

跟踪评级公告

联合[2018]860号

宁波杉杉股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

宁波杉杉股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

宁波杉杉股份有限公司公开发行的“13 杉杉债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

宁波杉杉股份有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
13 杉杉债	7.5 亿元	5 年	AA	AA	2017 年 6 月 16 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 14 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	145.86	220.73	244.96
所有者权益 (亿元)	86.44	111.30	120.43
长期债务 (亿元)	9.71	16.98	19.32
全部债务 (亿元)	33.93	64.23	71.52
营业收入 (亿元)	54.75	82.71	18.14
净利润 (亿元)	3.98	10.10	1.80
EBITDA (亿元)	7.86	17.45	--
经营性净现金流 (亿元)	-5.78	-3.81	-4.24
营业利润率 (%)	24.32	24.67	25.76
净资产收益率 (%)	5.74	10.21	1.56
资产负债率 (%)	40.74	49.58	50.84
全部债务资本化比率 (%)	28.19	36.59	37.26
流动比率 (倍)	1.79	1.34	1.31
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.23	0.27	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.39	7.57	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.05	2.33	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；2、融资租赁款中已调入长期债务；3、公司 2018 年一季度报表未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，宁波杉杉股份有限公司（以下简称“公司”或“杉杉股份”）作为国内大型的锂电池材料供应商，在锂离子电池材料行业内地位突出。此外，公司积极向下游新能源汽车及光伏电站产业链延伸，主营业务收入规模快速增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到锂电池材料原材料价格近年来大幅波动、锂电池负极材料及电解液产能利用率下降且处于较低水平、新能源汽车补贴逐渐退坡、公司盈利对投资收益存在一定依赖、收入实现质量下降、经营性现金流净额持续净流出、债务负担有所加重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2017 年 7 月，公司认购洛阳栾川钼业集团股份有限公司（以下简称“洛阳钼业”）非公开发行的股票并为之签订原材料采购及开发相关的《战略合作框架协议》，有利于公司锂电池材料产业链的纵向延伸，争取上游资源端主动权，提升产业竞争力，随着未来公司营业规模的进一步扩大，公司整体竞争力有望继续增强。

综上，联合评级维持杉杉股份的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“13 杉杉债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2017 年，公司作为国内大型的锂电池材料供应商，行业地位突出，产能进一步扩大，技术优势显著，公司营业收入及净利润较上年大幅增长。

2. 2017 年，公司认购洛阳钼业非公开发行的股票并为之签订原材料采购及开发相关的《战略合作框架协议》，有利于公司锂电池材料产业链的在资源端的延伸，提升产

业竞争力。

3. 公司对宁波银行股份有限公司和浙江稠州商业银行股份有限公司的股权投资在2017年继续给公司带来了丰厚的投资回报。

关注

1. 2017年，锂电池正极及负极材料面临上游原材料价格上涨压力，公司存在一定成本管控风险；电解液业务由于原材料价格下跌而产生库存减值，且销量不达预期而出现亏损；公司负极材料及电解液产品产能利用率下降明显，且处于较低水平。2017年公司新增产能较大，如果未来市场需求不及预期，可能会出现固定成本大幅增加，毛利率下降的风险。

2. 新能源汽车行业的发展受国家和地方政策的影响巨大，对于新能源汽车车辆补贴、税收、车辆通行等方面的政策调整，将给公司业务带来较大影响。2017年公司在新能源汽车领域仍处于亏损状态，未来发展及未来投资回报具有一定不确定性。

3. 公司盈利来源中投资收益占比较大；考虑到公司可供出售金融资产的公允价值存在较大的波动性，公司未来投资收益存在一定不确定性。

4. 公司收入实现质量下降，经营性现金流净额持续净流出，债务负担有所加重，债务结构有待优化。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

戴非易

电话：010-85172818

邮箱：daify@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

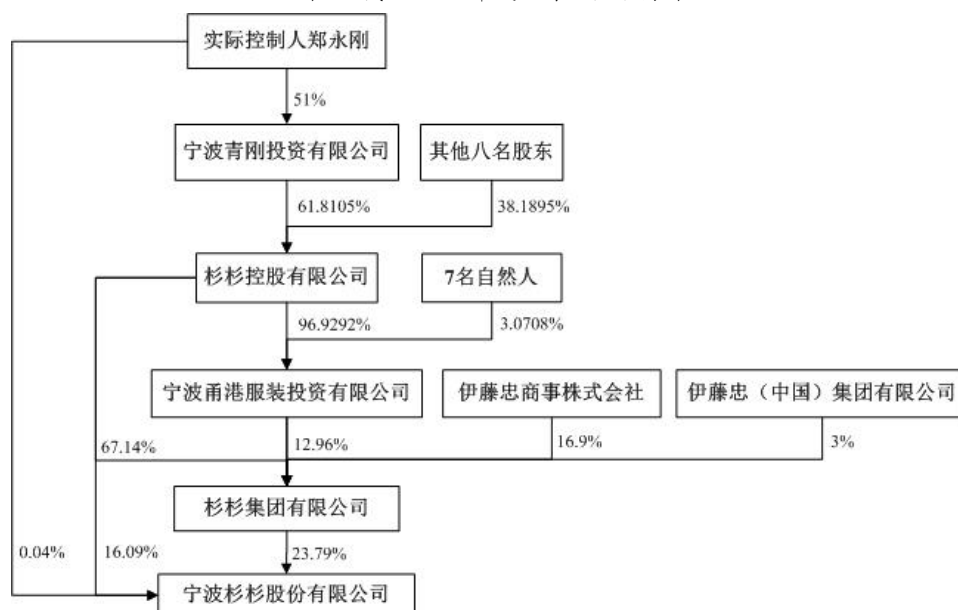
一、主体概况

宁波杉杉股份有限公司（以下简称“公司”或“杉杉股份”）的前身是鄞县纺织服装厂，成立于 1980 年，1985 年更名为宁波甬港服装总厂，1992 年经宁波市经济体制改革办公室批准（甬体改[1992]27 号），组建设立宁波杉杉股份有限公司。经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）[1995]208 号文批准，公司于 1996 年 1 月在上海证券交易所上市（股票简称：杉杉股份，股票代码：600884.SH）。

2016 年 2 月，公司实施完毕非公开发行股票事宜，实施完成后，公司总股本由 41,085.82 万股变更为 56,138.25 万股，其中，杉杉控股有限公司（以下简称“杉杉控股”）直接持有公司股票 9,031.45 万股，占比 16.09%；郑永刚先生直接持有本公司股票 22.60 万股，占比下降为 0.04%，杉杉集团有限公司（以下简称“杉杉集团”）直接持有公司股票 13,353.70 万股，占比下降为 23.79%。

2016 年 6 月，公司以资本公积（股本溢价）向全体股东每 10 股转增 8 股，以盈余公积向全体股东每 10 股转增 2 股；截至 2017 年底，公司总股本 112,276.50 万股，杉杉集团持有公司股份 26,707.40 万股，占比 23.79%，为公司控股股东。郑永刚先生直接持有公司股份 45.19 万股，占比 0.04%，并通过宁波青刚投资有限公司、杉杉控股和宁波甬港服装投资有限公司间接控制公司，公司实际控制人为郑永刚先生。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

2017 年，公司经营范围与组织结构无变化；截至 2017 年底，公司合并范围内拥有子公司 141 家；合并范围内员工合计 4,433 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 220.73 亿元，负债合计 109.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 111.30 亿元，其中归属于母公司所有者权益 104.33 亿元。2017 年，公司实现营业收入 82.71 亿元，净利润（含少数股东损益）10.10 亿元，其中归属于母公司净利润 8.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.81 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.54 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 244.96 亿元，负债合计 124.53 亿元，所有者权益

（含少数股东权益）合计 120.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益 113.00 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.14 亿元，净利润（含少数股东损益）1.80 亿元，其中归属于母公司净利润 1.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.65 亿元。

公司注册地址：宁波市鄞州区首南街道日丽中路 777 号（杉杉大厦）801 室；法定代表人：庄巍。

二、债券概况

经中国证监会许可[2013]1203 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 8.00 亿元（含 8.00 亿元）的公司债券，于 2014 年 3 月 11 日结束发行认购，实际发行规模为 7.50 亿元，发行利率为 7.50%，期限为 5 年（附第 3 年底发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权），按年付息，付息期为 2014 年 3 月 7 日至 2019 年 3 月 7 日，到期一次还本；并于 2014 年 3 月 26 日在上海证券交易所挂牌上市，债券简称为“13 杉杉债”，债券代码为“122285.SH”。

“13 杉杉债”已进入回售期，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“13 杉杉债”债券回售申报的统计，2017 年 3 月 7 日为本次回售申报的资金发放日，此次回售有效申报数量为 0 手，回售金额为 0 元。同时公司决定不上调“13 杉杉债”票面利率，即维持 7.50%。公司已于 2018 年 3 月 7 日支付 2017 年 3 月 7 日至 2018 年 3 月 6 日期间利息。

该债券实际募集资金净额 74,334.50 万元，用于补充流动资金和偿还银行借款，募集资金已全部按照募集说明书中披露的用途使用完毕。

三、行业分析

锂电池原材料主要由正极材料、负极材料、电解液、隔膜四大部分组成，由于公司产品主要覆盖锂离子电池正极材料、负极材料及电解液产品，属于锂电池行业中的中游材料端。

2017 年，我国的经济结构调整与转型升级正在不断深入，与锂电池相关的汽车、通讯、电动自行车、智能手机、新能源应用和信息产品等消费增长较快，带动锂电池材料市场快速增长。根据亚化咨询的统计，2017 年中国锂离子电池产量约为 88.7GWh，同比上升 29.3%；根据高工锂电数据，2017 年中国正极材料产量 20.8 万吨，同比上升 30%；中国正极材料总产值 417 亿元，同比上升 95%。2017 年负极材料产量 14.6 万吨，同比上升 23.7%；2017 年中国负极材料市场产值同比上升 28.5%，达 83 亿元。2017 年中国电解液产量 11 万吨，同比上升 23.3%；2017 年国内电解液产值为 63.6 亿元，同比上升 3.9%，相比其他电池材料，2017 年电解液市场较为低迷。中国三大材料国产化率不断提升，正极国产化率达到 92%，负极材料、电解液的国产化率超过 98%，只有少量依靠进口。从价格来看，截至 2017 年底，三元 523 正极材料价格为 21.25 万元/吨，较年初上升 41.67%；磷酸铁锂正极材料价格为 8.50 万元/吨，较年初下降 15.00%；负极材料人造石墨价格（310~320mAh/g）为 2.75 万元/吨，较年初上升 37.50%；三元圆柱（2.2Ah）电解液价格为 6.70 万元/吨，较年初变化不大；磷酸铁锂电解液价格为 4.90 万元/吨，较年初下降 41.32%。

从上游原材料来看，2017 年锂电池正极材料消耗碳酸锂约 11 万吨，同比上升 52.14%，随着中下游需求量的高速发展，上游资源环节则正面临偏紧的供需格局，加上上游资源开采条件复

杂、扩产周期长等因素，供需将持续偏紧，2017 年锂离子电池的关键原料锂、钴已经出现较大幅度的上涨；供给侧改革导致负极材料原材料焦类产品价格大幅上涨，使得此前盈利能力较为稳定的负极材料在 2017 年受到一定影响，虽然产品价格有所上涨但是利润水平不升反降；电解液核心原材料六氟磷酸锂价格在经历了 2016 年的非理性上涨后 2017 年价格出现了大幅下跌，截至 2017 年底，六氟磷酸锂价格为 16 万元/吨，较年初下降 59.49%。

从下游需求来看，锂离子电池的下游应用主要有动力电池、3C 电池和储能电池。受益于新能源汽车产业的快速发展，以电动汽车为代表的电动交通用锂离子电池呈现快速增长趋势。2017 年，国内新能源汽车产量达到 79.4 万辆，销量 77.7 万辆，同比分别增长 53.6%和 53.3%，国内动力电池的装机量约 33.55GWh，已成为锂电池的最大需求端。3C 电池已逐渐进入成熟期，消费类电子产品增速已逐渐趋缓，锂离子电池需求增长的主要动力来自于产品单位用电量的增加，该领域的市场增长空间有限。综上，随着未来几年国内的电动汽车销量的大规模增长，根据真锂研究的预测，至 2020 年，全球锂电电子电池市场需求将达到 20,036 万 KWh，年复合增长率将达到 20%。根据高工产研锂电研究所(GGII)数据显示，2017 年锂电储能市场产量约 3.5GWh，同比上升 13%，目前储能电池市场还处于孕育期，规模较小，但空间巨大，据中关村储能产业技术联盟发布的《储能产业研究白皮书 2016》预测，到 2020 年，理想情景下我国储能的总装机规模将达 24.2GW，常规情景下总装机规模将达 14.5GW（两种情景均不含抽水蓄能）。未来随着技术成熟和政策开放，储能市场也将成为拉动锂电池消费的另一极。

政策方面，2016 年 12 月，财政部、科技部、工业和信息化部及发展改革委发布了《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（补贴新政于 2017 年 1 月开始实施），新补贴标准分别对客车、乘用车及物流车动力电池能量密度出台更加细致化要求。新能源补贴政策落地，补贴政策更多奖励高能量密度电池，高镍替代低镍趋势明显，利好三元材料及燃料（氢能源为主）电池汽车。2017 年四部委发布的《促进汽车动力电池产业发展行动方案》指出到 2020 年，动力电池比能量超过 300Wh/kg，系统比能量力争达到 260Wh/kg，使用环境达-30℃到 55℃，可具备 3C 充电能力；到 2025 年，新体系动力电池技术取得突破性进展，单体比能量达 500Wh/kg；此外，还要求到 2020 年，动力电池行业总产能超过 1,000 亿 Wh，形成产销规模在 400 亿 Wh 以上的国际巨头。整体看，2017 年补贴退坡使得降成本压力沿着产业链逐渐向上游环节传导，锂电池材料所需技术要求或普遍提高，有技术及市场先发优势的行业龙头企业将具有更强的抗风险能力，行业集中度有望进一步提升。

总体看，新能源汽车产业的快速发展，带动电动交通用锂离子电池快速发展，储能电池发展潜力巨大，补贴政策的变化将使得有规模优势、技术优势及市场先发优势的行业龙头企业获得更强的市场竞争能力。

四、管理分析

2018 年 5 月，钱程先生因工作原因申请辞去公司董事会秘书职务，公司聘任陈鹏宇先生为公司副总经理并代行董事会秘书职责。

截至 2018 年 3 月底，公司董事、监事及高级管理人员未发生重大变动。

总体看，经营团队及核心技术团队较为稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司主营业务收入主要来源于锂电池材料、服装、能源管理和新能源车四大业务，主营业务收入占当期营业收入的比重为 99.30%，占比突出。2017 年，在锂电池材料业务销售业绩大幅提升的带动下，公司实现主营业务收入 82.12 亿元，同比上升 51.00%；净利润 10.10 亿元，同比上升 153.77%，主要系在公司销售规模扩大的同时，2017 年公司出售宁波银行股份有限公司（以下简称“宁波银行”）部分股权获得投资收益 4.66 亿元，对公司利润贡献较大所致。

从收入结构上看，2017 年，公司锂电池材料业务实现收入 60.36 亿元，同比上升 47.37%，主要系正极材料业务经营业绩增长较多所致，占主营业务收入的比重较上年变化不大；服装业务实现收入 6.66 亿元，同比上升 27.23%，主要系线下店铺增加带动销售额增长所致，占主营业务收入的比重较上年变化不大；公司新能源汽车业务实现收入 5.45 亿元，同比上升 476.64%，主要 2017 年公司新能源车出货量增加所致，占主营业务收入的比重为 6.64%，较上年上升 4.90 个百分点；能源管理业务实现收入 8.49 亿元，同比上升 39.21%，主要系光伏业务组件销量大幅增加及光伏电站投运产生效益所致，占主营业务收入的比重较上年变化不大。公司主营业务其他板块主要为融资租赁业务和商业保理业务等，占比较小，对公司收入影响不大。

从毛利率来看，2017 年，公司锂电池材料业务毛利率 24.80%，较上年变化较小；服装业务毛利率 47.96%，较上年上升 3.05 个百分点；新能源车业务毛利率 7.17%，较上年下降 2.01 个百分点，主要系行业政策波动以及公司产业试点布局，前期资产投入大所致；能源管理毛利率为 15.89%，较上年变化不大；受上述因素综合影响，公司主营业务综合毛利率为 25.23%，较上年变化不大。

表 1 2016~2017 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
锂电池材料	409,594.66	75.31	23.01	603,613.94	73.50	24.80
服装	52,373.82	9.63	44.91	66,635.63	8.11	47.96
新能源车	9,452.31	1.74	9.18	54,506.06	6.64	7.17
能源管理	60,984.04	11.21	15.71	84,896.70	10.34	15.89
其他（含创投、类金融）	11,449.92	2.11	--	11,579.41	1.41	--
合计	543,854.74	100.00	24.79	821,231.74	100.00	25.23

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.14 亿元，同比上升 17.94%；净利润 1.80 亿元，同比上升 73.49%，主要系公司锂电池材料正负极业务经营业绩同比增长，同时新能源汽车业务经营业绩同比减亏所致。

总体来看，2017 年，在锂电池材料业绩大幅增长的带动下，公司营业收入规模大幅扩大；公司主营业务综合毛利率保持稳定。

2. 锂电池业务

公司作为目前我国最大的锂离子电池材料综合供应商之一，已形成相对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。在中国锂电池产业链年度竞争力品

牌榜单上，公司正极材料连续四年位列第一、负极材料 2017 年首夺榜单第一、电解液 2017 年位居榜单第四。2017 年，公司锂电池业务经营模式未发生重大变化。

（1）技术研发

研发方面，截至 2017 年底，子公司湖南杉杉能源科技股份有限公司（以下简称“杉杉能源”）共有授权专利 52 项，其中 22 项发明专利，30 项实用新型；负极公司¹共有授权专利 55 项，其中 55 项发明专利；电解液公司²共有授权专利 34 项，其中 16 项发明专利，18 项实用新型。

公司行业技术优势显著，新产品性能不断提升，2016 年，杉杉能源荣获国家认定企业技术中心，并于 2017 年成立了大技术中心。正极材料方面，公司新研发包括 4.5V 高电压钴酸锂产品、622、811、NCA 等高镍三元产品，应用于高端 3C 产品和电动汽车。负极方面，公司新研发出包括高能量密度低膨胀人造石墨、高功率兼顾高能量密度石墨负极和满足乘用车动力电池 300wh/kg 性能要求的硅合金负极材料。电解液方面，公司主要开发了高镍硅碳电解液、高电位三元数码电解液、高电位混合阴极电解液、高电压高容量数码电解液、高镍圆柱动力电解液、高能量密度电动工具电解液等新产品。

总体看，公司锂电池材料业务技术优势明显，2017 年在正极、负极材料及电解液上均取得一定技术突破。

（2）原材料采购

锂电池材料总成本以原材料成本和制造费用为主；2017 年，公司锂电池材料业务原材料成本合计 36.35 亿元，同比上升 48.58%，主要系正极及负极材料产品产量增长且原材料价格增长所致，占锂电池材料总成本 80.09%；制造费用总额 8.28 亿元，占锂电池材料总成本的 18.23%，占比情况较上年变化不大。

锂电池材料业务主要原材料为碳酸锂、六氟磷酸锂、四氧化三钴、三元前驱体、石油焦等，从公司主要原材料价格变化来看，2017 年正极的原材料碳酸锂价格出现较大幅度的上涨。此外，2017 年钴金属价格快速上涨，国内钴金属现货价格从 2017 年年初的 27 万元/吨上涨至 60 万元/吨以上，但由于公司主要钴酸锂产品主要对应下游智能手机这类小型消费类产品，因此成本方面并不敏感；2017 年，伴随原材料针状焦、石油焦价格的上涨以及石墨化加工费的上调，负极材料价格自 2017 年三季度开始反弹，全年价格呈现前低后高走势；电解液核心原材料六氟磷酸锂价格在经历了 2016 年的非理性上涨后 2017 年价格出现了大幅下跌。从历史价格走势来看，电池原材料的价格波动较大，增加了公司采购成本环节的控制难度。

从供应商集中度来看，2017 年，公司锂电池材料业务前 5 名原材料供应商的采购金额合计 18.05 亿元，占当期采购总额的比重为 31.62%，较上年上升 15.03 个百分点，主要系本期正极材料原材料采购价格大幅上涨使得前五位供应商中相关采购金额大幅提升所致，采购集中度一般。

表2 2017年公司锂电池材料业务前五大供应商（单位：万元，%）

供应商名称	2017年	占比
第一名	53,213.06	9.32
第二名	38,689.75	6.78
第三名	36,131.07	6.33
第四名	28,996.03	5.08

¹ 宁波杉杉新材料科技有限公司、上海杉杉科技有限公司、郴州杉杉新材料有限公司、福建杉杉科技有限公司、湖州创亚动力电池材料有限公司等经营负极材料业务的子公司合称。

² 东莞市杉杉电池材料有限公司、廊坊杉杉电池材料有限公司、杉杉新材料（衢州）有限公司等经营电解液业务的子公司合称。

第五名	23,496.64	4.11
合计	180,526.55	31.62

资料来源：公司年报

总体看，2017 年，公司锂电池业务中正负极原材料价格上涨幅度较大，电解液原材料大幅下跌，原材料供应商集中度较上年有所提升。

(3) 生产销售

从产能来看，公司 2017 年锂电池材料正极、负极及电解液产品产能均有所提高，分别为 4.30 万吨、6.00 万吨和 3.00 万吨，较上年分别增长 30.30%、114.29%和 100.00%，主要系 2017 年公司正极、负极材料和电解液新产线的陆续投试产，产能得到释放所致。

从产量来看，2017 年锂电池正极产量为 2.22 万吨，同比上升 32.14%，主要系公司业务规模扩大所致；负极材料产量为 3.23 万吨，同比上升 37.23%，主要系公司业务规模扩大所致；电解液产品产量为 0.68 万吨，同比上升 0.15%，较上年变化不大。从产能利用率来看，2017 年，正极材料产能利用率为 51.53%，较上年变化不大；负极材料产能利用率为 53.79%，较上年下降 30.21 个百分点，主要系 2017 年因新增产能较大同时原料端供应紧张而有所下降；电解液产能利用率为 22.82%，较上年下降 22.76 个百分点，主要系 2017 年新增较多产能，同时市场竞争激烈，行业产能过剩导致。

从销量来看，2017 年，正极材料销量为 2.14 万吨，同比上升 19.42%，主要系杉杉能源销售规模扩大、开拓部分海外客户及高端新产品所致；负极材料销量为 3.09 万吨，同比上升 36.75%，主要系公司加大市场开发力度所致；电解液销量为 6,416 吨，同比下降 11.40%，主要系 2017 年一季度受新能源汽车补贴政策的影响，销量不及预计所致。从产销率来看，公司锂电电子各材料产销率均较上年有所下降，但整体产销率保持在较高水平。

表 3 2016~2017 年公司锂电电子电池材料产品生产与销售情况（单位：万吨，%）

项目	2016年					2017年				
	产能	产量	销量	产能利用率	产销率	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
正极	3.30	1.68	1.80	50.82	107.10	4.30	2.22	2.14	51.53	96.79
负极	2.80	2.35	2.26	84.00	96.11	6.00	3.23	3.09	53.79	95.78
电解液	1.50	0.68	0.72	45.58	105.91	3.00	0.68	0.64	22.82	93.71
合计	7.60	4.71	4.78	--	--	13.30	6.13	5.88	--	--

资料来源：公司年报

注：上表中 2017 年产能年末产能，因部分新增产线是年末达到投试产条件，因此有效产能与年末产能差异较大。

从客户集中度来看，2017 年，公司锂电池业务前 5 名客户销售额合计 23.18 亿元，同比上升 60.24%，占当期销售总额的比重为 38.41%，较上年变化不大，最大客户销售占比为 22.40%，公司销售集中度一般，但对于单一客户存在一定依赖。

表 4 2017 年公司锂电池材料业务前五大客户（单位：万元，%）

客户名称	2017 年	占比
第一名	135,200.30	22.40
第二名	31,804.39	5.27
第三名	30,516.01	5.06
第四名	17,527.04	2.90
第五名	16,800.60	2.78
合计	231,848.34	38.41

资料来源：公司年报

从锂电池业务产品盈利情况来看，2017 年，正极公司杉杉能源采取积极稳健的经营策略，实现主营业务收入 425,966.26 万元，同比增长 70.15%，归属于上市公司股东的净利润 48,726.67 万元，同比增长 179.54%，主要系销售规模扩大、市场价格增长、高端产品扩量、成本管控等因素，使得正极公司盈利能力提升；公司负极材料业务稳定增长，主营业务收入 148,223.49 万元，同比增长 26.34%，实现归属于上市公司股东的净利润 10,060.93 万元，同比增长 3.76%。净利润的增长率低于销售量的增长率，主要系 2017 年负极材料价格同比下滑，同时受原材料价格和石墨化加工费的上涨，毛利率下降，压缩了盈利空间所致；公司电解液业务主营业务收入 29,424.18 万元，同比下降 29.83%，归属于上市公司股东的净利润-2,188.00 万元。公司电解液业务亏损的原因除受销量下降影响外，还因 2017 年电解液原材料六氟磷酸锂价格下跌致使公司高价六氟磷酸锂库存减值，以及子公司廊坊杉杉电池材料有限公司生产经营情况不佳等。

总体看，2017 年公司锂电池正极负极材料产销量均保持较快增长，但随着公司产能规模的扩大，锂电池材料各产品 2017 年产能利用率下降明显，均处于较低水平，同时电解液业务由于原材料库存减值且销量不达预期而出现亏损。

3. 其他非锂电池业务

(1) 服装品牌业务

公司以控股子公司杉杉品牌运营股份有限公司（以下简称“杉杉品牌公司”）为运营平台开展服装品牌运营业务。2017 年，公司旗下包括四个品牌：FIRS、SHANSHAN、MARCO AZZALI 及 LUBIAM。2017 年，服装业务实现主营业务收入 6.66 亿元，同比上升 27.23%，归属于上市公司股东的净利润 0.49 亿元，同比上升 36.16%。2017 年，公司服装业务经营模式未发生重大变化。

公司于 2016 年启动杉杉品牌公司 H 股分拆上市，并于 2016 年 10 月 25 日获得中国证监会出具的《关于核准杉杉品牌运营股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可[2016]2414 号，以下简称“批复”），有效期 12 个月。鉴于批复有效期已到期，杉杉品牌公司就发行境外上市外资股事宜向中国证监会再次提出申请。2018 年 5 月 9 日，公司收到中国证监会《关于核准杉杉品牌发行境外上市外资股的批复》（证监许可[2018]782 号），核准杉杉品牌发行不超过 42,857,000 股境外上市外资股，每股面值人民币 1 元，全部为普通股，完成本次发行后，杉杉品牌可到香港联合交易所有限公司主板上市。本次境外上市外资股发行上市尚需取得香港联合交易所有限公司的最终批准。

2017 年，公司服装产品生产量 556.40 万件，同比上升 30.48%，销售量 451.00 万件，同比上升 45.75%，主要系 2017 年公司销售门店增加所致，同期公司存货量为 347.50 万件，同比上升 43.54%。

鉴于 MARCO AZZALI 及 LUBIAM 品牌产品的销售表现下降，为专注发展两个核心主要品牌（FIRS 及 SHANSHAN 品牌），杉杉品牌公司与独立第三方就收购 MARCO AZZALI 业务事宜进行了洽谈，达成转让意向后，签署了相关股权转让协议，并于期后完成股权转让。同时，目前杉杉品牌公司也正在寻找合适买家收购 LUBIAM 业务。

总体看，2017 年，公司服装业务产销规模有所扩大，但总体存货量有所增加，存在一定去库存压力；公司出售非核心品牌 MARCO AZZALI 及 LUBIAM 将有利于服装业务优化品牌组合，提高公司经营效率。

（2）新能源汽车

2017 年，公司对新能源汽车业务进行了重点布局与落实，逐步开展电池系统集成、新能源整车设计与研发、充电桩建设与新能源汽车运营服务。

电池系统集成方面，子公司宁波利维能储能系统有限公司主要经营动力电池 PACK 业务，2017 年，公司实现动力电池 PACK 销售约 1,500 套，主要客户包括福汽新龙马、江铃集团、电咖汽车等；子公司上海展泉新能源科技有限公司主要经营 LIC 模组及集成业务，应用领域包括智能装备、轨道交通、移动医疗、调频储能、节能应用等，2017 年新建全国首条半自动 LIC 模组生产线，年产能约 19 万只模组；其产品已经在 AGV(自动导引运输车)、移动医疗、轨道交通实现批量销售，终端客户包括天津三星、上海奕瑞、铜陵松宝、青岛四方等。

充电桩建设与新能源汽车运营方面，2017 年，公司在全国 33 个城市设置充电桩，并确立了城市级快速充电站的业务模式；在共享汽车分时租赁方面，2017 年公司重点布局了基于新能源汽车租赁信息服务的移动互联网技术平台的分时租赁业务，目前“驾呗”分时租赁已入驻广州、深圳、上海、长沙等 7 个城市，单车日均出租率 25%，在华南广州市场排名第一。公司分时租赁业务在 2017 年启动并完成了 Pre-A 轮融资，新投资者增资入股后，公司控股子公司宁波杉鹏投资有限公司持有分时租赁业务实施主体广州云杉智行新能源汽车有限公司（以下简称“云杉智行”）的持股比例降至 42.5%，云杉智行不再纳入公司合并范围。

整车设计与研发方面，2017 年，子公司宁波杉杉汽车有限公司取得了新能源专用车生产资质，自主研发的 1.5 吨纯电动物流车型、0.5 吨纯电动物流车型等进入工信部公告，并进入新能源汽车推广目录；子公司内蒙古青杉汽车有限公司完成 11 款新能源客车的设计与研发工作，其中，纯电动城市客车 8 款，插电式混动客车 3 款。2017 年，公司新能源汽车销量 343 辆，同比上升 339.74%，主要系获得包头市新能源公交车订单所致。

2017 年，新能源汽车业务实现主营业务收入 54,506.06 万元，同比上升 476.64%，主要系本期新能源客车销售增长所致；2017 年，归属于上市公司股东的净利润-18,045.77 万元，主要系行业补贴政策波动、市场环境变化，以及产业培育初期投入较大所致。

在技术方面，截至 2017 年底，新能源汽车相关产业公司共申请专利 154 项，已授权 67 项。其中，电池系统集成板块申请专利 93 项，已授权 44 项；整车设计与研发板块申请专利 18 项，已授权 9 项；充电桩及新能源车运营板块申请专利 32 项，已授权 14 项。

总体看，2017 年，公司新能源汽车技术开发和业务布局取得了一定的进展，新能源汽车销量有较大提升，但受行业补贴政策波动、市场环境变化，以及产业培育初期投入较大等因素影响，新能源汽车业务仍然处于亏损状态。

（3）能源管理服务业务

公司定位于锂电储能系统的“制造+运营”，开发并生产锂电储能系统。根据市场具体情况，采用直接销售给终端客户或自持运营的方式，为客户提供系统的解决方案。终端客户主要为高耗电，有节能、降需等需求的大型工商业企业。公司在提供储能服务的同时，为用户配套适当的光伏发电项目，实现相较储能更低的能耗成本。此部分主要经营主体为子公司宁波尤利卡太阳能科技发展有限公司（以下简称“尤利卡”），其主要业务包括电池片生产、太阳能组件生产及销售，太阳能光伏电站的投资与运营。

2017 年，公司能源管理服务业务实现主营业务收入 84,896.70 万元，同比上升 39.21%，主要系公司光伏业务组件销量大幅增加及光伏电站投运产生效益所致；归属于上市公司股东的净利润 3,124.66 万元，同比下降 15.69%，主要系公司储能业务处于项目建设期，尚未形成有效收益所

致。

在光伏（太阳能）组件方面，公司自产电池片和太阳能组件，电池片为配套组件生产自用，公司新建组件自动流水线一条，目前公司拥有电池组件产能 370MW/年，2017 年光伏业务组件生产量为 352MW，同比上升 113.33%，电池组件产能利用率维持较高水平；销售量为 345MW，同比上升 71.64%，主要系受益于补贴政策改革，下游电站集中装机致使组件销量增长，公司组件产量随销量增长而增长所致。此外，2017 年，尤利卡参与中标 2 个光伏小康集中式的电池组件销售订单，项目已经于 2018 年动工。

在投资建设并运营分布式光伏电站方面，2017 年，公司总计开发项目近 150MW。截至 2017 年底，公司已累计并网发电项目 31 个，总装机容量 109.48MW，项目主要分布于浙江省内各地。2017 年公司实现光伏发电量及售电量均为 3,199.72 万千瓦时，实现收入 0.26 亿元。目前公司在建的 7 个分布式电站项目，总装机容量为 40MW，资金来源为自筹与对外融资，2017 年公司已投入金额为 3,731.02 万元，目前项目均处于施工当中，主要由公司外包给有相关建设资质的光伏 EPC 单位承建。

根据《国家发展改革委关于 2018 年光伏发电项目价格政策的通知》（发改价格规[2017]2196 号）规定，对于公司“自发自用、余量上网”模式的分布式光伏发电项目来说，国家补贴由每千瓦时 0.42 元下降至 0.37 元，下降了每千瓦时 0.05 元；对于公司“全额上网”模式的分布式光伏发电项目来说，上网电价由每千瓦时 0.85 元降至了 0.75 元，下降了每千瓦时 0.1 元。未来公司将通过采取优化项目设计方案、控制项目投资成本、在控制风险的情况下选择最优的并网模式等应对措施来保证项目的收益水平。

在储能业务方面，公司推进“削峰填谷”储能业务，通过为用户制定最优化的能源管理解决方案，实现了北京中裕世纪酒店商业储能项目、金坛沃德丰工业储能项目、无锡利特尔工业储能项目等多个项目的落地。同时，在退役动力电池的梯级利用方面，公司成功进入中国铁塔梯级电池应用通信基站第一批合格供应商目录。

总体看，2017 年，公司光伏组件产销量大幅增长，光伏电站并网规模大幅扩大，在建项目有序发展，储能业务上亦取得一定突破，但需要关注政策变化对于公司光伏产业的影响。

（4）投资业务

公司投资业务包括金融股权投资及类金融业务。

目前公司金融股权投资主要为宁波银行和浙江稠州商业银行股份有限公司（以下简称“稠州银行”）。截至 2017 年底，公司持有其他公司股权情况，如下表：

表 5 截至 2017 年底公司持有的其他上市、非上市公司股权情况（单位：万元，%）

公司简称	最初投资成本	持股比例	期末账面价值	2017 年损益	报告期所有者权益变动	会计核算科目
宁波银行	12,899.40	3.35	302,346.08	40,280.80	77,924.86	可供出售金融资产
HRR	1,647.36	--	399.10	--	-296.18	可供出售金融资产
ARDEA RESOURCES LTD	--	--	1,166.59	--	1,166.59	可供出售金融资产
ROUTEMASTER CAPITAL INC	915.50	--	46.91	--	35.15	可供出售金融资产
	582.07	--	60.23	45.12	--	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产
稠州银行	68,277.79	7.06	116,995.85	7,813.98	7,782.19	长期股权投资

洛阳钼业	180,000.00	2.18	324,188.48	-2,472.86	105,668.50	可供出售金融资产
合计	264,322.12	--	745,203.24	45,667.04	192,281.11	--

资料来源：公司年报

注：2017年2月1日HRR分拆出一家ARDEA RESOURCES LTD公司，拆分后，公司持有HRR 12,046,940股（与拆分之前保持不变），持有ARDEA RESOURCES LTD公司1,204,694股。

2017年，公司收到宁波银行现金分红0.53亿元，累计减持宁波银行股票28,690,274股，获得投资收益约4.66亿元。截至2017年底，公司持有宁波银行股票169,761,979股，占宁波银行总股本的3.35%。2017年，公司收到稠州银行现金分红2,472.60万元。截至2017年底，公司持有稠州银行24,726万股，占稠州银行总股本的7.06%，

2017年7月，公司与洛阳栾川钼业集团股份有限公司（以下简称“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》³；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471,204,189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，此事项产生利息、通道费支出0.25亿元，其他综合收益10.81亿元。洛阳钼业系全球第二大钴生产商，其控制的TFM拥有的Tenke Fungurume 矿区是全球范围内储量最大、品位最高的铜、钴矿产之一，具有长周期、低成本的特点。

公司类金融业务主要为融资租赁业务和商业保理业务，主要由子公司富银融资租赁（深圳）股份有限公司（以下“富银融资股份”）完成，2017年5月，富银融资股份在香港联交所创业板上市（股票代码：8452）。截至2017年底，类金融业务生息资产净额为125,805.61万元，2017年新投放生息资产为95,462.36万元；2017年，类金融业务实现归属于上市公司股东的净利润1,169.50万元。

总体看，公司持有优良的金融资产，未来该板块有望继续为公司贡献良好的投资收益，2017年，公司认购洛阳钼业股票，有利于公司对锂电池正极材料上游资源的战略介入，提升锂电池材料板块的竞争能力。

4. 经营效率

2017年，公司存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率分别为3.40次、3.29次和0.45次，较上年变化不大。与同行业上市公司相比（见下表），公司经营效率处于行业下游水平。

表6 2017年锂电池材料行业上市公司相关指标比较（单位：次）

股票代码	证券简称	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率
000049.SZ	德赛电池	1.96	4.01	7.91
002056.SZ	横店东磁	0.97	7.37	7.77
300073.SZ	当升科技	0.88	3.47	6.99
835185.OC	贝特瑞	0.62	3.54	3.66
002340.SZ	格林美	0.52	5.38	2.13
以上企业均值		0.75	4.75	5.69
600884.SH	杉杉股份	0.45	3.66	3.49

资料来源：Wind

注：Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据。

总体看，公司经营效率一般。

³ 《战略合作框架协议》确认，在洛阳钼业对 Tenke 进一步扩产的情况下，同等合作条件下洛阳钼业将优先考虑与杉杉股份或其指定关联方共同完成上述扩产；上述扩产所出产的钴产品同等条件下优先考虑供应予杉杉股份，且将进一步就扩产完成后该等钴产品的采购销售另行磋商，有效期至2020年6月30日。

5. 经营关注

（1）原材料价格波动风险

2017年，公司主要原材料包括碳酸锂、四氧化三钴等价格涨幅较大，原材料成本占公司生产成本比重上升，同时电解液业务由于原材料价格下跌而产生库存减值，因此锂电池材料业务原材料价格波动的波动会对公司生产经营造成较大影响。

（2）行业竞争加剧，锂电池材料产能过剩风险

随着国家对新能源汽车产业的支持，不断吸引新进入者通过直接投资、产业转型或收购兼并等方式进入锂电材料行业参与竞争。同时现有锂电材料企业亦纷纷扩充产能，市场竞争日益激烈。如果未来市场需求不及预期，市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩。同时，2017年公司新增产能较大，如果产能不能充分释放，可能会出现固定成本大幅增加，毛利率下降的风险。

（3）技术替代风险

锂电池虽然目前是二次电池中应用领域最为广泛的种类，但其技术更新速度较快，且发展方向具有一定不确定性。但若其他类型电池如燃料电池、锂硫电池、铝电池、超级电容电池取得了革命性发展，而公司不能及时掌握相关技术，公司经营将面临一定的技术替代风险。

（4）新能源政策波动风险

新能源汽车行业的发展受国家和地方政策的影响巨大，国家和地方政府关于新能源汽车车辆补贴、税收、车辆通行等方面的政策调整，将给公司业务带来较大影响。公司在新能源汽车领域目前仍处于亏损状态，未来发展及未来投资回报具有一定不确定性。

（5）能源管理服务政策风险

未来如果地方区域发生综合降低电价差的改革，将对储能项目的经济性发生较大影响，从而压缩公司的市场空间或盈利空间；对光伏电站项目来说，目前国家的补贴政策退坡，市场竞争激烈，将对光伏发电项目的盈利能力产生一定程度的影响。

6. 未来发展

公司未来将以新能源业务作为企业发展重点，立足于锂电池材料，把握上下游市场发展脉搏，整合产业链上下游优势，形成产业协同效应。

锂电池材料方面，公司将以市场需求为导向，以自主研发为核心，以成本管控为手段，进一步扩大产能，提升规模优势，以应对和把握新能源汽车产业高速发展带来的良好契机和发展红利。公司拟通过与产业链上下游优势企业的深度战略合作，形成稳定的业务合作关系，实现产业链的充分协同。

基于公司整体新能源产业的战略发展规划，公司拟对新能源汽车相关业务进行股权结构的战略调整，考虑通过引入战略投资人，共同推进“新能源汽车电池系统集成”、“锂离子电容”、“充电桩建设及新能源汽车运营”、“储能”等业务的发展，有助于进一步整合资源，提升发展空间。

能源管理服务业务方面，公司计划在3年内投入50亿元实施能源管理服务产业化项目，根据工商企业用户的综合用电需求等实际情况，制定实施“储能节电”、“光伏发电”或“光储结合”的优化综合解决方案。2018年公司将重点推进储能电池在削峰填谷领域的应用，并创新商业模式，设立储能基金，保证储能电站的投资和运营。

服装业务方面，公司计划优化并进一步扩大销售及分销网络，设立先进的新仓储及物流中心，升级现有的ERP系统，引进先进的仓库管理系统，同时将物色其他第三方电子商务平台以进一步提升品牌知名度，扩大电子商务销售产品组合。公司将继续致力于推广两个核心品牌（FIRS

品牌及SHANSHAN品牌), 加大品牌推广及市场营销力度, 以提升品牌市场认可度及知名度。

总体看, 公司未来发展战略符合当前经营布局, 发展战略切实可行。

六、财务分析

公司2017年度合并财务报表已经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。根据《企业会计准则第42号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的规定, 公司在利润表中新增“资产处置收益”项目, 并对净利润按经营持续性进行分类列报, 并且按照《企业会计准则第30号—财务报表列报》等的相关规定, 对可比期间的比较数据进行调整, 该调整对可比期间净利润不产生影响。2017年, 公司合并范围内减少13家子公司, 增加34家子公司; 截至2017年底, 公司合并范围内拥有子公司141家。上述公司规模均较小, 对合并报表科目影响不大, 公司财务数据可比性较强。

截至2017年底, 公司合并资产总额220.73亿元, 负债合计109.43亿元, 所有者权益(含少数股东权益)合计111.30亿元, 其中归属于母公司所有者权益104.33亿元。2017年, 公司实现营业收入82.71亿元, 净利润(含少数股东损益)10.10亿元, 其中归属于母公司净利润8.96亿元; 经营活动产生的现金流量净额-3.81亿元, 现金及现金等价物净增加额-11.54亿元。

截至2018年3月底, 公司合并资产总额244.96亿元, 负债合计124.53亿元, 所有者权益(含少数股东权益)合计120.43亿元, 其中归属于母公司所有者权益113.00亿元。2018年1~3月, 公司实现营业收入18.14亿元, 净利润(含少数股东损益)1.80亿元, 其中归属于母公司净利润1.50亿元; 经营活动产生的现金流量净额-4.24亿元, 现金及现金等价物净增加额0.65亿元。

1. 资产结构

截至2017年底, 公司资产总额为220.73亿元, 较年初增长51.33%, 主要系非流动资产的增加所致; 其中流动资产占比41.88%, 非流动资产占比58.12%, 非流动资产占比较年初上升7.13个百分点, 公司资产结构以非流动资产为主。

(1) 流动资产

截至2017年底, 公司流动资产合计92.45亿元, 较年初增长29.33%, 主要系应收账款和存货的增加所致; 公司流动资产主要以货币资金(占比18.03%)、应收票据(占比5.86%)、应收账款(占比29.36%)、存货(占比25.24%)、一年内到期的非流动资产(占比6.44%)和其他流动资产(占比7.31%)为主。

截至2017年底, 公司货币资金16.67亿元, 较年初下降31.66%, 主要系公司对3亿元闲置募集资金进行现金管理, 包括购买保本银行理财及结构性存款, 同时增加锂电池材料业务的战略性采购所致。公司货币资金中, 银行存款占比65.46%, 其他货币资金占比34.51%。截至2017年底, 公司受限制的货币资金5.75亿元(占比34.50%), 主要为银行承兑汇票保证金、信用证及保函保证金, 公司货币资金受限规模有所上升。

截至2017年底, 公司应收票据5.42亿元, 较年初下降24.19%, 主要系公司锂电池板块本期贴现未到期银行承兑汇票较多所致。公司银行承兑汇票占比97.48%, 其余为商业承兑汇票, 其中已经质押的应收票据金额为1.59亿元, 占比29.32%

截至2017年底, 公司应收账款账面价值为27.14亿元, 较年初增长50.18%, 主要系公司锂电

池材料业务销售规模扩大所致；其中账龄组合中，账龄为1年以内占比为96.28%，欠款金额在前五名的单位应收账款合计5.81亿元，占比为19.54%，集中度较低。截至2017年底，公司应收账款计提坏账准备合计2.63亿元，计提比例8.82%。

截至2017年底，随着公司锂电池材料业务规模的扩大，公司存货账面价值为23.34亿元，较年初增长93.26%，主要系公司购买的锂电池业务原材料增加同时原材料价格上涨所致；公司存货以库存商品（占比39.32%）、在产品（占比13.60%）、原材料（占比34.70%）和委托加工物资（占比8.63%）为主。截至2017年底，公司按存货成本与可变现净值孰低的原则累计计提跌价准备金合计0.48亿元，占比2.02%，公司计提存货减值准备比例一般。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动资产为5.95亿元，较年初增长60.92%，主要系子公司富银融资租赁一年以内到期的应收融资租赁款增加所致。

截至2017年底，公司其他流动资产为6.76亿元，较年初增长229.98%，主要系本期购买银行理财产品3.00亿元所致。

（2）非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产128.29亿元，较年初增长72.47%，主要系可供出售金融资产的增加所致；非流动资产主要以可供出售金融资产（占比49.91%）、长期股权投资（占比11.33%）、固定资产（占比20.62%）和在建工程（占比7.82%）为主。

公司可供出售金融资产主要系无限售条件的可供出售股票，主要为公司持有以公允价值计量的股票。截至2017年底，公司可供出售金融资产账面金额合计64.03亿元，较年初增长140.57%，主要系公司认购洛阳钼业非公开发行A股股票4.71亿股，洛阳钼业以公允价值计量计入可供出售金融资产32.42亿元所致。截至2017年底，公司还持有宁波银行股票1.70亿股，期末可供出售金融资产账面价值30.23亿元。

公司长期股权投资以权益法计量，截至2017年底，公司长期股权投资14.54亿元，较年初增长8.26%，主要是稠州银行的投资收益增加所致。公司长期股权投资主要对稠州银行投资的账面余额为11.95亿元，对宁波空港物流发展有限公司投资的账面余额为1.43亿元。

截至2017年底，公司固定资产账面价值为26.45亿元，较年初增长41.88%，主要部分分布式太阳能光伏电站、部分宁夏三元正极材料1.2万吨/年项目、宿迁工厂园区等重要在建工程转入固定资产所致。公司固定资产仍以房屋及建筑物（占比44.45%）和机器设备（占比50.52%）为主。公司固定资产成新率为71.02%，成新率尚可。截至2017年底，公司用于担保抵押的固定资产账面价值为1.18亿元，占固定资产账面价值的4.46%，固定资产受限比例较小，有未办妥产权证书的固定资产账面价值6.67亿元，占比为25.21%，主要为权证尚在办理中的自建厂房。

截至2017年底，公司在建工程为10.03亿元，较年初增长181.45%，主要系分布式太阳能光伏电站、宁夏三元正极材料1.2万吨/年项目和5万吨/年电解液及配套项目等在建投入增加较多所致。

截至2017年底，公司受限资产合计16.09亿元，包括货币资金（占比35.75%）、应收票据（占比9.87%）、应收融资租赁款（占比31.63%）、固定资产（占比17.73%）、无形资产（占比3.72%）和在建工程（占比1.30%），受限资产占总资产比重为7.29%，占比较低。

截至2018年3月底，公司资产总额244.96亿元，较年初增长10.97%；公司资产构成较上年底变化不大，其中流动资产占比43.13%，非流动资产占比56.87%。

总体看，2017年，公司非流动资产较年初有所上升，资产结构以非流动资产为主，整体资产规模有所扩大；公司可供出售金融资产质量较好，流动性较高，受限资产占比较低，公司整体

资产质量尚可。

2. 负债和所有者权益

(1) 负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 109.43 亿元，较年初增长 84.16%；其中流动负债占比 62.86%，非流动负债占比 37.14%，非流动负债占比上升 4.40 个百分点，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 68.79 亿元，较年初增长 72.12%，主要系短期借款、应付票据和应付账款的增加所致；流动负债主要以短期借款（占比 43.44%）、应付票据（占比 23.00%）和应付账款（占比 20.48%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款为 29.88 亿元，较年初增长 195.67%，主要系公司通过资产管理计划认购洛阳钼业股票 4.7 亿股及因业务发展需要使得短期借款增加所致。短期借款中信用借款占比 43.04%、保证借款占比 49.20%、抵押借款占比 5.02%、质押借款占比 2.74%。

截至 2017 年底，公司应付票据账面金额为 15.82 亿元，较年初增长 154.38%，主要系公司增加使用票据付款结算方式所致；公司应付票据均为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司应付账款账面金额为 14.09 亿元，较年初增长 51.39%，主要系锂电池材料板块购买材料相关的应付账款增长所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 40.65 亿元，较年初增长 108.89%，主要系长期借款、递延所得税负债和其他非流动负债增加所致；非流动负债主要由长期借款（占比 21.30%）、应付债券（占比 18.41%）、长期应付款（占比 5.53%）、递延收益（占比 5.60%）、递延所得税负债（占比 26.78%）和其他非流动负债（占比 22.14%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 8.66 亿元，较年初增长 341.34%，主要系子公司富银融资租赁质押借款增加和新增保证借款 2.02 亿元所致。公司长期借款由质押借款（占比 65.58%）、抵押借款（占比 11.09%）和保证借款（占比 23.33%）构成，从质押借款的偿还期限来看，2018 年需要偿还的长期借款占比 8.72%，近一年内集中偿还压力不大。

截至 2017 年底，公司应付债券账面余额为 7.48 亿元，较年初变化不大。截至 2017 年底，公司应付债券全部为“13 杉杉债”，将于 2019 年 3 月到期。

公司长期应付款主要由融资租赁租入设备应付款（占比 37.30%）和长期的客户或供应商保证金（占比 62.70%）构成。截至 2017 年底，公司长期应付款余额 2.25 亿元，较年初增长 51.40%，主要系下属子公司杉杉能源融资租入设备而形成的应付款项增加所致。公司融资租赁款已计入长期债务及其相关计算指标。

截至 2017 年底，公司递延收益为 2.28 亿元，较年初增长 3.77%，主要为公司收到的政府补助（占比 91.58%）和少量购车返利。

公司递延所得税负债主要来源于可供出售金融资产公允价值变动，截至 2017 年底，期末余额为 10.89 亿元，较年初增长 80.62%，主要系公司持有的宁波银行及洛阳钼业股票价格变动所致。

截至 2017 年底，公司全部债务为 64.23 亿元，较年初增长 89.29%，短期及长期债务均有所增长。公司全部债务中，短期债务占比 73.56%，长期债务占比 26.44%，占比均较年初变化不大，债务结构以短期债务为主。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.58%、36.59% 和 13.24%，分别较 2016 年上升了 8.84 个百分点、8.40 个百分点和

3.14个百分点，债务负担较年初有所增加，债务结构有待优化。

截至2018年3月底，公司负债合计124.53亿元，较年初增长13.79%，主要系流动负债的增加所致；其中，流动负债占比64.61%，非流动负债占比35.39%，流动负债略有增加，但总体负债结构较年初变化不大。

总体看，2017年，公司整体债务负担有所加重，公司负债仍以流动负债为主，债务结构有待优化。

（2）所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计为111.30亿元，较年初增长28.75%，主要系公司持有的洛阳钼业定增股份的浮动盈余使得其他综合收益增加所致；其中归属母公司所有者权益104.33亿元（占比93.74%）。截至2017年底，归属母公司所有者权益中，以股本（占比10.76%）、资本公积（占比28.30%）、其他综合收益（占比31.21%）和未分配利润（占比28.02%）为主；其他综合收益和未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计120.43亿元，较年初增长8.21%，主要系其他综合收益增加所致；其中归属于母公司的所有者权益为113.00亿元，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2017年，公司其他综合收益增长较大；所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比仍较大，权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2017年，在锂电池材料业务销售业绩大幅提升的带动下，公司实现营业收入82.71亿元，同比上升51.07%；公司营业成本61.71亿元，同比上升50.20%；2017年公司实现营业利润12.36亿元，同比上升181.09%，主要系经营规模增长及投资收益增加所致；公司实现净利润10.10亿元，同比上升153.77%。

2017年，公司期间费用14.95亿元，同比上升42.50%，主要系管理费用及财务费用的增加所致；其中，销售费用、管理费用和财务费用分别占比25.83%、59.20%和14.97%，以管理费用为主。2017年，公司销售费用3.86亿元，同比上升26.25%，主要系职工薪酬、市场费用等增加所致；公司管理费用8.85亿元，同比上升36.95%，主要系职工薪酬及研发支出增加所致；公司财务费用2.24亿元，同比上升130.71%，主要系利息支出增加所致。公司2017年费用收入比为18.07%，同比下降1.09个百分点，期间费用对利润仍存在一定侵蚀。

2017年，公司资产减值损失1.41亿元，同比上升176.19%，主要系公司各类坏账损失增加，同时公司对稠州银行的长期股权投资计提0.25亿元的减值准备所致。公司2017年资产减值损失占当期营业利润的比重为11.39%，对公司营业利润的减少有一定影响。

2017年，公司其他收益0.85亿元，主要为产业扶持资金补助等各类政府补助，占当期营业利润的比重为6.86%，对公司营业利润形成一定补充。2017年，公司投资收益合计6.92亿元，同比上升228.27%，主要系出售宁波银行股票产生的收益增加较多所致。公司2017年投资收益占当期营业利润的比重为55.98%，公司营业利润对投资收益存在一定依赖。

2017年，公司实现营业外收入0.69亿元，同比上升70.63%，主要系杉杉能源收到成都天齐锂业有限公司（以下简称“天齐锂业”）败诉赔偿款，抵扣公司预付款项后确认违约金收入0.61亿元所致；公司营业外收入以违约金收入为主。公司2017年营业外收入占当期利润总额的比重为5.54%，公司营业外收入对利润总额影响较小。

盈利指标来看，2017年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为8.35%、8.03%和10.21%，分别较上年上升3.18个百分点、3.17个百分点和4.48个百分点，盈利水平有所提升，主要系2017年抛售宁波银行股票获得投资收益较多所致。

2018年1~3月，公司实现营业收入18.14亿元，同比上升17.94%；净利润1.80亿元，同比上升73.49%，主要系公司锂电池材料正负极业务经营业绩同比增长，同时新能源汽车业务经营业绩同比减亏所致。

总体看，2017年，公司期间费用对利润仍存在一定侵蚀，投资收益对公司的利润贡献大，考虑到公司投资收益存在较大的不稳定性和不可持续性，公司主营业务获利能力尚需提高。

4. 现金流

2017年，公司经营活动产生的现金流入62.11亿元，较上年变化不大，主要系公司销售规模有所增长，但以票据及赊销方式结算增加较多所致；公司经营活动产生的现金流出65.92亿元，同比下降6.14%，主要系公司利用供应商账期，应付票据及应付账款等增加较多所致；综合以上因素，经营活动产生的现金净流出3.81亿元，较上年减少流出1.97亿元。2017年公司现金收入比为70.71%，较年初下降39.16个百分点，公司收入实现水平大幅下降。

2017年，公司投资活动现金流入6.82亿元，同比上升91.32%，主要系2017年公司出售宁波银行股票，收回的现金增加所致；公司投资活动现金流出38.99亿元，同比上升115.23%，主要系公司通过资金信托计划认购洛阳钼业股票，认购金额为18亿元所致。综合以上因素，2017年公司投资活动现金净流出32.18亿元，较上年增加流出17.62亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入70.65亿元，同比上升5.00%，主要系公司短期借款及长期借款均增加所致；公司筹资活动现金流出46.17亿元，同比上升50.29%，主要系偿还到期债务支付的现金增加所致；综合以上因素，公司筹资活动现金净流入24.47亿元，较上年减少流入12.09亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额-4.24亿元，投资活动现金流量净额-1.69亿元，筹资活动现金流量净额6.57亿元。

总体看，2017年，公司经营性现金流入规模较上年保持稳定，但收入实现质量大幅下降，经营性活动现金流保持净流出；由于公司认购洛阳钼业股票使得本期公司投资活动现金流出规模较大；公司经营活动产生的现金流不能满足其投资活动现金需求，对筹资活动现金存在一定依赖。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016~2017年，公司流动比率分别为1.79倍和1.34倍，速动比率分别为1.49倍和1.00倍。2017年，公司现金短期债务比为0.47倍，较2016年的1.30倍有所下降。公司短期偿债能力有所下降，但仍处于一般水平。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA为17.45亿元，同比增长121.99%，主要系利润总额增加所致；其中利润总额占比71.35%、折旧占比13.39%、计入财务费用的利息支出占比12.95%，摊销占比2.30%。2017年，公司EBITDA全部债务比和EBITDA利息倍数分别为0.27倍和7.57倍，较上年均有所上升，EBITDA对全部债务覆盖程度一般，对利息覆盖程度较好，公司长期偿债能力一般。

截至2017年底，公司获得金融机构授信额度合计90.37亿元，尚未使用额度41.17亿元，公司间接融资渠道顺畅；公司为上市公司，直接融资渠道通畅。

截至2017年底，公司对外担保余额3.06亿元，占公司期末净资产的2.75%，公司对外担保

规模较小，代偿风险可控。

截至 2017 年底，公司子公司重大诉讼及仲裁涉案金额合计 1.04 亿元，均作为原告方，具体情况如下：

表7 2017年公司重大诉讼及仲裁情况(单位：万元)

原告	被告	诉讼(仲裁)基本情况	诉讼类型	诉讼(仲裁)涉及金额	进展情况
1 宁波杉杉创业投资有限公司	林水英、林凡、林开觉、林强、莆田华林	详见公司于 2013 年 10 月 26 日在指定报刊媒体及上交所网站披露的临 2013-037 公告	仲裁	3,848.39	执行阶段
2 湖南杉杉能源科技股份有限公司、湖南杉杉新能源有限公司	成都天齐锂业有限公司	详见公司于 2016 年 6 月 23 日在指定报刊媒体及上交所网站披露的临 2016-040 公告	诉讼	6,545.66	已完结并执行完毕
合计			--	10,394.05	--

资料来源：公司提供

对于案件 1，截至 2016 年底，杉杉创投已累计收到相关款项合计 2,176.07 万元。2017 年 6 月、8 月和 10 月，当地法院分别于就莆田华林名下动产和不动产进行拍卖。在拍卖所得款足额偿还优先债权后仍有剩余的情形下，公司将以普通债权人的身份，按债权比例参与分配剩余款项。2018 年 1 月，公司已委托律师参加当地法院组织的债权人会议，并领取《执行款分配方案》，依照此方案，公司预计可获分配债权约 39 万元；对于案件 2，杉杉能源于 2016 年 6 月，向湖南省长沙市中级人民法院提交诉讼，并于 2017 年 1 月收到湖南省长沙市中级人民法院的一审判决书，因不服一审判决结果，杉杉能源于 2017 年 2 月向湖南省高级人民法院提起上诉，并于 2017 年 7 月收到湖南省高级人民法院下达的终审民事判决书，杉杉能源收到成都天齐锂业败诉赔偿款，抵扣公司预付款项后确认违约金收入 0.61 亿元，本案件已经完结并执行完毕。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1033021200009620W），截至 2018 年 4 月 19 日，公司无未结清及已结清的不良信贷信息记录。

总体看，公司短期偿债能力有所下降，长期偿债能力有所提升，公司整体偿债能力尚可。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产达 22.30 亿元，为“13 杉杉债”债券本金（7.50 亿元）的 2.97 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产 120.43 亿元，为“13 杉杉债”债券本金（7.50 亿元）的 16.06 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“13 杉杉债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 17.45 亿元，为“13 杉杉债”债券本金（7.50 亿元）的 2.33 倍，公司 EBITDA 对“13 杉杉债”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 62.11 亿元，为“13 杉杉债”债券本金（7.50 亿元）的 8.28 倍，公司经营活动现金流入量对“13 杉杉债”本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到持有的股权类资产和金融资产变现能力较强，锂电池材料业绩增长可期，公司对“13 杉杉债”的偿还能力较强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为国内大型的锂电池材料供应商，依托锂离子电池材料产业优势基础，积极向下游新能源汽车及光伏电站产业链延伸，主营业务收入规模快速增长。同时，联合评级也关注到锂电池材料原材料价格波动风险、新能源汽车行业政策风险、公司盈利对投资收益存在一定依赖、收入实现质量下降、债务负担有所加重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2017 年 7 月，公司认购洛阳钼业非公开发行的股票并为之签订原材料采购及开发相关的《战略合作框架协议》，有利于公司锂电池材料产业链的纵向延伸，争取上游资源端主动权，提升产业竞争力，随着未来公司营业规模的进一步扩大，公司整体竞争力有望继续增强。

综上，联合评级维持杉杉股份的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“13 杉杉债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 宁波杉杉股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	145.86	220.73	244.96
所有者权益（亿元）	86.44	111.30	120.43
短期债务（亿元）	24.22	47.25	52.20
长期债务（亿元）	9.71	16.98	19.32
全部债务（亿元）	33.93	64.23	71.52
营业收入（亿元）	54.75	82.71	18.14
净利润（亿元）	3.98	10.10	1.80
EBITDA（亿元）	7.86	17.45	--
经营性净现金流（亿元）	-5.78	-3.81	-4.24
应收账款周转次数（次）	2.76	3.29	--
存货周转次数（次）	3.59	3.40	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.45	0.08
现金收入比率（%）	109.87	70.71	103.78
总资本收益率（%）	5.18	8.35	--
总资产报酬率（%）	4.86	8.03	--
净资产收益率（%）	5.74	10.21	1.56
营业利润率（%）	24.32	24.67	25.76
费用收入比（%）	19.16	18.07	18.37
资产负债率（%）	40.74	49.58	50.84
全部债务资本化比率（%）	28.19	36.59	37.26
长期债务资本化比率（%）	10.10	13.24	13.82
EBITDA 利息倍数（倍）	5.39	7.57	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.27	--
流动比率（倍）	1.79	1.34	1.31
速动比率（倍）	1.49	1.00	0.94
现金短期债务比（倍）	1.30	0.47	0.43
经营现金流动负债比率（%）	-14.46	-5.54	-5.27
BITDA/待偿本金合计（倍）	1.05	2.33	--

注：1、公司 2018 年一季度报表未经审计，相关指标未年化；2、长期债务中已调入融资租赁款；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产) / 2]
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债 / 自有资产 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。