

云南恩捷新材料股份有限公司

公开发行可转换公司债券

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(2019)010759】

评级对象： 云南恩捷新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券

主体信用等级： AA

评级展望： 稳定

债项信用等级： AA

评级时间： 2019年7月18日

计划发行： 不超过16亿元（含）

本期发行： 不超过16亿元（含）

发行目的： 项目建设

存续期限： 6年

偿还方式： 每年付息一次，到期一次还本

增级安排： 无

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年	2019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	4.03	1.84	0.92	1.86
刚性债务	0.78	0.73	0.85	2.57
所有者权益	14.04	14.15	46.76	46.84
经营性现金净流入量	-0.02	0.76	0.25	0.31
合并口径数据及指标：				
总资产	34.88	50.28	77.02	85.97
总负债	5.49	15.49	36.30	42.91
刚性债务	1.98	10.28	20.04	26.87
所有者权益	29.39	34.79	40.72	43.06
营业收入	16.45	21.14	24.57	6.56
净利润	3.65	5.49	6.80	2.34
经营性现金净流入量	1.23	2.60	1.71	-0.76
EBITDA	5.35	7.62	9.75	—
资产负债率[%]	15.75	30.81	47.13	49.91
权益资本与刚性债务比率[%]	1481.49	338.53	203.16	160.23
流动比率[%]	358.81	207.14	139.35	117.57
现金比率[%]	179.53	56.30	20.63	20.52
利息保障倍数[倍]	15.30	31.51	11.15	—
净资产收益率[%]	19.85	17.12	18.02	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	24.12	33.18	11.23	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-78.77	-110.41	-37.72	—
EBITDA/利息支出[倍]	17.96	36.92	13.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.83	1.24	0.64	—

注：根据恩捷股份经审计的2016~2018年备考财务报表及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄梦蛟 hmj@shxjs.com

贾飞宇 jfy@shxjs.com

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

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxjs.com

黄梦蛟 贾飞宇

评级观点

主要优势：

- **行业地位领先。**恩捷股份下属子公司上海恩捷为锂电池隔膜行业龙头企业，具备较强的规模优势及技术优势，国内市场份额领先，在国际市场也具备较强竞争实力。
- **经营业绩保持增长。**随着锂电池隔膜业务需求增长以及产能扩张，恩捷股份收入及盈利均保持增长态势。
- **资本实力持续增强。**恩捷股份作为上市公司，近年来通过股票发行，资本实力持续增强，另外公司与多家大型银行建立良好合作关系，融资渠道较畅通。

主要风险：

- **客户集中度且经营占款规模大。**恩捷股份锂电池隔膜业务客户主要集中于少数几家企业，虽然有助于产生规模效应，但产业链地位相对较弱，经营占款规模大，单一对象的变动可能对公司业务造成较大影响。
- **盈利水平下降风险。**近年来锂电池隔膜价格呈现下降趋势，恩捷股份锂电池隔膜产品目前主要依靠规模效应维持较高的毛利率，但如果产品价格进一步下滑，公司未来可能面临盈利水平下降的风险。而如业绩不达预期，或将对公司融资造成负面影响。
- **行业需求变动风险。**锂电池隔膜行业下游新能源汽车行业受补贴退坡影响，国内需求增速或将放缓，而锂电池隔膜行业大量新建产能将加剧行业竞争；此外未来锂电池替代技术的发展也可能对行业需求产生影响。
- **产能扩张面临回报不及预期风险。**恩捷股份目前存在大规模锂电池隔膜产能扩张计划，资本性支出压力加大，如后续产能利用及回报不及

预期，将面临投资损失风险。

- **资产流动性弱化。**恩捷股份近年来应收账款规模快速增长，经营收现能力较弱，现金类资产对债务覆盖程度下降，且部分资产因抵押而受限，资产流动性弱化。
- **债务规模快速增长。**近年来随着产能扩张投入的增加，恩捷股份债务规模快速增长，负债经营程度增加，且以短期刚性债务为主，即期偿付压力加大。随着产能扩张的进一步推进，预计后续债务压力还将继续增长。
- **管理整合风险。**恩捷股份新收购业务与原有业务差异较大，各业务子公司经营管理及财务体系基本保持独立，存在一定管理整合风险。
- **可转债到期未转股风险。**如恩捷股份股票价格低迷或未达到债券持有人预期等原因导致可转债未转股，公司需对可转债偿付本息，增加资金压力。

➤ 未来展望

通过对恩捷股份及其发行的本次债券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；认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



云南恩捷新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

该公司原名云南创新新材料股份有限公司（简称“创新股份”），系由玉溪创新工贸有限公司（简称“创新工贸”）依法整体变更设立的股份有限公司。创新工贸于 2001 年 4 月由玉溪环球彩印纸盒有限公司职工技术协会与徐伟等 13 名股东出资 200 万元设立。2011 年 3 月改制为股份公司，控股股东为玉溪合益投资有限公司。

2016 年 8 月，经证监会《关于核准云南创新新材料股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可[2016]1886 号）核准，创新股份首次公开发行人民币普通股 3,348 万股，注册资本增至 1.34 亿元。公司股票于 2016 年 9 月 14 日在深圳证券交易所挂牌交易，股票代码：002812.SZ，此后公司经历一系列增资。

2018 年 8 月，创新股份以 24.87 元/股的价格发行 2.01 亿股股份向李晓明家族收购其控制的另一家公司上海恩捷新材料有限公司（简称“上海恩捷”）90.08%股权，交易对价为 49.99 亿元，交易前后李晓明家族及其控制的公司持有的公司股份比例由 50.98%变更为 56.64%。2018 年 10 月，公司更名为现名。截至 2019 年 3 月末，公司总股本为 4.74 亿元，公司控股股东为 Paul Xiaoming Lee（李晓明），实际控制人仍为李晓明家族，李晓明家族及其控制的公司持股比例为 56.66%。

该公司原主业为 BOPP 薄膜、无菌包装、烟标及特种纸的生产销售，2018 年收购上海恩捷后，业务领域扩大至锂电池隔膜业务，目前锂电池隔膜业务迅速扩张，为公司发展的重点。上海恩捷为锂电池隔膜行业龙头，业务规模在国内市场领先，在国际市场也具备较强竞争力。

2. 债项概况

(1) 债券条款

本次发行计划已经该公司董事会及股东大会审核通过。公司拟申请发行不超过 16 亿元（含 16 亿元）可转换公司债券，期限 6 年。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	云南恩捷新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券
-------	--------------------------

总发行规模:	不超过 16 亿元人民币 (含 16 亿元)
本期发行规模:	不超过 16 亿元人民币 (含 16 亿元)
本次债券期限:	6 年
债券利率:	公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构 (主承销商) 协商确定。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息。
增级安排:	无

资料来源: 恩捷股份

截至 2019 年 3 月末, 该公司未发行过债券。

(2) 募集资金用途

本次募集资金拟投入江西省通瑞新能源科技发展有限公司 (简称“江西通瑞”) 年产 4 亿平方米锂离子电池隔膜项目 (一期) 及无锡恩捷新材料科技有限公司 (简称“无锡恩捷”) 新材料产业基地项目。

该公司拟通过江西通瑞建设年产 4 亿平方米锂电池隔膜项目。项目位于宜春市高安市高新技术产业园锦绣大道以南永安大道以北, 项目总占地面积 21.97 万平方米。项目总投资额为 17.50 亿元, 项目投资内容主要包括 8 条锂离子电池隔膜生产线。项目建设期计划 24 个月, 总投资收益率为 29.71%, 项目投资回收期为 5.03 年。

该公司拟通过无锡恩捷建设无锡恩捷新材料产业基地项目, 具体包括年产 5.2 亿平方米锂电池隔膜基膜项目和年产 3 亿平方米锂电池涂覆膜项目。项目位于无锡市锡山经济技术开发区, 项目总占地面积 26.81 万平方米。项目总投资额为 22 亿元, 项目投资内容主要包括 8 条锂电池隔膜基膜生产线和 16 条锂电池涂布膜生产线。项目预计建设期 21 个月, 总投资收益率为 29.13%。项目投资回收期为 5.28 年。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	批准机关 (文号)	总投资 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
江西省通瑞新能源科技发展有限公司年产 4 亿平方米锂离子电池隔膜项目 (一期)	《江西省企业投资项目备案通知书》 (2018-360983-29-03-012505)	17.50	6.00
无锡恩捷新材料产业基地项目	《江苏省投资项目备案证》 (锡山开发区备 [2018] 100 号)	22.00	10.00
合计	-	39.50	16.00

资料来源: 恩捷股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、

分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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

过去几年在国家政策鼓励下国内新能源汽车行业呈现高速增长，带动锂电池产业链快速发展。但近期国家新能源汽车补贴退坡速度加快，将会对国内新能源汽车销售造成不利影响，并继续向锂电池材料行业传导，加大锂电池材料企业产品销售和资金回笼等风险。近年来锂电池隔膜行业大量新增产能，行业竞争加剧，产品价格下滑，随着产能进一步释放，行业内企业盈利能力将持续

承压。而同时，全球新能源汽车行业的发展及储能领域的兴起也将为行业带来较大发展空间。

该公司生产的湿法锂电池隔膜主要运用于生产新能源汽车锂电池制造领域、3C 类产品及储能电池，与下游锂电池及新能源汽车行业景气度关联度高，经营状况受上述行业的发展影响较大。

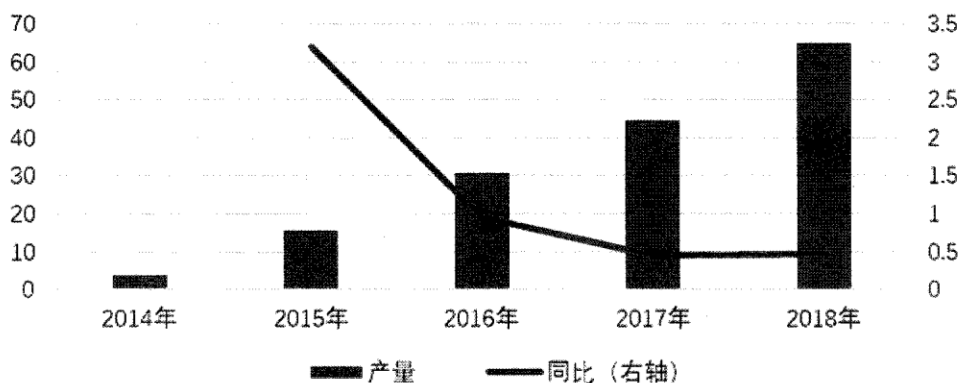
A. 膜材料行业

行业概况

膜材料行业属于新兴产业，涉及新能源、新材料和信息产业等国家重点发展领域。根据膜材料的功能分类，膜材料可分为光学膜、电池膜、包装膜、其他功能性薄膜等细分子行业。随着下游新能源汽车及锂电池行业的快速发展，锂电池已经成为膜材料最主要的应用之一。

我国锂电池行业起步于 20 世纪 90 年代中后期，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。近年来随着新能源汽车产业迅速发展，锂离子电池需求量大幅增长。2016-2018 年我国新能源汽车销量分别为 33.450.7 万辆、55.677.7 万辆和 125.6 万辆；同期我国动力电池装机产量分别为 30.8GWh、44.50GWh 和 65.00GWh。2019 年以来我国新能源汽车及锂电池销量仍快速增长，但增速有一定回落，2019 年上半年我国新能源汽车销量 61.70 万辆，同比增长 50%；动力电池装机总量约 30.01GWh，同比增长 93%。

图表 3. 近几年我国动力电池产量及增速情况

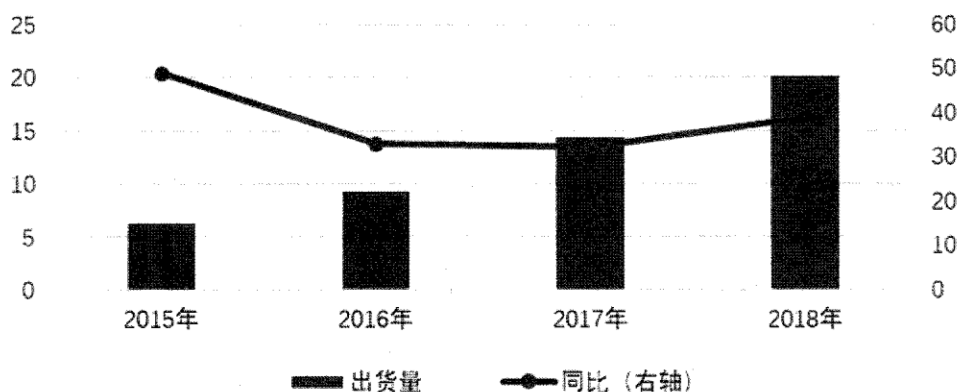


资料来源：高工锂电，智研咨询

正极材料、隔膜、负极材料与电解液是锂电池四大关键材料。其中，隔膜的成本一般占锂电池成本的 10%-20%，毛利率为 50%-60%，是四大主要材料中毛利率最高的产品。受锂电池市场快速发展影响，我国锂电池隔膜市场快速

增长。据 GGII 数据，2016-2018 年我国隔膜出货量分别为 9.29 亿平方米、14.35 亿平方米和 20.2 亿平方米，分别同比增长 33.03%、32.28%和 39.70%，目前在全球市场占有率位居第一，且国产化率不断提高，2018 年隔膜国产化率达 93%。

图 4. 我国电池隔膜出货量及同比增长情况（亿平方米、%）



资料来源：公开资料、新世纪评级整理。

隔膜根据制造工艺可分为干法隔膜（包括干法单向拉伸和干法双向拉伸工艺）和湿法隔膜，两者成孔机理不同。其中干法隔膜是在低温下将薄膜进行拉伸形成微缺陷，然后在高温下使缺陷拉开，形成微孔；湿法隔膜是通过热致相分离的方法，通过拉伸和萃取等工艺制造微孔薄膜。相比于干法隔膜，湿法隔膜工艺难度更大，但在厚度、通孔特性及安全性等性能上的优势突出，采用涂覆隔膜后，更能提升锂电池的性能。目前市场上三元电池与湿法涂覆隔膜配套使用，随着三元电池需求量的增大，湿法涂覆隔膜近年发展较为迅速。2016-2018 年我国湿法隔膜出货量分别为 3.9 亿平方米、7.8 亿平方米和 13.1 亿平方米，占比分别为 42.0%、54.4%和 64.9%。

图 5. 隔膜工艺比较

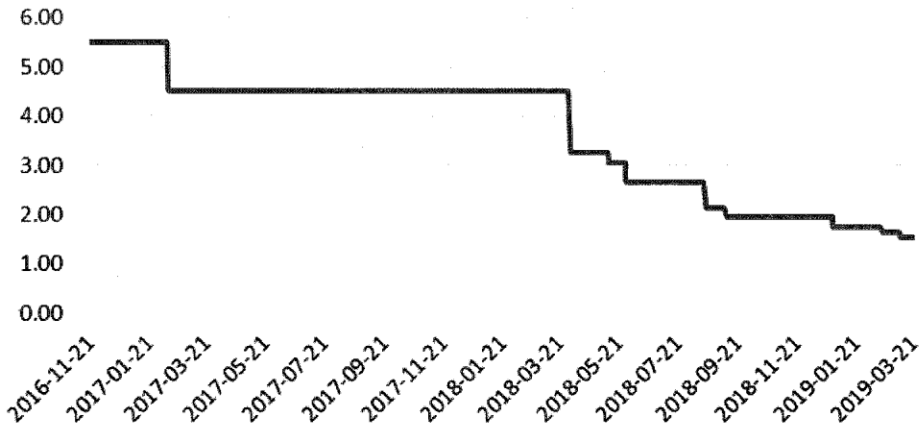
生产方式	干法工艺		湿法工艺
	单向拉伸	双向拉伸	热致相分离
工艺原理	晶片分离	晶型转换	
工艺特点	设备复杂、精度要求高、投资规模大、控制难度高、污染轻	设备复杂、投资规模大、需要成孔剂辅助	设备复杂、投资规模大、工艺复杂、成本高、能耗大
产品	单层 PP、PE 隔膜、复合隔膜	单层 PP 隔膜	单层 PE 隔膜
产品特点	微孔尺寸和分布均匀，导通性好，能生产单层和多层隔膜	微孔尺寸和分布均匀，目前只能生产单层 PP 隔膜	微孔尺寸和分布均匀，适合生产较薄隔膜产品
代表厂商	美国 Celgard、星源材质、沧州明珠	河南义腾、格瑞恩	日本旭化成、日本东丽、韩国 SKL、恩捷股份

资料来源：公开资料、新世纪评级整理。

价格方面，锂电池隔膜价格随国产化比例提升、成本下降，呈现持续下行趋势。2017 年行业内超过 25 条湿法隔膜实现投产，产能释放增加导致 2018 年湿法隔膜价格降幅超过 40%。12um 湿法隔膜均价从 2017 年的 3.4 元/平方米下降到 2018 年同期的 2 元/平方米，降幅达 41.7%。此外，锂电池企业受到终端客户降低成本的压力，将经营压力向上游隔膜企业传导，隔膜企业毛利有所

下降。未来新能源汽车补贴退坡速度加快、市场竞争激烈加剧等因素或将进一步压缩隔膜企业的利润空间。

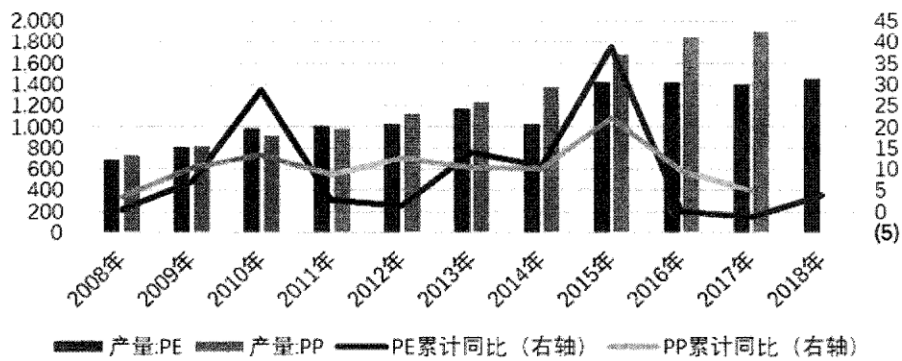
图表 6. 国产中端 16um 湿法隔膜价格趋势 (元/平方米)



资料来源: Wind、新世纪评级整理。

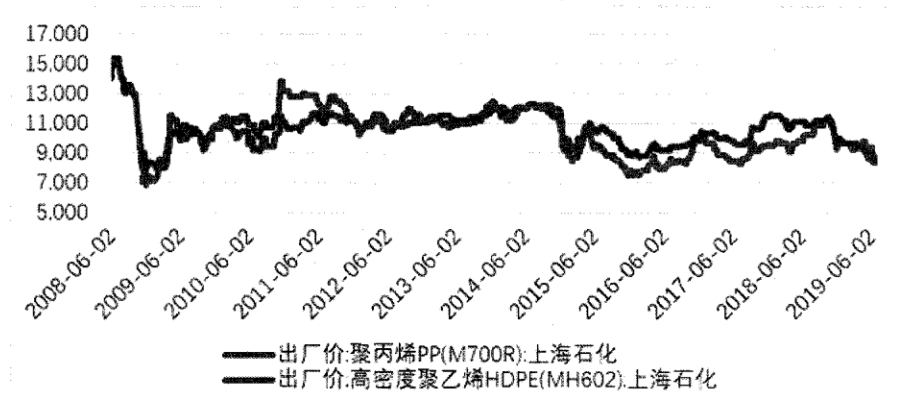
膜材料的上游原材料主要包括聚丙烯 (PP)、聚乙烯 (PE) 及添加剂等基本材料, 2018 年上半年价格保持稳定, 下半年有所回落。近几年我国聚丙烯产能不断增长, 产量规模也不断扩大。2016-2017 年及 2018 年 1-11 月聚丙烯产量分别为 1849 万吨、1979 万吨和 1887 万吨; 分别同比增长 9.70%、11.81% 和 7.38%。2016-2018 年聚乙烯产量分别为 1418 万吨、1397 万吨和 1453 万吨; 分别同比增长-0.01%、-1.38%和 3.90%。整体看, 膜材料主要原材料供应及价格表现较为稳定。

图表 7. 近年来聚乙烯及聚丙烯产量及增速情况 (亿平方米、%)



资料来源: 公开资料、新世纪评级整理。

图表 8. 近年来聚乙烯及聚丙烯价格变化情况（元/吨）



资料来源：公开资料、新世纪评级整理。

政策环境

消费类电子产品、动力交通领域以及储能是锂电池消费的三大领域，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。同时储能市场处于起步阶段，未来市场空间较大，但中长期内仍面临较强的成本约束。

2016 年 11 月 19 日，国务院正式发布《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，再一次明确了新能源汽车、新能源和节能环保等绿色低碳产业的战略地位。要求大幅提升新能源汽车和新能源的应用比例，全面推进高效节能、先进环保和资源循环利用产业体系建设，推动新能源汽车、新能源和节能环保等绿色低碳产业成为支柱产业，到 2020 年，产值规模达到 10 万亿元以上。

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”¹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。

2019 年 3 月 26 日，四部委联合印发了《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，对 2019 年及过渡期间的新能源汽车补贴方法给出了最终指示。2019 年新能源汽车补贴标准在 2018 年的基础上退坡超过 50%，并取消“地补”，改为补贴充电基础设施。2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25

¹ 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。

日为过渡期，6月26日新的补贴政策开始实施。与此同时，财政部文件还明确要求，过渡期后地方不再对新能源公交车和燃料电池汽车以外的新能源车给予购置补贴，财政资金转为支持充电基础设施和加氢设施的建设，否则中央将在财政补贴中予以扣除。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价格及货款回收。

竞争格局

由于政府的政策支持以及行业发展前景的凸显，我国锂离子电池隔膜产业得到了快速的发展，同时国内隔膜技术逐步提升，目前隔膜基本已经实现了本土化生产。随着锂离子电池隔膜行业竞争趋于激烈，不具备自主研发设计能力的锂离子电池隔膜厂商的发展空间将逐渐缩小。目前隔膜行业的竞争主要集中在原材料配方工艺、微孔制备技术、成套设备设计能力、产品品质及核心客户等方面，具备自主核心技术、产品质量稳定及核心客户的锂离子电池隔膜厂商的市场占有率稳步提升。

该公司为我国湿法隔离膜龙头企业，2018年在全球隔膜市场占14%的市场份额。目前公司已进入全球绝大多数主流锂电池生产企业的供应链体系，其中海外客户包括松下、三星和LG化学，这三家企业占海外锂电池市场近80%市场份额；国内客户包括宁德时代、比亚迪、国轩高科、孚能科技及天津力神，这五家企业占中国锂电池市场超过80%的市场份额。此外公司还向国内其他20多家锂电池企业供应产品，在锂电池隔膜市场具有较强的竞争力及较高的行业地位。

图表 9. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 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
恩捷股份	24.57	42.05	2.52	3.55	77.02	47.13	6.80	1.71
星源材质	5.83	48.25	2.17	3.67	35.69	56.83	2.03	2.40
沧州明珠	33.25	16.56	4.23	7.29	48.47	31.96	2.93	1.67

资料来源：新世纪评级整理。

风险关注

该公司所处行业风险主要来自：（1）新能源汽车补贴政策退坡加快及锂电池扩产不达预期等，均可能导致隔膜产量增速放缓，公司经营压力加大；（2）锂电池隔膜行业大量新建产能，竞争日趋加剧，产品价格持续下降，未来可能存在产能过剩、行业内盈利能力下滑风险；（3）随科技发展锂电池或有被替代的可能，公司面临技术替代风险。

B. 包装印刷

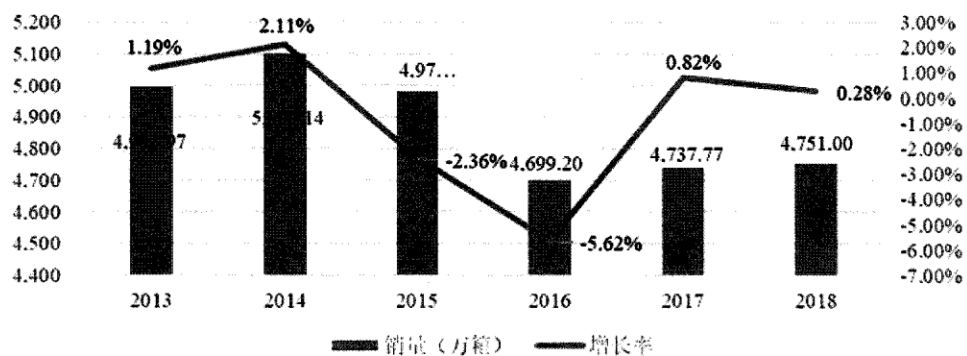
包装材料具备产品保护、附加值提升、便于推广促销等多重功能，在现代社

的衡量标志之一，是涉及到国民经济许多领域的配套行业。随着我国制造业规模的不断扩大和创新体系的日益完善，包装工业在服务国家战略、适应民生需求、建设制造强国等方面，发挥着重要的作用与影响，国家“十二五”规划更是首次将包装列为重点产业。

近年来，我国的包装材料行业获得了长足发展，根据中商产业研究院的研究报告显示，全国包装工业总产值已从 2005 年的 4017 亿元增长至 2016 年的 1.90 万亿元，成为我国新兴产业之一，增长势头较强劲。据中国包装联合会《中国包装行业年度运行报告（2018 年度）》显示，2018 年我国包装行业规模以上企业（年主营业务收入 2,000 万元及以上）累计完成主营业务收入 9,703.23 亿元，同比增长 6.53%，增速比去年同期降低了 2.85 个百分点，其中纸和纸板容器制造占整个包装业主营收入的 30.05%。目前，我国的包装材料行业已经成为一个体量巨大、门类齐全的现代工业体系，从总量上讲，我国已是世界第二大包装材料生产国。在我国经济发展的带动下，包装材料的应用范围会越来越广泛，环保型包装材料、新型防伪包装材料等细分子行业占比也将不断提高，未来仍具有较大的发展空间。

烟标印刷行业是包装印刷子行业下的细分行业，相对于其他子行业而言，具有技术水平高、印刷工艺复杂、创新空间大、附加值高等特点。卷烟行业在我国属于管制的行业，各卷烟生产企业须每年严格按国家计划组织生产和经营，保持卷烟行业产销平衡。我国卷烟行业在 2013-2014 年卷烟销量保持稳定增长并在 2014 年达到峰值 5,099 万箱，在经历 2015-2016 年连续两年下降后，2017-2018 年销量恢复增长。2018 年全国共销售卷烟 4,751 万箱，同比增加 13 万箱。整体看，未来在国家的管制下，我国烟标行业的市场容量将与卷烟行业市场容量保持同步发展态势。

图表 10. 2013-2018 年全国卷烟销量及增长率



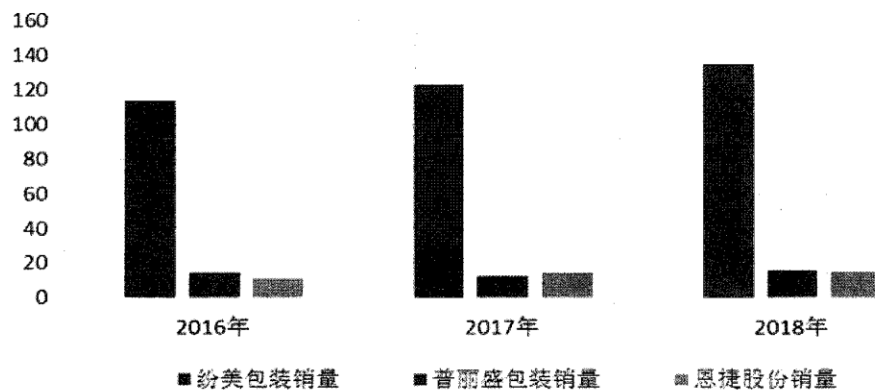
资料来源：公开资料整理。

无菌包装方面，无菌包装是为实现液体产品储存、运输、销售而按照一定技术方法以原纸为基体，与塑料、铝箔或其它阻透材料等经挤压复合而成，供液体产品在无菌环境下进行充填和封合的复合材料容器，主要应用在液态乳制品和非碳酸饮料市场领域。根据国家统计局数据显示，2018 年我国液态奶产量 2,505.5 万吨，同比增长 4.3%，1-11 月我国乳品加工业销售收入 3,085.51 亿元，同比增长 10.02%。2018 年行业收入增速较 2017 年的 6.8% 明显加快。

2018年，九部委《关于进一步促进奶业振兴的若干意见》中提出，力争到2025年全国奶类产量达到4,500万吨，切实提升我国奶业发展质量、效益和竞争力。因此，液态乳制品在未来几年中将保持稳步增长，为无菌包装市场提供良好的发展空间。

我国无菌包装起步较晚，目前外资企业占据国内大部分无菌包装的市场份额，其中利乐和康美包是无菌包装领域的两大巨头，合计约占国内70%的市场份额，行业集中度较高。近年来，随着技术的发展和研发实力的提升，国内无菌包装生产企业在材料技术和生产工艺上取得了一定进步，其中纷美包装（股票代码0468.HK）目前是国内生产规模最大的无菌包装企业，2018年实现销量135亿包；普丽盛包装（股票代码300442.SZ）和该公司销售规模相对不大。

图表 11. 国内无菌包装企业销量比较（单位：亿包）



资料来源：公开资料整理。

2. 业务运营

该公司2018年实施重大资产重组，增加锂电池隔膜业务，目前业务范围主要包括膜类产品（锂电池隔膜、BOPP薄膜）、包装印刷产品及纸制品包装等，膜类产品中的锂电池隔膜为目前发展重点。公司锂电池隔膜处于行业龙头地位，国内市场份额领先，同时持续拓展海外市场，近年收入保持增长，且盈利水平较高；但产品价格持续下滑，且货款回笼周期较长，面临盈利能力下滑风险及经营占款压力。除锂电池隔膜外，其他业务收入增长缓慢甚至下滑，盈利能力下降。公司存在较大规模产能扩张计划，资本性支出压力持续增加；而在新能源汽车行业补贴退坡、需求增速放缓的背景下，若未来项目收益不及预期，将面临较大投资损失风险。

该公司原主业为包装印刷产品、特种纸及BOPP薄膜的生产销售，2018年收购上海恩捷，增加锂电池隔膜业务。上海恩捷为国内湿法隔膜行业龙头企业，具有较强的技术优势和规模优势。目前锂电池隔膜为公司发展重点，公司在巩固国内市场地位的同时，不断推进海外业务拓展，目前处于产能快速扩张阶段。

2016~2018年及2019年第一季度,该公司营业收入分别为16.45亿元、21.14亿元、24.57亿元和6.56亿元,呈持续增长态势,收入增长主要由锂电池隔膜增长带动,无菌包装小幅增长,而烟膜、烟标及特种纸受竞争加剧等因素影响,收入持续下降。同期毛利率分别为38.71%、43.01%、42.05%和45.87%,其中高毛利率的锂电池隔膜业务占比逐步提升,而其他产品毛利率持续下滑,在此影响下毛利率有所波动。

图表 12. 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
膜类产品	全球	规模/技术
包装印刷产品	全国	规模/技术
特种纸	全国	规模/技术

资料来源:恩捷股份

此外,该公司其他产品或业务还包括全息电化铝、转移膜、手工包装用膜等其他零星产品及处理品角料、废料销售、出租等,收入规模较小。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 13. 公司核心业务收入及变化情况(亿元,%)

主导产品或服务	2016年度	2017年度	2018年度	2019年 第一季度	2018年 第一季度
营业收入合计	16.45	21.14	24.57	6.56	4.31
其中:核心业务营业收入(亿元)	15.74	20.11	24.01	6.37	4.22
在营业收入中所占比重(%)	95.65	95.13	97.69	97.15	97.91
其中:(1)膜类产品	10.34	14.85	19.23	5.26	3.15
在核心业务收入中所占比重(%)	65.74	73.85	80.10	82.54	74.64
(2)烟标	1.95	1.59	1.15	0.29	0.29
在核心业务收入中所占比重(%)	12.37	7.92	4.78	4.55	6.87
(3)无菌包装	1.77	2.22	2.34	0.59	0.47
在核心业务收入中所占比重(%)	11.23	11.06	9.75	9.26	11.14
(4)特种纸	1.68	1.44	1.29	0.23	0.32
在核心业务收入中所占比重(%)	10.65	7.17	5.38	3.61	7.58
毛利率(%)	38.71	43.01	42.05	45.87	46.09
其中:膜类产品(%)	39.96	46.61	46.82	51.61	53.45
烟标(%)	51.18	43.80	43.54	34.54	34.98
无菌包装(%)	24.28	25.13	20.81	23.83	20.53
特种纸(%)	24.47	16.76	14.57	3.72	11.38

资料来源:恩捷股份

A.膜类产品

该公司膜类产品包括锂电池隔膜及BOPP薄膜,其中锂电池隔膜为湿法隔膜,包括基膜和涂布膜;BOPP薄膜包括烟膜和平膜。2016~2018年及2019年第一季度,公司膜类产品收入分别为10.34亿元、14.85亿元、19.23亿元和5.26

亿元，其中锂电池隔膜收入随着产能扩张及客户开拓而快速增长，BOPP 薄膜收入基本稳定。同期膜类产品毛利率分别为 39.96%、46.61%、46.82%和 51.61%，因毛利率较高的锂电池隔膜收入占比上升而保持增长，其中锂电池隔膜 2017 年因产能快速扩张形成规模化效应，毛利率增长；2018 年因价格下降幅度较大，毛利率有所降低，2019 年第一季度随着原材料价格下降，毛利率有所增长；BOPP 膜因卷烟行业竞争加剧，毛利率持续下降。

锂电池隔膜

该公司锂电池隔膜业务由子公司上海恩捷及其子公司负责运营。2018 年，公司向上海恩捷原股东 Paul Xiaoming Lee 等 21 名交易对方发行新增 2.01 亿股股份，以购买上海恩捷 90.08%的股权，股权作价 49.99 亿元，评估增值率 302.56%，已于 2018 年 7 月 19 日完成过户手续。公司原计划配套募集资金 8 亿元用于珠海恩捷隔膜一期项目 5 条生产线，但后取消，资金来源改为由自有资金或债务性融资，该项目目前已建成投产。该项收购业绩承诺 2018~2020 年上海恩捷归属于母公司净利润分别不低于 5.55 亿元、7.63 亿元和 8.52 亿元，2018 年实现归属于母公司净利润 5.85 亿元，完成业绩承诺，需持续关注后续业绩承诺实现情况。上海恩捷目前是国内湿法锂离子电池隔离膜的龙头企业，市场占有率领先。锂电池隔膜主要供应大型锂电池生产企业，下游主要应用于新能源汽车及电子产品，近年随着新能源汽车行业快速发展而增长，是锂电池构成部件中盈利能力相对较高的部分。公司通过规模效应及较好的技术工艺以获得成本优势，同时与国内外知名锂电池生产企业建立了较稳定的合作关系，具备较强的竞争力。

该公司目前生产基地分布在上海和珠海，截至 2018 年末，公司湿法隔膜基膜产能共 13 亿平方米，涂布膜产能共 10.4 亿平方米：其中上海恩捷有 6 条产能共 3 亿平方米的基膜生产线、21 条产能共 2.4 亿平方米的涂布膜生产线；珠海恩捷有 12 条产能共 10 亿平方米的基膜生产线、40 条产能共 8 亿平方米的涂布膜生产线。此外，公司计划建设的项目包括：珠海恩捷二期投建 4 条基膜生产线、江西通瑞一期投建 8 条生产线项目、无锡恩捷投建 8 条生产线。上述产能扩张计划累计在建湿法隔膜产能约为 15 亿平方米，计划在 2020 年内建成投产，达到 28 亿平方米的产能规模。公司锂电池隔膜一般按照客户要求进行定制化生产。近年来公司产能快速扩张以匹配需求的增长，新增产能可否充分利用需持续关注。公司锂电池隔膜一般按照客户要求进行定制化生产。近年来公司产能快速扩张以匹配需求的增长，新增产能可否充分利用需持续关注。

该公司锂电池隔膜成本主要由原材料、能耗、制造费用和人工成本等构成。锂电池隔膜主要原材料为高密度聚乙烯，辅料为二氯甲烷、白油、添加剂等。其中，聚乙烯主要向 KPIC CORPORATION、三井化学（中国）管理有限公司等供应商采购。此外，电力及天然气采购也为主要成本支出。公司与大型供货商建立稳定的合作关系，以确保供货质量的稳定性，供应商集中度较高。

采购方面，上海恩捷先由生产部根据订单需求、安全库存和备货周期等因素编制月度生产计划，据此采购部门编制采购计划并实施采购。结算模式

上，公司境外采购主要是采用 TT 或即期信用证结算，款到发货。境内采购一般有 3-6 个月账期，采用银行承兑汇票和现金结合的方式结算。公司大批量采购可获得一定议价能力，随着采购规模扩大，自 2017 年以来主要原材料采购价格逐年有所下降。

该公司锂电池隔膜业务总成本中，原材料占比相对较小，成本还与规模效应及产品损耗密切相关，通过提高自身生产技术和分切工艺，可提高良品率，降低损耗率，进而控制成本。公司核心生产设备主要进口自日本制钢所（JSW），具有较好的稳定性及低能耗性。2016-2018 年，公司锂电池隔膜综合良品率分别为 73%、78%和 76.7%。

该公司锂电池隔膜销售模式以直销为主，由营销部门销售人员负责产品的销售、推广和订单获取工作。锂电池隔膜通常需要经过较长的试制时间、试制阶段。国内厂商认证时间约为 9-12 个月，国外厂商认证时间约为 18-24 个月。在认证通过后，公司会与其形成稳定的批量供货关系，因产线及产品认证周期较长，也对行业新进入者形成一定壁垒，而对已认证通过并稳定供货的企业，一般可保持长期合作关系。目前公司与宁德时代、国轩高科等国内前十大锂电池生产企业及 LG 化工、三星 SDI 等知名海外锂电池生产企业均建立了合作关系，客户集中度高，虽然有助于稳定供货及产生规模效应，但单一对象的变动可能对公司业务造成较大影响，同时也易对公司议价能力造成不利影响。上海恩捷目前以境内销售为主，预计未来随着海外客户的开拓，境外收入占比将逐渐提高。需要关注的是，公司下游锂电池行业头部特征显著，公司主业运营受锂电池行业头部企业经营和财务状况变动的较大影响。

对国内销售，该公司一般每年签订一次供货协议，国外销售根据客户不同存在差异，一般签订多年期框架协议，确定合作期、大致采购量、价格及限制条件等；在框架协议基础上，每月按具体订单确定单笔数量及产品种类进行交付。结算模式上，大客户一般给予 30-120 天账期，采取现金及票据等结算方式。受产能逐步投放及信用政策的影响，公司应收账款余额增加较快。

该公司近年来持续扩张产能，同时巩固国内市场份额，拓展海外客户，锂电池隔膜销量及销售额快速增长。但随着行业产能释放，锂电池隔膜价格逐年下降，2016 年至 2019 年第一季度该公司基膜价格降幅约 47%，涂布膜价格降幅约 32%，产品价格降幅超过原材料价格降幅，盈利空间受到挤压。公司通过规模效应及降低损耗率等方式控制成本，目前毛利率有所波动而尚未出现明显下滑趋势，但未来随着国内新能源汽车行业补贴退坡，其上游锂电池及相关行业需求或将受影响，同时包括公司在内的多家锂电池隔膜生产企业均有大量产能释放，产品价格及盈利能力或将显著承压。

BOPP 薄膜

该公司 BOPP 薄膜业务主要由红塔塑胶及其子公司成都红塔负责运营，产品包含烟膜和平膜，烟膜为卷烟包装塑料材料，技术要求相对较高；平膜为基础包装材料，应用广泛。公司 BOPP 薄膜业务规模在国内西南部地区

BOPP 薄膜市场处于领先地位，其中烟膜行业合格生产厂商较少，公司在全国市场份额超过 20%。2016~2018 年及 2019 年第一季度，BOPP 薄膜收入分别为 5.36 亿元、5.91 亿元、5.95 亿元和 1.39 亿元，收入规模较稳定。同期 BOPP 薄膜毛利率分别为 19.71%、15.56%、13.45%和 12.23%，逐年有所下滑，主要因市场竞争加剧所致。

BOPP 薄膜业务生产基地位于云南玉溪和成都，拥有 3 条生产线，烟膜和平膜均可生产，合计有 5.6 万吨年产能，近三年来产能保持平稳，产能利用率稳定在 94%左右。

BOPP 薄膜原材料主要为聚丙烯，主要向中石油、中石化采购。受原油价格波动影响，2016~2018 年采购价格持续上升，2019 年第一季度有所下降。采购结算账期一般在 1 个月内，多采用现金结算。

图表 14. 公司 BOPP 薄膜主要原材料采购情况（吨，元/吨，万元）

分类	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
聚丙烯	单价	6,863.63	7,860.56	8,491.46	8,154.67
	采购量	52,414.57	53,289.51	53,767.09	14,239.33
	金额	35,975.43	41,888.56	45,656.09	11,611.70

资料来源：恩捷股份

该公司是云南省非专卖的卷烟材料 A 级供应商，烟膜产品主要客户为国内大型的卷烟生产企业，包括云南中烟物资（集团）有限责任公司、四川中烟工业有限责任公司和重庆中烟工业有限责任公司等。烟膜产品主要基于《烟用物资采购管理规定》，通过参与各卷烟企业招投标获取订单，并按照客户的订单组织生产和销售，为客户提供定制产品。平膜订单较分散，通过经销商进行销售。公司 BOPP 薄膜结算账期一般在 1 个月内，采用现金结算，整体现金回笼情况良好。近年来随着原材料聚丙烯价格上涨，BOPP 薄膜价格均有小幅增长。

B. 包装印刷产品及纸制品包装

该公司包装印刷产品包括烟标及无菌包装，前者用于卷烟包装，后者用于饮料及牛奶等液体包装，主要由公司本部负责运营。公司同时生产纸制品包装材料作为烟标产业链上游延伸，由德新纸业负责运营，主要包括雷射转移防伪纸、直镀纸、涂布纸等，应用于烟标、化妆品盒、烟标内衬纸等。公司包装印刷产品及纸制品包装业务流程均为采购白卡纸等原材料，根据客户订单要求进行加工、印刷并制成包装成品或特种纸成品。

该公司烟标、无菌包装、特种纸等纸类产品加工业务，主要原材料包括白卡纸、聚乙烯、PET 膜等。其中白卡纸主要采购自国内太阳纸业、森博纸业、亚太纸业等，账期一般在 1-3 个月，采用银行承兑汇票结算。受包装用纸价格上涨影响，2018 年以来公司纸张采购成本上升。

图表 15. 公司包装印刷产品及特种纸主要原材料采购情况（吨，元/吨，万元）

分类	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
纸张	单价	6,991.06	6,686.86	7,355.32	7,360.70
	采购量	26,104.44	29,924.98	27,267.90	6,355.85
	金额	18,249.76	20,010.43	20,056.40	4,678.35
PET 膜	单价	9,438.06	10,519.24	12,966.94	12,312.48
	采购量	1,382.67	1,800.06	1,308.17	242.26
	金额	1,304.97	1,893.53	1,696.30	298.28

资料来源：恩捷股份

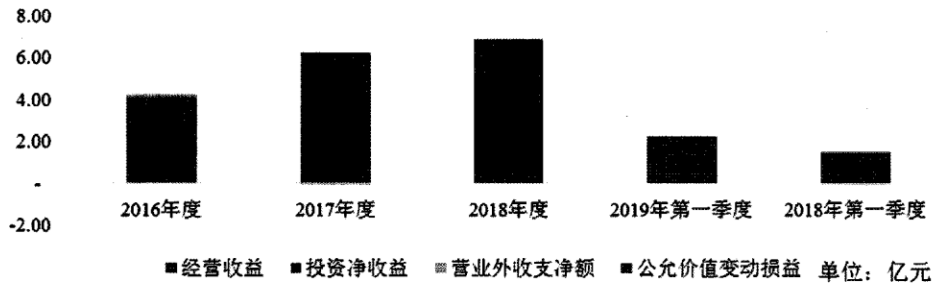
该公司烟标生产基地位于云南玉溪，截至 2018 年末，拥有 6 条生产线，年产能 50 万大箱。因烟草行业季节性明显，公司为满足元旦、春节等节假日前后高峰期供货量，需配备相对较高的产能，故全年产能利用率偏低，在 50-70%左右。烟标产品与烟膜的销售模式及销售渠道类似，通过大型卷烟企业招投标获取订单。2016~2018 年及 2019 年第一季度，该公司烟标收入分别为 1.95 亿元、1.59 亿元、1.15 亿元和 0.29 亿元，毛利率分别为 51.18%、43.80%、43.54%和 34.54%，受下游卷烟行业竞争加剧影响，收入及毛利率持续下滑。

无菌包装生产基地位于云南玉溪，目前产能利用率低，而此外首次发行股票募投项目 30 亿个彩印包装盒改扩建项目尚在建，总投资 2.84 亿元，公司后续将进一步开拓乳制品包装市场，但如产能利用情况无法改善，将产生生产线投资损失风险。无菌包装按客户要求定制化生产，主要供应内蒙古伊利实业集团股份有限公司、内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司、中国汇源果汁集团有限公司、北京三元食品股份有限公司、皇氏集团华南乳品有限公司等大型知名乳企、饮料企业，一般给予客户 2-3 个月账期。2016~2018 年及 2019 年第一季度，无菌包装收入分别为 1.77 亿元、2.22 亿元、2.34 亿元和 0.59 亿元，毛利率分别为 24.28%、25.13%、20.81%和 23.83%。公司无菌包装业务通过开拓大型乳企及拓展国际业务以带来业绩增长，但 2018 年受原材料纸张单价上涨影响，毛利率有所下滑。

特种纸方面，2016~2018 年及 2019 年第一季度特种纸实现收入分别为 1.68 亿元、1.44 亿元、1.29 亿元和 0.23 亿元，毛利率分别为 24.47%、16.76%、14.57%和 3.72%，因主要下游产品烟标需求量下降，收入持续下滑，同时受原材料纸张价格上涨的影响，毛利率下滑较快。

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构



资料来源：根据恩捷股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来源于经营收益。2016~2018年及2019年第一季度，公司营业收入分别为16.45亿元、21.14亿元、24.57亿元和6.56亿元，呈持续增长态势，收入主要来源于膜类产品。同期毛利率分别为38.71%、43.01%、42.05%和45.87%，其中锂电池隔膜盈利水平较高，但毛利率存在一定波动，随着其收入占比提高，带动整体毛利率波动上升；其他产品毛利率基本呈下滑态势。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年度	2019年 第一季度	2018年 第一季度
营业收入合计(亿元)	16.45	21.14	24.57	6.56	4.31
毛利(亿元)	6.37	9.09	10.33	3.01	1.99
期间费用率(%)	13.16%	13.07%	13.26%	11.26%	12.58%
其中：财务费用率(%)	1.67%	0.58%	1.01%	1.43%	0.78%
全年利息支出总额(亿元)	0.30	0.21	0.72	-	-
其中：资本化利息数额(亿元)	-	0.04	0.43	-	-

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

期间费用方面，该公司期间费用率较稳定，2016~2018年及2019年第一季度分别为13.16%、13.07%、13.26%和11.26%，其中管理费用和研发费用占比较大，主要用于薪酬、材料支出、中介咨询费及股份支付等。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016年度	2017年度	2018年度	2019年 第一季度	2018年 第一季度
投资净收益(亿元)	0.03	0.09	0.09	0.00	0.03
营业外收入及其他收益(亿元)	0.18	0.14	0.92	0.43	0.05
其中：政府补助(亿元)	0.18	0.14	0.91	0.43	0.05
公允价值变动损益(亿元)	-	-	-	-	-

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

2016~2018年及2019年第一季度，该公司营业外收入和其他收益合计分别

为 0.18 亿元、0.14 亿元、0.92 亿元和 0.43 亿元，主要为政府补助，2018 年补助大幅增长，主要因地方政府为支持产业发展，随着公司锂电池隔离膜产线的投入加大，地方政府给予补贴支持所致。公司投资收益规模较小，主要为理财产品收益。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司营业利润分别为 4.09 亿元、6.36 亿元、7.78 亿元和 2.67 亿元，净利润分别为 3.65 亿元、5.49 亿元、6.80 亿元和 2.34 亿元，随着主业收入及盈利规模扩大而持续增长。

(3) 运营规划/经营战略

该公司锂电池隔膜业务后续存在较大规模扩产计划，计划总投资 50.50 亿元，截至 2019 年 3 月末累计已投资 14.96 亿元，而未来产能扩张项目或将进一步增加。公司后续资本性支出规模较大，融资需求将快速增加，对公司带来较大资金平衡压力；而在国内新能源汽车补贴退坡、行业增速放缓，同时锂电池隔膜行业大量新增产能，竞争加剧的情况下，产品价格下滑趋势或将持续，公司可能面临投资回报不及预期的风险。

图表 19. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	预计建成时间	投资计划		资金来源
				2019 年 4-12 月	2020 年	
江西通瑞一期锂电池隔膜生产线	17.5	9.36	2019-12	8.14		6 亿元采用本次可转债募集资金，其余自筹
无锡恩捷一期锂电池隔膜生产线	22	5.60	2020-12	12.40	4.00	10 亿元采用本次可转债募集资金，其余自筹
珠海恩捷二期锂电池隔膜生产线	11	-	2020-4	4.00	7.00	自筹
合计	50.5	14.96	-	24.54	11.00	-

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为自然人家族控制的上市公司，2018 年公司收购同一实际控制人控制的上海恩捷，形成重大资产重组及关联交易。公司各业务间差异较大，并购重组后各子公司基本独立运作，公司合并层面存在一定管控压力。

(1) 产权关系

该公司控股股东为 Paul Xiaoming Lee（李晓明）；实际控制人为李晓明家族，包括 Paul Xiaoming Lee（李晓明）、李晓华、Yan Ma、Sherry Lee、Yanyang Hui、Jerry Yang Li，均签订《一致行动协议书》，除李晓华为中国籍外，其余

均为美籍。其中 2019 年 3 月，原实际控制人家族成员之一王毓华女士去世，其持有公司 5.50% 的股权过户给继承人 Sherry Lee 和 Jerry Yang Li。截至 2019 年 3 月末，公司总股本为 4.73 亿股，李晓明家族控制的股份比例为 56.66%，为公司控股股东和实际控制人。

截至 2019 年 3 月末，李晓明家族持股中，合计 0.44 亿股份已质押，占其家族持股的 16.18%。

(2) 主要关联方及关联交易

2018 年该公司关联交易主要为向联营企业昆莎斯采购添加剂 0.45 亿元及销售原料 0.14 亿元，年末对昆莎斯应付账款 0.07 亿元。关联担保方面，年末公司向子公司提供担保余额合计 25.71 亿元，其中向上海恩捷、珠海恩捷提供担保分别为 9.34 亿元和 12.85 亿元；公司未向合并范围外关联方提供担保。此外，公司于 2018 年发行股份 2.01 亿股收购李晓明家族控股的上海恩捷 90.08% 的股权（股权作价 49.99 亿元），构成重大资产重组及关联交易，交易前后李晓明家族及其控制的公司持股比例由 50.98% 变更为 56.64%。

(3) 公司治理

该公司按照《公司法》、《证券法》和中国证监会《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立并完善法人治理结构。公司设置股东大会、董事会及监事会。股东大会为最高权力机构；董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名，公司董事由股东大会选举产生，任期 3 年，任期届满可连选连任；公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事不少于 1/3，由公司职工通过民主方式选举产生。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据经营管理需要，设置营销中心、采购管理中心、财务中心、人力资源中心、运营管理中心、信息技术中心和研究院，以及由副总裁管控 3 个事业群。公司收购上海恩捷后，新增业务与以往差异较大，目前子公司基本按照独立的人员、经营管理及财务体系进行运作，整合力度较弱，公司整体具备一定管控风险。

(2) 经营决策机制与风险控制

对外担保方面，该公司进行对外担保，须经公司董事会出席会议的三分之二签署同意并经全体独立董事三分之二以上签署同意或经股东大会批准后方可办理。对于对外担保进行事前审查评估及担保期内跟踪，并要求提供反担保。

关联交易方面，该公司制定了关联方报备、关联交易披露及决策、关联交易定价、溢价购买关联人资产、关联交易披露和决策程序的豁免等规则，对于溢价购买关联人资产，需提供拟购买资产的盈利预测报告，并在交易后三年披露实际盈利数与预测数的差异。

(3) 投融资及日常资金管理

投资管理方面，对于不同金额分别需经董事会及股东大会决定，对于短期投资和长期投资分别制定管理制度，财务部需对被投资单位的财务状况和投资回报状况进行分析。

(4) 不良行为记录

2016年以来，该公司不良行为记录主要体现于上海恩捷2次因污水排放问题受到处罚。此外公司下属子公司涉及多项诉讼，但金额不大。公司存在一笔欠息记录，据说明系银行操作系统原因导致。上述信息显示上海恩捷在环保方面存在一定风险，其对于污水排放等问题已实施整改，后续需持续关注整改效果。

图表 20. 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	2019.5.30	无	有 ²	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.6.16	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
诉讼	公开信息披露	2019.6.16	无	无	有 ³	无
工商	工商企业信用信息公示系统	2019.6.16	不涉及	无	有 ⁴	无
质量	恩捷股份	2019.6.20	不涉及	无	无	无
安全	恩捷股份	2019.6.20	不涉及	无	无	无

资料来源：根据恩捷股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

该公司锂电池隔膜业务快速发展，持续投入产能扩张项目，固定资产及在建工程规模迅速增长，同时因货款回收周期较长，应收账款快速增长，经营占款压力上升，需关注款项回收及资金平衡情况。公司负债总额增长较快，负债率有所上升，且短期刚性债务占比逐步提高，偿债压力加大。公司货币资金存

² 已结清负债中，2016年3月存在一笔欠息记录，据银行提供的说明，系银行操作系统原因导致。

³ 上海恩捷涉及多起诉讼，金额不大。

⁴ 上海恩捷分别于2016年6月、2017年5月因排放污水超标受到上海市浦东新区城市管理行政执法局警告处罚。

量略显不足，存在一定规模的受限资产，资产流动性偏弱。

1. 数据与调整

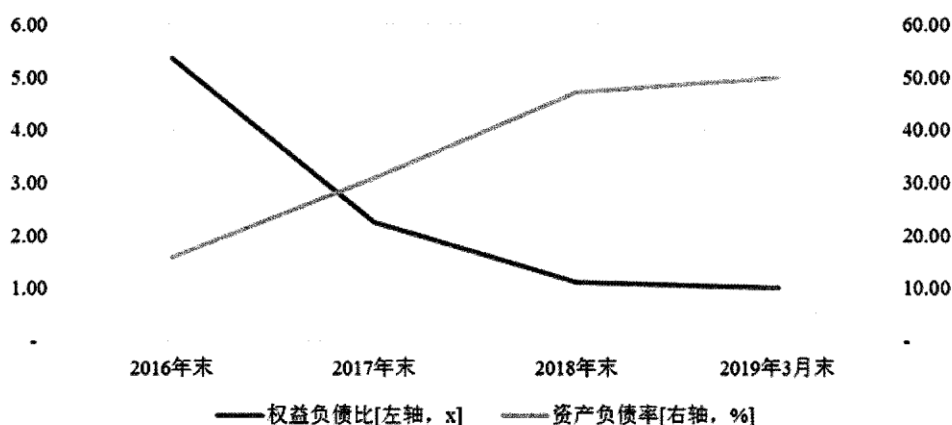
该公司 2018 年发生重大资产重组，并购上海恩捷，本次评级数据使用重大资产重组后公司出具的备考财务报告。公司 2016-2018 年备考财务报告均经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的《审计报告》（大华审字[2019]008881）。公司 2019 年 1-3 月财务报表未经审计。该公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》、企业会计制度及其补充规定。

截至 2019 年 3 月末，该公司通过直接或间接方式控股的，纳入合并范围的子公司共有 12 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势

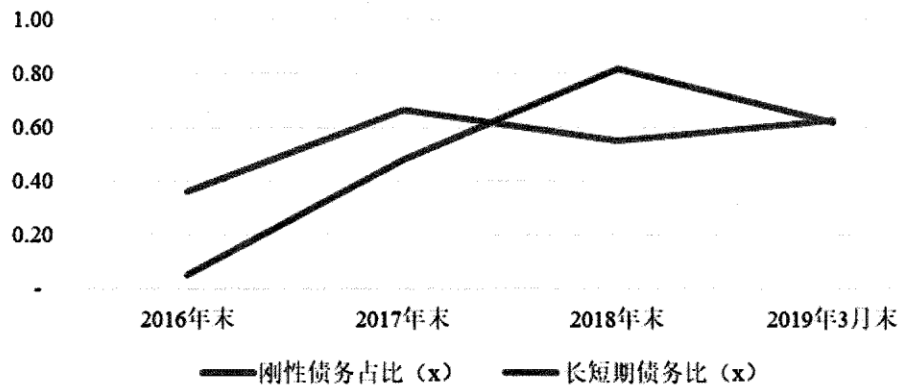


资料来源：根据恩捷股份所提供数据绘制。

随着该公司锂电池隔膜业务经营规模扩大，产能扩张投入资金增加，公司负债总额快速增长，因此权益负债比逐年下降，资产负债率快速攀升。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 1.91 亿元、15.49 亿元、36.30 亿元和 33.72 亿元；同期末资产负债率分别为 15.75%、30.81%、47.13%和 49.91%。权益方面，2016 年公司完成上市，增厚所有者权益，同时随着经营不断积累，公司所有者权益逐年增长，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 29.39 亿元、34.79 亿元、40.72 亿元和 43.06 亿元。2016-2018 年，公司现金分红数量分别为 1.00 亿元、1.50 亿元和 1.80 亿元，占当年归属于上市公司普通股股东的净利润的比例均超过 30%，关注分红情况对公司所有者权益的影响。总体看，公司债务率持续增长，目前负债水平尚可，但目前公司存在大额产能扩张投入计划，预计未来债务率将进一步上升。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 第一季度末
刚性债务 (亿元)	1.98	10.28	20.04	26.87
应付账款 (亿元)	1.74	2.46	3.74	4.66
其他应付款 (亿元)	0.02	0.74	2.56	2.07
其他非流动负债 (亿元)	-	-	7.82	7.82
刚性债务占比 (%)	36.11	66.33	55.21	62.63
应付账款占比 (%)	31.62	15.90	10.30	10.86
其他应付款占比 (%)	0.43	4.80	7.06	4.81
其他非流动负债 (%)	-	-	21.55	18.23

资料来源：根据恩捷股份所提供数据绘制。

近几年，该公司债务期限结构持续变化，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，长短期债务比分别为 15.75%、30.81%、47.13%和 49.91%。公司债务主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和其他非流动负债等构成。由于经营规模扩大，公司原材料采购也相应增长，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末应付账款分别为 1.74 亿元、2.46 亿元、3.74 亿元和 4.66 亿元；公司其他应付款包括限制性股票回购义务、押金及质保金等，2018 年公司并购江西通瑞产生待支付的股权收购款 1.60 亿元，使得其他应付款增加较多。此外，2018 年末公司收购江西通瑞，其锂电池隔膜项目获得政府扶持性质的借款 7.82 亿元，计入其他非流动负债，系子公司江西通瑞在江西省宜春市高安市进行锂电池隔离膜生产基地项目建设，当地政府给予政策扶持。依据投资协议相关条款，先期以政府借款的形式为其垫付设备购置款，待每条锂电隔离膜生产线投入使用时，按投入使用生产线数量占预计总投入使用生产线数量的比例分批确认为设备补助款。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
短期刚性债务合计	1.98	6.07	12.20	19.03
其中：短期借款	0.14	3.28	9.30	12.94
一年内到期非流动负债	-	0.57	1.54	1.54
应付短期债券	-	-	-	-
应付票据	1.85	2.21	1.33	4.53
其他短期刚性债务	0.00	0.02	0.03	0.02
中长期刚性债务合计	-	4.20	7.84	7.84
其中：长期借款	-	4.20	7.84	7.84
应付债券	-	-	-	-
其他中长期刚性债务	-	-	-	-
综合融资成本（年化，%）	5.0%	6.0%	5.5%	5.0%

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

随融资需求增加，该公司刚性债务快速增长，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 1.98 亿元、10.28 亿元、20.04 亿元和 26.87 亿元。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末短期刚性债务比重逐年提升，分别为 33.60%、54.77%、60.88%和 62.30%，目前即期债务偿付压力较大。

具体构成来看，该公司刚性债务主要由银行借款和应付票据构成。近几年，公司资金需求大幅提升，银行借款快速增长，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 0.14 亿元、8.05 亿元、18.66 亿元和 22.32 亿元。2018 年末公司短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款分别 9.30 亿元、1.54 亿元和 7.84 亿元。其中短期借款方式包括质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款，比例分别约 18%、5%、67%和 10%，公司抵、质押物包括应收票据、应收账款、固定资产和土地使用权，保证借款的担保人为公司实际控制人及子公司；公司长期借款均为抵押借款，以固定资产、在建工程及无形资产作为抵押物。报告期公司应付票据余额分别为 1.85 亿元、2.21 亿元、1.33 亿元和 4.53 亿元，其中 2019 年 3 月末大幅增长系公司经营规模扩大，原材料采购增加所致。

近几年，该公司融资成本区间为 4.35%-6.70%。从期限结构看，截至 2019 年 3 月末公司有息债务主要分布在一年以内及 5 年以上，债务余额分别为 11.89 亿元和 9.38 亿元，融资成本整体水平尚可。

图表 24. 公司 2019 年末 3 月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	-	-	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	-	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	3.35	-	-	-	9.38
5%~6%（不含 6%）	8.24	-	-	-	-
6%~7%（不含 7%）	0.30	-	-	-	-
7%及以上	-	-	-	-	-

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
合计	11.89	-	-	-	9.38

资料来源：恩捷股份。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
营业周期(天)	172.77	199.44	247.85	-
营业收入现金率(%)	73.32	77.51	68.64	58.45
业务现金收支净额(亿元)	1.86	2.53	1.39	-0.95
其他因素现金收支净额(亿元)	-0.63	0.07	0.32	0.19
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	1.23	2.60	1.71	-0.76
EBITDA(亿元)	5.35	7.62	9.75	-
EBITDA/刚性债务(倍)	5.40	1.24	0.64	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	17.96	36.92	13.46	-

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

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。

近几年，该公司业务结构发生变化，因湿法隔膜业务交付验收周期较烟标及无菌包装业务相比较长，导致公司营业周期整体拉长，2016-2018年分别为172.77天、199.44天和247.85天；同期营业收入现金率分别为73.32%、77.51%和68.64%，湿法隔膜业务回款周期较长，经营收现能力较弱。公司营业活动现金流量主要与主业经营活动有关，其他业务现金收支金额较小。2016-2018年及2019年第一季度公司经营现金净流量分别为1.23亿元、2.60亿元、1.71亿元和-0.76亿元。

近几年，该公司利润总额不断扩大，EBITDA逐年增长，2016-2018年分别为5.35亿元、7.62亿元和9.75亿元，但公司刚性债务规模增长较快，因此EBITDA对刚性债务覆盖倍数有所下降，2016~2018年分别为5.40倍、1.24倍和0.64倍；同期EBITDA对利息支出覆盖倍数分别为17.96倍、36.92倍和13.46倍。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.86	-2.90	2.43	0.18
其中：理财产品投资回收与支付净额	0.85	-3.00	3.00	0.14

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
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	-6.30	-11.29	-13.91	-2.84
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-
投资环节产生的现金流量净额	-5.44	-14.19	-11.48	-2.66

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

该公司投资活动主要为项目建设投入、购买理财产品及到期回收，公司其他投资活动现金流相对较小。2016-2018年及2019年第一季度，公司投资活动现金净流量分别为-5.44亿元、-14.19亿元、-11.49亿元和-2.66亿元。公司在建项目仍需较大金额的资本性支出，面临一定的投融资压力。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
权益类净融资额	16.80	1.23	-	-
债务类净融资额	-4.14	7.73	10.08	4.61
其中：现金利息支出	0.30	0.16	0.72	0.17
筹资环节产生的现金流量净额	11.32	7.86	7.84	4.48

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

近年来，该公司通过股票上市和银行借款进行融资。权益方面，2016年9月公司公开发行股票上市募集资金7.48亿元（净额）；2017年6月公司实行股权激励收到投资款0.74亿元。此外，2016年公司与关联方之间的借款及偿还，当年收到/支付其他筹资活动有关的现金较多。2016-2018年及2019年第一季度，公司筹资性现金净流量额分别为11.32亿元、7.86亿元、7.84亿元和4.48亿元。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	18.76	21.70	27.83	31.21
	53.77%	43.16%	36.13%	36.30%
其中：货币资金（亿元）	8.79	5.27	3.14	4.54
应收款项（亿元）	5.80	7.21	12.31	12.51
应收票据（亿元）	0.98	1.58	3.40	3.55
存货（亿元）	2.45	3.31	4.72	5.57
其他流动资产（亿元）	3.21	5.04	3.57	5.11
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	16.13	28.58	49.19	54.76
	46.23%	56.84%	63.87%	63.70%
其中：固定资产（亿元）	11.24	15.23	31.75	31.61

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
在建工程（亿元）	0.47	6.32	10.37	14.66
其他非流动资产（亿元）	3.21	5.04	3.57	5.11
期末全部受限资产账面金额（亿元）	4.12	4.00	24.08	未提供
期末抵质押融资余额（亿元）	7.00	7.00	8.33	8.33
受限资产账面余额/总资产（%）	11.81	7.96	31.26	未提供

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

随着锂电池隔离膜生产基地项目持续推进及业务规模扩大，该公司资产总额快速增长，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产总额分别为 34.88 亿元、50.28 亿元、77.02 亿元和 85.97 亿元。与此同时，公司资产结构发生一定变化，非流动资产比重逐年提升。

具体构成来看，该公司非流动资产主要由在建工程、固定资产和其他非流动资产构成。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末公司在建工程分别为 0.47 亿元、6.32 亿元、10.37 亿元和 14.66 亿元，2017 年以来公司不断推进锂电池隔离膜生产基地项目建设，在建工程余额快速增长；同期末固定资产分别为 11.24 亿元、15.23 亿元、31.75 亿元和 31.61 亿元，占资产总额的比重分别为 32.21%、30.9%、41.22%和 36.77%，增长主要因锂电池隔膜新建生产线结转。其他非流动资产主要包括预付设备款和工程款，随公司购买的设备交货及工程款支付呈现一定波动，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末余额分别为 3.21 亿元、5.04 亿元、3.57 亿元和 5.11 亿元。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末该公司流动资产分别为 18.76 亿元、21.70 亿元、27.83 亿元和 31.21 亿元，主要由货币资金、应收账款、应收票据和存货构成。公司货币资金主要是银行存款，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 8.79 亿元、5.27 亿元、3.14 亿元和 4.54 亿元，逐年减少主要是用于锂电池隔膜项目建设所致，其中 2018 年末公司受限货币资金 0.69 亿元，主要用于银行承兑汇票及信用证等保证金。应收账款和应收票据随公司锂电池隔膜业务规模增长而快速增长，其中应收账款报告期分别为 5.80 亿元、7.21 亿元、12.31 亿元和 12.51 亿元，公司下游为各大型锂电池厂商，议价能力相对较弱，此外随着行业产能逐步释放，期末形成大量应收账款，导致应收账款增速高于营业收入，随着公司锂电池隔膜业务产能持续扩张，预计未来应收账款规模将进一步增长，公司应收账款集中在一年内，2018 年末一年内的应收账款占比为 90.68%，2018 年末公司前五名应收账款占比 43.51%，集中度较高；报告期公司应收票据分别为 0.98 亿元、1.58 亿元、3.40 亿元和 3.55 亿元。

2018 年末，该公司受限资产规模 24.08 亿元，占当期资产总额的 31.26%，主要用于银行抵质押借款及银行承兑汇票等保证金。

图表 29. 2018 年末公司受限资产构成

科目	金额（亿元）	用途
货币资金	0.69	银行承兑汇票保证金、信用证保证金

科目	金额 (亿元)	用途
应收票据	0.93	质押借款
固定资产	19.93	抵押借款
无形资产	11.81	抵押借款
应收账款	0.81	质押借款
在建工程	0.55	抵押借款
合计	24.08	-

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动比率 (%)	358.81	207.14	139.35	117.57
速动比率 (%)	304.22	170.43	112.83	91.70
现金比率 (%)	179.53	56.30	20.63	20.52

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

近年来，受融资需求增长，该公司资产流动性指标持续弱化，2018 年末公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 139.35%、112.83%和 20.63%，但公司存在一定规模的受限资产，整体资产流动性弱于账面所示。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司不存在对外担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司主要从事烟标及无菌包装业务。2018 年末，母公司总资产 48.94 亿元，净资产 46.76 亿元，2018 年母公司实现营业收入 3.58 亿元，净利润 1.82 亿元。总体来说，公司本部债务规模很小，债务由下属各子公司承担。

外部支持因素

截至 2019 年 3 月末，该公司共获得授信总额 42.08 亿元，其中贷款授信 40.24 亿元，尚未使用的贷款授信 17.92 亿元。

图表 31. 来自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 余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部 (亿元)	42.08	40.24	22.32	4.35%-6.70%	应收账款及固定资产等 抵质押；公司实际控制人 担保

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷 余额	利率区间	附加条件/增信措施
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	14.68	14.66	11.34	4.35%-5.26%	-

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换为该公司 A 股股票的可转换公司债券，本次债券设置了赎回条款及回售条款。

赎回条款包括：（1）到期赎回条款：在本次可转债期满后五个交易日内，该公司将以本次可转债的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本次可转债持有人赎回全部未转股的本次可转债。具体上浮比率提请股东大会授权董事会及董事会授权人士在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；（2）有条件赎回条款：在本次可转债转股期内，如果下述两种情形的任意一种出现时，公司有权按照本次可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次可转债：1）公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；2）当本次可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时。

回售条款包括：（1）附加回售条款：若本次可转债募集资金运用的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下，本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，本次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权；（2）有条件回售条款在本次可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的 70% 时，本次可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。

2. 增信措施及效果

本次债券未安排增信措施。

3. 其他偿付保障措施

核心业务盈利保障

该公司近年来收入及利润持续增长，2016~2018年及2019年第一季度，公司营业收入分别为16.45亿元、21.14亿元、24.57亿元和6.56亿元，净利润分别为3.65亿元、5.49亿元、6.80亿元和2.34亿元，2016~2018年利息保障倍数分别为15.30倍、31.51倍及11.15倍，利润积累可为本次债券偿付提供一定保障。

评级结论

该公司2018年实施重大资产重组，增加锂电池隔膜业务，目前业务范围包括膜类产品、包装印刷产品及特种纸加工等，锂电池隔膜为目前发展重点。公司锂电池隔膜处于行业龙头地位，国内市场份额领先，同时持续拓展海外市场，近年收入保持增长。公司目前存在较大规模产能扩张计划，后续资本性支出压力将增加，而在新能源汽车行业需求增长放缓的背景下，产能实现及收益回报如不及预期，将带来投资风险。

该公司于2016年发行股票上市、2018年收购上海恩捷，总资产及所有者权益均快速上涨。随着经营规模扩大及合并范围增加，公司负债总额增长较快，负债率有所上升，且短期刚性债务占比逐步提高。公司货币资金存量略显不足，存在一定规模的受限资产，资产流动性偏弱。此外，公司合并上海恩捷后，应收账款提升较快，关注后续回收情况。

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，在本次公司债存续期（本次公司债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度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。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。

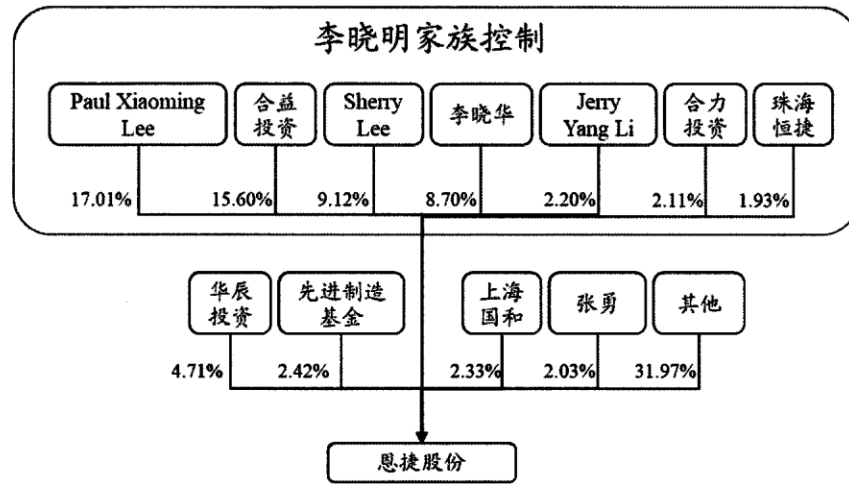
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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：

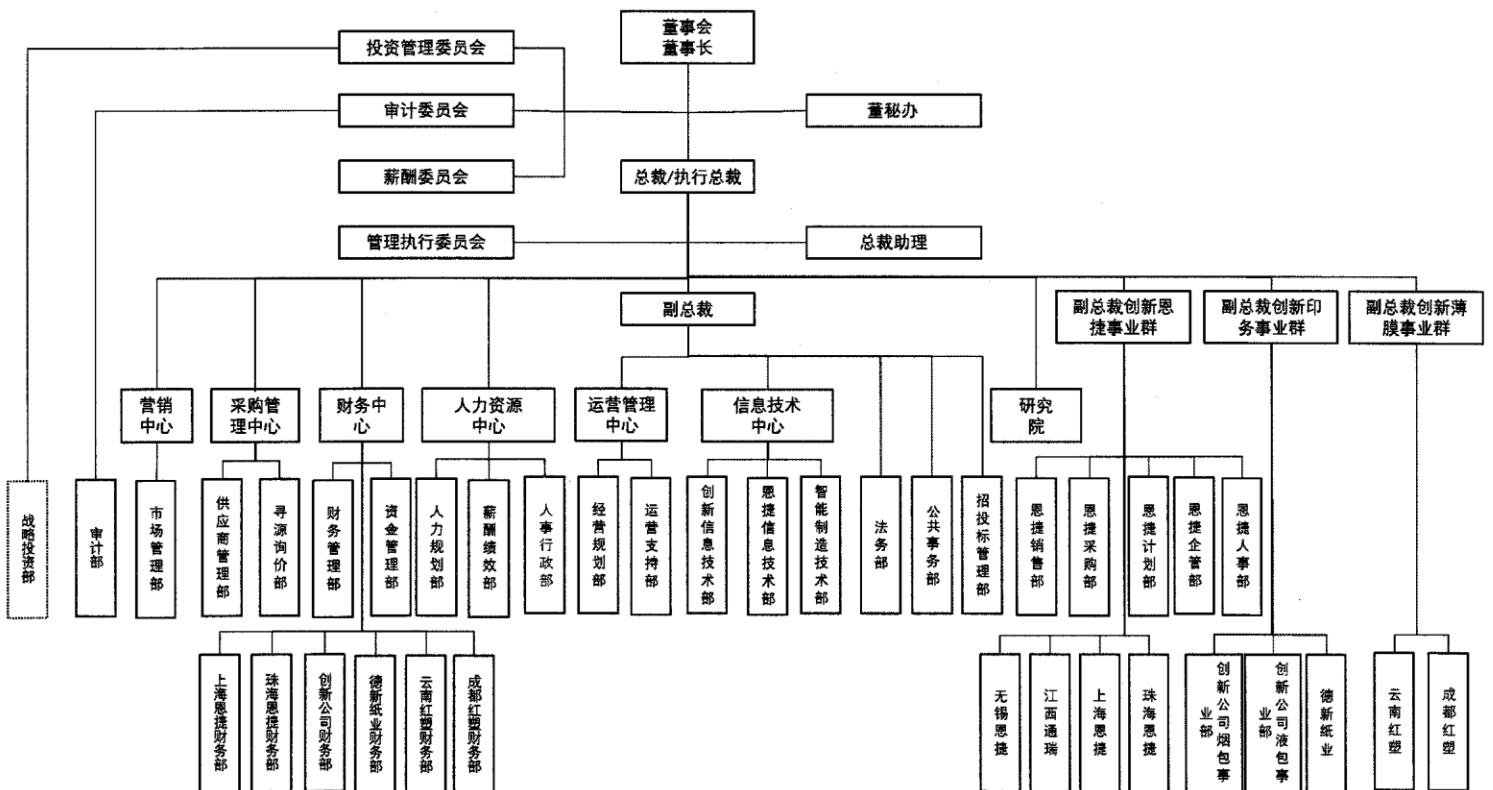
公司与实际控制人关系图



注：根据恩捷股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据恩捷股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018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)	经营环节现金流量净流入量 (亿元)		EBITDA (亿元)
云南恩捷新材料股份有限公司	云南恩捷	本级	—	烟草、无纺布包装生产销售	0.85	46.76	3.58	1.82	0.25	-	仅母公司
上海恩捷新材料科技有限公司	上海恩捷	核心子公司	90.08	锂电池隔膜生产销售	16.65	24.30	13.35	6.38	0.95	-	
云南红塔塑胶有限公司	红塔塑胶	核心子公司	100.00	BOPP薄膜生产销售	1.47	4.32	3.88	0.45	0.71	-	
云南德新纸业股份有限公司	德新纸业	核心子公司	100.00	特种纸生产销售	-	2.68	1.93	0.09	0.10	-	

注：根据恩捷股份2018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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	34.88	50.28	77.02	85.97
货币资金 [亿元]	8.79	5.27	3.14	4.54
刚性债务[亿元]	1.98	10.28	20.04	26.87
所有者权益 [亿元]	29.39	34.79	40.72	43.06
营业收入[亿元]	16.45	21.14	24.57	6.56
净利润 [亿元]	3.65	5.49	6.80	2.34
EBITDA[亿元]	5.35	7.62	9.75	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.23	2.60	1.71	-0.76
投资性现金净流入量[亿元]	-5.44	-14.19	-11.48	-2.66
资产负债率[%]	15.75	30.81	47.13	49.91
权益资本与刚性债务比率[%]	1,481.49	338.53	203.16	160.23
流动比率[%]	358.81	207.14	139.35	117.57
现金比率[%]	179.53	56.30	20.63	20.52
利息保障倍数[倍]	15.30	31.51	11.15	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	172.77	199.44	247.85	—
毛利率[%]	38.71	43.01	42.05	45.87
营业利润率[%]	24.84	30.09	31.65	40.70
总资产报酬率[%]	19.21	15.27	12.69	—
净资产收益率[%]	19.85	17.12	18.02	—
净资产收益率*[%]	19.49	16.73	14.54	—
营业收入现金率[%]	73.32	77.51	68.64	58.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	24.12	33.18	11.23	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-78.77	-110.41	-37.72	—
EBITDA/利息支出[倍]	17.96	36.92	13.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.83	1.24	0.64	—

注：表中数据依据恩捷股份经审计的2016~2018年度备考财务报表及未经审计的2019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]+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。

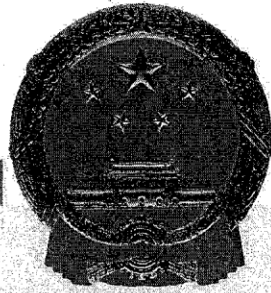
本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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06月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于2014年06月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

法定代表人 朱荣恩

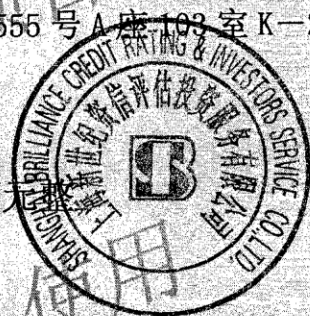
注册资本 人民币3000.0000万元

成立日期 1992年7月30日

营业期限 1992年7月30日至不约定期限

经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。

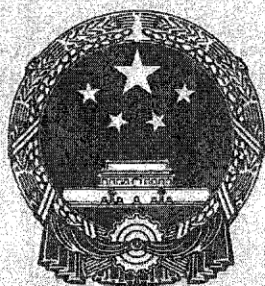
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年08月18日





营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币 3000.0000 万元整
 成立日期 1992 年 7 月 30 日
 营业期限 1992 年 7 月 30 日 至 不约定期限
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



年报提示

请于每年1月1日至6月30日
申报年报, 逾期
将列入经营异常名录



登记机关



2016 年 08 月 18 日

企业名称变更核准通知书

沪工商注名变核字第01200407260808号

上海新世纪投资服务有限公司

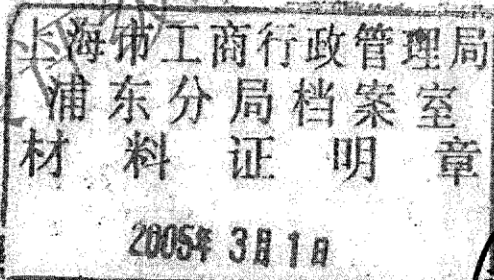
根据《企业名称登记管理规定》、《企业名称登记管理实施办法》等规定，同意变更企业名称为：

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

该企业的注册资本为： 1000.0000 万元（人民币）

该企业名称保留期至2005年01月26日。在保留期内，企业名称不得用于经营活动，不得转让。经企业登记机关变更登记，颁发营业执照后企业名称正式生效。

经办人：



上海市工商行政管理局

2004年07月27日

附承诺书

许可企业名称：

上海新世纪资产评估有限责任公司, 上海新世纪财务管理咨询有限公司

注：1、变更核准的企业名称未到企业登记机关完成变更登记的，通知书规定有效期限自动失效。有正当理由，需延长变更核准名称有效期的，申请人应在有效期满前1个月内申请延期，有效期延长时间不超过6个月。

2、名称变更核准时不审查投资人资格和企业变更条件，投资人资格和企业变更条件在企业登记时审查，申请人不得以企业名称已核为由抗辩企业登记机关对投资人资格和企业变更条件的审查，企业登记机关也不得以企业名称已核为由不予审查就准予企业变更登记。

3、根据《企业名称登记管理规定》第五、二十五条规定：登记主管机关有权纠正已登记注册的不适宜的企业名称；两个以上的企业因已登记注册的企业名称相同或者近似而发生争议时，登记主管机关依照注册在先原则处理。

4、变更核准的企业名称中如果含有法律、行政法规规定需报经审批内容，该企业变更登记时，必须提交有关批准文件。如不能提交，不得以本通知核准的企业名称办理变更登记，应另行申请变更企业名称。

5、企业变更登记后，企业登记机关应将本通知书原件存入企业档案。

签收人：

顾景棠

签收日期：2004年8月2日

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

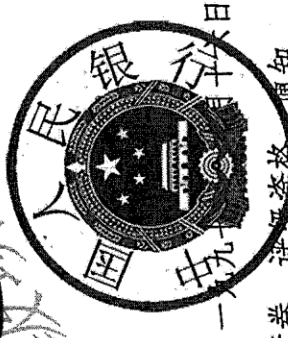
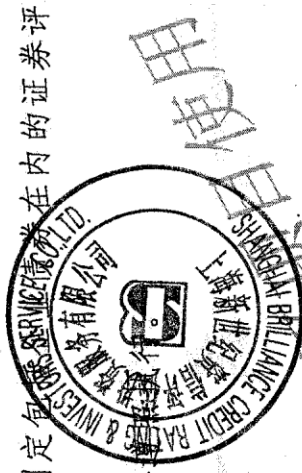
资格的机构外，其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

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、总行将另行制定企业债券信用评级在內的证券评级业务的管理办法。

以上通知，请严格



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
内部发送：办公厅、非银行司、银行司、稽核局、条法司

打字：刘焱 校对：卢志城 谢金荣
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发

信息公开

新闻发布 | 货币政策 | 货币取用 | 信贷政策 | 金融标准 | 银行会计 | 支付体系 | 金融科技
人民币 | 经理周率 | 国际交往 | 人员招录 | 金融研究 | 反洗钱 | 征信管理 | 征信工作 | 金融标准化

服务互动

公开目录 | 公告信息 | 在线咨询 | 网上申报 | 信用评级 | 信用评级 | 信用评级 | 信用评级
办事指南 | 在线申报 | 下载中心 | 流媒体 | 信用评级 | 信用评级 | 信用评级 | 信用评级

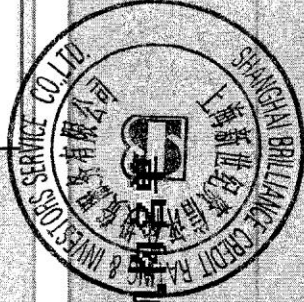
首页

2014年4月30日 星期三

您的位置: 首页 / 信用评级 / 信用评级 / 信用评级

搜索

高级搜索



评级结果可以在银行间债券市场使用的评级机构

序号 1 3 4

文章来源: 征信管理局

2014-07-15 17:28:40

打印本页 关闭窗口

大公国际资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

联合资信评估有限公司

中诚信国际信用评级有限责任公司

东方金诚国际信用评级有限公司

中国证券监督管理委员会

证监机构字[2007]250号

关于核准上海新世纪资信评估投资服务有限公司从事证券市场资信评级业务的批复

上海新世纪资信评估投资服务有限公司：

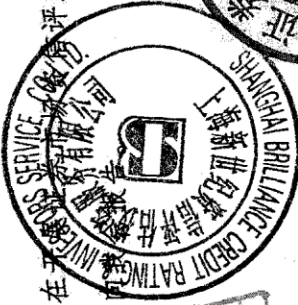
你公司报送的《上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于证券市场资信评级业务许可的申请》（沪新信评（总）[2007]19号）及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理办法》及《证券法》（证监会令第50号）的有关规定，经审核，现批复如下：

- 一、核准你公司从事证券市场资信评级业务。
- 二、你公司应当严格按照《证券法》、《证券市场资信评级业务管理办法》的规定，开展证券市场资信评级业务。

三、你公司应当自本批复下发之日起30个工作日内，到我会领取《证券市场资信评级业务许可证》，并依法办理工商变更登记。

四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，并报我会备案。

五、你公司在开展资信评级业务过程中，遇到重大问题，应当及时向我会报告。



主题词：证券市场 资信评级 批复

抄送：国家工商总局，中国人民银行，上海证监局，上海、深圳专员办，各证交所，期货业协会。
分送：证监会办公厅，发行部，公众公司办，市场部，机构部，上市部，基金部，期货部，稽查一局，稽查二局，法律部，会计部，国际部，存档。

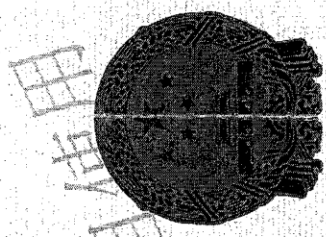
证监会办公厅

2007年10月9日印发

打字：组晓光

校对：张倩

共印40份



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：上海新世纪资信评估投资服务有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：朱荣恩
注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22
编号：ZPJ003

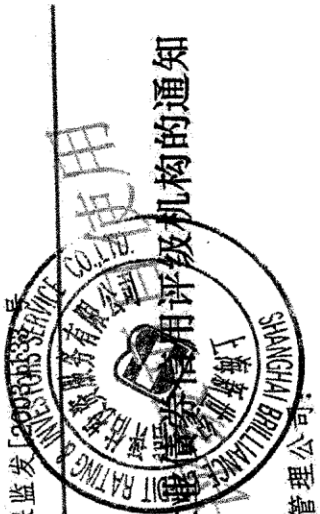


中国证券监督管理委员会(公章)
2012年11月2日

中国保险监督管理委员会文件

仅限评级项目使用

保监发[2003]74号

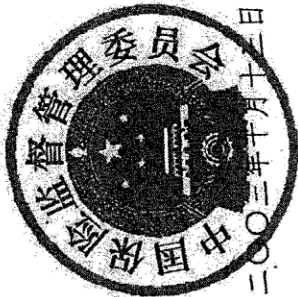


关于增加认可企业信用评级机构的通知

各保险公司、保险资产管理公司：

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，增加上海新世纪投资服务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该公司评级在AA级以上的企业债券。

特此通知



关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布时间: 2013-10-17 17:00:00 字体: 大 中 小

保监公告(2013)9号

根据《中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》(保监发〔2012〕10号)要求,中国保监会对下列7家信用评级机构能力认可的备案材料进行了评估,现予以公告。

6-4 具体名单如下(按公司名称字母顺序排列):

大公国际资信评估有限公司

东方金城国际信用评级有限公司

联合信用评级有限公司

联合资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

中诚信国际信用评级有限责任公司

中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承诺接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理,配合中国保监会对相关信用评级业务的询问和检查,依规履行报告义务。

中国保险监督管理委员会

二〇一三年十月九日

中国保险监督管理委员会 信用评级机构信用评级能力认可备案表



报告单位 (加盖公司公章)	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	材料清单	公司报送
报告事项	信用评级机构信用评级能力认可备案材料	1. 书面报告	√
报告日期	2013年8月25日 文件齐备日期	2. 承诺函	√
		3. 组织架构及专业团队说明	√
		4. 管理制度及信息系统说明	√
		5. 运作情况说明	√
		6. 证明文件	√
		7. 报送材料电子文档光盘	√
备注			

中国保监会资金运用
备案章
2013年10月9日第15/号

注:文件齐备日期及备注栏,由中国保监会填写。



中国银行间市场交易商协会 National Association of Financial Market Institutional Investors

地址: 北京市西城区金融大街甲9号金融街中心16层(100033)
Address: 16/F, Financial Street Center, 9A Financial Street, Xicheng
District, Beijing 100033, P. R. China
电话/Tel: 86 10 66539000 传真/Fax: 86 10 66539100
网址/Web: www.nafmii.org.cn

中国银行间市场交易商协会 2016 年度会员会费缴纳通知

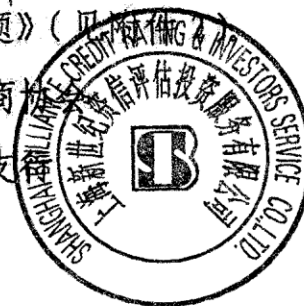
各常务理事会员单位:

协会 2016 年度会费收缴工作现已开始。根据《中国银行间市场交易商协会章程》、《中国银行间市场交易商协会会员管理规则》及第二届会员代表大会第二次会议相关决议(见附件 1), 协会决定自 2016 年起对会费标准及会费收缴工作机制作适当调整。贵单位是协会金融机构常务理事会员, 会费标准由 55 万元/年调整为 63 万元/年。请于 2016 年 4 月 30 日前缴纳本年度会费陆拾叁万元整。缴费后请登录协会会员信息管理系统 (<http://huiyuan.nafmii.org.cn>) 填写会费缴纳回执。工作中如有疑问, 可参阅《会费缴纳常见问题》(见附件 2)。

账户名称: 中国银行间市场交易商协会

开户银行: 招商银行北京金融街支行

账 号: 866580226510001



联系人: 吕晗冰 010-66538386

蔡阳子 010-66538379

附件：1. 第二届会员代表大会第二次会议决议

2. 会费缴纳常见问题

仅限评级项目使用

中国银行间市场交易商协会
二〇一六年二月二十六日





全国统一票据

数字指纹: 000E19C731A1A8838E
No 1600272492

国财 01403

电子票号: 1600272492

交款单位或个人: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2016 年 08 月 03 日

项目编码	项目名称	单位	标准	数量	金额(元)
06001	会费		630,000 元	1	630,000.00
金额合计 (小写)					630,000.00
金额合计 (大写)					陆拾叁万元整

收款单位 (盖章):

收款人 (章): 陆拾叁 管理员

支票号:

签名:

第一联 收据

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 黄梦姣

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070218020001



证书取得日期 2018-02-06



2018年11月19日

仅用于上海新世纪资信评估投资服务有限公司开发的可转换公司债券评级

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书



姓名: 贾飞宇

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070215020004



证书取得日期 2015-02-21

仅用于云南思捷新材料股份有限公司研发许可技术公司资质评级



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。