

云南恩捷新材料股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100053】

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

恩捷转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2020年5月15日

首次评级: AA/稳定/AA/2019年7月18日

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020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	1.84	0.92	1.74	5.17
刚性债务	0.73	0.85	3.60	17.29
所有者权益	14.15	46.76	47.23	49.04
经营性现金净流入量	0.76	0.25	2.08	0.07
合并口径数据及指标:				
总资产	50.28	77.02	121.93	156.38
总负债	15.49	36.30	73.12	103.16
刚性债务	10.28	20.04	56.05	80.86
所有者权益	34.79	40.72	48.81	53.22
营业收入	21.14	24.57	31.60	5.53
净利润	5.49	6.80	9.36	1.53
经营性现金净流入量	2.60	1.71	7.63	0.34
EBITDA	7.62	9.75	14.65	—
资产负债率[%]	30.81	47.13	59.97	65.97
权益资本与刚性债务比率[%]	338.53	203.16	87.09	65.82
流动比率[%]	207.14	139.35	118.77	121.09
现金比率[%]	56.30	20.63	25.23	50.41
利息保障倍数[倍]	32.27	10.53	7.25	—
净资产收益率[%]	17.12	18.02	20.90	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	33.18	11.23	24.52	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-110.41	-37.72	-42.23	—
EBITDA/利息支出[倍]	36.92	13.46	9.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.24	0.64	0.38	—

注:根据恩捷股份经审计的2017~2018年备考财务报表、经审计的2019年财务报表及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄梦蛟 hmj@shxsj.com
 贾飞宇 jfy@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对云南恩捷新材料股份有限公司(简称恩捷股份、发行人、该公司或公司)发行的恩捷转债跟踪评级反映了跟踪期内恩捷股份在行业地位领先、产能扩张及融资渠道保持畅通等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司产能扩张、客户集中度高、债务快速扩张、经营效率弱化、上海恩捷业绩承诺及管理整合等方面继续面临风险或压力。

主要优势:

- **细分市场地位领先。**跟踪期内,恩捷股份产能规模进一步扩大,继续保持锂电池隔膜市场龙头地位,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。
- **融资渠道畅通。**恩捷股份作为上市公司,具有较强的资本实力,且与多家银行建有良好合作关系,融资渠道保持畅通。此外,公司非公开发行股份事项已获证监会受理,若发行成功可进一步增强资本实力。

主要风险:

- **产能扩张回报不及预期风险。**跟踪期内,恩捷股份继续实施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。
- **客户集中度高且议价能力较弱。**恩捷股份锂电池隔膜业务客户仍主要集中于少数几家企业,业务关系较为稳定,虽然有助于产生规模效应,但产业链地位较弱,经营占款规模大,单一客户的变动可能对公司业务造成较大影响。
- **债务压力快速聚集。**跟踪期内,由于锂电池隔膜产能扩张投入增加,恩捷股份债务规模快速增长,负债经营程度持续上升。随着后续工程建设的进一步推进,预计后续债务压力还将继续增长。

- 经营效率持续弱化。跟踪期内，恩捷股份营业周期持续拉长，应收账款及存货周转率进一步下降。
- 业绩承诺不达标风险。受新冠疫情等因素影响，恩捷股份经营业绩压力加大，或将导致上海恩捷2020年业绩承诺不达预期。2020年第一季度，国内新能源汽车销售下滑明显，进而影响上游锂电池及其部件行业需求，上海恩捷经营业绩有所下滑。
- 管理整合压力较大。恩捷股份收购上海恩捷前后主业变化较大，各业务子公司运营管理及财务体系基本保持独立，且跟踪期内公司持续并购扩张，面临较大的整合压力。
- 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

通过对恩捷股份发行的恩捷转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期公司债还本付息安全性仍很高，并维持本期公司债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

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照云南恩捷新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排，本评级机构根据恩捷股份提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对恩捷股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2020 年 3 月末，该公司仍在存续期内的债券情况如图表 1 所示。经公司第三届董事会第四十二次会议审议通过，公司以可转债募集资金等额置换预先投入募投项目的自筹资金 15.86 亿元。截至 2020 年 3 月末，恩捷转债尚未到转股期。

图表 1. 公司存续期内债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	利率类型	起息日期	本息兑付情况
恩捷转债	16.00	6 年	累进利率	2020/2/11	未到付息日

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济

增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内

杠杆水平较高的背景下，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

2019 年我国动力电池产量保持增长，带动上游锂电池材料行业的发展，隔膜行业产能持续快速扩张，但也导致行业竞争加剧，产品价格下行。未来随着隔膜产能进一步释放，行业内企业盈利能力将持续承压。此外 2020 年新冠疫情爆发，对新能源汽车销售造成影响，并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。

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及 3C 类产品，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. 隔膜行业

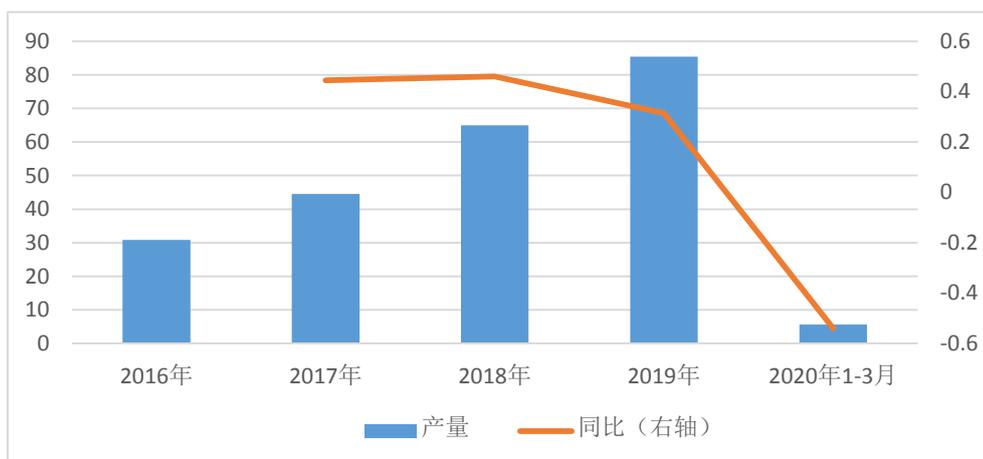
行业概况

隔膜行业属于新兴产业，涉及新能源、新材料和信息产业等国家重点发展领域。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。近几年随着新能源汽车产业迅速发展，动力电池需求量快速增长带动锂电池行业发展。但 2019 年，受新能源补贴退坡影响，我国新能源汽车产销均有所下滑，动力电池需求增速有所放缓。根据中汽协数据显示，2019 年新能源汽车产销分别为 124.2 万辆和 120.6 万辆，同比分别下降 2.3% 和 4.0%；同期我国动力电池装机产量为 85.4GWh，同比增长 21.0%，主要是单车载电量提升所致，但增速较上年有所下降。

2020 年第一季度，受春节假期和新冠疫情爆发影响，我国新能源汽车市场需求受到抑制。根据中汽协发布的最新数据显示，2020 年第一季度我国新能源汽车产销量分别为 10.5 万辆和 11.4 万辆，分别同比下降 60.2% 和 56.4%；动力电池装机总量约 5.68GWh，同比下降 54%。在此背景下，政府已出台相关政策支持新能源汽车发展，有助于拉动汽车市场消费，对冲疫情影响。需持续关注国内疫情缓和后新能源汽车市场恢复情况及锂电池需求变化情况。

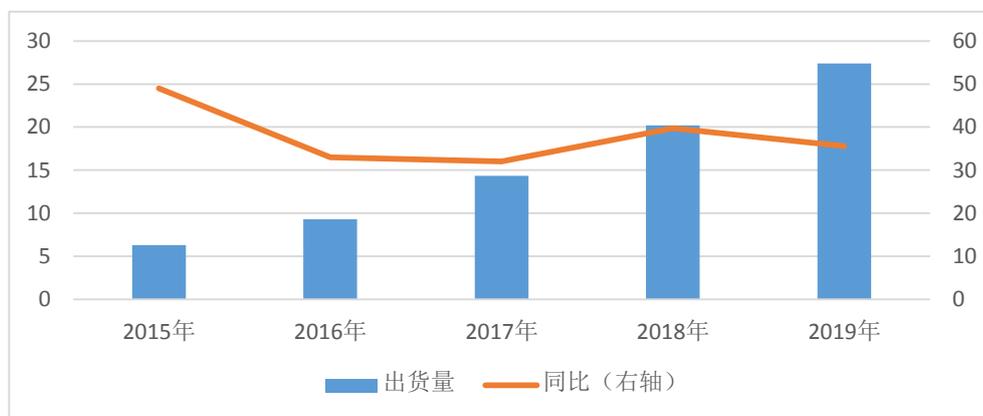
图表 2. 近几年我国动力电池产量及增速情况 (GWH)



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 40%-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，2019 年我国隔膜出货量为 27.4 亿平方米，同比增长 35.6%，目前在全球市场占有率位居第一，国产化率超过 92%。但同时，隔膜市场竞争日益激烈，同行业中上市公司星源材质、沧州明珠及金冠股份近年来分别新建产能 3.6 亿平方米、1.05 亿平方米和 2.70 亿平方米。

图表 3. 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。2019 年我国湿法隔膜出货量 19.9 亿平方米，同比增长 51.25%；同期占比为 72.6%，

增加 7.5 个百分点。

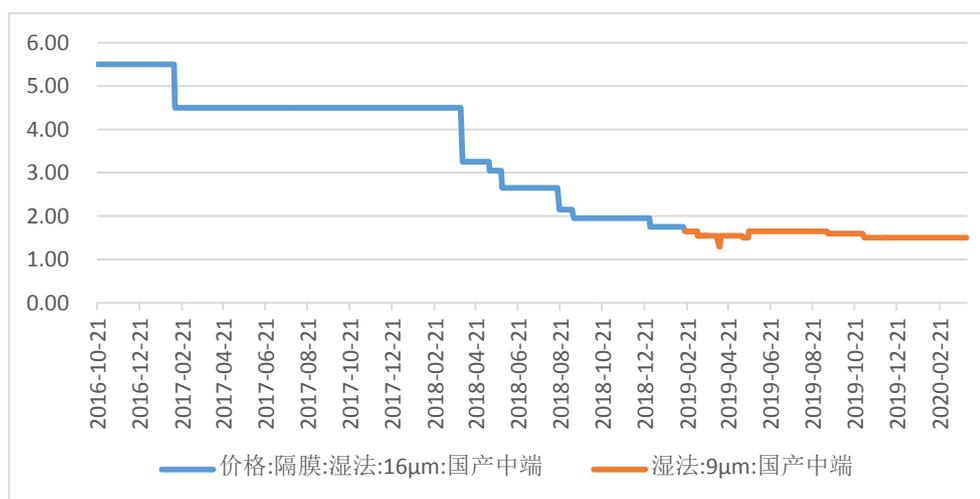
图表 4. 隔膜工艺比较

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、成本下降和技术不断改良，近几年呈现持续下行趋势。根据 Wind 数据，2019 年以来主流湿法隔膜产品价格进一步降至 1.50-1.65 元/平方米。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。未来随着隔膜行业产能逐步提升、市场竞争激烈加剧等因素，如隔膜企业不能及时通过降低成本、提高生产和经营效率、优化客户结构等来对冲价格下行的风险，则隔膜企业的利润空间或将受到进一步压缩。

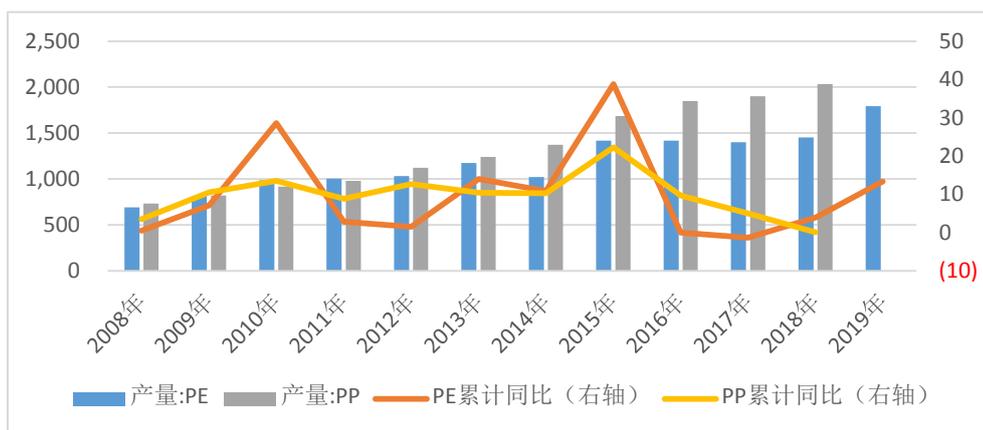
图表 5. 国产中端湿法隔膜价格趋势（元/平方米）



资料来源：Wind、新世纪评级整理。

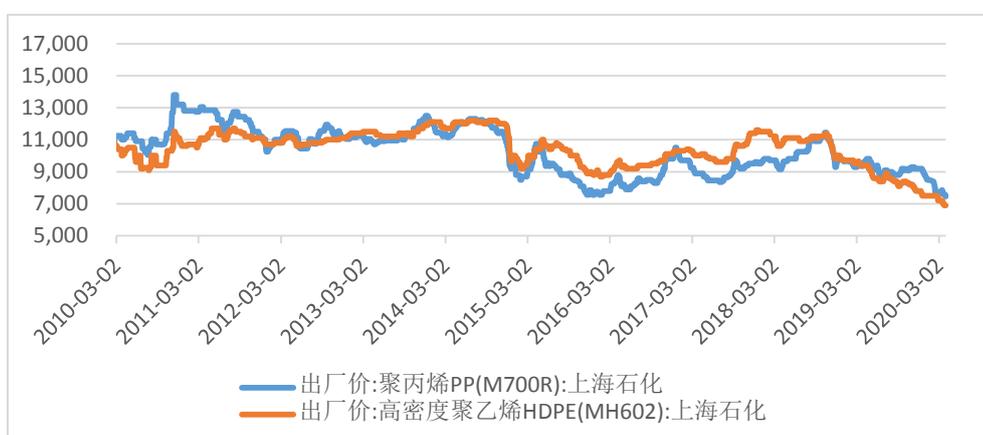
锂电池隔膜的上游原材料主要包括聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）及添加剂等基本材料，2019 年以来价格整体呈下滑趋势，主要是供需不平衡导致。近几年我国 PP 及 PE 产能不断增长，产量规模也不断扩大，市场供应较为充足。但环保政策趋严及中美贸易摩擦等因素导致上游需求端增速放缓，PP 及 PE 价格全年承压。2019 年我国 PE 产量为 1,793.61 万吨，同比增长 13.30%。整体看，2019 年锂电池隔膜主要原材料供应稳定，价格呈下滑趋势。

图表 6. 近年来聚乙烯、聚丙烯产量及增速情况 (万吨、%)



资料来源：公开资料、新世纪评级整理。

图表 7. 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

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

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

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

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。

2020年初全国新冠疫情爆发，新能源汽车销售受阻。为支持新能源汽车发展，2020年3月31日国务院常务会议确定，将原本于今年年底到期的新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税两项优惠政策延长两年。此次补贴政策延长有望强化政策延续性，有利于刺激新能源汽车全产业链的恢复。

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，同时国内隔膜技术水平逐步提升，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膜龙头企业，2019年占国内锂电池隔膜出货量市场份额的31%，2020年3月苏州捷力纳入合并范围后市场占有率进一步增加约12%。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；国内客户中，宁德时代、比亚迪、国轩高科、孚能科技及天津力神等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 8. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（合并口径）	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	31.60	45.24	2.38	2.81	121.93	59.97	9.36	7.63
星源材质	6.00	41.82	1.69	2.44	53.29	53.55	1.30	1.47
沧州明珠	29.96	16.08	3.48	6.72	47.55	29.31	1.58	1.88
金冠股份	9.27	28.03	1.22	3.48	39.08	24.21	-12.04	0.63

资料来源：新世纪评级整理。

风险关注

隔膜行业面临的风险主要来自：（1）锂电池需求增长不达预期或导致隔膜快速扩大后企业经营压力加大；（2）近年来锂电池隔膜行业大量新建产能，随着产能的较集中释放，竞争日趋加剧，产品价格持续下降，企业盈利能力或将下滑；（3）锂电池对下游新能源汽车市场高度依赖，随着技术革新，锂电池或有被替代可能。（4）新冠疫情带来的短期冲击。

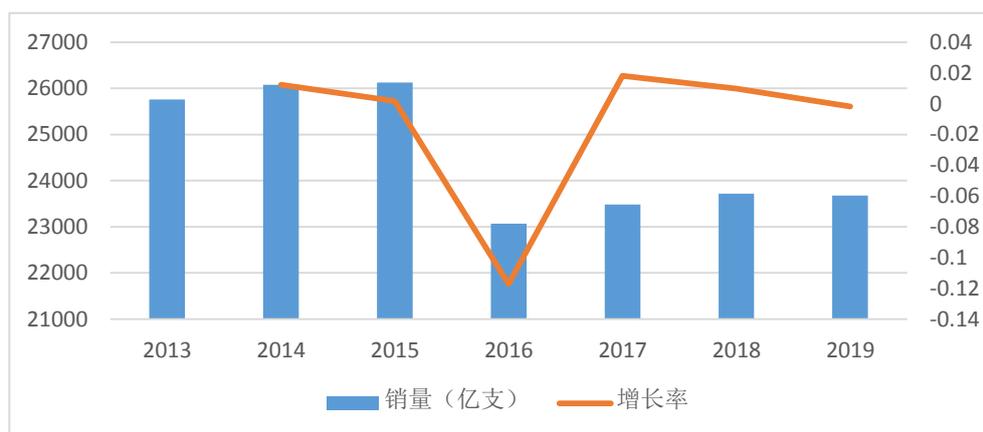
B. 包装印刷

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​​会得到越来越广泛的应用。随着经济的发展，包装材料产业产销量也在不断扩大，未来仍具有较大的发展空间。包装工业的发展水平是国民经济发展水平的衡量标志之一，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 4,017 亿元增长至 2018 年的 1.91 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（2019 年度）》显示，2019 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 10,032.53 亿元，同比增长 1.06%，其中纸和纸板容器制造占整个包装业主营收入的 28.88%。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。根据 Wind 数据，2019 年全国共销售卷烟 23,676 亿支，同比减少 0.17%。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。

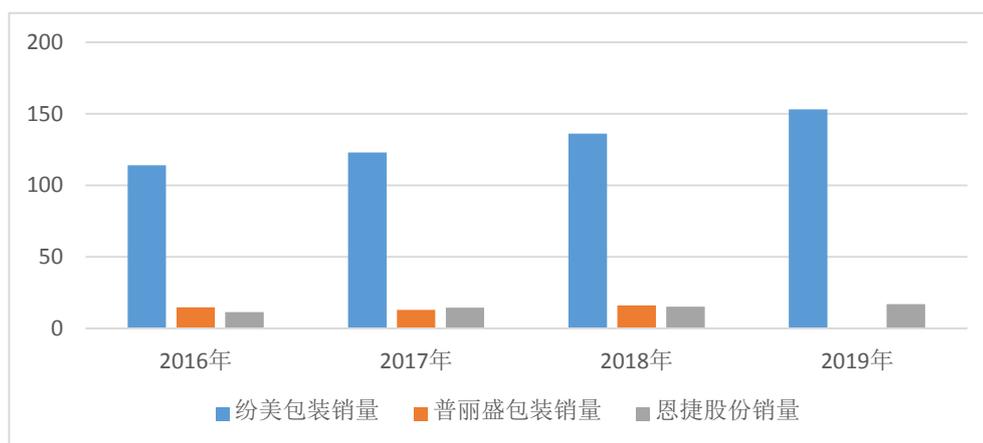
图表 9. 2013-2019 年全国卷烟销量及增长率



资料来源：国家统计局。

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，2019 年我国液态奶产量 3,201 万吨，同比增长 4.1%，1-11 月我国乳品加工业销售收入 3,577 亿元，同比增长 12.44%。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，2019 年实现销量 153 亿包；普丽盛包装（股票代码 300442.SZ）和该公司销售规模较小。

图表 10. 国内无菌包装企业销量比较（亿包）


注：普丽盛包装 2019 年报延迟披露，故暂无当年销量数据。

资料来源：公开资料整理。

2. 业务运营

2019 年，该公司锂电池隔膜业务仍处于快速扩张阶段，其国内市场份额继续领先，同时海外业务拓展成效显著，盈利保持较高水平；但产品价格持续下滑，货款回笼周期较长，仍面临盈利水平下滑风险及经营占款压力。公司无菌包装及烟标业务收入均有不同程度增长；特种纸业务收入小幅下降。公司后续在建及拟建项目规划投资额较大，且有股权收购计划，未来资本性支出压力或将持续增加。2020 年第一季度，新冠疫情影响下公司国内业务隔膜销售不及预期，影响经营业绩，但海外收入占比提高拉动毛利率上升。

该公司主业为锂电池隔膜业务、包装印刷产品、特种纸加工及 BOPP 薄膜的生产销售，其中锂电池隔膜业务仍为公司主要收入来源。公司是全球锂电池隔膜行业龙头企业，具有较强的技术优势和规模优势。2019 年隔膜产能快速扩张使得国内市场地位得以巩固。截至 2019 年末，公司锂电池隔膜年产能 23 亿平方米，较上年末增加 10 亿平方米，相关产能释放带动公司收入实现较快增长。2019 年公司实现营业收入 31.60 亿元，同比增长 28.57%；同期毛利率为 45.24%，同比增加 3.19 个百分点。2020 年第一季度，新冠疫情下公司国内隔膜产品销量不及预期，影响经营业绩，但海外收入占比提高带动毛利率上升，当期实现营业收入 5.53 亿元，同比减少 15.76%，综合毛利率 47.38%，同比增加 1.51 个百分点。

图表 11. 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
锂电池隔膜	全球	规模/技术

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
包装印刷产品	全国	规模/技术

资料来源：恩捷股份

此外，该公司其他产品还包括全息电化铝、膜类产品、手工包装用膜等其他零星产品及处理品等，收入规模相对较小。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	21.14	24.57	31.60	5.53	6.56
其中：核心业务营业收入（亿元）	20.11	24.01	31.26	4.91	6.37
在营业收入中所占比重（%）	95.13	97.69	98.92	88.79	97.15
其中：（1）膜类产品	14.85	19.23	25.49	3.64	5.26
在核心业务收入中所占比重（%）	73.85	80.10	81.54	74.13	82.54
（2）烟标	1.59	1.15	1.17	0.43	0.29
在核心业务收入中所占比重（%）	7.92	4.78	3.74	8.76	4.55
（3）无菌包装	2.22	2.34	2.89	0.65	0.59
在核心业务收入中所占比重（%）	11.06	9.75	9.25	13.24	9.26
（4）特种纸	1.44	1.29	1.29	0.19	0.23
在核心业务收入中所占比重（%）	7.17	5.38	4.13	3.87	3.61
综合毛利率（%）	43.01	42.05	45.24	47.38	45.87
其中：膜类产品（%）	46.61	46.82	49.49	47.21	51.61
烟标（%）	43.80	43.54	46.05	53.21	34.54
无菌包装（%）	25.13	20.81	24.20	25.39	23.83
特种纸（%）	16.76	14.57	20.59	25.81	3.72

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。2019 年公司膜类产品收入为 25.49 亿元，同比增长 32.54%，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 49.49%，同比增加 2.67 个百分点。

锂电池隔膜

该公司锂电池隔膜业务由子公司上海恩捷新材料科技有限公司（简称“上海恩捷”）及其子公司负责运营，截至 2019 年末公司持有上海恩捷 90.08% 股权。公司于 2018 年 8 月收购上海恩捷，该项收购业绩承诺为 2018-2020 年上海恩捷归属于公司净利润分别不低于 5.55 亿元、7.63 亿元和 8.52 亿元，2018-2019 年上海恩捷实现归属于公司净利润分别为 5.85 亿元和 7.75 亿元，均

完成业绩承诺，关注后续业绩承诺完成情况。

2019年，该公司江西基地和无锡基地隔膜产能陆续投产，公司已在国内布局四大生产基地，分别位于上海、珠海、江西和无锡，截至2019年末共拥有湿法隔膜基膜年产能23亿平方米，产能规模为全球首位。此外2019年8月公司启动收购苏州捷力新能源材料有限公司（简称“苏州捷力”）100%股权，交易总对价18.01亿元；2020年3月5日苏州捷力已完成工商变更，纳入公司合并范围。目前苏州捷力拥有湿法隔膜生产线8条，年产能4亿平方米左右，收购完成后公司湿法隔膜产能进一步扩张；与此同时新增商誉3.81亿元，若苏州捷力未来经营状况未及预期，公司将面临商誉减值风险。

为匹配下游客户供应能力要求，该公司计划在2020年底完成8条生产线建设，分别是珠海恩捷二期4条基膜生产线、无锡恩捷一期4条基膜生产线。上述在建项目总投资33亿元，截至2019年末已累计投入19.50亿元，资金来源主要包括自筹及可转债募集资金等。由于新冠疫情影响上述工程建设期均有所延迟，后续投资计划或将调整。

此外上海恩捷因业务需要收购佛山市东航光电科技有限公司（简称“东航光电”）70%股权，2020年3月东航光电完成工商登记变更及备案手续，成为上海恩捷的控股子公司，并入公司合并报表范围内。上海恩捷收购东航光电后可利用其销售渠道推广公司隔膜产品。

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。2019年上海恩捷前五大供应商采购额占比为47.23%（2018年为55.23%）。公司倾向于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，因此供应商集中度较高。

原材料价格上，该公司原材料基本为石化产品，价格主要与原油价格相关，同时大批量采购可获得一定议价能力。2019年公司采购金额随经营规模扩大保持增长。此外公司因采用质量更高的聚乙烯导致其采购单价有所上升，其余主要原材料价格均有一定程度下降。

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。2019年公司锂电池隔膜综合良品率为78%（2018年为77%）。

该公司锂电池隔膜仍采用直销模式。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。目前上海恩捷与宁德时代、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，前五大客户销售占比为 79.09%（2018 年为 82.52%），客户集中度仍然高，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。2020 年第一季度受疫情影响境内收入较少，境外收入占比大幅提升。此外，由于海外客户对产品要求较高，隔膜产品利润相对更高。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，跟踪期公司仍采取现金及票据等结算方式。2019 年公司海外收入占比提升，同时加强货款收回力度，当年经营性现金流有所好转。整体看，公司该业务形成应收款规模仍较大，且在公司产能持续快速扩张的情况下，未来应收款仍将有所增长，关注后续应收款回收情况。

价格方面，随着行业锂电池隔膜产能逐步释放，其价格进一步下降。公司通过规模效应及拓展海外客户等方式维持毛利率水平，但疫情影响下新能源汽车销售受阻，进而影响上游锂电池及其部件行业需求，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，产品价格预计将进一步下降，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%。2019 年公司 BOPP 薄膜收入为 6.06 亿元，与上年基本持平。2020 年第一季度该业务收入同比有一定下滑。

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，2019 年产能保持平稳，产能利用率超过 98%。

烟膜及平膜原材料主要为聚丙烯，主要向中石油、中石化、云天化采购，2019 年以来采购单价有所下降。采购结算账期一般在 1 个月内，多采用现金结算。

图表 13. 公司 BOPP 薄膜主要原材料采购情况（元/吨，吨，万元）

分类	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
----	----	--------	--------	--------	----------------

聚丙烯	单价	7,860.56	8,491.46	7,652.69	6,451.74
	采购量	53,289.51	53,767.09	51,710.36	12,728.89
	金额	41,888.56	45,656.09	39,572.36	8,212.35

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。

此外，为配合云南省玉溪市政府及玉溪高新技术产业开发区管理委员会（简称“玉溪高新区管委会”）对玉溪市高新区南片区定位调整及区域发展规划要求，按照玉溪市政府及玉溪高新区管委会实施“退二进三”的政策，红塔塑胶拟将现有的 BOPP 薄膜生产项目搬迁至云南省玉溪高新技术产业开发区九龙片区，并在该片区内投资建设 7 万吨 BOPP 薄膜改扩建项目；对原厂址（云南省玉溪市高新区秀山路 14 号地块）可通过玉溪高新区管委会收储或双方协商的其他方式进行处置。BOPP 薄膜改扩建项目所需资金由红塔塑胶自有及自筹资金建设，预计总投资额 3.60 亿元，建设周期 2 年。目前红塔塑胶现有的 BOPP 薄膜生产项目已经取得用地批复，全额支付了土地转让款 4,230 万元，目前处于项目建设准备阶段。

B.包装印刷产品及特种纸

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，原均由公司本部负责运营。2019 年，公司将其项下无菌包装业务相关资产及负债划转至全资子公司云南红创包装有限公司（简称“红创包装”），并引入投资者先进制造产业投资基金（有限合伙）（简称“先进制造基金”）协议出资 3 亿元对红创包装进行增资。截至 2019 年末，公司持有红创包装 59.46% 的股权，先进制造基金持有红创包装 40.54% 的股权。烟标仍由本部负责运营。

该公司生产的特种纸作为烟标产业链上游延伸，由德新纸业负责运营，主要包括镭射转移防伪纸、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特种纸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。跟踪期内主要原材料价格有所波动。

图表 14. 公司包装印刷产品及特种纸主要原材料采购情况（元/吨，吨，万元）

分类	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
纸张	单价	6,991.06	6,686.86	7,355.32	7,064.68	7,598.83
	采购量	26,104.44	29,924.98	27,267.90	29,646.06	6,632.17
	金额	18,249.76	20,010.43	20,056.40	20,944.00	5,039.67
PET 膜	单价	9,438.06	10,519.24	12,966.94	12,473.87	11,204.33
	采购量	1,382.67	1,800.06	1,308.17	1,302.21	375.48
	金额	1,304.97	1,893.53	1,696.30	1,624.37	420.70

资料来源：恩捷股份

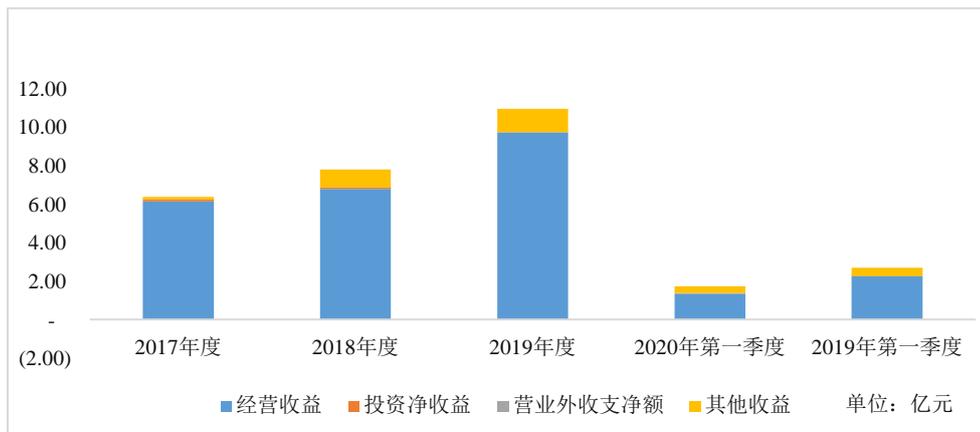
该公司烟标生产基地位于云南玉溪，截至 2020 年 3 月末，拥有 6 条生产线，年产能 50 万大箱。因烟草行业季节性明显，公司为满足元旦、春节等节假日前后高峰期供货量，需配备相对较高的产能，故全年产能利用率偏低，在 50-60% 左右。烟标产品与烟膜的销售模式及销售渠道类似，通过大型卷烟企业招投标获取订单。2019 年，公司烟标收入为 1.17 亿元，毛利率为 53.21%。跟踪期内公司持续开发卷烟生产客户，并通过各生产环节优化成本，烟标业务收入及毛利率均有不同程度提升。

无菌包装生产基地位于云南玉溪，跟踪期内该公司 30 亿个彩印包装盒改扩建项目正式完工投产，截至 2020 年 3 月末，无菌包装年产能共计 30 亿个。产能利用率方面，由于新产能释放尚需一定时间，目前产能利用率水平一般。公司无菌包装产品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。2019 年及 2020 年第一季度，公司无菌包装收入分别为 2.89 亿元和 0.65 亿元，毛利率分别为 24.20% 和 25.39%，产能扩大带动无菌包装业务收入及盈利能力均有所提升。

特种纸方面，该公司年产 1.3 万吨高档环保特种纸因市场环境发生变化而终止实施，截至 2019 年末该项目累计投入金额 0.36 亿元。跟踪期内公司特种纸产能未发生变化，2019 年末产能仍为 1.6 万吨/年。2019 年特种纸业务收入及毛利率分别为 1.29 亿元和 20.59%，其中收入同比基本持平，毛利率同比增加 6.02 个百分点，主要是原材料纸张价格下降所致。2020 年第一季度该业务实现收入为 0.19 亿元，毛利率 25.81%。

(2) 盈利能力

图表 15. 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。2019 年公司营业收入 31.60 亿元，同比增长 28.57%；同期毛利为 14.29 亿元，同比增长 38.32%。2019 年，公司营业收入及毛利受益于锂电池隔膜业务扩张均有所增长。2020 年第一季度，公司经营受疫情影响收入及毛利均有所下滑，分别为 5.53 亿元和 2.62 亿元，分别同比减少 15.76% 和 12.98%。

费用方面，2019 年该公司期间费用率保持稳定，为 14.05%，同比变化不大。跟踪期公司业务规模进一步扩张，除管理费用下降外，其余各项费用均有所增长。2019 年公司管理费用、研发费用、销售费用和财务费用分别为 1.23 亿元、1.55 亿元、0.67 亿元和 0.99 亿元，分别同比减少 20.44%、增长 60.30%、34.98% 和 298.25%。其中管理费用同比减少主要是上年用于员工股份支付和重大资产重组产生的中介咨询费较多所致；研发费用增长主要是材料支出及研发人员薪酬增加所致；销售费用增长主要是运输装卸费用增加；财务费用则随债务融资规模扩大相应增长。2020 年第一季度，公司期间费用 1.25 亿元，同比增长 69.03%，其中财务费用同比增加 0.31 亿元，主要是公司收购苏州捷力及产能扩张对资金需求增加，利息支出较多所致；同期期间费用率 22.60%，同比增加 11.34 个百分点。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季度
营业收入合计 (亿元)	21.14	24.57	31.60	5.53
毛利 (亿元)	9.09	10.33	14.29	2.62
期间费用率 (%)	13.07	13.26	14.05	22.60
其中：财务费用率 (%)	0.58	1.01	3.13	7.30
全年利息支出总额 (亿元)	0.20	0.77	1.60	-

其中：资本化利息数额（亿元）	0.04	0.47	0.62	-
----------------	------	------	------	---

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

除主业经营外，该公司因政府补助产生的其他收益亦对利润形成补充，2019年为1.22亿元。公司投资收益规模较小，2019年为0.02亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益。2019年公司营业利润10.63亿元，同比增长36.62%；同期净利润9.36亿元，同比增长37.51%，主业保持较好的增长趋势。2020年第一季度，公司其他收益0.35亿元，同比减少19.03%，其他非经常性损益规模不大；同期公司营业利润和净利润分别为1.66亿元和1.53亿元，分别同比减少38.00%和34.75%。

图表 17. 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年度	2020年第一季度
投资净收益（亿元）	0.03	0.09	0.09	0.02	-
营业外收入及其他收益（亿元）	0.18	0.14	0.92	1.22	0.45

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将继续聚焦锂电池隔膜业务，持续加大产能建设、提升产品质量，并对技术开发保持投入，进一步提高公司中高端隔膜市场占有率。同时，公司还将整合优质资源，以完善隔膜领域的产品布局。

该公司计划非公开发行A股股票募集资金不超过50亿元用于锂电池隔膜产能建设（35亿元）及补充流动资金（15亿元），且于2020年4月24日获证监会受理，若发行成功关注后续进展。公司锂电池隔膜产能建设项目主要为匹配下游客户需求、提高市场竞争力及盈利能力，其中江西项目计划总投资17.5亿元（其中设备购置及安装费15.6亿元），预计新增锂电池隔膜年产能4亿平方米，实施主体为上海恩捷全资子公司江西省通瑞新能源科技发展有限公司；该项目预计税后内部收益率为19.03%，投资回收期6.43年。无锡项目计划总投资28亿元（其中设备购置及安装费22亿元），预计新增锂电池隔膜年产能5.2亿平方米、涂布膜年产能3亿平方米，实施主体为上海恩捷全资子公司无锡恩捷新材料科技有限公司；该项目预计税后内部收益率为18.72%，投资回收期6.40年。

图表 18. 拟计划非公开发行股票募集资金使用情况（亿元、亿平方米）

项目	产能	项目投资额	拟使用募集资金
江西省通瑞新能源科技发展有限公司锂离子电池隔膜一期扩建项目	4.00	17.50	15.00
无锡恩捷新材料产业基地二期扩建	5.20	28.00	20.00
补充流动资金	-	15.00	15.00
合计	9.20	60.50	50.00

资料来源：恩捷股份

此外，该公司计划以自有资金及自筹资金在上海浦东新区建设集团总部办公楼、研发中心及海外运营总部，预计项目总投资额不超过 10 亿元（包含土地款），目前已与上海张江（集团）有限公司签署《意向书》，具体投资事项仍需进一步商议。

整体来看，该公司隔膜业务后续仍有较大规模扩产计划，拟建项目投资额亦较大，未来资本性支出压力加大，融资需求将快速增加，对公司带来较大资金平衡压力；而疫情影响下国内新能源汽车销售受阻，进而锂电池材料企业业绩承压，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。

管理

该公司为自然人家族控制的上市公司，股权结构较为稳定。跟踪期内公司高管人员未发生重大变化，人员结构较为稳定。

截至 2020 年 3 月末，该公司总股本 8.05 亿股，李晓明家族所持公司股比 52.33%（其中累计质押股份 0.86 亿股，占其家族持股的 20.51%，占公司股本的 10.73%），为公司实际控制人，李晓明为公司控股股东。李晓明家族包括李晓明（Paul Xiaoming Lee）、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。公司计划非公开发行股份不超过 2.42 亿股，若发行成功实际控制人李晓明家族合计持股比例变为 42.13%，实际控制人地位不变。

2020 年 1 月 14 日，该公司公告显示：公司实际控制人及其一致行动人 Paul Xiaoming Lee、李晓华、Sherry Lee 和玉溪合益投资有限公司（简称“合益投资”）²计划合计减持公司股份不超过 24,497,043 股（占公司总股本 3.0417%）。2020 年 2 月 12-14 日，Paul Xiaoming Lee、合益投资分别完成减持公司股份 6,490,910 股（占公司总股本 0.8060%）和 4,621,755 股（占公司总股本 0.5739%）。

根据该公司 2020 年 4 月 27 日公告显示，公司与上海恩捷股东签订《股权转让框架协议》，拟使用自有及自筹资金 4.90 亿元收购非关联方少数股东权益，即 Tan Tim Chwee 和殷洪强合计持有的上海恩捷 5.14% 股权，以提升经营管理效率。收购完成后，公司将持有上海恩捷 95.22% 股权。此外，跟踪期内公司高管人员未发生重大变化，人员结构较为稳定。

2019 年该公司关联交易依然不大，主要为向联营企业昆莎斯采购添加剂

² 该公司 2020 年 1 月 16 日公告显示，李晓明家族成员 Paul Xiaoming Lee 及 Sherry Lee 签署《股份授权委托书》，Sherry Lee 将其持有的公司股份 73,470,459 股（占公司总股本 9.12%）全权委托给其父 Paul Xiaoming Lee，委托期限 3 年。因此 Paul Xiaoming Lee 可实际支配的拥有公司表决权的股份为 210,464,378 股（占公司总股本 26.13%），为公司单一拥有表决权份额最大的股东，公司控股股东由合益投资变更为 Paul Xiaoming Lee。

0.32 亿元及销售原料 0.17 亿元；年末对昆莎斯应付账款 0.09 亿元。关联担保方面，2019 年末公司向子公司上海恩捷提供担保金额 31.09 亿元；公司未向合并范围外关联方提供担保。

2019 年以来，该公司不良行为记录主要体现于上海恩捷因污水排放问题受到处罚，显示上海恩捷在环保方面存在一定风险。此外公司涉及多项诉讼，但金额不大。

图表 19. 公司不良行为记录列表（2019 年以来）

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	2020.5.6	未提供	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.5.7	不涉及	无	不涉及	不涉及
诉讼	公司年报及公开信息	2020.5.7	无	有 ³	有 ⁴	无
工商	公司年报及公开信息	2020.5.7	不涉及	无	有 ⁵	无
质量	公司年报及公开信息	2020.5.7	不涉及	无	无	无
安全	公司年报及公开信息	2020.5.7	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

跟踪期内，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快速增长，但由于资金需求量较大，负债规模亦快速增长。公司议价能力偏弱，货款回收周期较长，2019 年公司海外收入占比提升，同时加强应收账款回收力度，经营性现金流有所好转，仍需关注后续应收账款增长及回收情况。2020 年 2 月公司完成可转债发行，负债规模进一步增长，资产负债率有所上升。公司现有在建及拟建项目后续仍需较大规模资金投入，关注公司资金压力情况。

1. 数据与调整

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。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。公司 2020 年第一季度财务数据未经审计。

2019 年，该公司因同业并购新增 3 家子公司，但被并购企业规模不大，对公司财务数据影响有限。截至 2019 年末合并范围内共 16 家公司。

作为原告涉及多起诉讼。

⁴ 上海恩捷涉及多起诉讼，金额不大。

⁵ 上海恩捷于 2019 年 6 月违反了排水户未取得污水排水管网许可证向城镇排水设施排放污水被上海市浦东新区城市管理行政执法局罚款 7 万元。

图表 20. 2019 年公司合并范围新增并购企业情况（单位：万元）

公司名称	股权取得时点	股权取得成本	比例（%）	购买日至期末被购买方收入	购买日至期末被购买方净利润
深圳清松金泽科技开发有限公司 ⁶	2019/5/19	2,000	100.00	1,598.85	278.75
江西睿捷新材料科技有限公司	2019/12/30	665.83	82.00	-	-

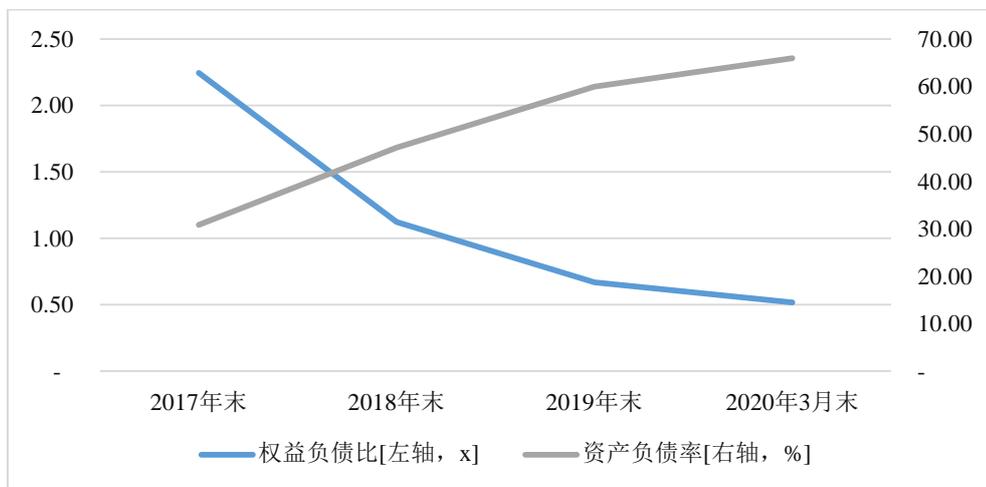
资料来源：恩捷股份

2020 年第一季度，该公司合并范围新增 2 家公司，包括苏州捷力和东航光电。公司于 2019 年 8 月启动收购苏州胜利精密制造科技股份有限公司（简称“胜利精密”）持有的苏州捷力 100% 股权事项；2020 年 3 月 5 日苏州捷力纳入公司合并范围。该项交易总对价 18.01 亿元⁷，包括以现金 7.33 亿元为对价受让胜利精密持有的苏州捷力 100% 的股权及支付苏州捷力欠胜利精密 10.68 亿元的其他应付款总额。截至 2020 年 3 月 31 日，公司已支付股权收购款 16.01 亿元（包含定金 3 亿元）。

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。

跟踪期内，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，负债总额增长较快，资产负债率快速攀升。2019 年末，公司负债总额为

⁶ 湖南清松经泽科技开发有限公司系深圳清松金泽科技开发有限公司下属企业。

⁷ 该项交易经双方协商后，取消原股权转让协议中三年业绩对赌及 4 亿对赌款的变更情况，最终确定交易总对价由 20.20 亿元调整为 18.01 亿元。苏州捷力拥有湿法隔膜产线 8 条，产能规模每年 4 亿平方米左右，为国内锂电池行业龙头企业，尤其拥有 3C 市场锂电池领域的客户优势，市场占有率位居行业第二。通过本次交易，公司计划将锂电池隔膜业务范围扩展至消费类锂电池隔膜领域，优化业务结构和拓展 3C 市场和客户，提高公司综合竞争力，进一步巩固并扩大公司在锂离子电池隔膜领域的行业地位。截至 2019 年末，苏州捷力资产总额 15.10 亿元，净资产 2.40 亿元；2019 年营业收入 5.76 亿元，净利润-0.36 亿元。

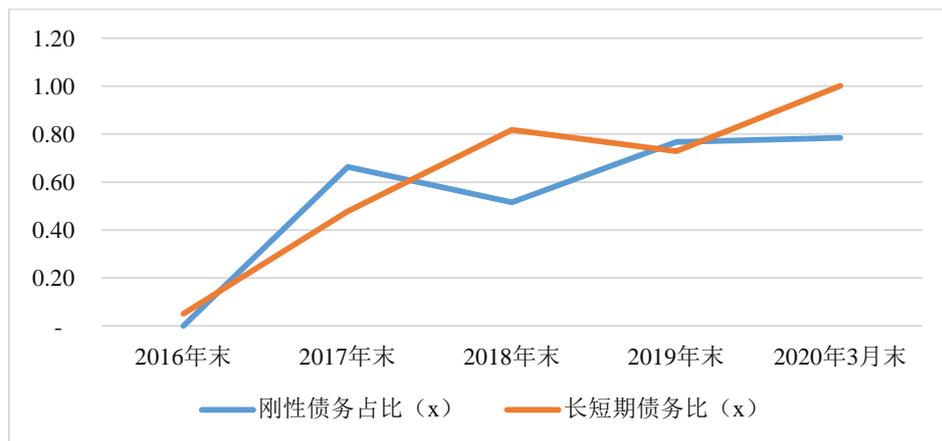
73.12 亿元，较上年末增长 101.42%；同期末资产负债率为 59.97%，较上年末增加 12.84 个百分点。2020 年 3 月末，公司负债总额为 103.16 亿元，较年初增长 41.08%，资产负债率 65.97%，较年初增加 6.00 个百分点，主要是恩捷转债（128095）发行成功（16.00 亿元，期限 6 年）、银行借款增加及合并范围扩大所致。

权益方面，随着经营持续积累，该公司所有者权益保持增长，2019 年末为 48.81 亿元，较上年末增长 19.86%。其中未分配利润、实收资本和资本公积分别为 17.45 亿元、8.05 亿元和 18.94 亿元，合计占所有者权益总额的 91.05%，分别较上年末增长 59.53%、69.96%和减少 13.83%。公司 2018 年利润分配以截止 2018 年 12 月 31 日总股本 4.74 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.79 元（含税），共计 1.80 亿元，并以资本公积 3.32 亿元转增股本，使得总股本增至 8.05 亿元。公司 2019 年利润分配方案为公司以截至 2019 年 12 月 31 日公司总股本 8.05 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.25 元（含税），共计 1.01 亿元，占当年归属于上市公司普通股股东的净利润的比例为 11.85%，此案已通过公司 2019 年度股东大会审议。

总体看，该公司债务率持续增长，且后续仍有较大规模的项目建设投入计划，预计未来债务率将进一步上升。此外，公司拟非公开发行股票（不超过 2.41 亿股）募集不超过 50 亿元资金用于锂电池隔膜产能扩张及补充流动资金，此案已获证监会受理，若发行成功公司资金压力将得到一定缓解，关注后续进展。

（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 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	1.98	10.28	20.04	56.05	80.86
应付账款 (亿元)	1.74	2.46	3.74	3.83	4.31
其他应付款 (亿元)	0.02	0.74	2.56	0.91	4.80
递延收益-非流动负债 (亿元)	0.27	0.81	0.53	4.35	7.11
其他非流动负债 (亿元)	-	-	7.82	6.19	4.56

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务占比 (%)	36.11	66.33	55.21	76.65	78.39
应付账款占比 (%)	31.62	15.90	10.30	5.23	4.18
预收账款占比 (%)	0.43	4.80	7.06	1.24	4.65
递延收益-非流动负债 (%)	4.86	5.25	1.47	5.95	6.89
其他非流动负债 (%)	-	-	21.55	8.46	4.42

资料来源：根据恩捷股份所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 72.82% 和 100.10%，恩捷转债发行成功后，公司债务期限结构得到一定改善。从具体构成来看，公司负债主要以刚性债务、应付账款、其他应付款、递延收益-非流动负债和其他非流动负债等构成，2019 年末分别为 56.05 亿元、3.83 亿元、0.91 亿元、4.35 亿元和 6.19 亿元。其中应付账款主要是原材料采购款及工程设备款，较上年末变化不大；其他应付款主要是尚未支付的上海恩捷股权收购款（0.45 亿元）、限制性股票回购义务等，较上年末减少 64.45%，主要是公司完成支付部分股权收购款所致；递延收益较上年末增加 3.82 亿元，主要是未确认的政府补助增加（锂电池隔离膜项目）；其他非流动负债为锂电池隔离膜项目的政府扶持款，系公司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，较上年末减少 20.83%。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，补助款不计利息，不需归还。2020 年 3 月末其他应付款较年初增加 3.89 亿元至 4.46 亿元，主要是待支付苏州捷力的股权收购款。

(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 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	1.98	6.07	12.20	36.37	41.73
其中：短期借款	0.14	3.28	9.30	26.70	30.16
一年内到期长期借款	-	0.57	1.54	4.44	4.46
应付票据	1.85	2.21	1.33	5.23	7.11
其他短期刚性债务	0.00	0.02	0.03	-	-
中长期刚性债务合计	-	4.20	7.84	19.68	39.13
其中：长期借款	-	4.20	7.84	19.68	24.98
应付债券	-	-	-	-	14.15
综合融资成本（年化）	5.0%	6.0%	5.5%	5.0%	4.2%

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2019 年，该公司为建设隔膜产能投入资金较多，银行借款快速增长，刚

性债务规模有所扩大，年末余额为 56.09 亿元，较上年末增长 179.84%，其中短期刚性债务占比 64.92%。2020 年 3 月末，因融资规模增加及合并范围扩大，公司刚性债务进一步增至 80.86 亿元，短期刚性债务占比降至 51.61%。

具体构成来看，2019 年末该公司刚性债务主要由银行借款和应付票据构成，余额分别为 50.82 亿元和 5.23 亿元。其中银行借款包括短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款，2019 年末分别 26.70 亿元、4.44 亿元和 19.68 亿元，随着锂电池隔膜产能扩张投入快速增加，分别较上年末增长 187.09%、188.41%和 150.93%。其中短期借款主要是保证借款、信用借款和质押借款，比例分别约 85%、7%和 6%，公司保证借款的担保人为公司实际控制人或公司及其所属子公司；长期借款包括抵押借款和保证借款，占比约各 50%，其中抵押借款以公司固定资产、在建工程及无形资产作为抵押物。2019 年末公司应付票据较上年末增加 3.90 亿元，增长较多系公司经营规模扩大、采购使用票据结算方式增加所致。2020 年 3 月末，公司银行借款、应付票据分别较年初增长 17.27%和 35.98%，主要是收购苏州捷力资金需求增加合并范围扩大所致；另外公司新增应付债券 14.15 亿元。

跟踪期内，该公司综合融资成本区间为 4.2%-5.5%，处在合理水平。2020 年 3 月末公司刚性债务集中在一年以内，融资成本分别在 4%-6%（不含 6%），整体看融资成本较为合理，但面临一定的即期债务偿付压力。

图表 24. 公司 2020 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构⁸(亿元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	0.50	-	-	3.27	14.15
3%~4%（不含 4%）	1.63	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	17.03	0.52	0.35	7.84	5.32
5%~6%（不含 6%）	2.95	-	0.78	11.74	-
合计	22.11	0.52	1.13	22.85	19.47

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	2020 年第一 季度
营业周期（天）	172.77	199.44	247.85	283.24	-
营业收入现金率（%）	73.32	77.51	68.64	88.67	60.38
业务现金收支净额（亿元）	1.86	2.53	1.39	6.86	-0.90
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.63	0.07	0.32	0.77	1.25

⁸ 不包含国内信用证及票据。

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.23	2.60	1.71	7.63	0.34
EBITDA（亿元）	5.35	7.62	9.75	14.63	-
EBITDA/刚性债务（倍）	5.40	1.24	0.64	0.38	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	16.32	37.81	12.70	9.15	-

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。

由于该公司锂电池隔膜业务交付验收周期较烟标及无菌包装业务相比较长，且2019年锂电池隔膜业务进一步增长，公司营业周期整体有所拉长，2019年为283.24天；同期营业收入现金率为88.67%，同比有所改善但资金回笼水平一般。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。2019年公司经营活动现金净流量为7.63亿元，同比增加5.92亿元，经营性现金流有所好转。2020年第一季度，公司使用票据结算较多而变现较少，当期营业收入现金率为60.38%；同期经营活动现金净流量为0.34亿元，净流入量同比增加1.10亿元，主要是当期收到的政府补助较多。

得益于业务规模扩大，2019年该公司利润总额同比增长明显，因此EBITDA同比增加4.88亿元至14.63亿元，其中利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧分别为10.62亿元、0.98亿元和2.96亿元；但由于债务规模扩张较快，同期EBITDA对利息支出和刚性债务覆盖程度均有所下降，分别为0.38倍和9.15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	2020年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.86	-2.90	2.43	-9.55	-5.11
其中：理财产品投资回收与支付净额	0.85	3.00	3.00	-	-
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	-21.18	-4.40
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-	0.01
投资环节产生的现金流量净额	-5.44	-14.19	-11.48	-30.74	-9.49

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

2019年，该公司湿法隔膜产能建设投入资金较多，同时支付苏州捷力股权收购款使得投资活动现金流出量同比大幅增加，当年投资活动现金净流量为-30.74亿元，净流出额同比增加19.26亿元。考虑到公司后续仍有大额的项目建设投资支出，将面临一定的投融资压力。2020年第一季度，因支付苏州捷力股权收购款及隔膜产能建设持续推进，公司投资环节现金流出量较多，当期投资活动现金净流出额同比增加6.84亿元至9.49亿元。

(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	2020 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	36.82	30.03
其中：现金利息支出	0.30	0.16	0.72	0.98	0.49
筹资环节产生的现金流量净额	11.32	7.86	7.84	27.81	22.19

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

2019 年，该公司主要通过银行借款方式融资，筹资活动主要是债务偿付与举措产生的现金流入与流出，2019 年公司筹资活动产生的现金流量净额 27.81 亿元。现阶段公司计划非公开发行股票募集资金（不超过 50 亿元）用于锂电池隔膜产能建设及补充流动资金，关注后续进展。2020 年第一季度，筹资活动产生的现金流量净额同比大幅增加 17.71 亿元至 22.19 亿元，主要是可转债募集资金到位及银行借款增加所致。

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 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	18.76	21.70	27.83	50.23	62.42
	53.77%	43.16%	36.13%	41.20%	39.92%
其中：货币资金（亿元）	8.79	5.27	3.14	10.12	23.20
应收款项（亿元）	5.80	7.21	12.31	14.24	15.93
应收票据（亿元）	0.98	1.58	3.40	1.85	2.79
存货（亿元）	2.45	3.31	4.72	7.59	10.09
其他流动资产（亿元）	0.08	3.74	3.61	5.23	6.46
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	16.13	28.58	49.19	71.70	93.95
	46.23%	56.84%	63.87%	58.80%	60.08%
其中：固定资产（亿元）	11.24	15.23	31.75	49.37	60.61
在建工程（亿元）	0.47	6.32	10.44	15.54	18.26
无形资产（亿元）	0.72	0.70	2.64	2.99	3.70
其他非流动资产（亿元）	3.21	5.04	3.57	2.26	4.96
商誉（亿元）	-	-	0.34	0.44	4.99
期末全部受限资产账面金额（亿元）	4.12	4.00	24.08	30.03	32.28
期末抵质押融资余额（亿元）	7.00	7.00	13.07	18.85	30.44
受限资产账面余额/总资产（%）	11.81	7.96	31.26	24.63	20.70

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

随着锂电池隔膜产能扩张及业务规模扩大，该公司资产总额快速增长，2019 年末为 121.93 亿元，较上年末增长 58.30%。其中流动资产 50.23 亿元，

占资产总额的比重为 41.20%。2020 年 3 月末，公司可转债募集资金到位及合并范围增加，资产总额较年初增长 28.25% 至 156.38 亿元。

具体构成看，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、应收票据、存货和其他流动资产构成，2019 年末分别为 10.12 亿元、14.24 亿元、1.85 亿元、7.59 亿元和 5.23 亿元。2019 年末公司货币资金较上年末增加 6.97 亿元，主要是公司经营现金流入增加及融资增加所致，其中受限货币资金 2.96 亿元，相对短期刚性债务规模而言可动用货币资金略显不足。2019 年末公司应收票据较上年末减少 45.48%，主要是会计准则将以公允价值计量且变动计入其他综合收益的应收票据列报为应收款项融资所致；年末应收款项融资余额 1.83 亿元，其中银行承兑汇票和商业承兑汇票分别为 0.10 亿元和 1.73 亿元，因其剩余期限较短，账面余额与公允价值相近，公司未计提减值准备。年末应收账款较上年末增长 15.73%，应收账款周转速度降至 2.38 次（2018 年为 2.52 次），公司一年内应收账款账面余额 13.00 亿元，占比 88.33%，前五名客户应收账款为 4.10 亿元，占应收账款余额的 27.84%（2018 年末为 42.51%），集中度下降较多系公司海外收入占比提高及加强客户的货款回收力度所致。由于公司所处行业下游为各大型锂电池厂商，公司议价能力相对较弱，信用政策相对宽松，尽管公司已采取相应措施改善应收账款，但随着锂电池隔膜业务产能的持续扩张，预计未来公司应收账款规模将进一步增长，关注公司应收账款回收情况。此外年末公司因金融资产转移而终止确认的应收账款金额 3.00 亿元，产生相关损失 0.01 亿元。公司存货较上年末增长 60.81%，系公司业务扩张较快，相应库存增加所致，存货周转速度降至 2.81 次（2018 年为 3.55 次），公司存货主要包括原材料和库存商品，年末账面价值分别为 1.13 亿元和 5.54 亿元；公司存货已按账面余额计提跌价准备 0.06 亿元。年末公司其他流动资产较上年末增长 44.84%，系公司购置设备较多，产生的待抵扣增值税进项税额增加所致。此外，苏州捷力股权变更前公司支付的股权款 8.20 亿元计入其他应收款。

2020 年 3 月末，该公司流动资产 62.42 亿元，较年初增长 24.28%。其中货币资金、应收票据、预付款项、其他应收款和存货分别为 23.20 亿元、2.79 亿元、1.78 亿元 0.33 亿元和 10.09 亿元。其中货币资金较年初增加 13.09 亿元，主要是可转债募集资金到位所致；随着隔膜业务扩大及合并范围增加，公司应收票据、预付款项及存货分别较年初增长 60.37%、69.16% 和 32.87%。此外因苏州捷力收购完成，公司其他应收款较年初减少 7.97 亿元。

2019 年末，该公司非流动资产 71.70 亿元，较上年末增长 45.76%。公司非流动资产主要由在建工程、固定资产、无形资产和其他非流动资产构成，2019 年末分别为 15.46 亿元、49.37 亿元、2.99 亿元和 2.26 亿元。其中在建工程主要是无锡、珠海和江西的锂电池产能建设等项目，随着各项目的持续推进及部分项目转入固定资产，2019 年末公司在建工程较上年末增长 49.09%，固定资产较上年末增长 55.47%。公司其他非流动资产主要包括预付设备款和工程款，2019 年末较上年末减少 36.77%，系公司孙公司珠海恩捷收到相关

设备，预付设备款余额减少所致。公司无形资产主要是土地使用权和软件，2019 年末较上年末增长 13.03%，系子公司珠海恩捷扩大产能规模，新增土地购置所致。

2020 年 3 月末，该公司非流动资产 93.95 亿元，较年初增长 31.03%。其中固定资产、在建工程、商誉及其他非流动资产分别为 60.61 亿元、18.26 亿元、4.99 亿元和 4.96 亿元。其中固定资产及在建工程系合并范围扩大及隔膜产能项目推进建设所致，分别较年初增长 22.77%、18.10%；商誉增长较多系收购苏州捷力产生，关注苏州捷力后续经营业绩及公司商誉减值风险；其他非流动资产较年初增长 119.77%，系公司预付设备款增加所致。

2019 年末，该公司受限资产为 30.03 亿元，较上年末增加 5.95 亿元，占年末资产总额的比重 24.63%，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. 2019 年末公司受限资产构成情况

科目	金额（亿元）	用途
货币资金	2.96	银行承兑汇票保证金、信用证保证金
固定资产	20.74	抵押借款
无形资产	1.91	抵押借款
应收款项融资	1.83	质押借款
在建工程	2.59	抵押借款
合计	30.02	-

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 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	358.81	207.14	139.35	118.77	121.09
速动比率（%）	304.22	170.43	112.83	98.33	98.06
现金比率（%）	179.53	56.30	20.63	25.23	50.41

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

2019 年末，该公司短期债务有所增加，流动比率及速动比率均有所弱化，年末分别为 118.77% 和 98.33%，现金比率随公司货款回收及资金储备增加有所上升，但公司存在一定规模的受限资产，实际资产流动性弱于账面所示。2020 年 3 月末，受益于可转债募集资金到位，公司流动比率及现金比率均有所提升，分别为 121.09% 和 50.41%。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司不存在对外担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司烟标业务及相关的资产主要集中在母公司。2019 年末，母公司总资产 56.33 亿元，净资产 47.23 亿元；2019 年母公司实现营业收入 4.35 亿元，净利润 1.94 亿元。总体来说，公司本部债务规模不大，债务主要由下属各子公司承担。

外部支持因素

跟踪期内，该公司与多家银行仍保持较好的合作关系，截至 2019 年末从各家银行获得的综合授信总额为 132.04 亿元，公司已使用 53.66 亿元，剩余 78.38 亿元使用空间。

附带特定条款的债项跟踪分析

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。

跟踪评级结论

该公司为自然人家族控制的上市公司，股权结构较为稳定。公司管理人员稳定性较好，跟踪期内高管人员无重大变动，为公司良好发展提供基础。此外公司收购上海恩捷前后主业变化较大，各业务子公司运营管理及财务体系基本保持独立，且跟踪期内公司持续并购扩张，面临较大的整合压力。

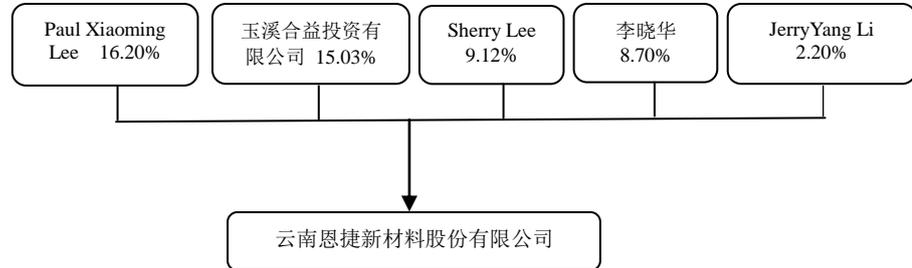
跟踪期内，该公司锂电池隔膜业务仍处于快速扩张阶段，其国内市场份额继续领先，同时海外业务拓展成效显著，盈利保持较高水平；但产品价格持续下滑，货款回笼周期较长，仍面临盈利能力下滑风险及经营占款压力。公司无菌包装及烟标业务收入均有不同程度增长；特种纸业务收入小幅下降。公司后续在建及拟建项目规划投资额较大，且有股权收购计划，未来资本性支出压力或将持续增加。2020年第一季度，新冠疫情影响下公司国内业务隔膜销售不及预期，影响经营业绩，但海外收入占比提高拉动毛利率上升。此外公司计划非公开发行股份已获证监会受理，关注后续进展。

跟踪期内，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快速增长，但由于资金缺口较大，负债规模亦快速增长。公司议价能力偏弱，货款回收周期较长，2019年公司海外收入占比提升，同时加强应收账款回收力度，经营性现金流有所好转，但仍需关注后续应收账款增长及回收情况。2020年2月公司完成可转债发行，负债规模进一步增长，资产负债率有所上升。公司现有在建及拟建项目后续仍需较大规模资金投入，关注公司资金压力情况。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）该公司客户集中度仍高且经营占款规模大；（2）盈利水平下降风险；（3）行业需求变动风险；（4）产能扩张面临回报不及预期风险；（5）债务规模快速增长；（6）管理整合风险；（7）可转债到期未转股风险。

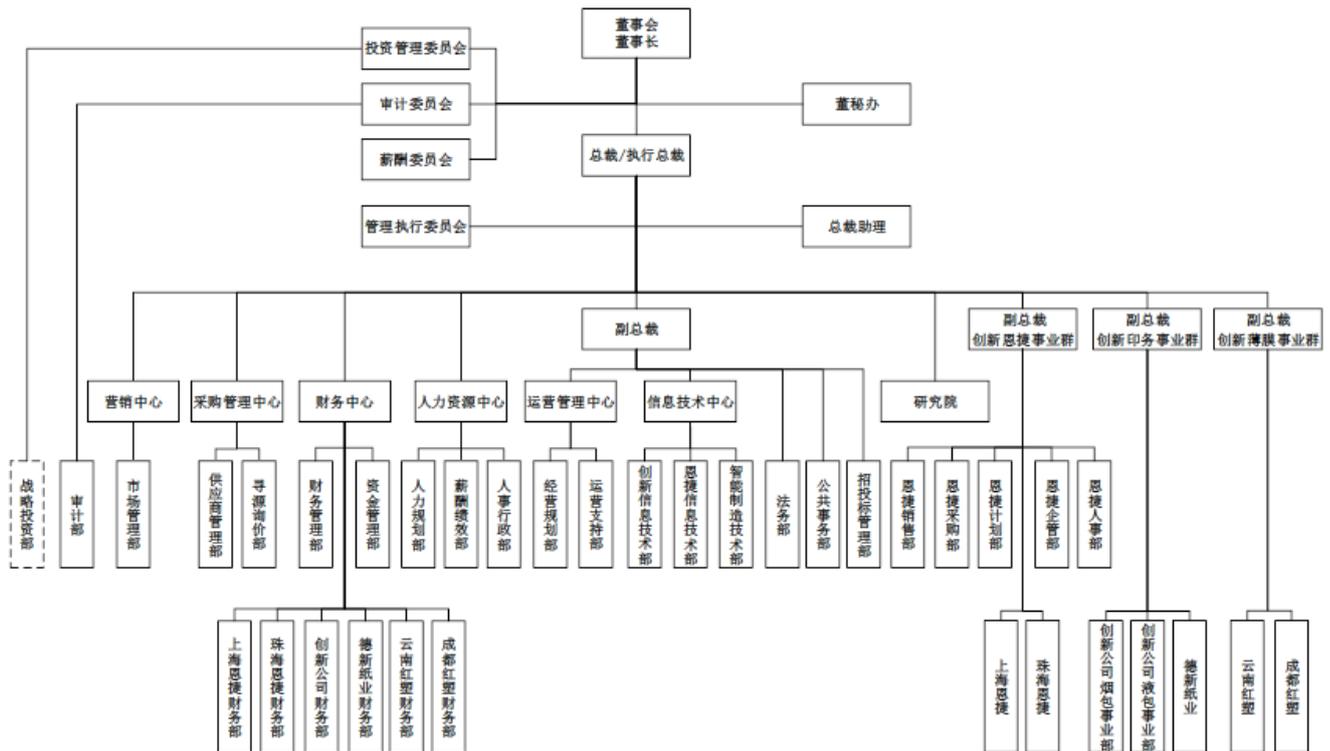
附录一：

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 2020 年 3 月末）。

附录二：



注：根据恩捷股份提供的资料绘制（截至 2019 年 6 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	2019年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
云南恩捷新材料股份有限公司	恩捷股份	本级	—	烟标、无菌包装生产销售	3.60	47.23	4.35	1.94	2.08	-	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	49.60	33.14	19.52	8.64	3.99	-	
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	2.74	4.17	6.31	0.51	0.79	-	
云南德新纸业有限公司	德新纸业	核心子公司	100.00	特种纸生产销售	0.09	1.84	2.28	0.06	2.32	-	

注：根据恩捷股份 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
资产总额 [亿元]	50.28	77.02	121.93	156.38
货币资金 [亿元]	5.27	3.14	10.12	23.20
刚性债务[亿元]	10.28	20.04	56.05	80.86
所有者权益 [亿元]	34.79	40.72	48.81	53.22
营业收入[亿元]	21.14	24.57	31.60	5.53
净利润 [亿元]	5.49	6.80	9.36	1.53
EBITDA[亿元]	7.62	9.75	14.65	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.60	1.71	7.63	0.34
投资性现金净流入量[亿元]	-14.19	-11.48	-30.74	-9.49
资产负债率[%]	30.81	47.13	59.97	65.97
权益资本与刚性债务比率[%]	338.53	203.16	87.09	65.82
流动比率[%]	207.14	139.35	118.77	121.09
现金比率[%]	56.30	20.63	25.23	50.41
利息保障倍数[倍]	56.30	20.63	37.81	50.41
担保比率[%]	31.51	11.15	7.25	—
营业周期[天]	199.44	247.85	283.24	—
毛利率[%]	43.01	42.05	45.24	47.38
营业利润率[%]	30.09	31.65	33.63	29.96
总资产报酬率[%]	15.27	12.69	11.66	—
净资产收益率[%]	17.12	18.02	20.90	—
净资产收益率*[%]	16.73	14.54	20.28	—
营业收入现金率[%]	77.51	68.64	88.67	60.38
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	33.18	11.23	24.52	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-110.41	-37.72	-42.23	—
EBITDA/利息支出[倍]	36.92	13.46	9.15	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.24	0.64	0.38	—

注：根据恩捷股份经审计的2017~2018年备考财务报表、经审计的2019年财务报表及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。