

杉杉集团有限公司

2018 年度第二期中期票据

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(2018)010600】

评级对象： 杉杉集团有限公司 2018 年度第二期中期票据

主体信用等级： AA⁺

评级展望： 稳定

债项信用等级： AA⁺

注册额度： 16 亿元

本期发行： 8 亿元

存续期限： 3 年

增级安排： 无

评级时间： 2018 年 7 月 19 日

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第 一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	21.13	14.93	13.04	5.37
刚性债务	89.98	84.38	103.26	108.07
所有者权益	19.26	22.27	23.97	24.57
经营性现金净流入量	0.68	2.20	0.80	2.08
合并口径数据及指标：				
总资产	284.90	352.14	438.90	457.57
总负债	173.04	202.73	264.07	274.53
刚性债务	140.56	158.91	213.90	223.39
所有者权益	111.86	149.41	174.83	183.04
营业收入	165.50	160.67	205.58	43.21
净利润	10.64	8.58	8.56	1.34
经营性现金净流入量	12.82	2.79	1.46	0.13
EBITDA	20.91	21.33	24.93	—
资产负债率[%]	60.74	57.57	60.17	60.00
权益资本与刚性债务 比率[%]	79.58	94.02	81.73	81.94
流动比率[%]	107.27	121.22	105.23	106.81
现金比率[%]	58.51	73.61	41.09	34.82
利息保障倍数[倍]	2.47	2.67	2.10	—
净资产收益率[%]	10.04	6.57	5.28	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	10.30	1.89	0.85	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	1.68	-17.79	-26.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.65	3.02	2.49	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.14	0.13	—

注：根据杉杉集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com

黄梦姣 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：

- **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。其中锂电池材料业务具备一定规模及产业链协同优势，服装业务具有一定品牌知名度；奥特莱斯业务运营成熟，收入保持增长。
- **财务弹性较强。**中长期而言，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、杉杉品牌也分别于 2017 年 5 月和 2018 年 6 月在香港联交所创业板、主板上市。公司融资渠道不断拓宽，整体财务弹性较强。
- **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；2018 年 6 月公司引入外部战略投资者，该投资者对公司合计投资总额 15 亿元，公司资本实力不断增强。
- **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。

主要风险：

- **刚性债务持续增加，即期偿付压力加大。**近年来杉杉集团刚性债务增加，且债务期限结构偏短，即期偿付压力加大，需持续关注流动性风险。
- **新材料、新能源相关业务风险上升。**杉杉集团对锂电池材料及新能源业务投入规模大，相关产业面临了补贴退坡等政策变动风险、行业竞

争加剧风险以及新建项目产出情况不达预期带来的投资风险。

- 所持金融资产价值波动风险。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影响。
- 盈利对投资收益依赖程度较高且经营性现金净流量呈下降趋势。杉杉集团主业经营收益规模较小，净利润对投资收益依赖程度较高，近年来公司经营性现金净流量呈下降趋势。
- 关联方信用质量对公司业务运营的影响。杉杉集团对关联方担保及被关联方占款额度较大，如关联方债务或资金状况恶化，将对公司信用质量造成影响。
- 子公司合规运营风险。2017年8月，杉杉集团下属上市公司杉杉股份和杉杉控股收到宁波市证监局的监管措施决定，宁波市证监局发现杉杉股份在募集资金使用及合规要求等方面存在违规行为，杉杉控股提供给杉杉股份的关联方名单不完整，且与杉杉股份存在部分同业竞争情况。相关整改措施与效果仍需持续关注。

➤ 未来展望

通过对杉杉集团及其发行的本期中期票据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；认为本期中期票据还本付息安全性很高，并给予本期中期票据 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



杉杉集团有限公司

2018 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

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。2018 年公司引入战略投资者杭州奋华投资合伙企业（有限合伙）（简称“奋华投资”），奋华投资¹对公司出资总额 15 亿元，其中 0.19 亿元计入实收资本，其余部分计入资本公积，对公司持股比例为 7.90%，公司其他股东对公司出资额未发生变化，持股比例均相应下降。截至 2018 年 6 月末，公司注册资本为 2.35 亿元，控股股东为杉杉控股，其直接持股比例为 61.84%，间接持股比例为 11.57%，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。

2. 债项概况

（1）债券条款

据该公司董事会决议，公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行

¹ 奋华投资基金管理人为浙商创投股份有限公司（简称“浙商创投”），浙商创投为浙江首家成功登陆新三板的民营控股创投机构（股票代码：834089），除浙江中鉴传媒科技有限公司、杭州荣利投资管理有限公司等民营股东外，浙江创投 2015 年引进浙江省国有资本运营有限公司、浙江省二轻集团两家战略投资人。2017 年浙商创投实现营业收入 1.26 亿元，净利润 0.46 亿元。

总额不超过 16.00 亿元人民币中期票据。本期中票拟发行额度为 8.00 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. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	杉杉集团有限公司 2018 年度第二期中期票据
总发行规模:	16 亿元人民币
本期发行规模:	8 亿元人民币
本次债券期限:	3 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：杉杉集团

截至本报告出具日，该公司合并范围内存续债券发行金额合计 63.5 亿元，债券情况如图表 2 所示。

图表 2. 截至本报告出具日公司合并范围内存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
18 杉杉 SCP004	9	270 天	6.25	2018 年 4 月	40 亿元/2017 年 2 月	未到还本付息期
18 杉杉 SCP003	6	270 天	5.97	2018 年 4 月		未到还本付息期
18 杉杉 SCP002	5	270 天	5.88	2018 年 3 月		未到还本付息期
18 杉杉 SCP001	6	270 天	5.8	2018 年 2 月		未到还本付息期
18 杉杉 CP001	5	1 年	5.93	2018 年 1 月	10 亿元/2016 年 3 月	未到还本付息期
17 杉杉 CP003	5	1 年	5.4	2017 年 9 月	10 亿元/2017 年 2 月	未到还本付息期
18 杉杉 MTN001	5	3 年	5.99	2018 年 1 月		未到还本付息期
17 杉杉 MTN001	5	3 年	5.8	2017 年 10 月		未到还本付息期
16 杉杉集 MTN001	10	3 年	5.8	2016 年 6 月	10 亿元/2016 年 4 月	未到期，正常付息
13 杉杉债	7.5	5 年	7.5	2014 年 3 月	8 亿元/2013 年 9 月	未到期，正常付息

资料来源：杉杉集团

(2) 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。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市

场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地

方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，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冲击因素的风险。

（2）行业因素

该公司目前收入贡献较大的业务包括服装、锂电池材料及奥特莱斯，其中锂电池材料及新能源相关产业、奥特莱斯项目为公司发展的重点。公司业务主要受纺织服装行业、锂电池材料行业及商业零售行业变动情况影响。

A. 纺织服装行业

纺织服装行业存在较强的行业周期性，近年来受宏观经济下行、终端需求不振及生产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 年以来，行业出口及内销有所回暖，行业内企业收入增速出现回升，但盈利情况仍未改善。

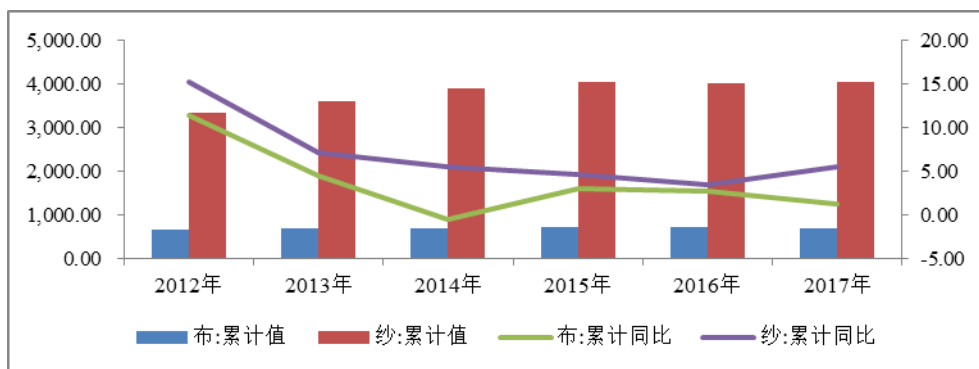
行业概况

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。纺织服装业上游易受原料种植、养殖行业及原油、化工行业的影响，下游与商业流

通及终端需求密切相关，存在较强的行业周期性。

近年来，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量增速持续放缓。2017 年，我国布、纱产量分别为 695.60 亿米和 4050.00 万吨，同比下降 2.71%、增长 0.26%，增速进一步下滑且已出现负增长。规模以上服装企业累计完成服装产量 287.81 亿件，同比下降 2.62%。其中，梭织服装 154.36 亿件，同比下降 2.72%；针织服装 133.47 亿件，同比下降 2.43%。

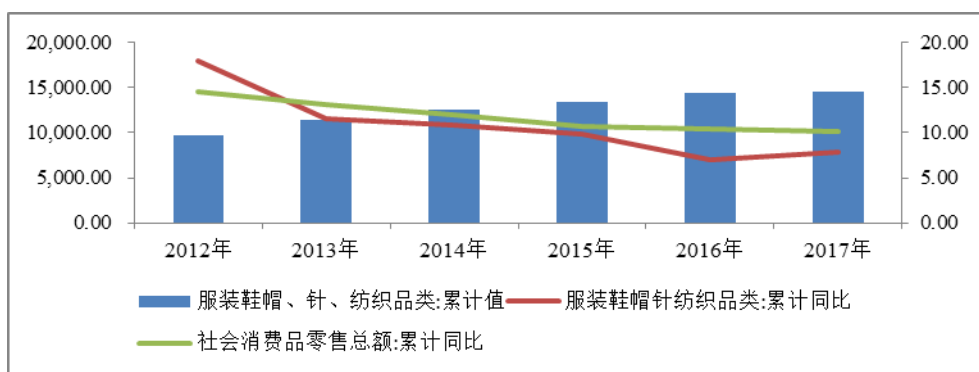
图表 3. 我国纺织服装行业主要产品产量情况（单位：亿件，%）



资料来源：Wind

内销方面，受内需增长放缓的影响，我国纺织服装业销售增速逐渐放缓，2013 年以来行业销售增速持续低于社会消费品零售总额。2017 年，我国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长 7.80%，增速较上年同期增加 0.80 个百分点，呈现小幅回升迹象，但仍低于社会消费品零售总额同比增速 2.40 个百分点。

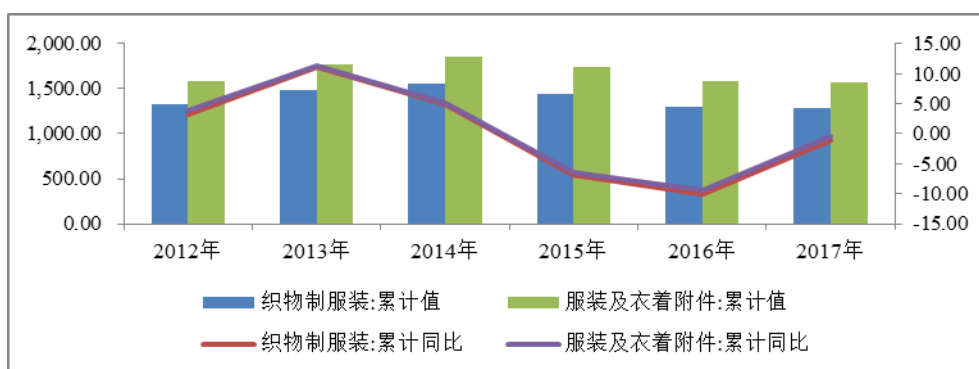
图表 4. 全国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

出口方面，近年来受劳动力成本上升的影响，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。同时，全球经济增长乏力，纺织服装外需增速放缓，也持续给我国产品出口造成压力。2015 年以来行业出口增速已连续三年负增长，整体贸易形势较为严峻。

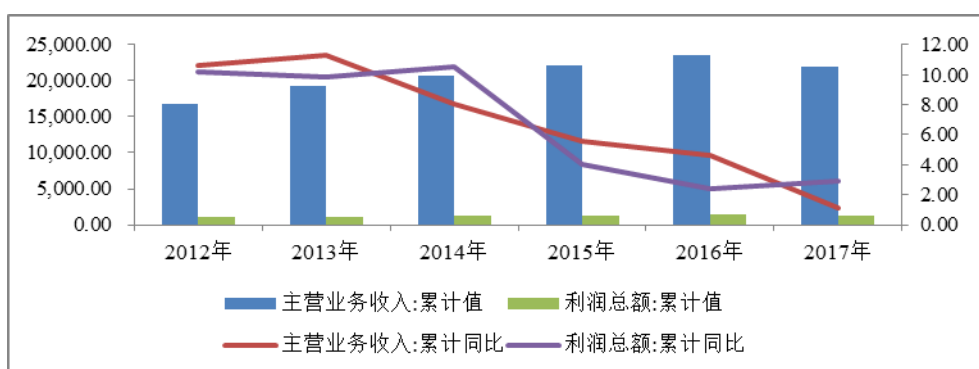
图表 5. 服装行业出口情况（单位：亿美元，%）



资料来源：Wind

在宏观经济下行、行业结构性产能过剩、库存积压的背景下，纺织服装行业收入增速持续回落，2017 年纺织服装、服饰行业实现主营业务收入 21903.90 亿元，较上年下降 7.21%；2017 年纺织服装、服饰行业实现利润总额 1263.70 亿元，较上年下降 7.40%。2017 年行业收入利润均出现负增长，整体形势不容乐观。

图表 6. 纺织服装行业主营业务收入、利润总额变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

政策环境

2016 年 5 月，国务院办公厅发布《关于开展消费品工业“三品”专项行动营造良好市场环境的若干意见》，提出对消费品工业“增品种、提品质、创品牌”的“三品”战略，从供给侧和需求侧提高供给质量和效率。2016 年 9 月，工信部发布了《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》，围绕提升产业创新能力，大力实施“三品”战略，推进纺织智能制造，加快绿色发展进程，促进区域协调发展，提升企业综合实力等重点任务，具体提出：“十三五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持在 6%-7%；纺织品服装出口占全球市场份额保持基本稳定；纺织工业增长方式从规模速度型向质量效益型转变；大中型企业研究与试验发展经费支出占主营业务收入比重达到 1%；服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例达到 40:27:33 等。

2016 年 11 月，国务院发布《“十三五”生态环境保护规划》，提出强化环境硬约束推动淘汰落后和过剩产能，促进传统制造业升级改造，推动包括印染行

业在内的十五个重点行业治污减排。2016 年 12 月，第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十五次会议通过《中华人民共和国环境保护税法》，从 2018 年 1 月 1 日起，企业将按照污染排放量征税，大气污染物每污染当量收税 1.2-12 元，水污染物每污染当量收取 1.4-14 元。随着环保政策趋严，对于纺织行业中重污染的印染和制革业，龙头企业因在节能环保方面具备规模优势和技术优势而有望受益。

竞争格局/态势

服装行业处于纺织服装行业的下游，相关产品直接面向商业流通领域，消费品属性更强。但我国服装行业整体上自主设计和创新能力较弱、产业信息化程度较低、供应链整合能力偏弱，造成大多数企业仍处于加工制造环节，难以分享价值链中的高附加值业务，行业竞争仍呈现单一化特征，总体竞争也较为激烈。

图表 7. 服装行业核心样本企业数据概览（2017 年，单位：亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	存货周转率	应收账款周转率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
红豆集团	27.14	25.28	0.85	18.75	54.49	15.58	6.10	-14.23
贵人鸟	32.52	34.45	4.41	1.85	75.83	65.36	1.88	6.33
七匹狼集团	30.85	40.66	2.08	13.39	85.83	35.59	3.43	6.51
朗姿股份	23.53	57.35	1.39	6.32	69.38	45.68	1.93	1.29
报喜鸟	26.01	60.34	1.28	6.52	42.56	40.63	0.30	4.51
嘉麟杰	8.83	17.92	4.12	7.78	14.79	35.28	0.18	-0.25
搜于特	183.30	9.46	10.49	12.65	103.31	42.21	7.71	-8.82
际华集团	254.40	7.75	5.85	10.35	313.95	39.43	7.57	-26.64
九牧王	25.65	57.41	1.48	17.01	64.13	16.88	4.92	4.96
杉杉集团	205.58	15.27	8.81	7.55	438.90	60.17	8.56	1.46

资料来源：Wind、新世纪评级整理

风险关注

纺织服装行业风险主要来自（1）人力、原材料及租金等成本上升带来的经营风险；（2）外来快时尚品牌冲击国内服装企业，市场竞争加剧风险；（3）行业增速持续放缓，企业整体经营持续承压；（4）行业及区域内其他信用风险事件对公司融资渠道及融资成本带来的负面影响；（5）另外，纺织服装行业内的一些大型企业集团及其股东，在行业转型升级过程中，更多地选择了业务多元化，并大量涉及高风险业务领域。

B. 锂电池材料行业

随着下游新能源汽车产业迅速发展，我国锂电池材料需求量大幅增长，2016 年以来正极材料等价格出现明显上升。但同时行业产能持续扩张，在新能源汽车增速逐渐放缓及补贴退坡的背景下，行业已开始呈现结构性产能过剩局面，中小企业及低端产能或将受到冲击。

行业概况

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。根据高工产研锂电研究所数据，2017 年全球锂电池需求量 160.9GWH，同比增长 24%，其中动力电池需求量 71GWH，同比增长 34%。

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，2017 年我国锂电池正极材料、负极材料、电解液产量分别为 20.8 万吨、14.6 万吨和 11 万吨，分别同比增长 28.4%、23.7%和 23.6%；产值分别为 436 亿元、80 亿元和 49 亿元，分别同比增长 109.62%、增长 20.50%、下降 16.40%。

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，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。2017 年以来，钴酸锂价格进一步上涨，年末约 41 万元/吨；而随着六氟磷酸锂产能集中释放及新能源汽车增速趋缓，2017 年 3 月以来六氟磷酸锂价格持续大幅下跌，至年末跌幅近 60%，电解液价格也基本同步下跌。

政策环境

消费类电子产品和动力交通领域是锂电池消费的两大领域，随着人民生活水平的提高，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。而 2014 年开始中央政府密集出台政策支持新能源汽车产业发展，新能源汽车产销量迅速增长，持续支撑锂电池行业下游需求的增长。

2011 年，新能源汽车被《国民经济和社会发展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。

但同时，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”²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。2017年8月，《乘用车企业平均燃料消耗量和新能源汽车积分并行管理办法》出台，同时设立企业平均燃料消耗量和新能源汽车两种积分，以实现节能降耗和促进新能源汽车发展两个目标。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，影响上游锂电池材料行业货款回收。

竞争格局

锂电池负极材料是最早实现国产化的材料品种，目前国内锂电池负极材料生产企业众多，负极行业的竞争格局也已经非常稳定，行业集中度很高，前五名的市场占有率超过70%，其中，天然石墨龙头贝特瑞和人造石墨龙头上海杉杉科技处于行业领先水平，已进入LG、三星、松下等全球锂电池巨头的供应链。另外，日本三菱化学等国际厂商也在国内设厂。国内负极生产企业的竞争主要体现于国内领先企业与国际企业的竞争以及行业前三企业之间的竞争。

锂电池正极材料行业属于资本密集、技术密集型产业，国内正极材料行业集中度较高，湖南杉杉、厦门钨业、宁波金和等前十大市场占有率约65%。随着下游对锂电池性能的要求提高，正极材料行业门槛也随之提高，龙头企业因多年的技术及经验积累，市场占有率或将继续提升。

图表 8. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收帐款周转率	存货周转率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
杉杉能源	42.60	24.68	4.39	3.93	43.69	67.38	6.02	-1.47
厦门钨业	141.88	21.88	9.15	2.53	188.51	53.59	9.34	-9.30
当升科技	21.58	18.55	3.47	6.99	27.23	41.85	2.50	1.40
贝特瑞	29.67	28.65	3.54	3.66	58.88	48.77	3.51	-1.27
天赐材料	20.57	33.91	3.66	5.24	36.92	28.35	3.01	-0.79
新宙邦	18.16	35.51	3.19	4.52	36.99	33.57	2.87	1.77
江苏国泰	344.89	11.39	8.57	18.97	187.69	51.85	11.40	-1.04

资料来源：新世纪评级整理。

风险关注

锂电池材料行业风险主要来自（1）行业需求及盈利水平易受新能源汽车补贴政策影响；（2）行业出现结构性产能过剩，技术、规模等方面缺少竞争力的企业面临洗牌；（3）成本压力难以向下游传导，盈利空间易受原材料价格波动影响。

² 指部分新能源汽车生产企业通过虚假改装、电池重复使用、关联交易等在内的多种方式骗取国家新能源汽车补贴的行为。

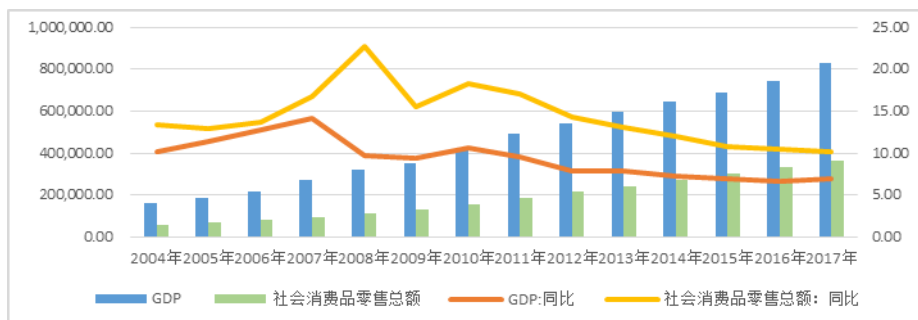
C. 商业零售行业

近年来我国零售行业总体保持着持续增长态势，但受宏观经济景气度下行等因素影响，行业增速亦持续下滑。进入 2017 年以来，随着经济的企稳向好，国内零售行业实现了平稳增长，消费仍是拉动经济增长的主要动力。现阶段零售行业内部在维持着激烈竞争的同时，线上线下零售相互融合态势显现，未来龙头零售企业地位或将进一步得到提升。

行业概况

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、庞大的人口基数、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，零售业增速已连续多年出现下滑。2017 年以来，伴随着宏观经济的企稳及保持稳中向好态势，零售行业增速下跌势头得到一定遏制。经初步核算，2017 年国内完成生产总值（GDP）82.71 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%，增速比上年提高 0.2 个百分点。同期，我国社会消费品零售总额 36.63 万亿元，同比增长 10.2%，增速较上年略降 0.2 个百分点。2017 年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 58.8%；最终消费拉动 GDP 增长 4.1%，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。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，为零售行业的稳步发展提供了基本支撑。

图表 9. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局

政策环境

政策方面，零售行业开放程度高。且作为拉动经济的三驾马车之一，消费历来受到国家政府的高度重视及支持。2015 年，国务院发布了《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》（国发〔2015〕66 号）、《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》（国办发〔2015〕85 号）等文件，明确了消费对于推进产业转型升级，推动经济稳定增长的重要意义，旨在通过传统消费提质升级来引领产业升级，并提出要全面改善优化消费环境、支持发展消费信贷等意见，通过制度创新、技术创新、产品创新来增加新供给，满足创造新消费。2016 年国家发布“十三五”规划纲要，

提出要实施创新驱动发展战略，其中重点之一是通过促进消费升级，拓展发展动力新空间。根据《国内贸易流通“十三五”发展规划》，提出我国在“十三五”期间要从流通大国走向流通强国，要通过实施消费促进、流通现代化和智慧供应链，促进流通升级；并提出“十三五”期间，社会消费品零售总额年均增速10%左右的目标。

竞争格局

零售业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国2001年加入WTO，尤其是随着2004年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。据商务部典型零售企业统计数据测算，截至2016年末我国零售业经营单位达到1,811.91万个，同比增长5.2%；其中，法人企业单位数量为244.83万个，同比增长28%。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终处于较低水平。根据中国连锁经营协会数据，目前国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足10%；而网上零售占比也仅在15%左右。在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商大多通过并购重组、扩大门店布局等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方面，随着近年来电商的蓬勃发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局逐步重塑。

行业风险

宏观经济环境的变化会对零售行业整体景气度产生一定影响，面临着因经济波动、消费驱动不足、CPI下滑等导致零售行业增速不达预期的风险。同时，随着国人境外消费、跨境购物需求的增加，也存在着分流境内消费，影响行业增速的风险。现阶段，国内零售行业市场集中度仍偏低，业内企业间竞争压力持续较大，同时同质化高强度竞争造成行业盈利难以得到显著提升。对零售企业而言，物业租赁、人工、物流、营销、水电费等是其重要的成本费用支出构成，受制于国内物流成本及物业获取成本居高、人工成本不断上升等因素影响，零售企业经营的成本费用控制压力依然较大。此外，随着居民消费需求的不断升级，零售商在顺应消费潮流趋势，及时进行运营升级调整，提升运营实力方面存在持续的需求。同时，在新零售风潮下，零售行业内部整合速度有所加快，资本市场持续活跃，线上线下零售企业通过并购合作等方式寻求优势互补、资源共享。在零售行业线上线下双向融合的趋势及行业变革加剧的情况下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，或将影响企业的长期发展。

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。

近年来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，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，2016-2017 年每年新开业奥特莱斯超过 30 家。截至 2017 年末，国内奥特莱斯数量已超过 180 家。其中，2017 年国内营业额超过 10 亿元的奥特莱斯达到 20 家，超过 20 亿元的达到 10 家，该公司旗下的宁波、哈尔滨、郑州奥特莱斯分别在全国排行第七、第十五和第十七。

2. 业务运营

经过多年发展，该公司多元化经营格局基本成形，其中锂电池材料业务具备一定规模及产业链协同优势，服装业务具有一定品牌知名度。公司科技板块收入规模迅速扩大，但易受锂电池材料市场价格波动及新能源汽车、光伏等行业政策的影响。公司对科技板块及奥特莱斯项目投资规模大，持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；2017 分拆类金融业务在 H 股上市，并拟分拆服装业务 H 股上市；持续投资新能源、奥特莱斯业务，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，科技业务中的锂电池材料、新能源汽车等新能源相关产业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。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
服装	国内	规模/成本/品牌
锂电池材料	国际/国内	规模/资本/技术/政策
贸易	国际/国内	规模/管理
奥特莱斯	国内	规模/资本/管理/品牌

资料来源：杉杉集团

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业收入分别为 165.50 亿元、160.67 亿元、205.58 亿元和 43.21 亿元，2016 年受外部需求下降影响，公司贸易相关业务（包括公司贸易板块业务和服装板块非自产服装及面料贸易业务）收入下降，营业收入有所下滑。2017 年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，收入较上年度大幅增长，带动当期收入回升。同时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，毛利率提升。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	165.50	160.67	205.58	43.21	41.44
其中：（1）服装	54.25	37.85	47.29	9.24	10.33
在营业收入中所占比重（%）	32.78	23.56	23.01	21.38	24.92
（2）科技	41.81	48.00	74.30	15.74	13.63
在营业收入中所占比重（%）	25.26	29.88	36.14	36.42	32.89
（3）贸易	59.11	53.50	52.40	9.92	9.52
在营业收入中所占比重（%）	35.72	33.30	25.49	22.96	22.98
（3）城市综合体	5.76	15.75	23.16	6.86	5.29
在营业收入中所占比重（%）	3.48	9.80	11.27	15.88	12.77
（3）其他	4.57	5.56	8.41	1.45	2.68
在营业收入中所占比重（%）	2.76	3.46	4.09	3.36	6.46
毛利率（%）	8.73	12.09	15.27	15.90	17.42
其中：服装（%）	5.45	6.74	6.94	8.36	7.62
科技（%）	16.68	21.81	22.49	22.55	23.59
贸易（%）	0.87	0.60	3.06	5.46	0.72
城市综合体（%）	10.46	11.92	12.33	12.77	14.04
其他（%）	74.34	75.55	82.54	78.10	89.95

资料来源：杉杉集团

A. 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“FIRS”具有较高的市场知名度。近年来公司为了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，服装业务运营主体杉杉品牌运营股份有限公司（简称“杉杉品牌公司”）已于2018年6月在香港联交所主板上市。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“FIRS”和“SHANSHAN”，以及国际品牌“MARCO AZZALI”和“LUBIAM”。

2015~2017年及2018年第一季度，该公司服装业务收入分别54.25亿元、37.85亿元、47.29亿元和9.24亿元。受合并范围减少、行业竞争加剧、服装贸易需求下降等因素影响，2016年服装业务收入下滑，但随着新品牌的开发及服装贸易订单增加，2017年收入有所回升。同期公司服装业务毛利率分别为5.45%、6.74%、6.94%和8.36%，因逐步剥离低盈利业务，毛利率有所提升。

图表 12. 2015 年以来公司服装业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 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	54.25	100.00	37.85	100.00	47.29	100	9.24	100
自有品牌经营	4.24	7.81	4.59	12.12	6.07	12.83	1.88	20.36
国际品牌合作经营	1.58	2.91	0.65	1.72	0.59	1.26	0.11	1.23
非自产服装及面料贸易	48.44	89.28	32.61	86.16	40.63	85.91	7.24	78.41
业务毛利率	5.45		6.74		6.94		8.36	
自有品牌经营	44.96		42.22		46.70		43.23	
国际品牌合作经营	33.45		63.89		60.83		65.18	
非自产服装及面料贸易	1.09		0.61		0.21		-1.59	

资料来源：杉杉集团

自有品牌方面，该公司服装采取自主设计、外包生产的模式，“FIRS”品牌服饰定位于国内中高端男士商务正装市场，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。公司主要通过一级分销商及其子分销商（即二级分销商）经营的零售店销售 FIRS 品牌产品，产品由分销商买断；此外也通过自营店及第三方电商平台销售。公司给予分销商账期通常不超过 6 个月。2017 年末，“FIRS”品牌门店数合计 713 家，其中分销商零售店 630 家，自营零售店 83 家。2017 年“FIRS”品牌收入 4.12 亿元，较上年小幅提升。

该公司“SHANSHAN”品牌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，以加盟模式为主，同时也通过自营店及第三方电商平台销售。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 2017 年末，“SHANSHAN”品牌已开设门店 291 家，其中加盟商零售店 274 家，自营零售店 17 家。2016 年“SHANSHAN”品牌收入开始形成规模并快速增长，2016~2017 年收入分别为 0.34 亿元和 1.95 亿元。

图表 13. 公司门店数量变化情况（单位：家）

门店类型	2015 年末	2016 年末	2017 年末
自营零售店	39	122	136
加盟商零售店	24	127	286
分销商零售店	978	651	630
合计	1,041	900	1052

资料来源：杉杉集团

此外，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，主要通过公司自营店、加盟店及第三方电商平台进行销售。

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。因贸易竞争激烈，该业务盈利水平很低。

B. 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，同时受益于锂电池材料市场价格上升，科技板块毛利率整体得到提高。

图表 14. 2015 年以来科技板块业务收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 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	41.81	100.00	48.00	100.00	74.30	100.00	15.74	100.00
锂电池材料	33.98	81.28	40.96	85.33	60.36	81.24	14.07	89.38
光伏	6.01	14.37	6.10	12.70	8.49	11.43	1.55	9.87
新能源汽车	1.82	4.35	0.95	1.97	5.45	7.34	0.12	0.75
业务毛利率	16.68		21.81		22.49		22.55	
锂电池材料	16.79		23.01		24.80		23.02	
光伏	15.32		15.71		15.89		21.20	
新能源汽车	19.16		9.18		7.17		-15.58	

资料来源：杉杉集团

a) 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，已形成较完整的产品体系，产品覆盖锂离子电池正极材料、负极材料及电解液产品。近三年来，受下游新能源汽车市场发展迅速的影响，锂电池材料需求增长，收入及盈利水平平均整体呈上升态势。

正极材料方面，该公司于 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⁴（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）。公司加强客户

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。

⁴ 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。

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。近年来公司在宁夏、宁乡等地分期建设生产基地，产能持续扩张：宁乡二期钴酸锂产线于 2017 年 4 月投产，三元产线于 2017 年年底试产；宁夏石嘴山市年产 7200 吨高镍三元及前驱体项目于 2018 年 3 月试产；2018 年 1 月杉杉能源启动了 10 万吨高能量密度锂离子电池正极材料项目，其中一期一阶段 1 万吨产能预计 2018 年年底投试产。

在主要原材料价格上涨的情况下，为稳定上游资源供应，2017 年 7 月，该公司与洛阳钼业就钴产品的采购与销售以及钴、锂等金属资源项目开发事宜签订了《战略合作框架协议》；同时，公司通过资产管理计划认购洛阳钼业非公开发行 A 股股票 4.71 亿股，占其总股本的 2.18%，认购价格 3.82 元/股，认购金额 18 亿元，股份限售期 12 个月。

负极材料方面，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，此后在宁波、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：宁波工厂 2 万吨成品产能于 2017 年 10 月陆续投试产，宁德在建产能 2 万吨，预计 2018 年年中达到投试产条件；郴州杉杉年产 7000 吨石墨化产能于 2018 年 4 月底陆续投试产，在建年产 16000 吨生料产能；2017 年启动了内蒙古包头年产 10 万吨负极材料一体化项目，一期预计 2019 年 4 月投试产。

电解液方面，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，东莞杉杉电池材料有限公司完成产能提升。2016 年 10 月，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”），以投资巨化凯蓝年产 2 万吨电解液及 0.20 万吨六氟磷酸锂项目，其中 2 万吨电解液项目已于 2017 年 11 月投试产，年产 0.20 万吨六氟磷酸锂项目将于 2018 年 4 月底投试产。但受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，目前电解液产能利用率较低，同时导致 2017 年电解液收入有所下滑。

图表 15. 2015 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	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	28,000	16,000	12,000	33,000	28,000	15,000	43,000	60,000	30,000	10,750	15,000	7,500
产量	20,070	16,168	5,638	16,769	23,519	6,837	22,159	32,275	6,847	5,027	7,897	1,781
销量	19,081	15,837	5,695	17,960	22,604	7,241	21,447	30,912	6,416	4,756	6,819	1,446
销售收入	23.15	8.93	1.90	25.03	11.73	4.19	42.60	14.82	2.94	9.97	3.65	0.44

资料来源：杉杉集团

整体而言，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，后续面临一定的资本性支出压力。同时目前正极材

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。

b) 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。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，收入规模较小。

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⁵，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。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 2018 年 3 月末，尤利卡共开发光伏电站 43 个，主要分布于浙江省内，总投资 11 亿元，已投资 6.12 亿元，总装机容量 167MW，累计并网容量 120MW。

2018 年 5 月 31 日，国家发展改革委、财政部、国家能源局发布《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》，限制光伏电站建设规模，加速补贴退坡：明确 2018 年普通光伏电站暂不安排；分布式光伏电站安排 10GW；自发文之日起新投运的光伏项目（扶贫项目除外），各类补贴在之前的基础上全部下调 5 分钱。该政策的出台将造成光伏组件销售市场萎缩，电站建设规模受限，未投运项目或将无法纳入政策补贴范围，可能面临亏损风险，将对公司光伏业务产生不利影响。

c) 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。公司新能源汽车业务收入主要来源于客车销售及租赁，因客车订单来源于政府采购，受采购计划影响订单不稳定，收入波动大，

⁵ 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。

2015~2017 年及 2018 年第一季度分别为 1.82 亿元、0.95 亿元、5.45 亿元和 0.12 亿元。

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，目前已投产方形电池 PACK 生产线也正在调试中，同时全自动化；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，目前也已投产。

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”）。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，2016 年无大额订单，2017 年销售 343 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，2017 年在全国 33 个城市运营。

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，且后续将面临较大的资金投入。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⁶），新能源汽车业务可得到较有力的资金支持。

图表 16. 截至 2018 年 3 月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
			2018 年	2019 年	2020 年			
年产 3.5 万吨锂离子动力电池材料	7.80	2.38	5.42	-	-	2015	2018	募集资金
新能源汽车研发、示范及推广	6.79	5.26	1.53	-	-	2015	2018	
动力总成研发及产业化	5.82	2.51	1.32	1.99	-	2015	2019	
LIC 应用研发及产业化	2.26	0.85	1.00	0.41	-	2015	2019	
年产 2 万吨电解液及 2000 吨六氟磷酸锂项目	5.01	2.63	2.38	-	-	2016	2018	自有资金及银行贷款
能源管理-储能节能项目 ⁷	38.00	0.98	7.97	12.00	17.05	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	15.00	6.12	6.18	2.70	-	分多个项目建设，每个电站建设周期 3-6		

⁶ 剩余 7.80 亿元投入年产 35000 吨锂离子动力电池材料项目，4.26 亿元用于补充流动资金。

⁷ 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。

						个月	
合计	80.68	20.73	25.8	17.10	17.05	-	-

资料来源：杉杉集团

C. 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（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。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。外贸产品包括日用五金及大宗商品，根据市场价格波动情况，公司调整各产品业务规模，各类产品收入存在一定变化。

图表 17. 贸易业务分产品收入情况（单位：亿元，%）

产品类别	2015 年		2016 年		2017 年 ⁸		2018 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
外贸	58.99	99.79	53.25	99.53	52.35	99.90	9.90	99.80
其中：日用五金	47.25	79.94	51.52	96.30	1.28	2.44	0.35	3.53
大宗商品	11.74	19.86	1.73	3.23	51.07	97.46	9.55	96.27
内贸	0.12	0.21	0.25	0.47	0.06	0.11	0.02	0.20
合计	59.11	100.00	53.50	100.00	52.40	100.00	9.92	100.00

资料来源：杉杉集团

D. 城市综合体业务

目前该公司城市综合体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”）和杉杉商业集团有限公司（简称“杉杉商业”），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各地奥特莱斯商业零售项目。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 18. 城市综合体板块业务收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 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	5.76	100.00	15.75	100.00	23.16	100	6.86	100
奥特莱斯	5.52	95.83	13.27	84.27	22.06	95.24	6.78	98.87
其他商业物业	0.24	4.17	2.48	15.73	1.10	4.76	0.08	1.13
业务毛利率	10.46		11.92		12.33		12.77	

⁸ 2017 年主要因调整贸易产品收入分类统计口径，造成日用五金及大宗商品收入变化较大。

奥特莱斯	10.95	11.67	12.24	12.58
其他商业物业	-0.98	13.27	14.18	29.41

资料来源：杉杉集团

a) 奥特莱斯业务

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，此外太原、南昌奥特莱斯也与2017年9月投入运营。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，奥特莱斯业务收入快速增长。

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	3.90	54	6.20	2011.9	6.20	6.20
乐购项目	宁波杉杉易购商业管理有限公司	2.00	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	6.50	60	11.80	2015.9	6.42	6.27
郑州奥特莱斯	郑州杉杉奥特莱斯购物广场有限公司	7.30	51	6.71	2016.9	4.11	4.00
太原奥特莱斯	山西天美杉杉奥特莱斯购物广场有限公司	4.89	60	13.67	2017.9	5.60	5.40
南昌奥特莱斯	南昌杉杉奥特莱斯购物广场有限公司	4.50	70	6.80	2017.9	4.00	4.00
合计	--	29.09	-	47.35	-	28.5	28.04

资料来源：杉杉集团（截至2018年3月末）

图表 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⁹（单位：亿元）

项目名称	营业收入			营业毛利		
	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017年
宁波杉井奥特莱斯	5.62	7.61	8.97	0.73	1.11	1.35
乐购项目	0.10	0.12	0.12	0.08	0.08	0.08
哈尔滨奥特莱斯	1.09	4.14	5.83	0.23	0.70	0.84
郑州奥特莱斯	-	1.75	5.94	-	0.16	0.66
太原奥特莱斯	-	-	2.49	-	-	0.29
南昌奥特莱斯	-	-	1.23	-	-	0.11
合计	6.81	13.62	24.58	1.04	2.06	3.35

资料来源：杉杉集团（截至2018年3月末）

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

⁹ 其中少量杂项收入及毛利在主业分类中计入其他。

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。

图表 21. 公司奥特莱斯业务联营及租赁营业收入明细¹⁰

业务模式	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
联营营业收入（亿元）	5.36	12.63	21.44	6.79
其中：国际品牌营业收入（亿元）	1.12	2.69	3.77	1.40
普通品牌营业收入（亿元）	4.24	9.94	17.67	5.39
联营营业收入分成比例（%）	10.50	11.00	11.00	11.00
租赁营业收入（亿元）	0.26	0.87	0.53	0.14
合计	5.62	13.50	21.97	6.93

资料来源：杉杉集团

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，公司可能面临一定的资金压力及新市场拓展压力。

b) 其他商业物业

该公司其他商业物业主要包括“水木清华”人才公寓项目，和参股的杉杉首府项目和宁波中心项目等。其中“水木清华”人才公寓项目项目共三期，截至 2018 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。项目总投资 5.10 亿元，截至 2018 年 3 月末已投资 4.90 亿元，已回笼资金 6.19 亿元。

该公司参股的都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，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 2018 年 3 月末已回笼资金 8.73 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，商铺和写字楼已全部售完，目前住宅销售也已接近尾声，截至 2018 年 3 月末已回笼资金 39.07 亿元。二期和三期项目均于 2015 年开工，预计将于 2018 年年底竣工验收，三期写字楼项目预计于 2019 年 3 月交付；二期写字楼竣工验收后开始室内精装修，预计于 2019 年 9 月交付。二期项目中的酒店式公寓于 2017 年 3 月开始预售，目前除少量车位和商铺以外已全部售罄；三期写字楼于 2018 年 4 月底开盘，目前去化已达 90%以上。四期项目引进合作股东上海建工，目前超高层开发的合资公司已设立，现正在推进前期设计阶段，超限审查、地震安评等，预计将于 2019 年 6 月份正式动工建设。

¹⁰ 部分租赁营业收入在收入明细中归入其他业务收入。

图表 22. 公司参投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
					2018 年	2019 年	2020 年			
杉杉首府项目	16.14	10.37	49	2017 年 ¹¹	2.00	2.00	1.77	8.73	规划建设住宅楼和 商铺，建筑面积为 55 万平方米。	住宅 0.50 万元/平 方米；商铺 1.00 万 元/平方米。
宁波中 心项目	一期	30.86	27.29	2014 年 9 月	0.23	1.30	-	39.07	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 2.95 万元 /平方米；办公楼 1.85 万元/平方米。
	二期	7.02	3.81	2019 年 2 月	1.31	0.97	0.93	7.61	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	3.41	2019 年 3 月	1.69	0.93	0.25	-	建筑面积 8.41 万平 方米，为办公楼和商 业。	
	四期	12.00	3.27	2026 年 6 月	0.25	-	2.00	-	建筑面积 22.39 万平 方米，为高层建筑。	
	小计	57.11	37.78	-	3.48	3.20	3.18	46.68	-	
合计	73.25	48.15	-	-	5.48	5.20	4.95	55.41	-	-

资料来源：杉杉集团（截至 2018 年 3 月末）

E. 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。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。

该公司的金融股权投资重在为公司注入优质的金融资产，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。近年来公司陆续出售部分宁波银行股份，获得了一定收益。

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，持股宝硕股份及申通快递等。2017 年 6 月，公司以 6.89 亿元转让所持有的希努尔股票，获得投资收益 3.51 亿元。次月，公司通过资产管理计划认购洛阳栾川钼业集团股份有限公司（简称“洛阳钼业”，证券代码：603993）非公开发行 A 股股票 18.00 亿元（4.71 亿股），洛阳钼业主要从事铜、钼、钨、钴、铌、磷等矿业的采选、冶炼、深加工等业务，该项投资主要系公司对锂电池正极材料上游资源的战略介入，有助于稳定相关产品的原材料价格。公司持有宝硕股份股权的 100%及申通快递股权的 60%已质押，面临一定的证券市场波动风险。

图表 23. 截至 2018 年 3 月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	2017 年损益
交易性金融资产				
申通快递	12.91	5.85	21.93	-1.17
宝硕股份	9.62	8.15	13.54	-3.53

¹¹ 受政策影响等因素，实际完工时间晚于规划时间，目前预计 2023 年完工。

公司简称	投资成本	持股比例	期末账面价值	2017 年损益
可供出售金融资产（公允价值）				
宁波银行	1.29	3.35	32.31	5.19
洛阳钼业	18.00	2.18	39.96	-0.25
长期股权投资				
浙江稠州商业银行	6.83	7.06	12.02	0.78
中静四海 ¹²	7.92	48.35	15.47	1.48
宁波都市房产	5.42	40.00	6.24	-0.07

资料来源：杉杉集团

图表 24. 截至 2017 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	2017 年（末）财务数据			
		总资产	净资产	营业收入	净利润
申通快递	传统快递业务	88.09	67.76	126.57	14.88
宝硕股份	证券服务业和塑料管型材业务	383.89	152.34	3.50	1.38
宁波银行	银行	10,320.42	572.06	253.14	93.56
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	1,918.44	154.79	52.57	14.90
中静四海	投资	32.48	31.84	-	3.07
宁波都市房产	房产开发经营	31.23	16.53	1.17	-0.18
洛阳钼业	矿业采选、冶炼、深加工	978.37	459.09	241.48	35.96

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 亿股，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。

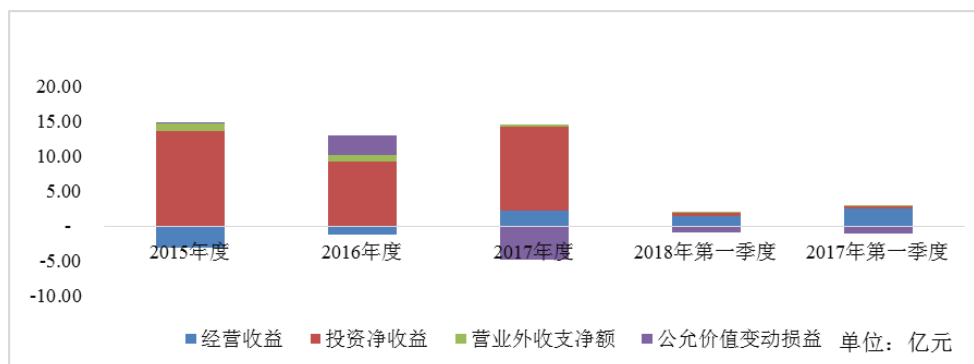
该公司以杉杉创投为平台开展 PE 基金业务，通过对具有高成长性企业实施股权投资、提供增值服务，获得资本增值。杉杉创投通过支持被投资业务借壳上市、被并购等方式，积极落实项目退出工作；对中短期内不具有上市条件

¹² 截至 2017 年末，中静四海持有徽商银行 4.02% 的股权。

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。现阶段主要已投项目为山东步长制药股份有限公司（简称“山东步长”），山东步长已于 2016 年 10 月公开发行上市。

（2）盈利能力

图表 25. 公司盈利来源结构



资料来源：根据杉杉集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来该公司盈利对投资收益依赖程度较高，公司主业盈利能力较弱，而期间费用支出较大，导致经营收益规模较小，2015~2017 年及 2018 年第一季度经营收益分别为-3.05 亿元、-1.18 亿元、2.14 亿元和 1.48 亿元。

图表 26. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	165.50	160.67	205.58	43.21	41.44
毛利（亿元）	14.45	19.43	31.39	6.87	7.22
期间费用率（%）	9.76	12.19	12.57	11.82	11.27
其中：财务费用率（%）	4.01	4.34	4.23	3.13	2.96
全年利息支出总额（亿元）	7.90	7.07	10.01	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.05	0.03	0.07	-	-

资料来源：根据杉杉集团所提供数据整理。

该公司主业收入主要来源于服装、科技及贸易业务，而因贸易相关业务（包括贸易业务与服装业务中的贸易）收入占比大、毛利率很低，导致整体盈利能力较弱。近三年来随着锂电池材料下游需求增长、价格上升，以及奥特莱斯项目逐渐培育成熟，公司盈利水平有一定提升。

期间费用方面，2015~2017 年该公司期间费用率分别为 9.76%、12.19%和 12.57%，期间费用以管理费用占比最高，同时财务费用、销售费用规模也较大，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，对主业盈利造成不利影响。

图表 27. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年一季 度	2017 年一季 度
投资净收益（亿元）	13.55	9.18	12.06	0.39	0.43
其中：理财产品（亿元）	0.01	-	0.06	-	-
长期股权投资收益（亿元）	6.79	3.09	1.49	0.38	0.40
处置长期股权投资收益（亿元）	-	5.07	-	-	-
处置可供出售金融资产收益（亿元）	6.17	0.39	9.24	-	-
营业外收入（亿元）	1.43	1.21	0.84	0.06	0.06
其中：政府补助（亿元）	1.09	1.09	0.14	0.01	0.04
公允价值变动损益（亿元）	0.08	2.92	-4.84	-0.93	-1.08
其中：所持股票（亿元）	0.08	2.92	-4.84	-0.93	-1.08

资料来源：根据杉杉集团所提供数据整理。

该公司投资宁波银行、稠州银行、宝硕股份等多家企业股权，近年来因减持股票、分红等获得较大规模投资收益，2015~2017 年及 2018 年第一季度分别为 13.55 亿元、9.18 亿元、12.06 亿元和 0.39 亿元。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的影响较大。此外 2017 年公允价值变动损失 4.85 亿元，主要因宝硕股份公允价值变动损失 3.53 亿元。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司净利润分别为 10.64 亿元、8.58 亿元、8.56 亿元和 1.34 亿元，波动情况受投资收益、公允价值变动损益影响较大。

（3）运营规划/经营战略

该公司在锂电池材料及相关新能源板块持续布局，同时奥特莱斯项目建设也逐步推进，投入规模大、投资周期长、未来收益不确定，后续将保持较大的投融资规模，资本性支出压力较大。

管理

1. 产权关系与公司治理

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资金状况对公司业务运营可能造成的影响。此外，公司还存在一定的子公司合规运营风险。

（1）产权关系

截至 2018 年 6 月末，该公司中方股东包括杉杉控股、甬港投资和奋华投资，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 61.84%，间接持股比例为 11.57%，最终控制人为自然人郑永刚。

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。2017 年末，杉杉控股合并口径资产总额为 540.85 亿元，所有者权益为 185.08 亿元；2017 年实现营业收入 420.34 亿元，净利润 18.49 亿元，经营性现金净流量为 2.10 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。

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。

（2）主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要为日常产品销售、采购及租赁，2017 年向关联方销售商品、提供劳务收入合计 15.25 亿元，主要为向宁波蓝宇实业有限公司销售货物 12.86 亿元。关联方应收应付款项方面，2018 年 3 月末公司应收及预付关联方款项合计 15.27 亿元，以短期资金拆借为主。关联担保方面，2018 年 3 月末对合并范围外关联方担保余额为 24.70 亿元，系向杉杉控股提供的担保。需关注关联方信用质量变化对公司业务运营的影响。

图表 28. 2018 年 3 月末关联方占款情况（单位：亿元）

关联方	关联关系	金额	会计核算科目
关联方占款	-	15.27	-
其中：宁波市鄞州尚卡投资有限公司	同一控股股东	6.90	其他应收款
宁波典程实业有限公司	同一控股股东	4.10	其他应收款
宁波欣佑实业有限公司	同一控股股东	2.80	其他应收款
占用关联方款项	-	0.61	-
关联方净占款	-	14.66	-

资料来源：杉杉集团

（3）公司治理

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。

2017 年 8 月 24 日，该公司下属上市子公司杉杉股份和控股股东杉杉控股分别收到宁波证监局的监管措施决定，宁波市证监局在对杉杉股份的现场检查中发现杉杉股份存在募集资金违规使用和重大事项未按照合规要求上报的违规情况，同时发现杉杉控股提供给杉杉股份的关联方名单不完整，且与杉杉股份存在部分同业竞争情况。¹³根据杉杉股份和杉杉控股作出的说明，两家公司已完成相关整改工作，相关整改措施与效果仍需持续关注。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

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。

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。

(2) 经营决策机制与风险控制

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。

¹³ 详见杉杉股份于 2017 年 8 月 24 日发布的公告《宁波杉杉股份有限公司关于公司及公司股东收到中国证券监督管理委员会宁波监管局行政监管措施决定书的公告》（公告编号：2017-061）。

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。

(3) 投融资及日常资金管理

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。

(4) 不良行为记录

除前述监管措施外，根据该公司提供的资料及公开信息查询，公司近三年无不良行为记录。

图表 29. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.05.28	无	无	无	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.05.28	无	无	无	无
诉讼	全国法院失信被执行人名单信息公布与查询	2018.05.28	无	无	无	无
工商	国家工商总局	2018.05.28	无	无	无	无
质量	杉杉集团	2018.05.28	无	无	无	无
安全	杉杉集团	2018.05.28	无	无	无	无

资料来源：根据杉杉集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

该公司刚性债务规模增长较快，且以短期刚性债务为主，而资金主要投向新能源相关产业及奥特莱斯等长周期项目，债务期限错配问题较突出，即期债务偿付压力较大；公司因票据、应收账款等现金回笼速度放缓，同时费用支出增加，经营性现金流持续弱化；公司对关联方担保额度较大，信用质量易受影响。但公司货币资金尚较为充裕，可变现金融资产规模也较大，整体财务弹性仍较强，可对债务偿还起到一定支撑作用。随着上市公司定增完成及盈利积累，公司资本实力持续增强。

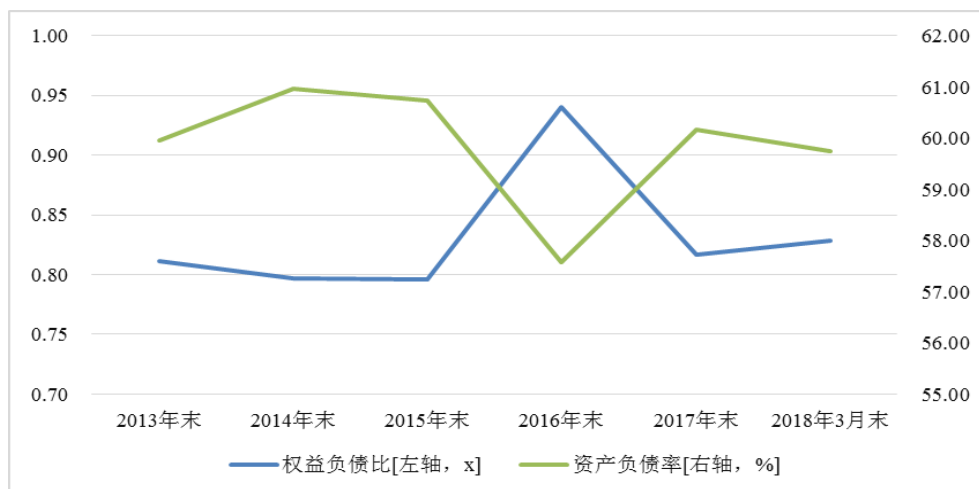
1. 数据与调整

大华会计事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015~2017 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。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 30. 公司财务杠杆水平变动趋势



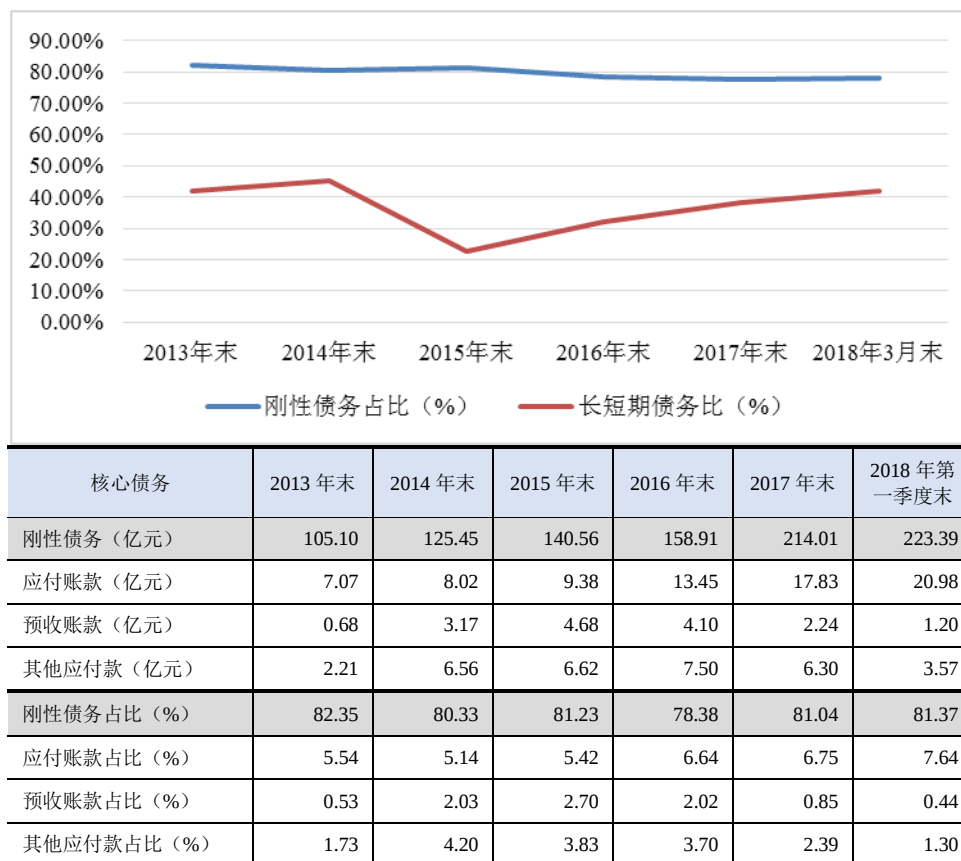
资料来源：根据杉杉集团所提供数据绘制。

随着对新能源及奥特莱斯等产业的投入规模扩大，近年来该公司负债持续增长，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 173.04 亿元、202.73 亿元、264.07 亿元和 274.53 亿元。但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。同期资产负债率分别为 60.74%、57.57%、60.17%和 59.74%，权益负债比分别为 0.80、0.94、0.82 和 0.83，负债经营程度、权益资本对刚性债务覆盖程度均保持较稳定。公司新能源及奥特莱斯产业仍在持续布局，后续将保持较大规模投入，公司债务规模或将持续扩

大，财务杠杆水平将上升。

(2) 债务结构

图表 31. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据杉杉集团所提供数据绘制。

从负债期限结构来看，该公司负债偏短期，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末长短期债务比分别为 22.48%、32.02%、38.07%和 41.87%。而公司资金主要投向新能源产业布局、奥特莱斯项目建设及股权投资，投资周期长、收益回笼具有不确定性，即期偿付压力加大。

2017 年末，该公司流动负债为 191.26 亿元，较上年末增长 24.55%，主要由短期刚性债务及应付账款构成。年末短期刚性债务余额为 163.52 亿元，较上年末增长 27.39%，其中，短期借款 66.85 亿元，主要为保证借款（50.95 亿元）和信用借款（12.86 亿元），较上年末大幅增长 101.64%，主要因支付“10 杉杉债”本金及利息，且锂电池材料、新能源车及光伏业务快速发展，需要购买的材料款及工程设备款增加。应付票据较上年末增长 67.51%至 24.00 亿元，以银行承兑汇票为主；一年内到期的非流动负债为 21.46 亿元，较上年末下降 42.01%，主要为临近到期的长期借款，下降主要因债券到期偿付所致；其他流动负债为 46.04 亿元，主要为 46 亿元短期融资券。公司应付账款为 17.83 亿元，较上年末增长 32.50%，账龄 1 年以内的应付款占比 90.91%。2018 年 3 月末，公司流动负债为 193.51 亿元，其中短期借款进一步增至 81.38 亿元，其他非流动负债因部分短期融资券到期而降至 33.04 亿元。

2017 年末，该公司非流动负债为 72.81 亿元，较上年末增长 48.08%，由中长期刚性债务及递延所得税负债构成。年末中长期刚性债务为 53.09 亿元，较上年末增长 62.93%，其中，长期借款 20.72 亿元，较上年末增长 38.93%，主要为保证借款（10.42 亿元）和质押借款（9.34 亿元）；应付债券 22.41 亿元，包括 16 杉杉集 MTN001 和杉杉股份发行的 13 杉杉债；其他非流动负债 9.00 亿元，为参与信托计划中优先级投资者认购的债权性投资额，该信托计划募集资金用于洛阳钼业定增。2018 年 3 月末，公司非流动负债为 81.02 亿元，主要构成较上年末变化不大。

（3）刚性债务

图表 32. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	75.70	87.51	118.87	126.32	160.91	164.43
其中：短期借款	32.04	29.53	36.07	33.16	66.85	81.38
一年内到期非流动负债	0.25	0.10	27.48	37.00	21.46	19.99
应付短期债券	25.00	30.00	29.00	40.00	46.00	33.00
应付票据	7.53	9.07	19.36	14.33	24.00	28.09
其他短期刚性债务	10.87	18.82	6.95	1.84	2.60	1.97
中长期刚性债务合计	29.40	37.94	21.70	32.59	53.09	58.96
其中：长期借款	-	0.62	2.38	14.91	20.72	21.59
应付债券	29.40	36.82	18.93	17.40	22.41	27.40
其他中长期刚性债务	-	0.50	0.39	0.28	9.96	9.96
综合融资成本（年化，%）	4.47	5.80	5.59	5.25	5.20	4.47

资料来源：根据杉杉集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 140.56 亿元、158.91 亿元、214.01 亿元和 223.39 亿元，逐年快速增长，以短期刚性债务为主，主要体现为银行借款及发行债券。从融资成本看，公司有息债务利率范围以 4~6%为主。

图表 33. 公司 2017 年末有息债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不 含 2 年）	2~3 年（不 含 3 年）	3~5 年（不 含 5 年）	5 年及以上
3%以内	0.27	0.46	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	0.76	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	43.34	29.16	0.18	2.46	10.73
5%~6%（不含 6%）	36.01	9.00	9.94	20.44	0.96
6%~7%（不含 7%）	14.50	-	-	-	-
7%及以上	-	-	-	-	7.50
合计	94.88	38.62	10.12	22.90	19.19

资料来源：杉杉集团。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 34. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
营业周期（天）	67.20	66.04	77.08	84.83	89.79	-
营业收入现金率（%）	105.46	114.73	108.05	113.21	89.92	123.67
业务现金收支净额（亿元）	3.04	29.28	3.24	2.54	4.72	6.42
其他因素现金收支净额（亿元）	1.10	-17.30	9.58	0.25	-3.26	-6.29
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	4.14	11.97	12.82	2.79	1.46	0.13
EBITDA（亿元）	15.48	17.32	20.91	21.33	24.93	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.15	0.15	0.16	0.14	0.13	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.46	2.21	2.65	3.02	2.49	-

资料来源：根据杉杉集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015 年~2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 108.05%、113.21%、89.92%和 123.67%，经营性现金流净额分别为 12.82 亿元、2.79 亿元、1.46 亿元和 0.12 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及时贴现，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 年因调整客户结构，中大型客户增加，相应账期较长，同时存货占用资金及费用支出增加，导致主业现金回笼情况有所弱化。

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额，近年来保持增长，对债务偿付可提供一定保障。

(2) 投资环节

图表 35. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	-8.52	7.18	-5.81	-17.24	-43.93	-12.37
其中：与主业有关的投资净额	-6.95	12.21	-10.32	-0.82	-37.68	0.65
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.92	-3.30	-5.93	-19.21	-15.67	-2.99
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.36	-0.89	-0.81	-1.98	-7.67	0.30
投资环节产生的现金流量净额	-8.53	8.39	-10.05	-36.22	-62.23	-15.28

资料来源：根据杉杉集团所提供数据整理。

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。2015~2017 年及 2018 年第一季度投资环节现金流净额分别为-10.05 亿元、-36.22 亿元、-62.23 亿元和-15.28 亿元。受锂电池

材料产能扩张、奥特莱斯项目投入及股权投资规模扩大影响，投资环节现金流出规模快速增加。

(3) 筹资环节

图表 36. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
权益类净融资额	0.26	4.26	9.67	35.02	12.23	0.39
债务类净融资额	-6.05	-9.42	-2.28	5.16	24.00	4.92
其中：现金利息支出	6.93	7.97	8.55	6.88	9.23	1.63
筹资环节产生的现金流量净额	3.02	2.19	4.55	45.52	33.06	3.44

资料来源：根据杉杉集团所提供数据整理。

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。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资环节现金流净额分别为 4.55 亿元、45.52 亿元、33.06 亿元和 3.44 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，调整债务期限结构将成为影响公司未来信用质量的关键。

4. 资产质量

图表 37. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	91.45	130.48	151.56	186.15	201.27	208.70
	42.96%	50.93%	53.20%	52.86%	45.86%	45.41%
其中：货币资金（亿元）	13.88	40.60	51.56	59.91	35.98	26.24
交易性金融资产（亿元）	0.42	1.61	26.89	46.07	37.34	36.04
应收款项（亿元）	16.51	22.23	22.61	22.96	31.50	35.79
其他应收款	41.17	35.02	24.06	22.47	32.43	34.91
存货（亿元）	10.26	10.87	11.99	13.59	25.97	32.26
其他流动资产	0.22	5.54	1.37	2.57	18.79	18.70
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	121.44	125.73	133.34	165.99	237.62	250.88
	57.04%	49.07%	46.80%	47.14%	54.14%	54.59%
其中：固定资产（亿元）	13.51	11.98	13.77	30.28	39.97	42.27
在建工程（亿元）	0.34	1.59	3.77	3.81	10.03	8.54
可供出售金融资产（亿元）	34.55	52.35	33.84	37.86	64.79	74.36
持有至到期投资（亿元）	31.23	30.42	31.71	29.69	32.87	35.07
长期股权投资（亿元）	34.76	18.59	37.68	42.18	64.78	65.58
其中：所持非控股上市公司股权 ¹⁴ （亿元）	34.45	44.85	54.64	77.42	99.26	107.74

¹⁴ 指所持有的未纳入合并范围的上市公司股权，这些股权应为无限售或未来一年将解禁的流通股，且符合公开市场质押融资条件。

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
期末全部受限资产账面金额（亿元）	7.69	8.81	39.05	62.43	61.02	61.75
期末抵质押融资余额（亿元）	4.19	3.38	11.48	32.21	33.98	34.22
受限资产账面余额/总资产（%）	3.61	3.44	13.71	17.73	13.90	13.44

资料来源：根据杉杉集团所提供数据整理。

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，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末分别为 284.90 亿元、352.14 亿元、438.90 亿元和 459.57 亿元。2017 年末，公司流动资产为 201.27 亿元，较上年末增长 8.12%，主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。其中，货币资金 35.97 亿元，含受限货币资金 8.07 亿元，主要用作银行承兑汇票保证金。交易性金融资产 37.34 亿元，主要为申通快递和宝硕股份股权。应收账款 31.50 亿元，较上年末增长 37.20%，主要因调整客户结构，中大型客户增加，相应账期较长，年末计提坏账准备合计 1.73 亿元。其他应收款 32.43 亿元，较上年末增长 44.33%，主要为关联方或合作方等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 79.64%，公司其他应收款规模较大，多为关联方占款，存在一定的回款风险；存货 25.97 亿元，以库存商品和原材料为主，较上年末增长 91.02%，主要因锂电池材料业务原材料价格上涨及库存量增加所致。其他流动资产 18.79 亿元，较上年末大幅增加 16.22 亿元，主要因增值税留抵扣额及购买银行理财产品。2018 年 3 月末，公司流动资产为 208.70 亿元，构成较上年末变化不大。

2017 年末，该公司非流动资产为 237.62 亿元，较上年末增长 43.15%，主要由可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和固定资产为主。年末，可供出售金融资产为 64.79 亿元，主要持有宁波银行、洛阳钼业等股份，较上年末大幅增长 71.14%，主要因投资洛阳钼业。持有至到期投资 32.87 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 64.78 亿元，投向多家联营及合营企业，主要投资项目包括稠州银行、中静四海等，较上年末增长 53.58%，主要因当期公司与杉杉控股及鄞州区政府合作设立浙商回归基金宁波星通创富股权投资合伙企业（有限合伙），公司、杉杉控股、宁波市鄞州区政府下属子公司及上海星通创业投资管理中心（有限合伙）分别投入 20 亿元、19.95 亿元、10 亿元和 0.05 亿元，项目经营期限 15 年（其中政府培育期 6 年），收益由公司、杉杉控股享有，目前主要投向杉杉奥特莱斯商业零售、清洁能源、医疗等产业。固定资产 39.97 亿元，主要为奥特莱斯项目房屋建筑、生产基地及厂房等。在建工程 10.03 亿元，较上年末增长 163.43%，主要因光伏电站及锂电池材料扩产项目投入增加所致。2018 年 3 月末，公司非流动资产为 250.88 亿元，构成较上年末变化不大。

2017 年末，该公司受限资产合计 61.02 亿元，占总资产的比重为 13.90%。其中以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 36.61 亿元，主要为申通快递、宝硕股份股权质押。

图表 38. 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	8.08	保证金
应收票据	1.59	开具应付票据
应收融资租赁款	5.09	质押融资
固定资产	2.85	融资租赁、借款抵押
无形资产	6.60	借款抵押
在建工程	0.21	融资租赁、借款抵押
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	36.61	质押借款
合计	61.02	-

资料来源：杉杉集团

5. 流动性/短期因素

图表 39. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季末
流动比率（%）	101.64	121.18	107.27	121.22	105.23	106.81
现金比率（%）	15.89	39.20	55.53	69.02	38.33	32.18

资料来源：根据杉杉集团所提供数据整理。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 107.27%、121.22%、105.23%和 106.81%，现金比率分别为 55.53%、69.02%、38.33%和 32.18%，2016 年因子公司杉杉股份定增成功，流动性指标有所提升，但随着生产基地、奥特莱斯项目的建设投入及对外股权投资，2017 年流动性指标有所下降。公司负债主要集中于短期刚性债务，除各类在建项目外，在证券市场波动和强监管背景下，公司所持大量金融资产（含投资）及时变现能力将受影响，自身债务融资方面或将承受压力，公司整体流动性压力加大，需持续关注公司未来融资渠道情况。

6. 表外事项

截至 2018 年 3 月末，该公司对合并范围外企业提供担保金额为 24.70 亿元，系对控股股东杉杉控股提供的担保。2017 年末，杉杉控股总资产 540.85 亿元，净资产 185.08 亿元，2017 年实现收入 420.34 亿元，净利润 18.49 亿元，目前经营正常。但因担保额度较大且无互保措施，公司信用质量易受被担保企业债务及资金状况影响。

截至 2017 年末，该公司作为原告涉及多项诉讼，其中未决诉讼涉及金额超过 0.30 亿元，未执行完毕诉讼尚未收回余额合计 0.48 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

2017 年末，该公司本部资产总额 133.88 亿元，其中货币资金 13.04 亿元。

负债总额 109.91 亿元，其中刚性债务 103.26 亿元。2015~2017 年本部实现营业收入分别为 40.16 亿元、30.76 亿元和 36.85 亿元，同期经营性现金净流入分别为 0.68 亿元、2.20 亿元和 0.80 亿元。整体而言，公司本部债务规模相对较大，负债经营程度较高。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

截至 2018 年 3 月末该公司获得贷款授信 214.70 亿元，尚余 83.25 亿元未使用。综合授信中来自国家政策性银行及五大商业银行授信占比为 41.68%。

图表 40. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中：贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	214.70	214.70	131.45	2.5%-6.1%	抵质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	9.50	9.50	9.50	4.13%-4.35%	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	79.99	79.99	44.56	3.3%-5.23%	抵质押

资料来源：根据杉杉集团所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券未设置特定条款。

2. 增信措施及效果

本次债券未设置增信措施。

3. 其他偿付保障措施

（1）核心业务盈利保障

该公司多元化经营状况良好，其中锂电池材料业务具备一定规模及产业链协同优势，服装业务具有一定品牌知名度，近年来公司主业收入及盈利情况良好，2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业收入分别为 165.50 亿元、160.67 亿元、205.58 亿元和 43.21 亿元，净利润 10.64 亿元、8.58 亿元、8.56 亿元和 1.34 亿元；2015~2017 年利息保障倍数分别为 2.47、2.67 和 2.10。持续的盈利能力可为债券偿付提供基本保障。

（2）可变现资金规模较大

该公司资产中货币资金及各类股权投资规模较大，2018 年 3 月末公司货币资金、交易性金融资产及可供出售金融资产金额总计为 136.64 亿元，对刚性债务的覆盖倍数为 0.61 倍，可为公司偿付债务提供一定支撑。

（3）较强的外部融资能力

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至 2018 年 3 月末，各家银行给予公司授信额度共计 214.70 亿元，尚有 83.25 亿元授信额度未使用，能够保障公司营运资金正常周转。此外，杉杉控股可为公司对外融资提供必要的信用支持，下属子公司杉杉股份可进行股权融资，且品牌服装业务、类金融业务 H 股上市使公司融资渠道进一步拓宽。

评级结论

经过多年发展，该公司多元化经营格局基本成形，其中锂电池材料业务具备一定规模及产业链协同优势，服装业务具有一定品牌知名度。公司科技板块收入规模迅速扩大，但易受锂电池材料市场价格波动及新能源汽车、光伏等行业政策的影响。公司对科技板块及奥特莱斯项目投资规模大，持续面临一定的资本性支出压力。

该公司刚性债务规模增长较快，且以短期刚性债务为主，而资金主要投向新能源相关产业及奥特莱斯等长周期项目，债务期限错配问题较突出，即期债务偿付压力较大；公司因票据、应收账款等现金回笼速度放缓，同时费用支出增加，经营性现金流持续弱化；公司对关联方担保额度较大，信用质量易受影响。但公司货币资金尚较为充裕，可变现金融资产规模也较大，整体财务弹性仍较强，可对债务偿还起到一定支撑作用。随着上市公司定增完成及盈利积累，公司资本实力持续增强。后续需持续关注公司流动性风险及公司未来融资渠道情况。

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。

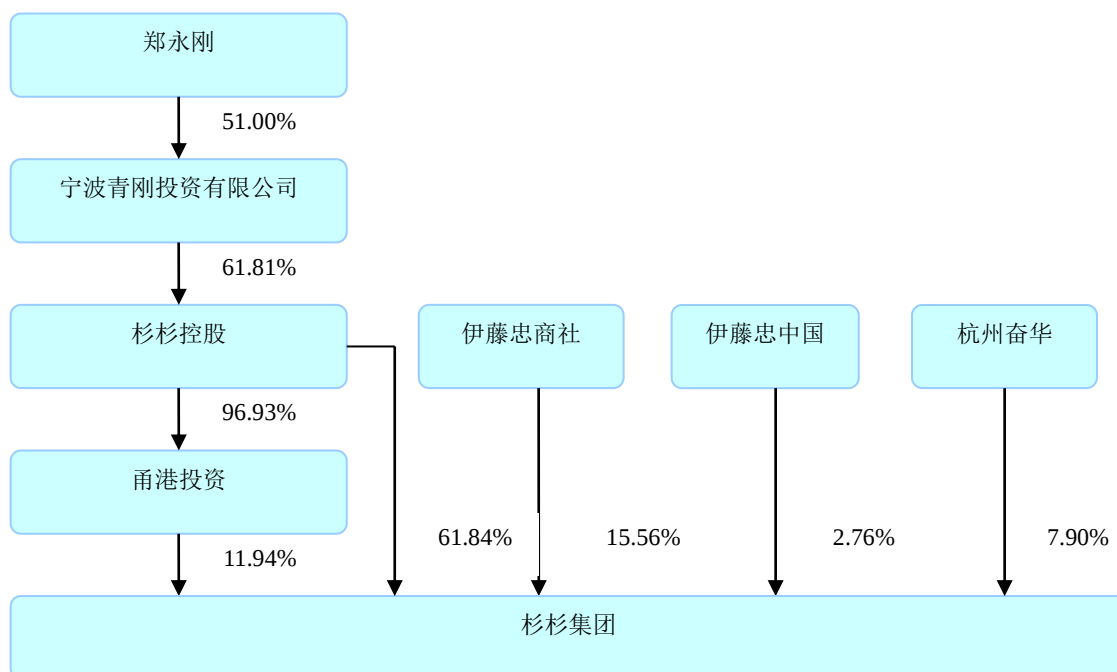
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

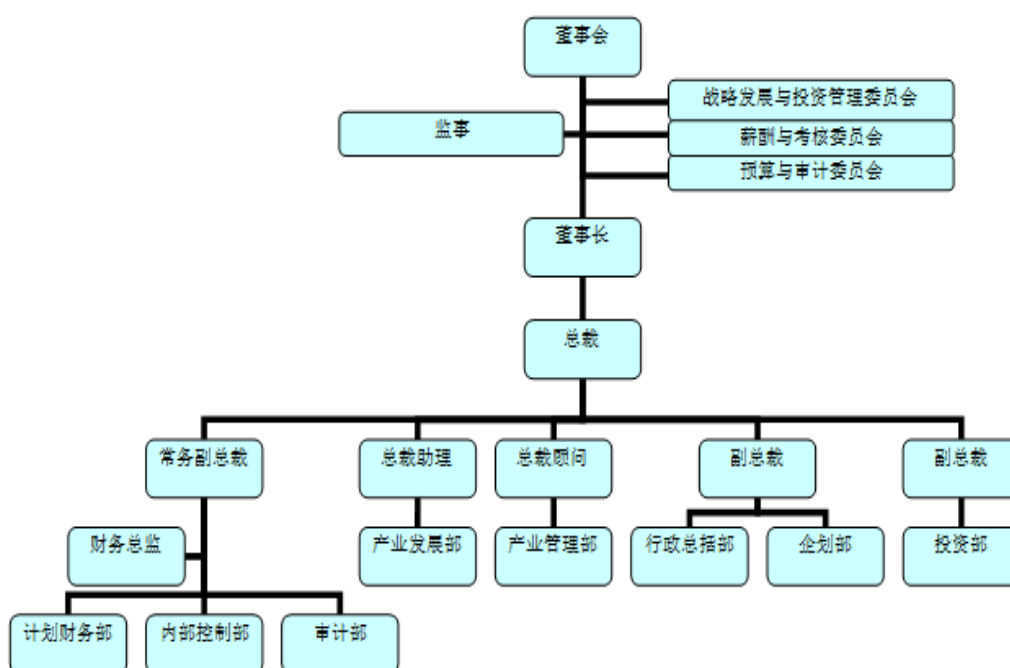
公司与实际控制人关系图



注：根据杉杉集团提供的资料绘制（截至 2018 年 6 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 2018 年 6 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业 务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
				刚性债务余额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现金 净流入量 （亿元）	EBITDA （亿元）	
宁波青刚投资有限公司	集团最高层 级法人实体	——	投资管 理	0.00	2.99	未提供	-0.01	未提供	未提供	
杉杉控股有限公司	公司之控股 股东	——	贸易、投 资	238.50	185.08	420.34	18.49	2.10	33.55	
杉杉集团有限公司	本级	——	奥特莱 斯、贸易、 投资	103.26	23.97	36.85	3.41	0.80	8.57	
宁波杉杉股份有限公司	核心子公司	23.79	服装，锂 电池材 料，新能 源车，投 资	55.77	111.30	82.71	10.10	-3.91	17.66	
宁波杉杉鸿发置业有限公司	核心子公司	55.00	房地 产 开发与 经营	0.00	0.56	1.09	0.07	0.30	0.10	
甬港鸿发(香港)国际有限公司	核心子公司	100.00	贸易	0.73	0.68	51.11	0.03	-1.71	0.03	
上海杉杉实业有限公司	核心子公司	54.82	投资，管 理，咨询	14.50	15.07	0.19	-1.79	3.03	0.04	

注：根据杉杉集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
资产总额 [亿元]	284.90	352.14	438.90	457.57
货币资金 [亿元]	51.56	59.91	35.98	26.24
刚性债务[亿元]	140.56	158.91	213.90	223.39
所有者权益 [亿元]	111.86	149.41	174.83	183.04
营业收入[亿元]	165.50	160.67	205.58	43.21
净利润 [亿元]	10.64	8.58	8.56	1.34
EBITDA[亿元]	20.91	21.33	24.93	—
经营性现金净流入量[亿元]	12.82	2.79	1.46	0.13
投资性现金净流入量[亿元]	-10.05	-36.22	-62.23	-15.28
资产负债率[%]	60.74	57.57	60.17	60.00
权益资本与刚性债务比率[%]	79.58	94.02	81.73	81.94
流动比率[%]	107.27	121.22	105.23	106.81
现金比率[%]	58.51	73.61	41.09	34.82
利息保障倍数[倍]	2.47	2.67	2.10	—
担保比率[%]	24.14	19.09	14.13	13.49
营业周期[天]	77.08	84.83	89.79	-
毛利率[%]	8.73	12.09	15.27	15.90
营业利润率[%]	6.39	6.80	5.26	3.61
总资产报酬率[%]	7.22	5.92	5.31	—
净资产收益率[%]	10.04	6.57	5.28	—
净资产收益率*[%]	14.33	7.88	5.92	—
营业收入现金率[%]	108.05	113.21	89.92	123.67
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.30	1.89	0.85	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.68	-17.79	-26.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.65	3.02	2.49	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.14	0.13	—

注：表中数据依据杉杉集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] } +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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

附录五：

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。

评级声明

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。本期中期票据存续期内，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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。