 61.16 亿元，其中对合并范围外关联企业提供担保金额 28.53 亿元，主要为对杉杉控股提供担保。2017 年 3 月末，公司应收关联方款项合计 6.16 亿元，其中对深圳市杉杉资产管理有限公司及宁波典程实业有限公司的其他应收款分别为 3.15 亿元和 1.02 亿元。公司日常关联交易金额占营业收入及营业成本的比重较低，但关联方占款、向关联方提供担保金额较大，存在一定的资金回收风险和代偿风险。

（三）公司管理水平

该公司已根据自身业务发展需要设置了内部组织架构，并逐步建立健全了内部管理制度，可为各项经营活动的顺利开展提供保障。

该公司根据管理需要，设置了投资部、企划部、行政总括部、产业管理部、产业发展部、审计部、内控部、计划财务部等部门，各部门分工明确，运行状况良好。公司组织架构详见附录二。

该公司形成了较完善的人力资源规划、人才选拔和培养机制，近年来公司加强了骨干队伍建设，形成了有效的梯度支撑结构，使人力资源配置不断优化。公司通过向各子公司委派主要管理人员的方式加强对子公司的管控力度，提高了公司整体的人力资源管理水平。

该公司根据相关法律法规要求，制定了较完备的内部管理制度。自 2009 年引入战略投资者后，公司在伊藤忠商社的帮助下对管理制度进行调整，逐步完善了内部控制体系。目前已形成了对制度定期进行年度修订、月度开展被动型和主动型风险评估工作、建立风险资产管理流程、对各产业公司实施一年两次的内控评价等一整套内部控制体系，以有效

控制公司经营风险、提升公司治理水平。

在人事安排方面，该公司下属企业主要管理人员及财务人员由公司统一录用、聘任，并实行定期轮岗、更替。公司对财务人员采取内控垂直管理，实行委派制。公司对子公司经营负责人员进行目标考核，并要求多数产业子公司高级管理人员持有任职公司股权，在一定程度上保障其与公司利益的一致性。

在资金管理方面，该公司严格控制现金、银行存款及各类票据的收支管理，制定了现金业务经办人员的牵制制度，同时加强子公司资金往来控制，子公司间资金拆借须经公司财务负责人审批。此外，公司正积极推进资金池建设，以实现下属企业资金收支的实时监控及统一管理。

在投资管理方面，该公司设立投资部负责对外投资项目审理，由总裁办公会或董事会进行最终决策。除了以投资为主业的子公司外，其余子公司基本无权对外投资。对于以投资为主业的子公司，公司通过战略发展与投资管理委员会对其进行控制。

在对外担保方面，该公司制定了严格的对外担保控制制度，对担保审批流程、被担保企业资质以及相关责任人都进行了明确规定，下属企业不经公司董事会批准，不得对外提供担保。

在信用管理方面，该公司由财务部门根据市场部门收集的往来客户的经营状况、财务实力、银行征信等信息确定客户信用等级，并授予一定赊销额度及信用期限，信用政策经总裁批准执行后，除遇特殊状况外，每年定期调整一次，严格且具有针对性的赊销政策对公司账款回收及业务拓展都提供了良好支持。

在风险资产管理方面，该公司目前的具体管理方法确定为“基于资产负债表的风险资产管理方法”，具体实施流程为：一是成立风险资产管理小组，并明确各自职责；二是根据资产负债表确定公司的主要风险资产内容；三是建立适合公司的风险资产风险分析体系；四是以定期召开的风险资产管理会议及定期的措施落实跟踪报告为平台对风险资产实施定期管理。风险资产管理会议频率不低于 1 次/季度；五是风险资产管理过程中各风险事项指向的与制度/流程相关的业务管理漏洞，内控部负责按照制度修订流程对相应的制度/流程进行修订完善。

此外，该公司还针对合同管理、审计管理、信息管理、公共事务管理、人力资源管理等方面制定了详细的控制制度，其各项工作有序开展，运作情况良好。

（四）公司经营状况

经过多年发展，该公司多元化经营格局基本成形，其中服装与科技业务作为核心业务在国内具有一定竞争力，新能源相关业务和奥特莱斯业务为公司目前投资发展的重点。近三年来受服装业务国际品牌剥离及贸易业务市场环境不佳的影响，公司收入逐年下降。公司科技板块收入规模持续扩大，但盈利水平易受锂电池材料价格波动的影响；奥特莱斯业务逐渐运营成熟且投运项目增加，收入快速增长。公司对科技板块及奥特莱斯项目投资规模大、节奏快，后续面临一定的资本性支出压力。

为重点发展核心业务，近年来该公司对现有业务不断做出调整。2015 年以来，公司逐步剥离服装板块中的国际品牌合作经营业务，推出新的自有品牌，并于 2016 年分拆服装品牌业务 H 股上市；2017 年公司分拆类金融业务在 H 股创业板上市；持续投资新能源板块，产业链布局逐步完善。目前，公司已形成服装、科技、城市综合体、贸易以及投资五大业务板块的多元化产业格局；其中，科技业务中的新能源汽车和城市综合体业务中的奥特莱斯业务为公司目前投资发展的重点。

2014~2016 年和 2017 年第一季度，该公司营业收入分别为 170.58 亿元、165.50 亿元、160.67 亿元和 41.44 亿元，受服装业务国际品牌逐步剥离及贸易业务外部环境恶化的影响，营业收入逐年下滑。但从细分板块来看，公司科技板块及奥特莱斯业务（体现于“城市综合体”业务板块）发展良好，收入持续增长，其中奥特莱斯业务因新增投入运营的项目，2016 年收入大幅增长。同期，公司综合毛利率分别为 8.05%、8.73%、12.09%和 17.42%，盈利水平逐年上升，主要因毛利率较高的科技板块收入占比提高且锂电池材料价格上涨所带动。

该公司收入主要来源为服装、科技和贸易业务，2016 年占营业收入的比重分别为 23.56%、29.88%和 33.30%。近年来公司重点发展科技和奥特莱斯板块，剥离服装业务中低盈利品牌，并在不利的市场环境下收缩贸易业务规模，导致服装业务和贸易业务收入规模及在营收总额中的占比逐年下降，科技及城市综合体业务收入占比逐年增长。

图表 9. 2014 年以来公司业务收入及毛利情况（单位：亿元，%）

	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	170.58	100.00	165.50	100.00	160.67	100.00	41.44	100.00
服装	61.47	36.04	54.25	32.78	37.85	23.56	10.33	24.92
科技	29.68	17.40	41.81	25.26	48.00	29.88	13.63	32.89
贸易	69.52	40.75	59.11	35.72	53.50	33.30	9.52	22.98

	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城市综合体	5.48	3.22	5.76	3.48	15.75	9.80	5.29	12.77
其他 ²	4.43	2.60	4.57	2.76	5.56	3.46	2.68	6.46
营业毛利	13.73	100.00	14.45	100.00	19.43	100.00	7.22	100.00
服装	3.83	27.92	2.96	20.48	2.55	13.13	0.79	10.89
科技	5.17	37.61	6.97	48.27	10.47	53.91	3.22	44.53
贸易	0.45	3.30	0.52	3.57	0.32	1.66	0.07	0.95
城市综合体	0.74	5.37	0.60	4.17	1.88	9.67	0.74	10.29
其他	3.54	25.79	3.40	23.51	4.20	21.64	2.41	33.34
综合毛利率	8.05		8.73		12.09		17.42	
服装	6.24		5.45		6.74		7.62	
科技	17.41		16.68		21.81		23.59	
贸易	0.65		0.87		0.60		0.72	
城市综合体	13.46		10.46		11.92		14.04	
其他	79.90		74.40		75.55		89.95	

资料来源：根据杉杉集团提供的资料整理、计算

1. 服装业务

该公司服装业务起始于宁波甬港服装厂，经过多年发展，公司已成为国内主要的服装生产企业之一，自有品牌“杉杉”具有较高的市场知名度。近年来公司为提高服装业务竞争力而进行一系列调整，陆续剥离服装针织品加工出口业务和低盈利的国际品牌，同时推出新的“SHANSHAN”品牌，将原自有品牌经营主体宁波杉杉服装品牌经营有限公司整体改制，更名为杉杉品牌运营股份有限公司（简称“杉杉品牌公司”），作为自有品牌及国际品牌的统一运营平台，并拟以 H 股方式在香港联交所上市，目前中国证监会已核准其发行申请，尚待香港联交所核准，如上市成功，将有利于扩宽公司融资渠道。目前公司服装业务包括品牌服装经营、非自产服装及面料贸易两个业务板块，所运营品牌包括自有品牌“杉杉”和“SHANSHAN”，以及国际品牌“MARCO AZZALI”和“LUBIAM”。

2014~2016 年及 2017 年第一季度，该公司服装业务收入分别 61.47 亿元、54.25 亿元、37.85 亿元和 10.33 亿元。受合并范围减少、行业竞争加剧等因素影响，近年来公司服装业务收入逐年下滑。同期公司服装业务毛利率分别为 6.24%、5.45%、6.74%和 7.62%，2016 年以来因低盈利的非自产服装及面料业务规模缩小，服装业务毛利率有所提升。

² 其他业务收入主要是创投业务和类金融板块的业务收入。

图表 10. 2014 年以来公司服装业务收入及毛利率情况 (单位: 亿元, %)

	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
业务收入	61.47	100.00	54.25	100.00	37.85	100.00	10.33	100.00
自有品牌经营	4.79	7.80	4.24	7.81	4.59	12.12	1.34	12.97
国际品牌合作经营	3.17	5.15	1.58	2.91	0.65	1.72	0.14	1.34
服装针织品加工出口	3.51	5.71	-	-	-	-	-	-
非自产服装及面料贸易	50.00	81.34	48.44	89.28	32.61	86.16	8.85	85.70
业务毛利率	6.24		5.45		6.74		7.62	
自有品牌经营	41.41		44.96		42.22		49.28	
国际品牌合作经营	37.05		33.45		63.89		53.84	
服装针织品加工出口	14.43		-		-		-	
非自产服装及面料贸易	0.34		1.09		0.61		0.59	

资料来源: 杉杉集团

近年来该公司逐步调整产品品牌及业务模式, 削减加盟店的同时增加自行投资门店和新定位的合作安排门店。2016 年公司因发展“SHANSHAN”品牌及电商平台增加备货较多, 当年各品牌服装产量为 427 万套, 较上年增长 57.9%, 同期销量 310 万套, 较上年增长 16.5%。

图表 11. 服装业务主要门店类型的数量及盈利变化 (单位: 家)

门店类型	2015 年 (末)			2016 年 (末)		
	门店数	收入	毛利	门店数	收入	毛利
自行投资门店	56	6,186.62	3,149.07	136	7,457.00	4,002.00
加盟店	978	31,074.05	13,850.09	652	24,075.00	9,225.00
合作安排门店 (新定位)	7	92.11	34.13	113	2,859.00	1,071.00
合计	1,041	37,353	17,033	901	34,391	14,298

资料来源: 杉杉集团

(1) 自有品牌业务

自有品牌业务方面, 该公司服饰产品主要包括“杉杉”系列西装、衬衫及夹克等, 并于 2015 年推出新品牌“SHANSHAN”。“杉杉”为中国名牌, 在国内市场具有较高的品牌知名度。

在生产方面, 该公司服装采取自主设计、外包生产的模式, 每季度根据订货量确定生产计划, 然后向 OEM 供应商采购产品, 进而出售。由于采取以销定产的生产模式, 公司产成品存货规模不大。

销售方面, 该公司“杉杉”品牌服饰定位于国内中高端市场, 销售区域以华东地区为主, 销售终端主要位于百货店或专卖店。“杉杉”服饰产品销售以加盟店为主, 并辅以部分自行投资门店。加盟店由加盟商经营, 加盟商向公司买断产品后对外销售, 公司利润来源于向加盟商出售产品, 库存由加盟商承担; 自行投资门店由公司直接经营, 产品归属

于公司，通过向终端消费者销售直接获得利润。公司给予加盟商账期通常不超过 6 个月。2016 年末，“杉杉”品牌门店数合计 725 家，其中加盟店 652 家，自行投资门店 73 家。2016 年“杉杉”品牌收入 4.24 亿元，与上年基本持平。

2015 年该公司推出新品牌“SHANSHAN”，产品主要为商务休闲和时尚休闲男装，定位于国内中低端市场，销售终端主要位于购物中心门店及沿街商铺，以合作安排门店为主，并辅以少量自行投资门店。合作安排门店由合作方承担押金、房租、装修等成本，公司进行经营运作并从 OEM 供应商采购商品，投入人力及货品成本，销售收入由公司和合作方按比例分配（一般为公司 60%，合作方 40%）。在此模式下，公司致力于打造销售端至供应端一体化平台，销售库存可退回至供应商，有助于削减服装存货。目前“SHANSHAN”品牌逐步以可退货模式替代传统的由公司批发采购模式，未来可退货模式有望进一步增加。收入结算方面，公司直接收到销售货款，每月按约定比例支付给合作方。截至 2016 年末，“SHANSHAN”品牌已开设门店 122 家，其中合作安排门店 113 家，自行投资门店 9 家。2016 年“SHANSHAN”品牌收入开始形成规模，当年收入 0.34 亿元。

（2）国际品牌合作经营业务

该公司与国外知名服装企业合作，成立合资企业从事外方品牌服装的生产、销售，并定期向外方支付一定的品牌使用费。2015 年以来考虑到服装行业持续低迷且国际品牌授权代理存在限制，公司逐步剥离国际品牌合作经营业务中运营低效的品牌，目前合作品牌仅余“MARCO AZZALI”和“LUBIAM”两个国际男装品牌，主要通过公司自行投资门店进行销售，2016 年公司国际品牌合作经营业务收入 0.65 亿元。

（3）非自产服装及面料贸易业务

该公司服装业务还包括非自产服装及面料贸易业务³，主要由公司本部及下属部分贸易企业负责。目前公司非自产服装及面料贸易业务全部为内贸业务。因公司处于转型调整阶段，逐步缩减部分低盈利及亏损业务规模，该业务收入逐年下降，2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司非自产服装及面料贸易业务收入分别为 50.00 亿元、48.44 亿元、32.61 亿元和 8.85 亿元。由于服装及面料贸易行业竞争激烈，该项业务毛利水平很低，同期毛利率分别为 0.34%、1.09%、0.61%和 0.59%。

³ 为保持业务分类的一致性，该公司未将非自产服装及面料贸易业务纳入贸易板块。

2. 科技业务

该公司科技板块主要包括锂电池材料业务、光伏业务和新能源汽车业务，并于 2016 年开始投资布局储能业务。科技板块收入主要来源于锂电池材料业务，随着公司锂电池材料产能逐年扩张，科技板块收入规模持续增长，2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司科技板块收入分别为 29.68 亿元、41.81 亿元、48.00 亿元和 13.63 亿元，同期该板块毛利率分别为 17.41%、16.68%、21.81%和 23.59%，受锂电池材料市场价格变化的影响，科技板块毛利率有所波动。

图表 12. 2014 年以来科技板块业务收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
业务收入	29.68	100.00	41.81	100.00	48.00	100.00	13.63	100.00
锂电池材料	23.99	80.84	33.98	81.28	40.96	85.33	11.03	80.91
光伏	5.69	19.16	6.01	14.37	6.10	12.70	2.31	16.97
新能源汽车	--	--	1.82	4.35	0.95	1.97	0.29	2.11
业务毛利率	17.41		16.68		21.81		23.59	
锂电池材料	18.18		16.79		23.01		26.59	
光伏	14.15		15.32		15.71		13.55	
新能源汽车	--		19.16		9.18		-10.46	

资料来源：杉杉集团

（1）锂电池材料

目前，该公司是国内最大的锂离子电池材料综合供应商，已形成成熟完整的产品体系，产品覆盖锂离子电池正极材料、负极材料及电解液产品。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司锂电池材料业务收入分别为 23.99 亿元、33.98 亿元、40.96 亿元和 11.03 亿元，收入持续增长。同期业务毛利率分别为 18.18%、16.79%、23.01%和 26.59%，2015 年受市场竞争加剧、产品价格下降的影响，毛利率有所下滑，但 2016 年以来随着锂电池材料市场需求增长，产品价格提高，毛利率水平大幅回升。

该公司锂电池材料业务从负极切入，下属首家从事负极材料生产的企业上海杉杉科技有限公司成立于 1999 年，由公司及鞍山热能研究院（以锂电池炭负极材料的制备技术出资）共同出资设立。凭借在国内锂电池负极领域的先入优势，公司负极材料业务发展较快，先后在宁波、郴州等地设立了生产基地，并与当地科研院所合作，加强负极材料技术研发。目前，公司负极材料产品主要包括中间相、天然石墨、人造石墨、复合石墨、合金材料 5 个体系 20 多种产品，覆盖高中低端市场。近年来新能源汽车市场的快速发展带动锂电池材料下游需求增长，公司持续推进技改升级及产能扩张，负极材料年产能从 2014 年 1.20 万吨/年增至

2017 年 3 月末 2.80 万吨/年。公司目前在建年产 3.50 万吨锂离子动力电池材料项目⁴，总投资 7.80 亿元，截至 2016 年末已投资 2.21 亿元，预计 2019 年全部建成达产后将新增负极材料年产能 3.5 万吨。同时公司积极开拓国内外市场，负极材料销量快速增加，收入持续增长。

在负极材料业务不断成熟的基础上，该公司锂电池材料业务向正极材料拓展，并于 2003 年与中南大学合作在湖南建设生产基地，目前产品以钴酸锂和镍钴锰三元系为主，并包括锰酸锂、镍钴二元系等。公司正极材料业务主要经营实体为湖南杉杉能源科技股份有限公司⁵（简称“杉杉能源”），已于 2016 年 2 月 16 日起在全国股转系统挂牌公开转让。2014 年杉杉能源在长沙市宁乡县启动了年产 1.50 万吨的正极材料的建设项目，主要生产钴酸锂和三元产品，于 2015 年建成投产，正极材料年产能提升至 2.8 万吨。2016 年，宁夏二期 0.50 万吨三元前驱体和 0.50 万吨三元材料、宁乡二期 1 万吨高能量密度正极材料生产基地项目已开始动工，计划分别于 2017 年年中及 2018 年年初投入生产。公司加强客户维护和拓展，巩固国内市场，积极开拓国际市场，同 ATL、BYD、LISHEN、LG 等客户建立了合作关系。正极材料业务产能持续扩张，但 2016 年产销量有所下降，主要系国内原材料价格上涨、产业政策不明朗、补贴延迟发放等原因，导致下游企业持观望状态。

该公司于 2005 年设立了电解液生产基地，所产产品与正、负极材料搭配销售。2015 年 8 月廊坊电解液项目正式投产，当年电解液产能扩张至 1.20 万吨，产销量同比增幅均超过 50%，但因产品同质化竞争加剧导致产品价格下降，当年实现销售收入 1.90 亿元，仅较上年增长 20.09%。2016 年东莞杉杉电池材料有限公司完成产能提升，电解液产能增至 1.50 万吨。近年来公司电解液产销量逐年增长，2016 年因消耗库存导致销量高于产量。但受国内原材料六氟磷酸锂价格快速上涨、新能源汽车产业政策不明朗及补贴发放延迟等因素影响，市场需求不及预期，目前产能利用率较低。

图表 13. 2014 年以来公司锂电池材料相关产品产销情况（单位：吨、亿元）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年第一季度		
	正极	负极	电解液	正极	负极	电解液	正极	负极	电解液	正极	负极	电解液
产能	13,000	12,000	8,000	28,000	16,000	12,000	33,000	28,000	15,000	33,000	28,000	15,000
产量	13,002	12,787	3,745	20,070	16,168	5,638	16,769	23,519	6,837	4,080	7,200	706

⁴ 系 2016 年下属子公司宁波杉杉股份有限公司（简称“杉杉股份”）非公开发行募投项目。

⁵ 原名为“湖南杉杉新材料有限公司”，于 2015 年 9 月 3 日整体变更为湖南杉杉能源科技股份有限公司。

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年第一季度		
	正极	负极	电解液	正极	负极	电解液	正极	负极	电解液	正极	负极	电解液
销量	12,046	11,927	3,791	19,081	15,837	5,695	17,960	22,604	7,241	4,091	6,023	735
销售收入	14.69	7.63	1.58	23.15	8.93	1.90	25.03	11.73	4.19	7.68	2.89	0.46

资料来源：杉杉集团

2016 年 10 月，该公司下属子公司杉杉股份以 1.33 亿元增资控股浙江巨化凯蓝新材料有限公司（简称“巨化凯蓝”），持有巨化凯蓝 60.95% 的股份，并投资巨化凯蓝锂电池材料及配套项目。巨化凯蓝主要从事电解液上游原材料六氟磷酸锂的生产。该投资项目规划年产 2 万吨电解液及 0.20 万吨六氟磷酸锂，建设期约 20 个月，预计总投入 5.01 亿元，截至 2016 年末已投资 0.61 亿元，剩余 4.40 亿元预计将于 2017 年全部投入，资金来源于自有资金及银行贷款，目前项目已开工，预计 2017 年第三季度电解液试投产，2017 年内六氟磷酸锂投产，六氟磷酸锂的投产或将有助于提高电解液毛利率水平，但短期内将带来较大的资本性支出压力。

近年来，随着下游新能源汽车行业快速增长，该公司提前储备产能，持续投入多项产能扩张项目，目前正极材料、电解液产能利用率较低，公司后续将加大市场开发力度，以有效使用新增产能。

（2）光伏业务

该公司光伏业务运营主体为宁波尤利卡太阳能科技发展有限公司（简称“尤利卡科技”）。尤利卡科技成立于 2005 年，主营电池片和太阳能组件的生产和销售。2016 年随着新能源产业链布局的推进，公司开始开展包括储能和光伏发电在内的能源管理业务，尤利卡主营业务延伸至光伏电站建设及发电领域。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司光伏业务收入分别为 5.69 亿元、6.01 亿元、6.09 亿元和 2.31 亿元。目前光伏业务收入仍主要来源于光伏产品制造，光伏电站尚处于建设投入期，收入规模很小。

2016 年 12 月，该公司启动杉杉能源管理服务产业化项目，计划总投资 50 亿元，预计资金来源于自有资金、银行贷款或设立基金，其中 38 亿元投入储能项目，建设规模约 2GWH；12 亿元投入分布式光伏电站建设，建设规模约 0.2GW。其中，储能业务通过在谷电期存储电量⁶，在峰电期售电给客户，赚取峰谷电差价以获得盈利。2016 年公司设立

⁶ 如用于普通配电，在夜间谷电期存储电量；如配合光伏电站使用，则在日照期间存储多余电量。

江苏杉杉能源管理有限公司作为储能业务的运营主体，在江苏、北京等地开展储能业务，截至 2016 年末签约量 50MWH。目前储能业务尚处于研发投入初期，尚未实现收入。

该公司分布式光伏电站发电主要用于上网，少量自发自用，自发自用电量主要供给大型工商企业、政府部门及学校等，均通过收取电费（含补贴）实现盈利。截至 2017 年 3 月末，尤利卡共开发光伏电站 13 个，主要分布于浙江省内，总投资 3.19 亿元，已投资 0.91 亿元，总装机容量 46.32MW，累计并网容量 12.46MW。目前并网容量较小，同期电费收入分别为 82.55 万元和 29.50 万元。

（3）新能源汽车

该公司近年来逐步推进锂电池材料下游新能源汽车产业的布局，于 2011 年 1 月成立了宁波航天杉杉电动汽车技术发展有限公司（后更名为宁波杉杉电动汽车技术发展有限公司，简称“杉杉电动汽车”），开始新能源汽车产业的研究和部署。2015 年以来，公司逐步布局动力电池模组及系统集成、动力总成、新能源汽车整车及运营业务。2015~2016 年及 2017 年第一季度，公司新能源汽车业务分别实现销售收入 1.82 亿元、0.95 亿元和 0.29 亿元，2015 年收入来源于整车销售收入，当年销售 201 台；2016 年以来新能源汽车无大额销售订单，收入主要来源于整车租赁，收入规模较小。

电池系统集成及动力总成方面，该公司于 2015 年先后合作设立了宁波利维能储能系统有限公司（简称“宁波利维能”）、宁波杉杉八达动力总成有限公司、宁波杉杉运通新能源系统有限公司，以开展动力电池 PACK、三电系统集成业务，并收购上海展泉新能源科技有限公司（简称“上海展泉”）70%的股权，以推进 LIC（锂离子电容）在节能交通领域的应用研发及产业化。截至 2016 年末宁波利维能已初步建成电池 PACK 生产线，可年产 1.8 万套新能源物流车电池包系统，产能约 700MWH，目前处于设备调试及试运行阶段，预计 2017 年将逐渐投产；上海展泉二期厂房已投入使用，LIC 模组手工生产线年产能约 6 万只，目前主要用于产品组装后的研发论证，尚未进行满负荷生产，产量很小。

新能源汽车整车及运营业务方面，该公司于 2015 年 1 月以杉杉电动汽车为主体与内蒙古第一机械集团有限公司和北奔重型汽车集团有限公司进行合资合作，共同成立合资公司内蒙古青杉汽车有限公司（简称“青山汽车”），注册资本为 2,950 万元，其中杉杉电动汽车出资 1,770 万元，持股比例为 60%，内蒙古第一机械集团有限公司和北奔重型汽车

集团有限公司的持股比例分别为 25%和 15%。目前青杉汽车已建成首条生产线，产能达到 1000 台，采取以销定产模式进行生产。新能源汽车销售尚不稳定，2015 年销售 201 台；2016 年未实现大额订单销售，当年承接订单 78 台。

此外，该公司设立了云杉智慧新能源（深圳）有限公司以开展充电桩建设与新能源汽车租赁业务，截至 2016 年末已在 19 个城市布局充电桩，建设充电桩 4629 个；累计租赁新能源汽车 1585 辆，2016 年实现租赁收入 0.95 亿元。

目前新能源汽车业务整体仍处于研发建设阶段，尚无法实现稳定盈利。同时，新能源汽车的推广受政策支持影响较大，市场需求及后续资金回笼存在一定不确定性。但得益于 2016 年 2 月下属子公司杉杉股份定向增发募集资金净额 34.28 亿元（其中 22.23 亿元将投入新能源汽车关键技术研发及产业化项目⁷），新能源汽车业务可得到较有力的资金支持。

图表 14. 截至 2016 年末科技板块主要在建及拟建项目情况(单位:亿元)

项目	总投资	累计已投资	未来预计投资			开工时间	预计竣工时间	资金来源
			2017 年	2018 年	2019 年			
年产 3.5 万吨锂离子电池材料	7.80	2.21	1.96	3.63	-	2015.9	2018.3	定增募集资金
新能源汽车研发、示范及推广	8.43	0.50	2.00	3.80	2.13	已开工	2019	
动力总成研发及产业化	11.15	2.10	3.00	3.50	2.55	已开工	2019	
LIC 应用研发及产业化	2.66	0.30	0.64	0.74	0.98	已开工	2019	
年产 2 万吨电解液及 2000 吨六氟磷酸锂项目	5.01	0.61	4.40	-	-	2016.3	2017.10	自有资金及银行贷款
负极材料年产 1 万吨生料项目	0.76	0.56	0.20	-	-	2015.9	2017.8	自有资金
能源管理-储能节能项目 ⁸	38.00	-	6.00	14.00	18.00	2017	2019	自有资金、银行贷款、募集能源管理基金等
能源管理-光伏洁能项目	12.00	-	4.50	4.00	3.50	分多个项目建设，每个电站建设周期 3-6 个月		
合计	85.81	6.28	22.70	29.67	27.16	-	-	-

资料来源：杉杉集团

3. 贸易业务

目前该公司贸易业务经营实体主要为甬港鸿发（香港）实业有限公司

⁷ 剩余 7.80 亿元投入年产 35000 吨锂离子电池材料项目，4.26 亿元用于补充流动资金。

⁸ 能源管理-储能节能项目及能源管理-光伏洁能项目总投资额及投资计划均为初步规划，未来随着项目的实施，存在变化调整的可能。

司（简称“甬港鸿发”），贸易品种主要为铜、镍、白银和黄金等金属材料。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司贸易业务收入分别为 69.52 亿元、59.11 亿元、53.50 亿元和 9.52 亿元，同期业务毛利率分别为 0.65%、0.87%、0.60%和 0.72%。受贸易本身赚取纯价差的业务性质决定，贸易业务盈利能力有限，且受国内外实体经济不振的影响，公司贸易业务收入逐年下滑。

该公司采取以销定采的业务模式，与上下游客户均采用信用证结算，为控制贸易业务风险，公司采取背对背交易和期货对锁的方式锁定价格波动风险，并严格核定各业务部门的裸露风险敞口头寸，并由内控部门每日统计，确保整体敞口风险在公司核定的范围内。

目前，该公司贸易业务以外贸为主。出口区域涉及亚洲、美洲、欧洲及非洲地区。外贸产品主要为日用五金，此外还包括部分大宗商品，随着大宗商品市场价格波动，公司相应调整其贸易规模，2016 年大宗商品收入大幅减少。

图表 15. 公司贸易业务分产品收入情况（单位：亿元，%）

产品 类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
外贸	67.73	97.42	58.99	99.79	53.25	99.53	9.52	100.00
日用五金	56.41	81.14	47.25	79.94	51.52	96.30	9.52	100.00
大宗商品	11.32	16.28	11.74	19.86	1.73	3.23	-	-
内贸	1.79	2.58	0.12	0.21	0.25	0.47	-	-
大宗商品	1.79	2.58	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	0.12	0.21	0.25	0.47	-	-
合计	69.52	100.00	59.11	100.00	53.50	100.00	9.52	100.00

资料来源：杉杉集团

4. 城市综合体及奥特莱斯商业零售业务

目前该公司城市综合体及奥特莱斯商业零售业务主要经营实体为宁波杉杉鸿发置业有限公司（简称“鸿发置业”）、杉井商业管理（宁波）有限公司（简称“杉井商业管理”）和宁波杉杉易购商业管理有限公司（简称“杉杉易购”），其中鸿发置业负责管理“水木清华”人才公寓项目，杉井商业管理负责管理奥特莱斯商业零售项目，杉杉易购负责管理乐购项目。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司城市综合体及奥特莱斯业务收入分别为 5.48 亿元、5.76 亿元、15.75 亿元和 5.29 亿元；同期业务毛利率分别为 13.46%、10.46%、11.92%和 14.04%。2016 年以来随着奥特莱斯业务建成投运项目增加及运作模式逐渐成熟，收入出现大幅增长，毛利率也逐步提升。

图表 16. 城市综合体板块业务收入和毛利率情况 (单位: 亿元, %)

	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
业务收入	5.48	100.00	5.76	100.00	15.75	100.00	5.29	100.00
城市综合体	0.94	17.15	0.24	4.17	2.48	15.73	0.51	9.69
奥特莱斯	4.54	82.85	5.52	95.83	13.27	84.27	4.78	90.31
业务毛利率	13.46		10.46		11.92		14.04	
城市综合体	27.27		-0.98		13.27		21.39	
奥特莱斯	10.57		10.95		11.67		13.26	

资料来源: 杉杉集团

(1) 城市综合体业务

该公司城市综合体业务收入主要来源于“水木清华”人才公寓项目, 该项目共三期, 截至 2017 年 3 月末, 一期项目已销售完毕, 二、三期项目销售均已接近尾声。2014~2016 年及 2017 年第一季度, 公司城市综合体业务收入分别为 0.94 亿元、0.24 亿元、2.48 亿元和 0.51 亿元, 毛利率分别为 27.27%、-0.98%、13.27%和 21.39%, 2015 年因“水木清华”项目收入减少而固定成本较高, 该业务出现亏损; 2016 年以来主要进行三期项目销售, 收入有所增长。

图表 17. 杉杉集团在售城市综合体项目情况 (单位: 万平方米, 亿元)

项目名称	项目公司	建筑面积	总投资	已投资	已回笼资金	项目基本情况介绍	销售单价
水木清华二期	鸿发置业	3.10	2.10	1.97	2.58	二期项目由 5 幢 15 层小高层和商铺组成, 住宅总销售面积为 2.27 万平方米, 其中 3 幢楼共 114 套为白坯房, 2 幢楼 100 套为精装修房。已于 2013 年 3 月 30 日开盘。	1.10 万元/平方米
水木清华三期	鸿发置业	5.19	3.00	2.78	3.18	总用地面积 21905 m ² , 项目容积率为 1.8, 建筑面积为 51899 m ² , 住宅 410 户, 其中高层住宅可销售面积为 38693 m ² ; 总车位 394 只 (其中室内 313 只)。绿地率 30%。已于 2015 年 8 月开盘。	0.87 万元/平方米
合计	--	8.29	5.10	4.75	5.76	-	-

资料来源: 杉杉集团 (截至 2017 年 3 月末)

该公司参股的城市综合体在建项目主要包括杉杉首府项目和宁波中心项目等⁹, 均采取合作投资模式。其中, 杉杉首府项目由合作方开发, 公司按合同收取固定投资回报, 截至 2017 年 3 月末已预售比例为 95%, 已回笼资金 7.25 亿元。宁波中心项目由公司与日本合作方伊藤忠共同投资, 一期项目于 2012 年 6 月末开始预售, 住宅和写字楼已全部

⁹ 计入长期股权投资, 2016 年末杉杉首府的项目公司杉杉(亳州)都市置业有限公司账面价值 0.40 亿元; 宁波中心的项目公司宁波都市房产开发有限公司账面价值 6.31 亿元。

售完,目前商铺销售也已接近尾声,截至2017年3月末已回笼资金39.35亿元。二期和三期项目均于2015年开工,已完成地下室工程,目前正在进行上部结构施工和幕墙施工过程,预计将于2018年底达到竣工验收条件。二期酒店式公寓于2017年3月开始预售,目前已全部售罄,计划于下半年预售底层商铺。三期项目正在申领预售许可证,预计2017年第四季度开售。四期项目已获得土地所有权,但是否启动将考虑前三期项目收益情况后决定,短期内尚无明确建设计划。

图表 18. 公司参股投资的城市综合体在建项目情况 (单位: 亿元, %)

项目 名称	计划 总投资 额	已投 资额	持股 比例	计划完 工时间	预计投资计划			已回 笼资金	项目规划	销售单价
					2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年			
杉杉首府项目	16.14	9.90	49	2017 年	2.24	2.00	2.00	7.25	规划建设住宅楼和商铺, 建筑面积为 55 万平方米。	住宅 0.40 万元/平方米; 商铺 0.85 万元/平方米。
宁波中心项目	一期	30.86	26.88	2014 年 9 月	1.89	0.65	0.13	37.92	建筑面积 23.93 万平方米, 主要为住宅, 辅以办公楼和商业。	住宅 2.5 万元/平方米; 商铺 2.6 万元/平方米; 办公楼 1.3 万元/平方米。
	二期	7.02	3.08	2019 年 2 月	0.85	1.79	1.30	1.43	建筑面积 11.60 万平方米, 为酒店式公寓和沿街商铺。	
	三期	7.23	2.61	2019 年 3 月	1.54	2.28	0.55	-	建筑面积 8.41 万平方米, 为办公楼和商业。	
	四期	4.04	3.27	-	-	-	-	-	建筑面积 24.39 万平方米, 为高层建筑。	
	小计	49.15	35.84	-	4.28	4.72	1.98	39.35	-	
合计	65.29		-	-	6.52	6.72	3.98	46.60	-	-

资料来源: 杉杉集团 (截至 2017 年 3 月末)

(2) 奥特莱斯商业零售业务

奥特莱斯商业零售业务是该公司发展的重点之一,目前该业务主要收入来源于宁波、哈尔滨和郑州三个奥特莱斯项目。随着新的项目建成投运及原有项目运营成熟带来的销售量增长和分成比例提高,2016 年奥特莱斯业务收入大幅增长。2014~2016 年及 2017 年第一季度,奥特莱斯商业零售业务分别实现收入 4.54 亿元、5.52 亿元、13.27 亿元和 4.78 亿元,毛利率分别为 10.57%、10.95%、11.67%和 13.26%。

图表 19. 公司投入运营的奥特莱斯商业零售项目情况 (单位: 万平方米, 亿元, %)

项目 名称	项目 公司	总投资	持股比例	建筑 面积	投运时间	可运营面 积	已运营面 积
宁波杉井奥特莱斯	杉井商业管理(宁波)有限公司	3.9	54	6.20	2011.9	6.20	6.20

项目名称	项目公司	总投资	持股比例	建筑面积	投运时间	可运营面积	已运营面积
乐购项目	宁波杉杉易购商业管理有限公司	2.0	90	2.17	2013.7	2.17	2.17
哈尔滨奥特莱斯	哈尔滨杉杉春夏秋冬置业有限公司	6.5	60	11.80	2015.9	6.40	5.96 ¹⁰
郑州奥特莱斯	郑州杉杉奥特莱斯购物广场有限公司	7.3	51	8.12	2016.9	4.11	4.11
合计	--		--	28.29	--	18.88	18.44

资料来源：杉杉集团（截至 2017 年 3 月末）

图 20. 公司投入运营的奥特莱斯商业零售项目收入及盈利情况¹¹（单位：亿元）

项目名称	营业收入				营业毛利			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年第一季度	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年第一季度
宁波杉井奥特莱斯	4.73	5.62	7.61	2.24	0.67	0.73	1.11	0.35
乐购项目	0.1	0.1	0.12	0.03	0.10	0.08	0.08	0.02
哈尔滨奥特莱斯	-	1.09	4.14	1.3	-	0.23	0.70	0.19
郑州奥特莱斯	-	-	1.75	1.29	-	-	0.16	0.14
合计	4.83	6.81	13.62	4.86	0.77	1.04	2.06	0.70

资料来源：杉杉集团

该公司奥特莱斯零售项目均采取合作开发模式，合作方主要为大型零售企业及房地产开发公司等。公司奥特莱斯项目收益主要采取联营和租赁结合的模式，联营模式为主要运营模式，按店铺营业额一定比例分成，通常开业时分成比例较低，后逐渐提高，直至 3-5 年后运营成熟，分成比例达到顶峰并保持稳定，在此期间收入及盈利水平将得到提高，而运营成熟后收入增长主要依靠销量增长带动；少量小型店铺采用租赁模式，收取固定租金。奥特莱斯一般与首次入驻商户签订三年合同，期满后每年签订一次合同。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司奥特莱斯联营营业收入分别为 4.51 亿元、5.36 亿元、12.63 亿元和 4.50 亿元，

¹⁰ 未开租主要因预留大品牌位置，但未空铺，目前经营特卖品，不签订正式合同。

¹¹ 其中少量杂项收入及毛利在主业分类中计入其他。

其中以普通品牌为主，收入占比约 80%；租赁营业收入分别为 0.22 亿元、0.26 亿元、0.87 亿元和 0.33 亿元。目前，宁波、郑州奥特莱斯已全部租出，哈尔滨奥特莱斯出租率达到 93%。

图表 21. 公司奥特莱斯业务联营及租赁营业收入明细¹² (单位：亿元，%)

业务模式	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
联营营业收入	4.51	5.36	12.63	4.50
其中：国际品牌营业收入	0.95	1.12	2.69	1.08
普通品牌营业收入	3.56	4.24	9.94	3.42
联营营业收入分成比例	10.57	10.50	11.00	12.00
租赁营业收入	0.22	0.26	0.87	0.33
合计	4.73	5.62	13.50	4.83

资料来源：杉杉集团

在建项目方面，目前该公司在建太原奥特莱斯和南昌奥特莱斯，计划总投资合计 9.39 亿元，截至 2017 年 3 月末累计已投资 3.89 亿元，预计均将于 2017 年 9 月建成开业，目前已基本完成招商，太原和南昌奥特莱斯招商率分别达到 96%和 90%，正在进行店铺装修等工作。

图表 22. 公司在建奥特莱斯商业零售项目情况¹³ (单位：亿元，%)

项目 名称	计划总 投资额	已投 资额	持股 比例	计划完 工时间	预计投资计划		项目规划
					2017 年 4-12 月	2018 年	
太原奥特莱斯	4.89	2.16	60	2017 年 9 月	1.85	0.88	位于太原市晋中开发区内，奥特莱斯全部自持，对物业统一经营和管理，经营模式分联营和租赁两种形式。已于 2016 年 3 月开工。
南昌奥特莱斯	4.50	1.73	70	2017 年 9 月	2.27	0.50	位于南昌市红谷滩新区，项目面积总占地约 11.4 万平方米，建筑面积约 93000 m ² ，预计 220 个品牌入驻；停车位预计 2000 个（根据设计方案数据调整）。已于 2016 年 6 月开工。
合计	9.39	3.89	-	-	4.12	1.38	-

资料来源：杉杉集团（截至 2017 年 3 月末）

奥特莱斯商业零售业务为该板块未来主要发展方向，后续尚有多家奥特莱斯投资开设计划，新开发的市场能否为公司带来预期的投资回报尚存在不确定性，公司将持续面临较大的资金压力及新市场拓展压力。

5. 其他业务

该公司其他业务主要包括金融股权投资、类金融业务和创业投资业务。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司其他业务收入分别为 4.43 亿元、4.57 亿元 5.56 亿元和 2.68 亿元，同期业务毛利率分别为 79.90%、

¹² 部分租赁营业收入在收入明细中归入其他业务收入。

¹³ 表中各类投资额为项目投资额，公司所需出资额=项目公司注册资本*公司持股比例。项目资金主要通过各项目公司自筹，在项目出现资金短缺时，公司或将通过往来资金或增资方式予以支持。

74.40%、75.55%和 89.95%。该板块业务盈利能力好，对公司毛利贡献较大，但盈利稳定性不足。

该公司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，公司主要金融资产投资对象为宁波银行和稠州银行。公司择机出售持有宁波银行股份以获得变现。2015 年，公司通过二级市场交易减持宁波银行股份 0.33 亿股，获得大额投资收益（含税）6.10 亿元。2016 年进一步减持 0.03 亿股，获得投资收益 0.29 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司尚持有宁波银行股份 1.53 亿股，占宁波银行总股本的 3.91%；持有稠州银行 2.47 亿股，占稠州银行总股本的 8.07%。2016 年，公司收到宁波银行和稠州银行分红分别为 0.70 亿元和 0.32 亿元。

此外，该公司还投资中静四海以持有徽商银行股份有限公司（简称“徽商银行”）股份，2017 年 3 月末中静四海持有徽商银行 4.02% 的股份。公司长期持股华创证券有限责任公司（简称“华创证券”），2016 年河北宝硕股份有限公司（简称“宝硕股份”）向华创证券股东发行股份购买华创证券 100% 股权并定向增发，华创证券成为宝硕股份全资子公司，公司不再直接持有华创证券股份，而变更为对宝硕股份持股，公司所持交易性金融资产账面价值大幅增长¹⁴，截至 2016 年末持有宝硕股份 8.15% 的股权，账面价值 18.05 亿元，并于当年获得 6.99 亿元收益。公司于 2015 年初收购浙江艾迪西流体控制股份有限公司（以下简称“艾迪西”）26.98% 的股权¹⁵，按照交易性金融资产核算，2016 年艾迪西完成资产置换，并更名为“申通快递股份有限公司”，主营物流配送。

图表 23. 截至 2016 年末公司主要股权投资（单位：亿元，%）

公司简称	投资成本	持股比例	期末账面 价值	2016 年损益	
				金额	核算方式
交易性金融资产					
艾迪西	12.91	5.85	27.05	1.18	公允价值变动损益
宝硕股份	9.62	8.15	18.05	6.99	投资收益-处置股权投资 （5.18 亿元）；公允价值 变动损益（1.81 亿元）
可供出售金融资产（公允价值）					
宁波银行	1.32	3.91	25.4	0.99	投资收益-分红（0.70 亿 元）；投资收益-处置股权

¹⁴ 交易前公司持有华创证券 11.92% 股权，账面价值 4.07 亿元，计入长期股权投资。

¹⁵ 根据艾迪西于 2015 年 2 月 16 日发布的《浙江艾迪西流体控制股份有限公司关于控股股东股权转让过户完成的公告》，2014 年 11 月 27 日，艾迪西控股股东中加企业有限公司（以下简称“中加企业”）与该公司全资子公司南通泓石投资有限公司（以下简称“泓石投资”）签订《股份转让协议》，将其持有的艾迪西 26.98% 股权转让给泓石投资。由此，泓石投资持有艾迪西 8950 万股股份，占其总股本的 26.98%，泓石投资成为艾迪西控股股东。

公司简称	投资成本	持股比例	期末账面价值	2016 年损益	
				金额	核算方式
					投资 (0.29 亿元)
希努尔	3.38	10.25	6.92	-	-
长期股权投资					
浙江稠州商业 银行	6.83	8.07	11.2	1.43	投资收益-权益法 (1.11 亿元); 投资收益-分红 (0.32 亿元)
中静四海	7.92	48.35	13.99	1.33	投资收益-权益法
宁波都市房产	5.42	40.00	6.31	0.48	

资料来源：杉杉集团

图表 24. 截至 2016 年末公司主要股权投资项目财务情况 (单位：亿元)

公司简称	主营业务	2016 年 (末) 财务数据			
		总资产	净资产	营业收入	净利润
艾迪西	传统快递业务	79.64	54.42	98.81	12.62
宝硕股份	证券服务业和塑料管型材业务	299.08	151.68	11.15	-1.48
宁波银行	银行	8850.20	503.26	236.45	78.23
希努尔	男士正装	24.45	19.76	6.96	0.07
浙江稠州商业 银行	吸收公众存款、发放贷款及办理国内结算等	1600.07	125.83	49.73	13.84
中静四海	投资	28.77	28.77	-	2.8
宁波都市房产	房产开发经营	26.28	16.38	11.31	1.19

资料来源：杉杉集团

该公司的类金融业务主要为融资租赁业务和商业保理业务，由富银融资租赁（深圳）股份有限公司（简称“富银融资租赁”）负责运营。2017 年 5 月，富银融资租赁公开发行 0.89 亿股 H 股股票并在香港联交所创业板上市，总股本为 3.59 万股，公司通过杉杉股份全资子公司香港杉杉资源有限公司持有其 41.60% 的股份。

该公司融资租赁业务主要包括直租和回租业务，近年来在发展现有业务的同时，积极拓展环保新能源领域，目前项目覆盖电子、交通运输、快消、新能源、医疗等领域。公司保理业务由富银融资租赁全资子公司杉杉富银商业保理有限公司（简称“富银保理”）运营。富银保理成立于 2013 年 5 月，注册资本 5000 万元，于 2015 年 9 月成为富银融资租赁子公司。富银保理开展的商业保理业务是以贸易融资为核心的传统商业保理业务，业务区域集中于北京及江浙沪等地，主要在制造、医疗等领域开展业务，其中工程、药品包装、医疗等领域为目前新的拓展方向。截至 2016 年末，公司类金融业务生息资产净额 8.54 亿元，2016 年新投放生息资产 6.78 亿元。

该公司以杉杉创投为平台开展 PE 基金业务，通过对具有高成长性

企业实施股权投资、提供增值服务，获得资本增值。杉杉创投主要已投资项目包括西安曲江春天融合影视文化有限责任公司（简称“春天融合”）、山东步长制药股份有限公司（简称“山东步长”）等。杉杉创投通过支持被投资业务借壳上市、被并购等方式，积极落实项目退出工作；对短期内不具有上市条件的被投资企业，从风险控制出发，公司采取回购等方式进行项目退出。2015 年春天融合通过被星辉互动娱乐股份有限公司股权收购的方式完成了退出工作，实现投资收益 385 万元；山东步长已于 2016 年 10 月公开发行上市，目前公司持股处于禁售期，预计将于 2017 年 11 月末解禁，2018 年将陆续抛售该股票。

（五）公司财务质量

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2014~2016 年合并及母公司财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。近三年来公司一直执行企业会计准则（2006 版）及有关规定。2014 年公司执行财政部修订及新颁布的准则，并对 2013 年数据进行追溯调整。

截至 2016 年末，该公司经审计合并口径总资产为 352.14 亿元，所有者权益为 149.41 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 49.90 亿元）；全年实现营业收入 160.67 亿元，净利润 8.58 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 3.59 亿元），经营活动产生的现金流量净额 2.79 亿元。

截至 2017 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径总资产为 380.12 亿元，所有者权益为 159.71 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 49.83 亿元）；2017 年第一季度实现营业收入 41.44 亿元，净利润 1.48 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.23 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 -0.62 亿元。

近年来，该公司刚性债务规模呈增长态势，且以短期刚性债务为主，积累了较大的即期债务偿付压力。但公司且可变现金融资产规模较大，公司整体财务弹性较强，对债务偿付起到一定的支撑作用。

（六）公司抗风险能力

该公司核心主业具备一定规模优势，且能够得到政府优惠政策与股东支持，在同业中具有一定的竞争优势。公司货币资金较为充裕，持有可变现金融资产规模较大，整体财务弹性较强，对债务偿还起到一定支撑作用。总体来看，公司具有较强的抗风险能力。

1. 多元化经营优势

该公司目前已形成服装、科技、城市综合体、贸易和投资五大业务板块，经营风险可得到一定程度的分散，其中服装业务具有一定的品牌影响力，锂电池材料业务规模持续扩张，市场占有率国内领先，综合竞争力较强。

2. 持续获得政府补助

在业务布局上，杉杉整体已形成杉杉控股—杉杉集团—杉杉股份三层业务结构，杉杉控股是国务院确定的重点支持的大型企业集团之一，而该公司为杉杉控股成熟业务的主要载体，可在政府税收和项目土地等方面享有优惠政策，公司下属的 5 家锂电池生产企业享受高新技术企业政策，所得税减按 15% 计征；此外，2014~2016 年，公司获得政府补助分别为 0.69 亿元、1.09 亿元和 1.09 亿元。

3. 股东支持优势

作为该公司的中方股东，杉杉控股能够对公司发展提供业务及融资等方面的支持。在引入日方战略投资者后，伊藤忠商社凭借其先进的管理经验协助公司完善内部控制，并利用其在国际市场较强的资源整合能力在锂电池、服装、城市综合体等业务领域为公司发展提供多方面帮助，有望使公司整体管理水平、经营实力得到进一步提升。

4. 财务弹性较强

该公司资产中货币资金及各类股权投资规模较大，2016 年末公司货币资金、交易性金融资产及可供出售金融资产金额总计为 143.85 亿元，对负债总额的覆盖率为 70.96%，可为公司偿付债务提供一定支撑。2016 年下属子公司杉杉股份定向增发募集资金净额 34.28 亿元，公司资本实力得到进一步增强。此外，2017 年 5 月富银融资租赁于香港联交所创业板上市，杉杉品牌 H 股上市申请已于 2016 年 11 月获得证监会核准，公司融资渠道不断拓宽。

六、公司盈利能力及偿债能力

（一）公司盈利能力

该公司盈利主要来源于营业毛利和投资净收益。近年来公司营业毛利逐年增长，但投资净收益受处置股权资产数量波动的影响，稳定性欠佳，同时持续增长的期间费用对公司盈利造成一定不利影响，2016 年净

利润及资产获利能力均有所下滑。

2014~2016 年及 2017 年第一季度，该公司营业毛利分别为 13.73 亿元、14.45 亿元、19.43 亿元和 7.22 亿元，科技业务、其他业务和服装业务是公司营业毛利的主要来源，2016 年占比分别为 53.91%、21.64% 和 13.13%。同期公司毛利率分别为 8.05%、8.73%、12.09%和 17.42%。随着毛利率较高的科技板块规模扩大，公司盈利能力逐年提升。但科技板块毛利率受锂电池材料市场价格波动的影响较大，同期科技板块毛利率分别为 17.41%、16.68%、21.81%和 23.59%，2015 年锂电池材料价格下降，科技板块毛利率出现下滑，2016 年以来随着新能源汽车市场快速发展，锂电池材料需求增加，价格上涨，科技板块毛利率明显回升。

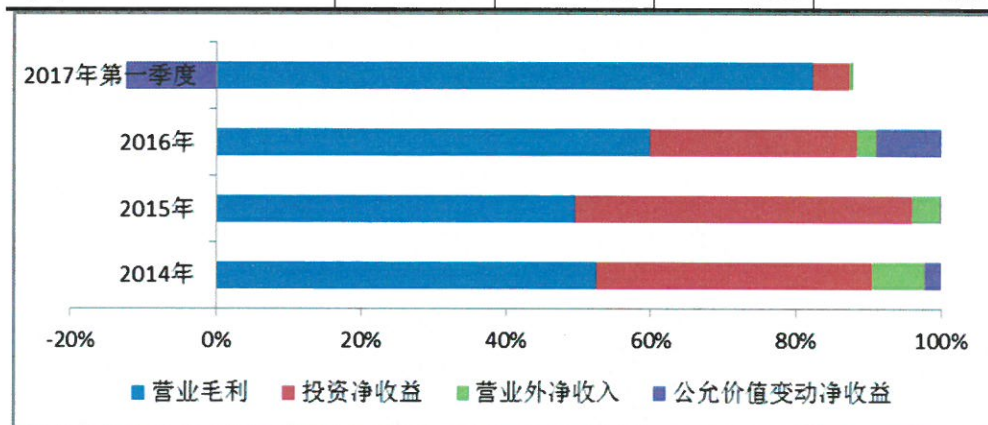
2014~2016 年及 2017 年第一季度，该公司期间费用分别为 15.13 亿元、16.15 亿元、19.58 亿元和 4.67 亿元，期间费用率分别为 8.87%、9.76%、12.19%和 11.27%，随着合并范围增加、新能源汽车研发支出增长及刚性债务规模的扩张，公司期间费用增长较快。同期，公司资产减值损失分别为 2.35 亿元、0.88 亿元、0.23 亿元和-0.07 亿元，主要来源于坏账损失和存货跌价损失。2014 年因其他应收款中通过第三方类金融投资业务计提坏账损失较多，当年资产减值损失额度较大，2014 年公司修订了风险资产管理办法，进一步加强对风险资产的管理，2015 年资产减值损失下降。

该公司盈利主要来源于营业毛利和投资净收益。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司投资净收益分别为 9.92 亿元、13.55 亿元、9.18 亿元和 0.43 亿元，2015 年投资净收益同比增长 36.70%，主要系公司择机抛售了部分宁波银行的股权所致；2016 年抛售股票相对较少，投资净收益有所下降。公司投资收益受被投资企业经营情况、公司的投资策略和证券市场环境影响较大，稳定性不足。同期，公司公允价值变动净收益分别为 0.62 亿元、0.08 亿元、2.92 亿元和-1.08 亿元，因交易性金融资产账面价值受市值影响，该项收益波动较大。同期，公司营业外收入分别为 2.13 亿元、1.43 亿元、1.21 亿元和 0.06 亿元，主要来源于资产处置利得和政府补助。2014 年公司营业外收入较多，主要系一直未予确认的老厂区土地收储收益于 2014 年度达到可确认条件，结转收益所致。

图表 25. 公司盈利贡献构成情况（单位：亿元）

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 第一季度
营业毛利	13.73	14.45	19.43	7.22

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 第一季度
投资净收益	9.92	13.55	9.18	0.43
营业外净收入	1.91	1.10	0.89	0.04
公允价值变动净收益	0.62	0.08	2.92	-1.08
合计	26.17	29.18	32.42	6.62



资料来源：根据杉杉集团提供的资料计算编制

2014~2016 年及 2017 年第一季度，该公司净利润分别为 6.93 亿元、10.64 亿元、8.58 亿元和 1.48 亿元，2016 年受期间费用和所得税费用增加、投资净收益减少的影响，净利润出现下滑。2014~2016 年公司净资产收益率分别为 7.48%、10.04%和 6.57%，同期总资产报酬率分别为 6.76%、7.22%和 3.71%。

(二) 公司偿债能力

近三年来该公司刚性债务规模呈增长态势，且以短期刚性债务为主，积累了较大的即期债务偿付压力；公司对科技板块、城市综合体板块后续规划投资仍较大，面临一定的资本性支出压力；公司对关联方担保额度较大，面临一定的代偿风险。但公司货币资金较为充裕，可变现金融资产规模较大，整体财务弹性较强，对债务偿还起到一定支撑作用。2016 年下属子公司杉杉股份定向增发完成后，公司资本实力得到进一步增强。

1. 债务分析

(1) 债务结构

随着主营业务经营规模扩大以及对外投资增加，近年来该公司负债规模呈扩大趋势，2014~2016 年末及 2017 年 3 月末分别为 156.18 亿元、173.04 亿元、202.73 亿元和 220.40 亿元。近年来公司经营效益较好，留存收益逐年增加，且 2016 年得益于下属子公司杉杉股份定向增发募

集资金净额 34.28 亿元，公司资本实力得到增强，当年末资产负债率有所下降。2014~2016 年末及 2017 年 3 月末资产负债率分别为 60.96%、60.74%、57.57%和 57.98%。

从负债期限结构来看，该公司负债偏短期，2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司长短期债务比分别为 45.04%、22.48%、32.02%和 33.16%，公司滚动发行多种期限债券，随着债券到期与新债发行，长短期债务比呈现一定波动。

2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，该公司流动负债分别为 107.68 亿元、141.28 亿元、153.56 亿元和 165.52 亿元。从流动负债构成情况来看，公司流动负债主要短期刚性债务及应付账款构成，2016 年末占流动负债的比重分别为 82.39%和 8.76%。2016 年末，公司短期刚性债务余额为 126.52 亿元，较上年末增长 6.44%，其中，短期借款较上年末减少 8.08%至 33.16 亿元；应付票据较上年末减少 26.02%至 14.33 亿元，以应付银行承兑汇票为主，2015 年因业务量增长及加大票据使用，应付票据大幅增长，2016 年票据使用有所减少；一年内到期的非流动负债较上年末增长 34.66%至 37.00 亿元，包括临近到期的长期借款及应付债券；其他流动负债为 40.01 亿元，主要为合计 40 亿元的短期融资券。2017 年 3 月末，公司流动负债增至 165.52 亿元，其中短期刚性债务较上年末增长 11.83%至 141.49 亿元，主要为短期借款和短期融资券增加所致，随着新能源汽车业务布局及奥特莱斯项目的投入，公司融资需求持续增长；应付账款因部分已结转，较上年末减少 20.49%至 10.69 亿元。

2014~2016 年及 2017 年 3 月末，该公司非流动负债分别为 48.50 亿元、31.76 亿元、49.17 亿元和 54.88 亿元。从非流动负债构成情况来看，公司非流动负债主要由中长期刚性债务及递延所得税负债构成，2016 年末占非流动负债的比重分别为 66.28%和 24.11%。2016 年末，公司中长期刚性债务余额为 32.59 亿元，较上年末增长 50.20%，其中，长期借款为 14.91 亿元，较上年末增加 12.54 亿元，主要因新增并表奥特莱斯所致；应付债券 17.40 亿元，包括 2013 年杉杉股份发行的 7.50 亿元的公司债券以及 2016 年公司发行的 10 亿元中期票据。2017 年 3 月末，公司非流动负债增至 54.88 亿元，主要为应付债券增加所致。

2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，该公司刚性债务合计分别为 125.45 亿元、140.56 亿元、159.11 亿元和 179.49 亿元，占负债总额的比例分别为 80.33%、81.23%、78.48%和 81.44%，股东权益与刚性债务比率分别为 79.73%、79.58%、93.91%和 88.98%，公司总体偿债压力较大，但得益于 2016 年下属子公司杉杉股份完成非公开发行，公司资本

实力得到增强¹⁶。

(2) 公司借款情况

2017 年 3 月末该公司银行借款余额为 94.66 亿元¹⁷，以保证借款为主，占当年末银行借款余额的 55.76%。从借款期限来看，公司银行借款主要为短期借款和一年内到期的长期借款，2017 年 3 月末合计占银行借款总额的比重为 84.45%。

图表 26. 2017 年 3 月末公司银行借款构成情况（单位：亿元）

种类	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
抵/质押借款	1.50	23.50	7.02	32.02
保证借款	45.09	-	7.70	52.79
信用借款	7.85	2.00	-	9.85
合计	54.44	25.50	14.72	94.66

资料来源：根据杉杉集团提供的资料计算

(3) 或有负债

该公司对外担保对象主要为关联企业，截至 2017 年 3 月末，公司对合并范围外企业提供的担保金额合计 26.43 亿元，担保比率为 16.55%，其中为杉杉控股及其子公司的关联担保额度为 26.41 亿元，用于杉杉控股因杉杉股份定向增发及日常运营所需的融资。目前被担保企业经营状况正常。公司对外担保额度较大，存在一定的代偿风险，后续需持续关注被担保企业信用质量变化情况。

图表 27. 2017 年 3 月末公司对外担保明细情况（单位：万元）

担保对象	担保金额	实际使用金额	关联关系	担保对象 2016 年（末）主要财务数据			
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润
杉杉控股有限公司	264,100.00	161,145.00	控股股东	4,090,388.88	1,479,055.98	3,806,649.89	100,628.12
宁波贝儿森孕婴用品有限公司	200.00	200.00	同一实际控制人	2,045.85	829.93	2,864.66	20.90

资料来源：杉杉集团

截至 2016 年末，该公司作为原告涉及 4 项未决诉讼或仲裁事项，诉讼金额合计 0.77 亿元；另尚有 11 项诉讼已判决未执行完毕，未收回金额合计 0.92 亿元。

¹⁶ 杉杉股份非公开发行后，该公司对杉杉股份持股比例由 32.50%降至 23.79%，仍为杉杉股份控股股东。

¹⁷ 银行借款利率范围为 3.92%-5.50%。

2. 现金流分析

2014~2016 年及 2017 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 114.73%、108.05%、113.21%和 99.60%，2017 年第一季度因增加票据结算，营业收入现金率出现明显下降。同期公司经营环节现金流净额分别为 11.97 亿元、12.82 亿元、2.79 亿元和-0.62 亿元。2016 年因考虑货币资金较充裕，对收到的银行承兑汇票未马上贴现，以便节约财务费用或在采购时取得现金付款折让，当年经营性现金净流量大幅下滑，2017 年第一季度公司收回往来款金额减少，当期现金流呈净流出状态。

该公司投资环节现金流出主要为各类在建项目投资及股权投资，现金流入主要来源于金融资产出售。近年来公司投资支出规模大且逐年增长，2014~2016 年及 2017 年第一季度投资环节现金流净额分别为 8.39 亿元、-10.05 亿元、-36.22 亿元和-45.96 亿元。2015 年以来因锂电池材料产能扩张、新能源汽车基地及厂房、奥特莱斯项目等投入规模扩大，投资环节现金净流出快速增加。

该公司主要通过银行借款和发行债券等方式获得外部资金，2016 年子公司杉杉股份定向增发也形成较多现金流入。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司筹资环节现金流净额分别为 2.19 亿元、4.55 亿元、45.52 亿元和 25.63 亿元。公司将新能源相关业务和奥特莱斯商业零售业务作为发展重点，未来对外投资预计仍将保持相当规模，合理控制投资节奏，调整融资结构将成为影响公司未来信用质量的关键。

2014~2016 年，该公司 EBITDA 分别为 17.32 亿元、20.91 亿元和 21.33 亿元，主要来源于利润总额与列入财务费用的利息支出，呈逐年增长态势。公司 EBITDA 能够覆盖利息支出，对刚性债务的覆盖程度较为稳定。

图表 28. 2014~2016 年公司经营性净现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.21	2.65	3.02
EBITDA/刚性债务(倍)	0.15	0.16	0.14
经营性现金流净额(亿元)	11.97	12.82	2.79
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	12.12	10.30	1.89
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	8.44	7.79	1.48

资料来源：根据杉杉集团提供的资料计算

3. 资产质量分析

由于留存收益持续增加，该公司近年来合并口径所有者权益规模不

断增长，2016 年杉杉股份定向增发完成后，公司资本实力得到进一步提升。2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，公司所有者权益分别为 100.03 亿元、111.86 亿元、149.41 亿元和 159.71 亿元。2016 年末公司实收资本和资本公积合计 15.53 亿元，占所有者权益的比重为 10.39%，资本稳定性较弱。

随着经营规模与对外投资规模的不断扩大，该公司总资产规模逐年增长，2014~2016 年末及 2017 年 3 月末分别为 256.21 亿元、284.90 亿元、352.14 亿元和 380.12 亿元。

2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，该公司流动资产分别为 130.48 亿元、151.56 亿元、186.15 亿元和 185.47 亿元，占资产总额的比重分别为 50.93%、53.20%、52.82%和 48.79%。公司流动资产以货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款和存货为主。2016 年末，公司货币资金余额为 59.91 亿元（其中受限使用的货币资金为 4.51 亿元），较上年末增长 16.19%，现金比率为 58.51%，较上年末提高 15.10 个百分点，货币资金对即期债务的保障程度得到提高；交易性金融资产余额为 46.07 亿元，较上年末大幅增长 71.37%，2015 年公司收购浙江艾迪西流体控制股份有限公司，2016 年增加宝硕股份股权，导致上述两年末交易性金融资产均出现大幅增长；应收账款余额为 22.96 亿元，近三年来保持相对稳定，2016 年末计提坏账准备 2.42 亿元；其他应收款余额为 22.47 亿元，主要为关联方资金拆借及临时性往来款，前五大欠款方其他应收款合计占比为 35.43%，公司其他应收款规模较大，关联占款严重，存在一定的回款风险；存货余额为 13.59 亿元，较上年末增长 13.33%，以库存商品和原材料为主，当年末计提存货跌价准备 0.42 亿元；其他流动资产余额为 2.57 亿元，较上年末增长 88.25%，主要因增值税留抵扣额增加所致。2017 年 3 月末，公司流动资产为 185.47 亿元，其中，货币资金较上年末减少 36.45%至 38.07 亿元，主要因进一步投资奥特莱斯及新能源汽车项目所致；其他应收款较上年末增加 69.97%至 38.19 亿元，主要因关联方临时性资金拆借增加。

2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，该公司非流动资产分别为 125.73 亿元、133.34 亿元、165.99 亿元和 194.65 亿元，公司非流动资产以可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和固定资产为主。2016 年末，公司可供出售金融资产余额为 37.86 亿元，主要包括持有宁波银行、希努尔等公司股份，其中 2015 年末出现大幅下降，主要因择机减持宁波银行股票所致；持有至到期投资余额为 29.69 亿元，该资金主要通过关联方投向类金融项目，投资期限主要在 3 个月至 1 年之间；长期

股权投资余额为 42.18 亿元，投向多家联营及合营企业，主要投资项目包括浙江稠州商业银行股份有限公司、中静四海实业有限公司等，其中 2015 年末出现大幅增长，主要因中静四海不再纳入合并范围而改为权益法核算所致¹⁸；固定资产余额为 30.28 亿元，主要为房屋和机器设备，当年末较上年末增长 119.91%，主要因郑州奥特莱斯、锂电池材料及新能源汽车生产基地和厂房由在建工程转入，且当年收购杉杉新材料（衢州）有限公司等而增加合并范围；无形资产余额为 9.74 亿元，主要为土地使用权，当年末较上年末增长 227.19%，主要因新增奥特莱斯及生产基地所致。2017 年 3 月末，公司非流动资产较上年末增长 17.27% 至 194.65 亿元，其中长期股权投资较上年末增长 48.38% 至 62.59 亿元，主要因当期公司与政府合作设立浙商回归基金，由公司、杉杉控股和宁波市鄞州区政府分别投入 20 亿元、20 亿元和 10 亿元，项目经营期限 15 年（其中政府培育期 6 年），收益由公司及杉杉控股享有，目前该基金尚处于初始投入期。

2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，该公司流动比率分别为 121.18%、107.27%、121.22% 和 112.05%，速动比率分别为 102.47%、94.05%、107.81% 和 97.83%。从资产周转效率看，2014~2016 年，公司应收账款周转速度分别为 8.81 次、7.38 次和 7.05 次，存货周转速度分别为 14.84 次、13.21 次和 11.04 次，受锂电池材料业务库存商品和原材料价格上涨、服装业务新品牌拓展导致备货增加等因素影响，存货周转率呈逐年下滑态势，但目前仍处于较好水平。

总体来看，该公司货币资金较充裕，且各类资产中股权投资占比较大，相关资产具有较强的变现能力，2016 年末公司货币资金、交易性金融资产及可供出售金融资产金额总计为 143.85 亿元，占资产总额的比例为 40.85%，公司整体财务弹性较强，可对债务偿还起到一定支撑作用。

（三）外部支持

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道顺畅。截至 2017 年 3 月末，各家银行给予公司授信额度共计 179.02 亿元，已使用 94.66 亿元，尚有 84.36 亿元授信额度未使用。

¹⁸ 根据该公司于 2015 年 6 月 30 日发布的《杉杉集团有限公司关于报表合并范围减少及受让股权导致净资产变动情况的公告》，因公司对中静四海实业有限公司（简称“中静四海”）委托代理表决权于 2015 年 6 月 30 日到期，公司目前已丧失对其控制权，中静四海不再纳入公司报表合并。同时，公司另外于 2015 年 5 月分别以 2.92 亿元和 1.46 亿元收购中静四海 13.50% 和 6.75% 的股权，加上公司原持有其 28.10% 的股权，上述收购完成后，公司共持有其 48.35% 股份，公司目前对其采用权益法进行核算。

图表 29. 截至 2017 年 3 月末公司获得银行授信明细 (单位: 亿元)

借款银行	授信额度	未使用额度
村镇银行	0.20	0.20
东海银行	0.35	0.35
东亚银行	1.50	1.50
光大证券	2.00	-
广发银行	2.20	1.20
杭州银行	1.00	0.70
恒丰银行	0.40	0.40
华夏银行	2.80	2.80
华兴银行	0.20	0.20
汇丰银行	1.00	0.50
交通银行	4.72	1.42
宁波通商银行	2.00	-
宁波银行	8.47	3.69
平安银行	0.50	0.50
上海农商银行	0.40	0.40
上海浦东发展银行	2.85	0.50
上海银行	3.60	3.60
兴业银行	21.89	1.50
邮储银行	5.50	3.50
长沙银行	1.00	0.51
招商银行	4.00	1.42
浙商银行	4.50	1.70
中国工商银行	23.10	12.52
中国光大银行	5.00	1.30
中国建设银行	19.85	10.70
中国进出口银行	3.00	-
中国民生银行	14.50	13.10
中国农业银行	5.00	5.00
中国银行	24.00	14.20
中信银行	2.80	0.96
国泰君安	7.00	-
龙江银行	3.70	-
合计	179.02	84.36

资料来源: 杉杉集团

该公司下属的杉杉股份作为上市公司, 从资本市场补充资金的能力较强¹⁹; 富银融资租赁 H 股上市成功, 有助于拓宽公司融资渠道; 此外, 杉杉控股可为公司对外融资提供必要的信用支持, 使公司融资能力得到进一步提升。

¹⁹ 截至 2016 年末, 公司对杉杉股份持股无质押情况。

七、公司过往债务履约情况

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2017 年 7 月 24 日，公司无违约记录。

截至 2017 年 7 月末，该公司已发行但尚未到期的债券金额合计为 64.10 亿元。公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息情况。

图表 30. 截至 2017 年 7 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	到期日期
12 杉杉 MTN1	5.60	5.60	5 年	6.70	2017 年 12 月 5 日
13 杉杉债	7.50	7.50	5 年	7.50	2019 年 3 月 7 日
16 杉杉集 MTN001	10.00	10.00	3 年	5.80	2019 年 6 月 2 日
17 杉杉 CP001	5.00	5.00	1 年	4.60	2018 年 3 月 17 日
17 杉杉 CP002	4.00	4.00	1 年	5.21	2018 年 4 月 20 日
17 杉杉 SCP001	10.00	10.00	270 天	5.30	2018 年 1 月 27 日
17 杉杉 SCP002	10.00	10.00	270 天	5.35	2018 年 2 月 11 日
17 杉杉 SCP003	4.00	4.00	270 天	5.35	2018 年 3 月 17 日
17 杉杉 SCP004	4.00	4.00	270 天	4.95	2018 年 4 月 9 日
17 杉杉 SCP005	4.00	4.00	270 天	4.95	2018 年 4 月 23 日
合计	64.10	64.10	-	-	-

资料来源：中国债券信息网

八、结论

经过多年发展，该公司多元化经营格局基本成形，其中服装与科技业务作为核心业务在国内具有一定竞争力，新能源相关业务和奥特莱斯业务为公司目前投资发展的重点。近三年来受服装业务国际品牌剥离及贸易业务市场环境不佳的影响，公司收入逐年下降。公司科技板块收入规模持续扩大，但盈利水平易受锂电池材料价格波动的影响；奥特莱斯业务逐渐运营成熟且投运项目增加，收入快速增长。公司对科技板块及奥特莱斯项目投资规模大、节奏快，后续面临一定的资本性支出压力。

该公司盈利主要来源于营业毛利和投资净收益。近年来公司营业毛利逐年增长，但投资净收益受处置股权资产数量波动的影响，稳定性欠佳，同时持续增长的期间费用对公司盈利造成一定不利影响，2016 年净利润及资产获利能力均有所下滑。

近三年来该公司刚性债务规模呈增长态势，且以短期刚性债务为主，积累了较大的即期债务偿付压力；公司对科技板块、城市综合体板块后续规划投资仍较大，面临一定的资本性支出压力；公司对关联方担保额度较大，面临一定的代偿风险。但公司货币资金较为充裕，可变现金融资产规模较大，整体财务弹性较强，对债务偿还起到一定支撑作用。2016

年下属子公司杉杉股份定向增发完成后，公司资本实力得到进一步增强。

该公司股东实力较强，能够给予公司经营及管理方面较大的支持。公司实际控制人在公司合并范围外股权投资规模较大，后续需持续关注相关企业的经营及股权变化情况对公司业务运营可能造成的影响。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

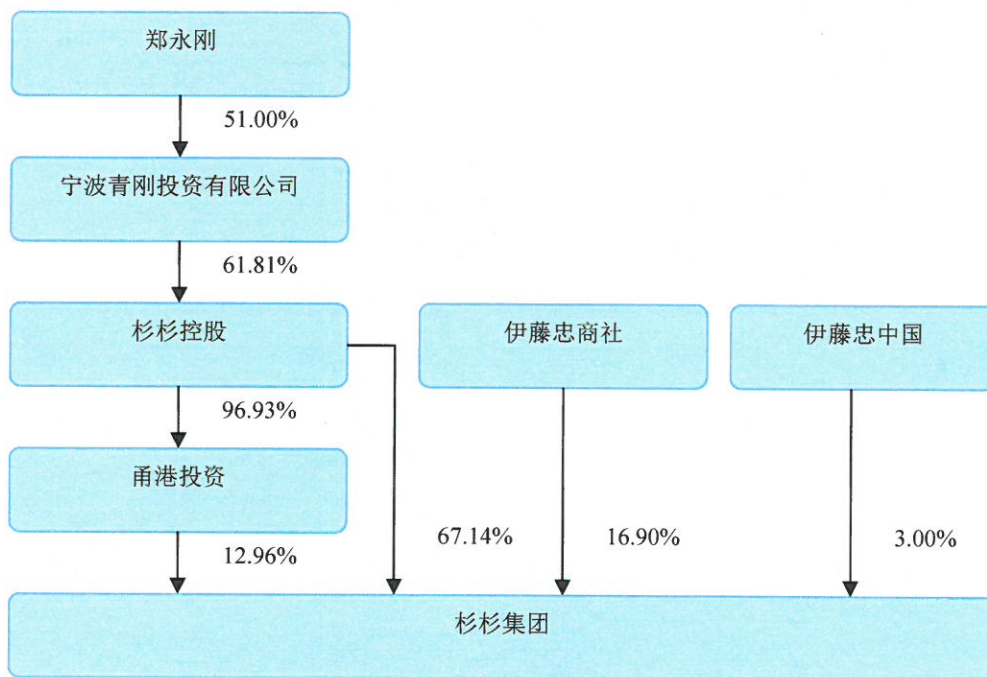
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

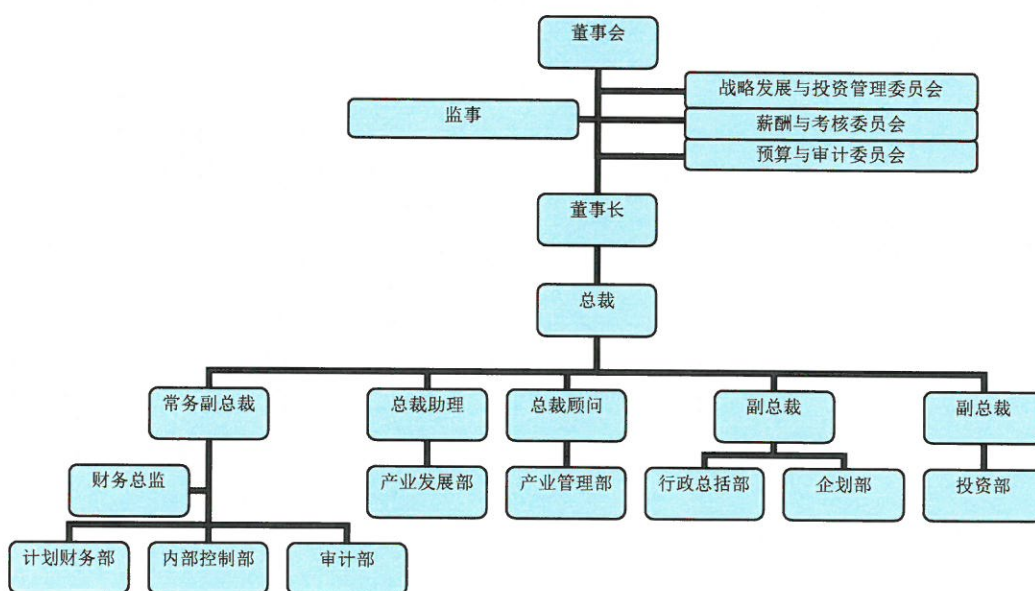
公司与实际控制人关系图



注：根据杉杉集团提供的资料绘制（截至2017年3月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据杉杉集团提供的资料绘制（截至2017年3月末）

附录三:

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2016 年 (末) 主要财务数据 (亿元)			
			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润
杉杉集团有限公司	母公司	服装, 锂电池材料, 新能源车, 奥特莱斯, 投资	84.38	22.27	30.76	4.81
宁波杉杉股份有限公司	23.79	服装, 锂电池材料, 新能源车, 投资	34.38	86.44	54.75	-5.78
宁波杉杉鸿发置业有限公司	55.00	房地产开发与经营	-	1.85	2.47	(无数据)
南港鸿发(香港)国际有限公司	100.00	贸易	-	0.68	52.03	(无数据)
上海杉杉实业有限公司	54.82	投资, 管理, 咨询	16.50	22.71	0.21	-0.22
						(无数据)

注: 根据杉杉集团提供的资料整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
资产总额[亿元]	256.21	284.90	352.14	380.12
货币资金[亿元]	40.60	51.56	59.91	38.07
刚性债务[亿元]	125.45	140.56	159.11	179.46
所有者权益[亿元]	100.03	111.86	149.41	159.71
营业收入[亿元]	170.58	165.50	160.67	41.44
净利润[亿元]	6.93	10.64	8.58	1.48
EBITDA[亿元]	17.32	20.91	21.33	—
经营性现金净流入量[亿元]	11.97	12.82	2.79	-0.62
投资性现金净流入量[亿元]	8.39	-10.05	-36.22	-45.96
资产负债率[%]	60.96	60.74	57.57	57.98
长期资本固定化比率[%]	84.65	92.85	83.59	90.70
权益资本与刚性债务比率[%]	79.73	79.58	93.91	89.00
流动比率[%]	121.18	107.27	121.22	112.05
速动比率[%]	102.47	94.05	107.81	97.83
现金比率[%]	43.20	58.51	73.61	56.02
利息保障倍数[倍]	2.03	2.47	2.67	—
有形净值债务率[%]	161.57	160.60	147.28	150.47
营运资金与非流动负债比率[%]	47.01	32.35	66.28	36.35
担保比率[%]	10.37	24.14	19.09	16.55
应收账款周转速度[次]	8.81	7.38	7.05	—
存货周转速度[次]	14.84	13.21	11.04	—
固定资产周转速度[次]	13.39	12.86	7.30	—
总资产周转速度[次]	0.73	0.61	0.50	—
毛利率[%]	8.05	8.73	12.09	17.42
营业利润率[%]	3.60	6.39	6.80	4.35
总资产报酬率[%]	6.76	7.22	5.92	—
净资产收益率[%]	7.48	10.04	6.57	—
净资产收益率*[%]	12.41	14.33	7.88	—
营业收入现金率[%]	114.73	108.05	113.21	99.60
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.12	10.30	1.89	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.44	7.79	1.48	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	20.60	2.23	-22.68	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.35	1.68	-17.79	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.21	2.65	3.02	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.16	0.14	—

注：表中数据依据杉杉集团经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 发行人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 发行人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 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人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 发行人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 发行人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 发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性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券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。