

上海远东资信评估有限公司

沪远证评(2006)007号

2006年宁波杉杉股份有限公司5亿元 短期融资券评级结论通知

宁波杉杉股份有限公司:

受贵公司委托,我们对贵公司的短期融资券进行信用评级。我们实施了现场调研、评级分析、专家评审等必要的评级程序,最终从公司的运营环境、管理质量、行业地位、财务实力以及偿债保障等方面评级认定:贵公司2006年拟发行的5亿元短期融资券信用等级为A-1级。同时,为及时发现和揭示未来可能出现的潜在风险,我们将对公司经营状况保持密切关注,并在必要的情况下及时揭示受评对象可能出现的信用水平变化。

附件:《2006年宁波杉杉股份有限公司5亿元短期融资券信用评级报告》

上海远东资信评估有限公司

二〇〇六年一月二十日

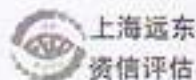


宁波杉杉股份有限公司
NINGBO SHANSHAN CO.,LTD.

2006 年宁波杉杉股份 有限公司 5 亿元短期融资券 信用评级报告

沪证证评(2006)007号

信用级别: **A-1** 级



上海远东
资信评估

地址: 上海市淮海中路 622 弄 7 号

邮编: 200020

电话: 0086-021-53061122 (总机)

传真: 0086-021-63848585

网址: www.fareast-cr.com

电子信箱: fareast@fareast-cr.com

上海远东资信评估有限公司

SHANGHAI FAR EAST CREDIT RATING CO.,LTD

二〇〇六年一月

2006年宁波杉杉股份有限公司5亿元短期融资券 信用评级报告

评级结果: A-1

评级结果释义: A-1级表明具备很强的短期债务偿还能力,受外部环境变化的影响很小

发行主体: 宁波杉杉股份有限公司

发行规模: 人民币5亿元

发行期限: 365天

主要财务指标

人民币:百万元	2002	2003	2004	2005.9
营业额	894.81	860.40	1000.74	798.40
EBIT	126.82	120.55	131.79	100.71
总债务	330.97	384.75	631.80	672.20
净债务	净现金	40.02	290.08	272.23
资本总额	1851.34	1929.48	2241.29	2287.99
毛利率 (%)	24.76	25.28	25.28	26.70
EBIT 收益率 (%)	14.17	14.01	13.17	12.61
EBIT 利息偿付 (x)	11.11	8.42	8.07	4.94
净债务/EBITDA (x)	净现金	0.24	1.46	1.74
总债务/资本总额 (%)	18.36	19.94	28.19	29.38

注: 2002-2004年数据来源为境内审计报告, 2005年1-9月数据未经审计, 表中数据计算公式参见附录一。

分析员: 郑重 郑琪 柳樱

评级机构: 上海远东资信评估有限公司

电话: 0086-021-53061122 (总机)

传真: 0086-021-63848585

网址: www.fareast-cr.com

E-mail: fareast@fareast-cr.com

注: 本报告表达了远东资信对本期债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本债券。报告中引用的企业资料主要由发行人提供, 远东资信不对引用资料的真实性负责。

评级观点

宁波杉杉股份有限公司(以下简称“杉杉股份”或“公司”)本次短期融资券获得上海远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)A-1级资信等级是基于:

- 国民经济的持续快速发展,居民收入的增长以及生活水平的不断提高,为我国纺织服装行业的发展提供了良好的发展机遇。
- 公司注重服装品牌建设,拥有较高的品牌知名度;国际化多品牌战略的推行,使得公司的服装业务在经营模式、竞争策略上都处于优势地位,并优化了公司的收益结构。
- 锂离子电池行业是我国政府大力扶持的对象,该行业的迅速成长为国内锂离子电池原材料产业的发展提供了广阔的市场空间。
- 公司的锂离子电池材料业务在同行业中具有竞争优势,且在该领域持续的研究和开发投入,为公司在该市场上保持其核心竞争力奠定了良好的基础。
- 公司服装、锂离子电池材料两大业务并举、协调发展的经营战略,较好地弥补了公司服装业务收入增长乏力的不足。
- 公司财务结构较为稳健,盈利能力逐步提高,较为稳定的经营性现金流入,以及较好的财务弹性对短期偿债能力形成了一定的保障。

上海远东资信评估有限公司同时关注杉杉股份本次短期融资券评级中的风险因素。国内服装市场竞争加剧,对公司的经营将产生不确定的影响,且公司目前尚处于产业调整期尤其是营销体系的调整,使企业的盈利能力偏弱,较大规模的投资需求将逐步增加公司的债务负担。

特别风险提示：

- 服装行业以劳动密集型企业为主，国内服装生产企业众多，竞争比较激烈，加之随着我国市场开放程度的提高，国外品牌服装进入国内市场有进一步扩大的趋势，使得国内市场竞争进一步加剧。
- 服装作为时尚产品，具有品种更新快、生命周期短的市场特点，社会购买力、着装潮流、消费者偏好等因素的变化都会影响公司产品的销售，从而对公司的管理能力和决策效率提出了更高的要求。
- 公司的西服、衬衫等主导产品具有较强的季节性需求，因此公司的营业收入随季节变化出现波动，并且产品销售的周期性变化会影响公司年内现金流量的稳定性。
- 公司短期借款规模相对较高，随着较大规模的投资需求增加，债务期限结构有待改善。

◆ 公司概况

宁波杉杉股份有限公司（以下简称“杉杉股份”或“公司”）成立于1992年11月27日，由宁波甬港服装总厂（现改制为杉杉集团有限公司）、中国服装研究设计中心（集团）、上海市第一百货商店股份有限公司、鄞县工业住宅建设公司（现改名为宁波甬城房地产总公司）和鄞县梅墟工业区经济开发总公司共同发起设立。公司于1996年1月8日公开发行1300万股A股，并于同月在上海证券交易所上市交易。经过多次送股、资本公积转增股本以及配股，截至2005年6月30日，公司总股本为41085.82万股。公司前十大股东及持股比例情况如图表1所示。

图表1 2005年6月30日杉杉股份前十大股东持股情况

序号	股东名称	持股比例	股份性质
1	杉杉集团有限公司	36.66%	法人股
2	上海一百集团有限公司	2.95%	法人股
3	上海市永博实业有限公司	2.43%	法人股
4	刘再兴	0.81%	社会公众股
5	鄞州经济投资咨询有限公司	0.68%	法人股
6	林芳	0.61%	社会公众股
7	宁波甬城房地产总公司	0.56%	法人股
8	余姚市宝马印刷器材有限公司	0.37%	法人股
9	北京大源非织造有限公司	0.33%	社会公众股
10	天津安彩科技发展有限公司	0.26%	社会公众股

资料来源：公司2005年半年度报告

杉杉股份控股股东杉杉集团有限公司（以下简称“杉杉集团”）目前主要从事实业投资及资本运作。鄞州区甬港职工保证基金会目前持有杉杉集团有限公司63%的股权，是杉杉集团的实际控制人，也是杉杉股份的实际控制人。

公司主营业务包括服装服饰产品及锂离子电池材料的生产和销售，目前拥有多家控股（主要控股公司参见图表2）及参股企业，并拥有“杉杉”、“FIRS”以及“梵尚”等多个知名品牌。2003年，“FIRS杉杉牌男西服套装”被中国质量检验检疫总局、中国名牌战略推进委员会授予中国名牌产品称号；根据2004年全国重点大型零售企业商品销售统计及品牌监测资料，公司“杉杉”西服市场综合占有率在众多国内品牌中名列第二名。

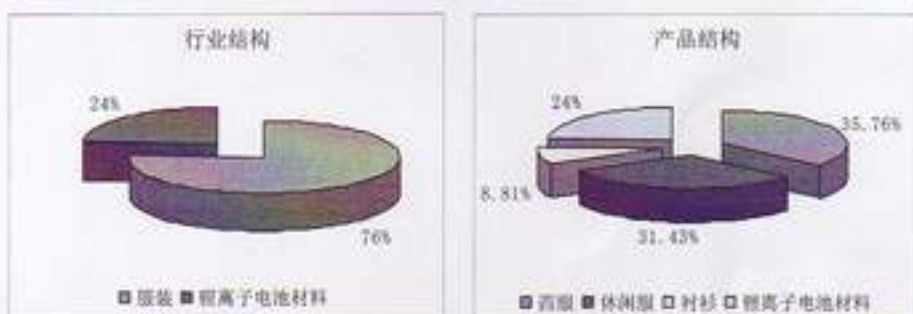
图表2 2004年度公司主要控股公司的经营情况及业绩 单位:万元

公司名称	业务性质	主要产品或服务	股权比例	注册资本	资产规模	净利润
宁波杉杉服装有限公司	服装	西服	100%	5000	52049.34	5706.42
宁波杉杉衬衫有限公司	服装	衬衫	55%	3800	5310.29	200.08
宁波杰艾希服装有限公司	服装	西服、休闲服	65%	2151.92	4816.49	453.84
上海杉杉休闲服饰有限公司	服装	休闲服	100%	25000	26924.80	1015.67
上海杉杉科技有限公司	锂离子电池材料	锂离子电池负极材料	98.04%	15300	72229.28 (合并数)	2872.53 (合并数)

资料来源:公司2004年年度报告

公司在做好服装主业的同时,围绕高科技新材料积极培育新的利润增长点,并已形成了相当的产业规模。公司锂离子电池材料业务自2001年产业化以来,成功填补了国内市场的空白,对公司的收入贡献呈逐年上升趋势,目前公司的锂离子电池材料业务发展较为迅速,已经成为国内乃至国际高端锂离子电池负极材料的主要供应商。

图表3 2004年度杉杉股份主营业务收入结构



资料来源:公司2004年年报

资料来源:公司2004年年报

截至2004年12月31日,杉杉股份总资产达26.75亿元,净资产为14.09亿元。2004年度公司实现主营业务收入10.01亿元(参见图表3),净利润9023.68万元。

◆ 经济环境和行业分析

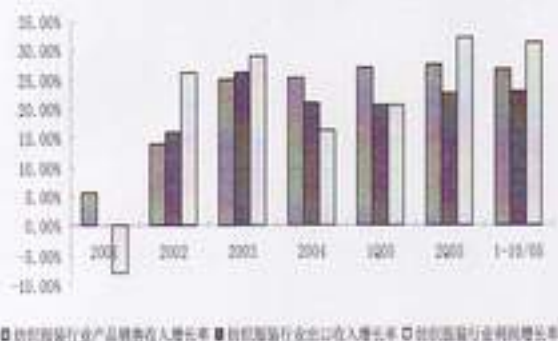
国民经济的持续快速发展，居民收入的增长以及生活水平的不断提高，为我国纺织品服装行业的发展提供了良好的发展机遇

国民经济的持续快速发展，为我国纺织品服装行业的发展提供了良好的发展机遇，居民收入的增长，以及生活水平的不断提高，使得衣着类商品需求呈不断增长态势，2000年以来，我国居民在衣着类商品消费平均增长为12.56%，均高于GDP的增速。2005年上半年，居民衣着类商品消费增速更是达到了21.6%，是历史上较高的增长速度。

受国内消费需求增长的带动，以及中国加入WTO后国际市场开放效应的影响，纺织服装行业总体上保持了健康、持续、稳定的增长态势。2004年纺织服装工业累计实现工业总产值16107.7亿元，较上年增长24.4%；实现销售收入15481.3亿元，增长率为25.3%；实现利润总额513.5亿元，增长率为16.2%（参见图表4）。进入2005年，在配额取消的出口释放效应和内需增长的拉动之下，纺织服装行业继续呈现持续增长和效益提升的良好态势，2005年1-10月，全国规模以上纺织服装销售收入同比增长26.3%，高于上年全年的增幅水

平，实现利润总额503.5亿元，同比增长31.11%，超出上年全年增幅近15个百分点。

图表4 我国纺织服装行业收入和利润增长情况



资料来源：中国纺织经济信息网

从长远发展来看，随着人口数量的增长和生活质量的提高，强劲的内需将成为中国纺织服装产业稳定增长的重要动力。2004年以来国内市场对纺织工业的拉动作用明显增强，全年纺织行业销售收入增长25%，其中出口收入增长21%，内销增速已超过外销。目前我国人口已由1981年的10亿，增加到2004年的13亿，虽然同期人均纤维消费量从3.5公斤增长到11.5公斤，但与发达国家人均纤维消费量38公斤相比，仍有较大差距。2003年，我国人均国内生产总值突破1000美元，意味着居民消费结构将向享受型、时尚型升级。在13亿人口基数的消费升级推动下，纺织服装市场的空间将是巨大的。

中国纺织服装业外贸依存度较高，人民币升值的不确定性将对纺织服装行业产生一定的负面影响，但对杉杉股份的影响有限

我国的纺织服装业外贸依存度比较高。1991年至2003年,我国纺织服装工业总产值年均递增10.8%,同期行业出口值年均递增12.2%;出口是拉动纺织服装行业增长的主要因素。不过,从贸易环境来看,长期以来我国对美国、欧盟等主要市场的出口一直受到严格的配额限制,与其他受到配额限制的亚洲主要纺织服装出口地区相比,我国受到限制的产品最多,配额比例也最低,处于较为不利的地位。但是,我国加入世贸组织以后,根据纺织品服装协定一体化进程规定,在2005年1月1日完全取消纺织品服装的出口配额,此举有助于打破长期的国际纺织品服装贸易保护体制,改善我国纺织品服装的贸易环境,为我国纺织品服装出口提供较大的市场空间。

不过目前来看,各国出于自身利益的考虑,正以各种方式设置贸易壁垒,防止我国纺织品服装的大量进入。2005年初配额的短暂放开一度使得我国贸易顺差激增,并引发了一场欧美设限风波,但随着中欧、中美纺织品协议的签署,消除了中短期我国纺织品服装对欧盟、美国出口的不确定性,纺织服装行业出口欧、美两大市场的前景逐渐明朗。由于欧盟和美国分别将设限期限设定为2007年底和2008年底,这意味中国纺织品服装出口完全享受贸易一体化将有所延迟。总体上看,欧美设限延缓了纺织品服装贸易一体化的进程,配额取消带来市场空间的扩大只能逐步释放,并且设限将使因配额放开而受到抑止的转口贸易重新活跃,进而对设限起到一定的抵消作用。

由于纺织服装行业的出口依存度较高,人民币升值将对纺织服装业带来负面影响。人民币升值会使我国劳动力成本低的比较优势弱化,并压缩行业的利润空间。针对中国加入WTO后的新形势,杉杉股份投资组建了宁波新明达针织有限公司^①(以下简称“新明达”),并于2003年9月全面投产,该公司主要产品为针织纺织品,产品全部出口。但总体来看,2004年杉杉股份服装业务的外销收入占公司主营收入比重为18.70%,服装产品以内销为主,原材料也主要来自国内,因此,人民币升值对其影响相对有限。

在未来服装业的竞争中,品牌经营和营销能力等因素的重要性将进一步突出

目前中国已经成为全球最大的服装生产基地、出口加工基地及流通集散基地,我国劳动力低廉的优势得到了充分发挥。但品牌和面料开发的劣势,使得我国多数企业只是充当全球纺织服装加工基地的角色,企业间的竞争主要集中在中低档产品市场和服装加工出口市场;而产业链中利润最高的品牌溢价、产品设计和市场营销部分为跨国公司所掌握,跨国公司利用其全球的供应链优势,将制造商的盈利空间压缩至较低水平。

缺乏自有品牌、产品设计能力不足、营销网络资源匮乏等因素严重制约着我国服装业的发展和核心竞争力的提高。中国加入WTO后,国外知名品牌大举进入中国市场;在我国居民生活质量不断提高,追求消费品牌化的情况下,服装的品牌竞争将越来越激烈。同时随着

^①杉杉股份间接持有新明达50%股权,2004年新明达实现净利润1861.67万元。

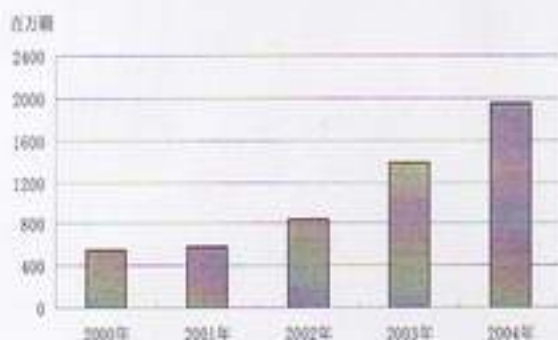
WTO 相关协议的实施, 以及各国纺织服装业的发展, 廉价劳动力优势作为我国纺织服装业较为突出的比较竞争优势将逐步下降, 未来服装业的竞争不仅是成本的竞争, 更是品牌经营和营销能力等因素的综合竞争。

为了顺应服装业发展的要求, 杉杉股份近年来系统化地实施了特许经营和品牌经营战略。目前公司的特许加盟店已基本覆盖了全国各地, 形成了较为专业化的网络体系。同时公司在强化原创杉杉品牌建设的同时, 与多个国际服装企业合资、合作, 拥有了 Marco Azzali、Renoma 等多个国际品牌, 在一定程度上优化了公司的收益结构。远东资信认为, 其竞争战略比较符合行业的发展趋势, 具备良好的发展前景。

锂离子电池行业是我国政府大力扶持的对象, 该行业的迅速成长为国内锂离子电池原材料产业的发展提供了广阔的市场空间

锂离子电池是上世纪 90 年代发展起来的绿色能源, 作为移动和消费电子迄今最理想的电源, 在手机、笔记本以及近年强劲增长的数码相机、便携摄像机、移动视听等电子产品市场推动下, 从问世以来就一直保持高速增长的态势 (参见图表 5)。由于锂离子电池广阔的发展前途和应用前景, 受到了各国政府、科技界和企业界的高度重视。美国和日本分别制订

图表 5 全球锂离子电池生产量情况



资料来源: 新材料在线, 2004.11 (2004 年为预测数据)

了“USABC 计划”和“新阳光计划”, 投入巨资支持该产业的发展。我国政府也把该产业确定为重大高技术产业, 国家计委、国家经贸委、国家科技部、国家外经贸部等部门把该产业分别列入《中国高新技术产品目录》、《外商投资产业指导目录》、《国家“十五”重大产业化攻关项目》之中。

在锂离子电池市场上, 2000 年以前, 日本的锂离子电池产量占到世界的 95% 以上。2000 年以后, 由于我国政府的大力推动, 经过各大科研机构、高等院校以及相关企业的联合攻关, 我国锂离子电池产业有了长足的发展。2000-2004 年, 我国锂离子电池年均增长速度超过 150%, 在此过程中, 以比亚迪、邦凯、比克、力神等为代表 (参见图表 6) 的一批锂离子电池制造商快速成长和崛起, 其中比亚迪、比克、邦凯和力神四家制造商已跻身世界 10 强。此外, 受中国巨大市场和低生产成本的吸引, 世界主要电池生产企业如索尼、日立、松下、三洋等也逐步把生产基地转移到中国。伴随中国和韩国企业的迅速崛起, 中、日、韩三国已经在世界锂离子电池产业中占据了重要地位。

了“USABC 计划”和“新阳光计划”, 投入巨资支持该产业的发展。我国政府也把该产业确定为重大高技术产业, 国家计委、国家经贸委、国家科技部、国家外经贸部等部门把该产业分别列入《中国高新技术产品目录》、《外商投资产业指导目录》、《国家“十五”重大产业化攻关项目》之中。

在锂离子电池市场上,

图表6 2004年国内锂离子电池前10制造商产量和排名情况

单位：万颗/年

企业名称	2004年产量	2004年排名	企业名称	2004年产量	2004年排名
比亚迪	21500	1	贵州航天电	3300	6
比克电池	10000	2	光宇国际	3000	7
天津力神	6300	3	华粤宝	3000	8
邦凯科技	4500	4	新能源	3000	9
河南环宇	3500	5	澳柯玛新能	2500	10
前10名合计	60600				前10名占据
中国总计	72100				84.0%份额
增长率	61.66%				—

资料来源：新材料在线，2004.11（2004年为预测数据，根据企业自身预测及2004年上半年与3季度月产数据为基础）

我国锂离子电池产业的迅速成长带动了国内锂离子电池关键原材料产业的发展，目前锂离子电池正负极材料和电解液已经大部分实现国内供应^②。杉杉股份于2001年实施了锂离子电池炭负极材料产业化项目，主导产品锂离子电池炭负极材料CMS^③项目作为具有自主知识产权的国家“863”高科技产业化推进项目，填补了国内市场的空白，并于1999年通过国家高技术新材料领域专家委员会的论证，公司年产800吨锂离子电池负极材料的二期工程项目因此被国家计委列为上海市2002年唯一入选的国家高技术产业化示范工程项目^④。目前公司在锂离子电池负极材料、正极材料和电解液领域已实现了产业化（参见图表7），并成为新能源（ATL）、比克、力神等锂离子电池制造商的主要供应商。

图表7 2004年世界锂离子电池原材料主要制造商产能情况

单位：吨/月

正极材料		负极材料		电解液	
日本化工	164	日立化成	145	宇部工业	148
清美化工	134	日本碳素	85	富山药品	86
日亚化工	120	川崎制铁	80	三菱化学	79
本庄化学	92	大坂煤气	51	Chiel	48
杉杉股份	280	杉杉股份	110	杉杉股份	40

资料来源：公司提供

锂离子电池行业作为增长较快的朝阳产业，从长远来看，仍将延续稳定、快速的发展态势。锂离子电池在日本的应用比例大致为手机占57.4%、笔记本电脑占31.5%、摄像机占

^①除了隔膜还依赖进口外

^② Carbonaceous Mesophase Particle 简称 CMS，即中间相炭微球

^③ 该项目获国家支持投资1000万元。

7.4%、其他占 3.7%。在中国市场上,手机用电池的比例要高得多。锂离子电池已经占据了手机、笔记本电脑的主要市场。另外,锂离子电池研究领域的新热点是将其使用在车辆中,制成锂离子电池动力汽车或汽油并用的混合动力电动汽车,动力能源市场将是锂离子电池最具潜力的市场。随着锂离子电池应用领域的不断拓展,锂离子电池原材料产业的发展也将面临广阔的市场空间。

◆ 公司管理和运营分析

现代化的生产管理方式保证了公司服装产品的品质,为提高品牌附加值提供了保障,也为公司稳定经营奠定了良好的基础

公司推行的现代化生产管理方式保证了服装产品的品质。公司早在 1996 年 8 月就通过 ISO9002 质量体系认证,在服装的生产、销售和售后服务的全过程都建立和实施了严格的企业内部质量控制标准,并投入大量的人力、物力对生产进行监控和审核。近三年公司没有因违反有关产品质量和技术监督方面的法律法规而被处罚的情况,主要产品亦无质量纠纷。

目前杉杉股份具备年产服装 560 万件(套)的生产能力,其中西服年生产能力达到 60 万套,休闲服、衬衫的生产能力分别为 300 万件和 200 万件,公司拥有处于国际先进水平的西服生产线,以及高素质的技术人员和娴熟的产业工人,生产工厂分别聘请了日本大东株式会社和意大利法拉奥公司的专家进行管理。远东资信认为,服装产品良好的品质,为公司提高品牌附加值提供了保障,也为公司稳定经营奠定良好的基础。

公司注重品牌建设,拥有较高的品牌知名度,但从行业内高度同质化的竞争状态来看,公司的品牌内涵还有较大的提升空间

杉杉股份是国内最早进行品牌建设和导入“CIS[®]系统”的企业,已有 14 年的品牌拓展经验,多年来公司服装品牌战略的实施取得了较大的成果。1999 年,“杉杉”商标被国家工商行政管理局商标局认定为中国驰名商标;2001 年“杉杉”被中国连锁经营协会特许委员会推选为中国内地既有知名度、又有一定规模的五个特许经营优秀品牌之一(其他四个品牌是华联、肯德基、全聚德、马兰拉面);2003 年,“FIRS 杉杉牌男西服套装”被中国质量检验检疫总局、中国名牌战略推进委员会授予中国名牌产品称号,这标志着公司的“杉杉”产品的品质和品牌已得到市场广泛的认同。

公司根据自身的品牌资源优势,在集中资金对重点品牌进行大力扶持的同时,对杉杉以外的其他品牌进行了进一步的整合,积极发展品牌授权经营,将皮具、服饰、童装、领带等非主线产品特许经营他人以“杉杉”品牌生产和经营,收取品牌使用费,使收取的品牌使用费成为公司新的利润来源。2004 年公司共取得品牌使用费收入 1298.51 万元,实现利润 1226.77 万元。

[®]企业识别系统(Corporate Identity System),简称 CIS

远东资信认为,服装业作为时尚产业,其核心价值就是品牌。领先的经营理念和较强的品牌推广能力使得杉杉股份从一家小型的服装专业生产企业迅速发展壮大,品牌知名度和市场份额在较短的时间内得以提升,“杉杉”品牌在国内成为服装的主要品牌。远东资信同时也注意到,品牌经营的关键是品牌文化,从行业内高度同质化的竞争状态来看,公司品牌的内涵还有较大的提升空间。

国际化多品牌战略的推行,使得公司在经营模式、竞争策略上都处于优势地位,并优化了公司的收益结构,但同时新品牌的导入仍需要经历市场培育期的考验

公司近年来利用自身在国内服装业的竞争力和知名度,以资本和品牌为纽带,与多个国际服装企业合资、合作,系统化地实施了国际化多品牌的经营战略。2001年,公司与日本伊藤忠商事株式会社^①、意大利法拉奥公司合资组建了宁波杰艾希服装有限公司,并推出 Marco Azzali 品牌。基于该品牌在国内市场保持的良好销售态势,公司又相继与伊藤忠纤维(上海)有限公司、伊藤忠商事株式会社等合资成立了宁波瑞诺玛服饰有限公司等4家公司。通过与日本、意大利等国际一流服装公司的合作,公司引进了品牌和技术,同时也进一步拓展了市场。目前公司已拥有了 Marco Azzali、Renoma、Le coq sportif、Pinky & Dianne 等不同风格和市场定位的多个品牌,满足了不同层次的消费者需求,并在较短的时间内取得了盈利。如宁波瑞诺玛服饰有限公司自2004年7月设立以来,经过一年的运作,已开设了10家专卖店,在国内市场消费升级的带动下,公司已开始逐步步入盈利阶段。

远东资信认为,多品牌经营战略适应了当前全球经济一体化的潮流,以及国内市场消费升级的变化,符合公司的经营现状和实际需要,优化了公司的收益结构。通过对“杉杉”品牌自身和其他相关品牌资源的进一步整合,公司的服装主业有望得到健康、平稳的发展。同时,远东资信也注意到,各种国际品牌的引入需要一个市场培育期,其是否能够真正符合国内消费者的需求,还需要经历市场培育期的考验,未来存在一定的不确定性。

从传统直销模式向特许加盟营销模式的转型在一定程度上影响了公司的销售状况,但从长期来看,营销模式的转型有利于公司的健康发展

服装作为最终消费品,发达的营销网络承担着产品销售、信息收集与反馈、品牌宣传等多种功能。杉杉股份于1999年对传统的销售体制进行了彻底的改革,引进了西方已经成熟且比较成功的特许加盟经营模式^②。目前公司主要采取以特许加盟为主、直营旗舰店为辅的营销模式,拥有特许加盟商81家,已基本覆盖全国各地,上海和北京分别设有直营旗舰店2家。2004年公司国内市场90%以上的销售收入来自特许加盟店销售收入。

杉杉股份推行特许加盟营销模式以后,库存大大降低,营业费用、管理费用和财务费用

^①该公司2005年在世界500强企业排名中位列327位,年销售收入185亿美元。

^②杉杉股份特许经营是由受许人(加盟商)支付给特许人(杉杉股份)一定的费用,以换取在指定区域和时期销售杉杉股份产品和使用权杉杉股份无形资产的权利的一种法律约定和商业关系。

大幅下降,摆脱了传统直销模式所带来的资金投入、占用大,容易导致商品积压等问题,实现了向特许经营和品牌经营的战略转型。但在此转型过程中,公司杉杉产品的销量也出现了较大幅度的下滑^②,市场份额有所下降。其主要原因是公司对原先按照传统方式建立的销售网络转变过快,而特许加盟制度在国内服装行业尚处于起步阶段,其建立需要一个不断完善的过程。

远东资信认为,特许经营对于服装生产企业而言,在一定程度上规避了传统直销模式可能带来的库存积压等经营风险,并可以借助中间商现有的渠道,进行有效的网点扩张,长期来看,有利于公司的健康发展。但同时加盟商素质参差不齐,市场反馈信息不畅等因素也在不同程度影响着公司品牌优势的充分发挥。公司管理层也已经意识到经营过程中出现的这些问题,并在不断的总结经验,提出解决方案。对于加盟商,一方面,公司在引入加盟商之初对其进行严格筛选,另一方面,通过不定期组织各项培训和考核,以提升加盟商的现代经营理念,不断提高加盟商的经营素质。此外,在巩固和发展特许加盟制的基础上,公司在部分重点城市设置旗舰店进行直营试点,以强化营销,为加盟商提供形象规范,引导加盟商经营理念、档次和风格的转变,提升杉杉品牌形象,同时及时了解市场需求,以使公司的产品更好地满足消费者需要。

有力的研发和技术支持,为公司的锂离子电池材料产业在市场上保持其应有的核心竞争力奠定了良好的基础

公司作为国内首批进入锂离子电池炭负极材料市场的企业,在锂离子炭负极材料方面具有较强的研发力量。公司的研发队伍主要来自鞍山热能研究院碳素研究所和中南大学冶金学院等科研机构,具备丰富的研究和开发经验,公司负极、正极材料所运用的主要核心技术“中间相炭微球生产方法”、“高性能锂离子电池用钴酸锂生产技术”均由公司研究人员独立开发,公司拥有一项“中间相炭微球生产方法”发明专利,另外二项专利技术“锂离子电池炭负极材料的制备方法”及“一种锂离子电池炭负极材料的制造方法”经受理后处在公示阶段。

目前公司下设杉杉新材料研究院专门从事锂离子电池材料方面的研究工作,并经国家人事部批准,在上海、宁波分别设立了博士后科研工作站,每年在锂离子电池材料方面的研发费用超过锂离子电池材料业务收入的5%。依靠强大的研发队伍和企业的信息优势,公司在负极材料的研究方面一直紧跟国内外最先进的技术,在核心产品CMS的基础上,先后成功研发并生产出CMS-2、CMS-3、FSN等十几种负极材料产品,实现了负极材料产品的系列化,产品适用领域涵盖了中、高端锂离子电池市场。

远东资信认为,锂离子电池是一个不断发展的新兴产业,新材料、新成果会不断涌现,有力的研发和技术支持,为公司的锂离子电池材料产业在市场上保持其应有的核心竞争力奠定了良好的基础。

^②杉杉股份推行特许经营后,2001年服装产品销售收入较上年下降9.49%,同时三项费用(营业费用、管理费用、财务费用)同比下降26.32%,存货下降48.85%。

公司服装、科技两大业务协调发展，较好地弥补了公司服装业务收入增长乏力的不足

杉杉股份目前已拥有国内服装业著名品牌以及较高的市场占有率，在此基础上，公司战略性地将业务向高科技领域拓展，形成了以服装为主导产业、锂离子电池材料等高科技产业为辅的二元产业体系。在服装主业的发展上，公司在对各个产品系列和品牌系列进行细化的同时，有针对性的退出部分产品的直接生产和销售，着力于通过特许经营和品牌经营形成新的核心竞争力。

与此同时，公司利用多年发展积累形成的资金优势，抓住锂离子电池产业快速发展的有利时机，开拓了以锂离子电池材料为主的高科技业务，并且获得了快速的发展。公司主导产品锂离子电池负极材料投放市场以后，销售额（参见图表8）和市场占有率稳步提升。在此基础上，公司还通过收购等手段适时介入了正极材料、电解液等锂离子电池其他材料的生产经营，以便公司向锂离子电池综合材料供应商的方向发展。

近几年公司在探索特许经营和品牌经营的过程中，服装业务收入水平有所下降，但公司引入的锂离子电池材料

业务提供了稳定的收入和利润支持，在一定程度上起到了降低公司整体经营风险的作用。远东资信认为，公司服装、高科技新材料两大业务并举、协调发展，同时突出服装主业的经营模式促进了公司持续稳定的发展，二元产业的分布较好地弥补了公司服装业务收入增长乏力的不足。

◆ 财务分析

公司总体收益状况较为稳定，锂离子电池材料产业给公司带来新的利润增长点

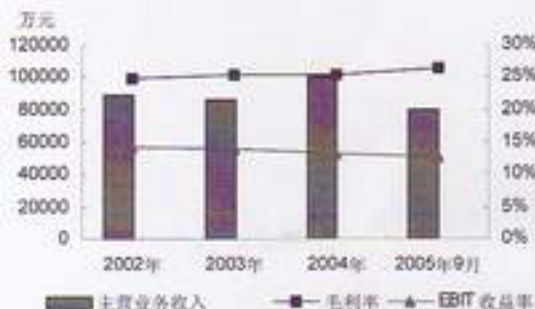
杉杉股份的主营业务主要涉及服装和锂离子电池材料两大产业，其中锂离子电池材料是公司近年来导入并重点发展的产业。目前服装销售收入仍是公司的主要收入来源，2004年占其销售比重的76.00%。

图表8 2002-2005年9月公司主要产业收入增长情况



资料来源：公司历年年报

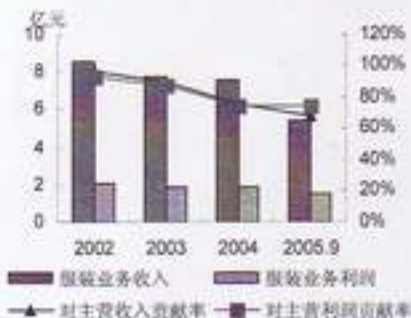
图表9 2002-2005年9月公司收益情况



数据来源：公司历年年报

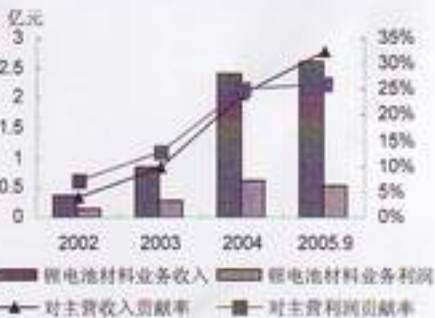
从总体来看，杉杉股份2002年到2004年主营业务收入呈上升趋势（参见图表9），2004年达到10.00亿元。分行业来看，服装业务的销售收入在逐年下降（参见图表10），从2002年的8.44亿元下降到2004年的7.61亿元，下降了9.83%；锂离子电池材料的销售收入增长比较明显（参见图表11），其销售收入占主营业务收入的比重从2002年的5.67%上升到2004年的24.00%，可见，公司近年来主营业务收入的增加主要是依靠高科技锂离子电池材料产业的成功发展，同时锂离子电池材料产业也成为公司新的利润增长点，从图表10可以看出2004年其对主营业务利润贡献率已经达到了24.93%。

图表10 服装类产品收入和利润情况



数据来源：公司历年年报

图表11 锂离子电池材料收入和利润情况

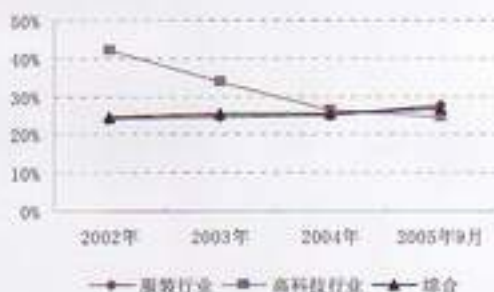


数据来源：公司历年年报

杉杉股份近几年处于产业结构调整期，公司对服装产业实施了从传统直销模式向特许经营模式转变的销售体制改革，并提出了国际化多品牌的战略，在国内代理不同的国际服装品牌；同时引入高科技锂离子电池材料业务，改变了原先产业单一化的状况，特许经营模式在一定程度上规避了原有直销经营模式可能给企业带来过多存货积压的潜在经营风险，但在逐步调整的过程中，也引起了杉杉品牌产品市场份额的降低，使其服装行业主营业务收入有所下降。同时由于公司对加盟商采取的是买断制的销售方式，相对于原有直销模式，公司服装业务的利润中减少了零售利润，致使毛利水平不高。但是，多品牌战略的实施有助于公司开拓更新更大的市场，不过由于一个新品牌的经营需要一定的市场培育期，目前杉杉股份经营的多数国际品牌正处于开拓和成长期，对主营业务收入贡献不大。

虽然杉杉股份的服装产业处于调整期，但经过多年经营具有较好的发展基础，其毛利率基本保持平稳（参见图表12），三年来始终保持在24%左右。而处于发展期的锂离子电池材料的毛利率相对比较高，2002年和2003年分别达到42.00%和33.65%，2004年有所下降为26.16%，主要是因为随着锂离子电池材料业务的发展，公司每年投入的科研费用大幅上升，尤其是2004年公司的锂离子正极材料以及负极材料二期工程项目处于投入和生产启动阶段，加大了主营业务成本，使锂离子电池材料业务的毛利率有所下降。但随着今后这些锂离子电池材料项目的规模量产，将进一步提升锂离子电池材料产业对于公司主营业务利润的贡献度。总体来看，杉杉股份三年来毛利率比较平稳，基本在25%左右浮动。

图表12 2002-2005年9月公司毛利率情况

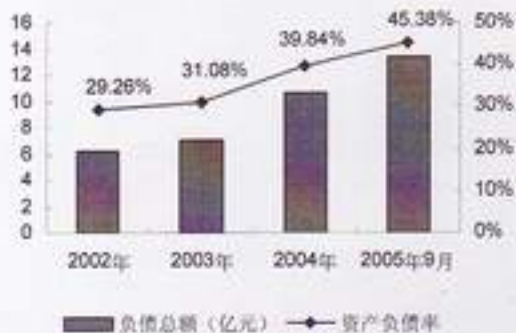


数据来源：公司历年年报

杉杉股份实施稳健的财务政策，比较充足的现金储备和较好的财务弹性，一定程度保障了公司对于债务的偿还能力

近几年随着公司服装产业国际品牌项目的投入、锂离子电池材料项目的不断投产以及产能的扩充，银行借款有一定的增加（参见图表13），2004年负债总额增幅较大的原因是服装产业的调整以及锂离子电池材料项目的发展需要大量的资金投入；与此同时，公司历年盈利积累所带来的资本总额虽持续扩张，但获得的权益性资本有限，不能完全满足公司投资扩张的需要。按照公司的投资计划，未来公司还要新增 Ruvam

图表13 2002-2005年9月公司负债变化情况



资料来源：公司历年年报

国际品牌、动力汽车用锂离子电池材料产业化等项目，投资需求仍然较大，将有可能继续增加公司的债务负担。由于公司一直实施稳健的财务政策，虽然负债总额在逐年增加，但公司的财务杠杆水平仍保持在可控状态，财务弹性仍比较大。

就债务结构而言(参见图表14),公司近几年主要以短期借款为主,2004年公司短期银行借款为5.49亿元,占总债务的比重达86.89%,债务期限结构有待改善。从图表14亦可看出近三年公司的货币资金储备量相对比较充足,同时财务弹性较好,一定程度保障了公司对于债务的偿还能力。但是随着近年公司的产业结构调整逐步进行,使得公司短期偿债压力增大。

图表14 2002-2005年9月公司短期偿债指标情况

	2002年	2003年	2004年	2005年9月
货币资金(亿元)	3.86	3.45	3.42	4.00
银行借款总额(亿元)	3.40	3.85	6.32	6.72
流动比率(%)	195.09	180.11	124.22	115.43
速动比率(%)	174.50	163.40	99.16	91.69

数据来源:公司历年年报

同时,与国内同行业其他上市公司相比,杉杉股份目前债务压力尚可(参见图表15),对于债务的保障能力比较好。

图表15 2004年同行业主要公司偿债指标比较表

	宁波杉杉 (600688)	露戈尔 (600177)	凯诺科技 (600398)	红豆股份 (600400)
营业额	1000.74	4155.21	830.14	1009.20
EBIT利息偿付(x)	8.07	11.68	9.65	7.60
净债务/EBITDA(x)	1.46	3.00	净现金	净现金
总债务/资本总额(%)	28.19	48.08	24.64	28.84

数据来源:各上市公司年报

较为稳定的经营性现金流提升了公司的偿债能力,同时也对短期融资券的到期偿还提供了一定的保障

杉杉股份目前的主业服装产品受到季节性影响较大,一般在年中时期为淡季而年底为旺季,加上公司给予经销商一定的信用期限但到年底会加大对于应收账款的催收力度,因此形成其经营性现金流在年底回笼较多,而前三季度的现金流并不十分充裕的现象。同时,杉杉股份锂离子电池材料的经营性现金流在一年中比较平稳,因此其三年来总体经营性现金流⁸保持稳定并逐年上升(见图表16),意味着公司通过自身经营对锂离子电池材料产业的扩张有一定的支撑作用。

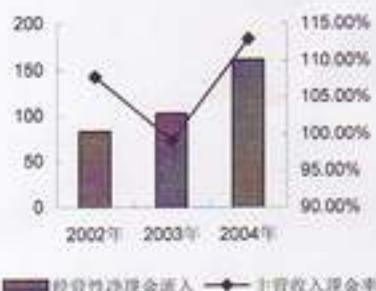
由于公司目前的服装业务以特许经营为主要销售模式,因此大量的存货转嫁给经销商,使公司的存货数量有所减少,相应地降低了存货过多的经营风险;而锂离子电池材料业务随着产量的不断增加,其存货量也逐年增加。2002至2004年存货周转率分别为5.74、5.93、

⁸ 由于服装产品销售的季节性变化使公司年内现金流量呈周期性变化,为了加强可比性,故未将2005年1-9月数据列入其中进行比较。

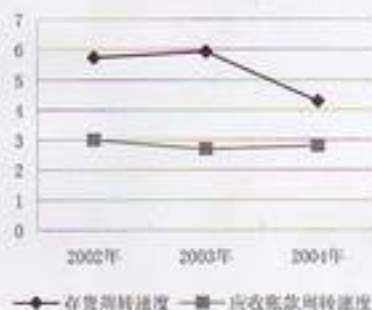
4.30（参见图表 17）。总体而言，年底较强的应收账款催收力度以及较严格的存货控制使杉杉股份保持较好的现金回笼状况，主营收入现金率较高。

图表 16 2002-2004 公司现金流情况

图表 17 2002-2004 年公司资产管理效率情况



数据来源：公司历年年报



数据来源：公司历年年报

◆ 债项分析

本次发行短期融资券的募集资金 5 亿元主要用于补充公司日常经营所需的流动资金，本次融资券发行成功后，将在一定程度上降低公司的运营成本，拓展公司的融资渠道，使公司的财务运作具有更大的灵活性。由于短期融资券的融资成本将远远低于银行借款利率，通过发行短期融资券来补充流动资金，从而减少短期借款需求，将降低公司的融资成本，提高公司的竞争能力。

截至 2005 年 9 月末，公司的资产负债率为 45.38%，财务结构比较合理。同时公司的现金储备较为充裕，货币资金为 4.00 亿元，且前三季度经营性现金净流入比 2004 年同期上升 279.30%，根据公司资金年底大量回笼的特点，预计 2005 末的经营性现金流将在 2004 年末的 1.60 亿元的基础上有所上升，对偿还短期债务形成了较强的支撑。除了自身良好的经营效益对本期短期融资券的偿还提供支持以外，公司具有较好的财务弹性以及较强的外部融资能力。目前该公司在国内 A 股市场上市，并与国内多家银行金融机构保持了良好的合作关系。综上所述，上海远东资信评估有限公司认为杉杉股份具备较好的偿还短期负债的能力。

附录1：主要财务指标定义

营业额 = 报告期主营业务收入；

EBIT = 利润总额 + 利息支出；

总债务 = 年末短期借款余额 + 一年内到期的长期负债余额 + 年末长期借款余额；

净债务 = 总债务 - 年末货币资金余额；

资本总额 = 总债务 + 年末股东权益 + 年末少数股东权益；

毛利率 = (营业额 - 主营业务成本) / 营业额 * 100%；

EBIT 收益率 = EBIT / 营业额 * 100%；

EBIT 利息偿付 = EBIT / (报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息)；

净债务 / EBITDA = 净债务 / (EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额)；

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 * 100%；

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与宁波杉杉股份有限公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析与宁波杉杉股份有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对宁波杉杉股份有限公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售宁波杉杉股份有限公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海远东资信评估有限公司内部信用评级标准和程序作出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有，未经上海远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。

2006年宁波杉杉股份有限公司5亿元短期融资券

跟踪评级安排

根据国际惯例与主管部门的要求,上海远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)在初次评级结束后,将对宁波杉杉股份有限公司(以下简称“杉杉股份”)进行定期和不定期的跟踪评级,持续揭示其信用状况变化。

定期的跟踪评级将于短期融资券发行后半年时进行。届时,杉杉股份需向远东资信提供最新的财务报告及相关资料。远东资信将根据其信用状况的变化对杉杉股份进行电话访谈或实地调查并据此综合分析,决定是否调整其信用等级,并在收到相关资料后一个月内出具跟踪评级报告,并按照监管部门要求进行信息披露。

不定期的跟踪评级是指远东资信在本期短期融资券存续期内,将持续关注杉杉股份的经营情况及相关信息,对公司的风险程度和偿还能力进行全面的跟踪监测。如发现杉杉股份发生影响短期融资券信用等级的重大事项,远东资信将要求杉杉股份提供相关资料并就该事项进行电话访谈或实地调查,及时对该事项进行分析,据实确认或调整信用级别,并按照主管部门的要求进行信息披露。杉杉股份在发生上述重大事项时,应及时通知远东资信并详细说明情况,提供相关资料,配合远东资信进行跟踪评级工作。

如杉杉股份未能及时提供上述资料,远东资信将根据收集的公开材料进行分析,并据此调整信用等级。必要时,远东资信可宣布信用等级暂时失效直至杉杉股份提供上述资料。

每期跟踪评级结束后,远东资信会将跟踪评级结果通知杉杉股份,并按要求报送监管部门和交易机构等。

上海远东资信评估有限公司

二〇〇六年一月二十日

资信评估机构承诺书

本机构及经办评级人员承诺本次出具的《2006年宁波杉杉股份有限公司5亿元短期融资券评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性、完整性承担相应的法律责任。

本机构及经办评级人员已对宁波杉杉股份有限公司本次发行短期融资券的申请文件中所引用的短期融资券信用评级报告的有关内容进行了核查，确认不存在虚假、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性和完整性承担相应的法律责任。

特此承诺

经办评估师（签字）：



单位负责人（签字）：



上海远东资信评估有限公司（盖章）

二〇〇六年一月三十日



企业法人营业执照

(副 本)

注册号 3101031000060

上海远东资信评估有限公司

名 称

上海市卢湾区淮海中路622弄7号

住 所

左学金

人民币叁仟万元

有限责任公司(国内合资)

法定代表人
注册类型
经营范围

评估各类有价证券、企业资产、企业资信等级、其他与主营业务有关的咨询、培训、经济信息服务。(涉及许可经营的凭许可证经营)

说 明

- 1.《企业法人营业执照》是企业取得企业法人资格和合法经营的凭证。
- 2.《企业法人营业执照》分正本和副本，正本和副本具有同等法律效力。营业执照正本摆放在企业法人住所醒目位置。企业法人可根据业务需要，向登记机关申请领取若干副本。
- 3.营业执照不得伪造、涂改、出租、出借、转让。除登记机关外，其他任何单位和个人均不得扣留、收缴和吊销。
- 4.企业法人应在核准登记的经营范围内从事经营活动。
- 5.企业法人登记事项发生变更时，应向登记机关申请变更登记。
- 6.每年一月一日起至三月三十日，登记机关对企业法人进行年度检验。
- 7.营业执照遗失时，应向登记机关声明，副本、营业执照遗失或灭失的，即自行失效。

企 业 法 人 年 检 情 况

--	--	--	--

证照编号:023H000601200511040002

企业标号:90300004011588021500022

执照有效期:2005年1月1日至2006年12月31日 2018年08月14日

登记机关

二〇〇五年十一月十四日

日



营业期限 自 一九八八年二月十五至 二〇〇八年八月十四日
成立日期 一九八八年二月十五

中国人民银行文件

银发(1997)547号

关于中国诚信证券评估有限公司等机构 从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行，深圳经济特区分行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司、深圳市资信评估公司、云南资信评估事务所、长城资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级

资格的机构外，其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前，必须经人民银行总行认可的企业债券信用评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的评级机构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展工作。

四、总行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知，请严格遵照执行。



主题词：金融市场管理 企业债券 信用评级 通知

抄 送：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司
内保及总、办公室、重信行司、稽核局、统计局、条法司

打 字：刘 晶 校 对：尹学斌 编余勇
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发

1997年12月22日

中国保险监督管理委员会文件

保监发〔2003〕92号

关于增加认可企业债券 信用评级公司的通知

各保险公司：

根据《保险公司投资企业债券管理暂行办法》（保监发〔2003〕74号）第二条的有关规定，经研究决定，增加联合资信评估有限公司、上海远东资信评估有限公司为保监会认可的信用评级机构，保险公司可以买卖经上述两家公司评级在AA级以上的企业债券。

特此通知。



二〇〇三年七月十六日