

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(2021)100043】

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/2021年5月14日

前次跟踪: 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	2018年	2019年	2020年	2021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	0.92	1.74	13.56	5.79
刚性债务	0.85	3.60	11.81	10.37
所有者权益	46.76	47.23	106.49	107.70
经营性现金净流入量	0.25	2.08	1.72	-0.14
合并口径数据及指标:				
总资产	77.02	121.93	205.72	210.40
总负债	36.30	73.12	89.76	89.17
刚性债务	20.04	56.05	64.34	68.94
所有者权益	40.72	48.81	115.96	121.23
营业收入	24.57	31.60	42.83	14.43
净利润	6.80	9.36	11.76	4.56
经营性现金净流入量	1.71	7.63	10.55	1.97
EBITDA	9.75	14.65	20.79	—
资产负债率[%]	47.13	59.97	43.63	42.38
权益资本与刚性债务 比率[%]	203.16	87.09	180.23	175.84
流动比率[%]	139.35	118.77	203.00	243.28
现金比率[%]	20.63	25.23	89.31	97.24
利息保障倍数[倍]	10.53	7.25	4.80	—
净资产收益率[%]	18.02	20.90	14.27	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	11.23	24.52	24.77	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-37.72	-42.23	-51.82	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.46	9.15	6.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.64	0.38	0.35	—

注:根据恩捷股份经审计的2018年备考财务报表、经审计的2019-2020年财务报表及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄梦姣 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、经营业绩及资本实力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、营业周期、资本性支出压力、商誉减值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,锂电池隔膜市场龙头地位得到巩固,具备较强的规模优势及技术优势,在国际市场也具备较强竞争实力。
- **经营业绩保持增长。**跟踪期内,恩捷股份收入及盈利规模保持增长,主业现金净流入持续增加。
- **资本实力提升。**2020年,恩捷股份非公开发行股票募集资金50亿元,资本实力显著提升,资产负债率下降。

主要风险:

- **产能集中释放压力。**近年来包括恩捷股份在内的锂电池隔膜企业产能持续扩张,产品价格下降,且后续或面临产能集中释放压力。
- **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,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。
- **营业周期延长。**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。
- **资本性支出压力。**恩捷股份后续仍有大规模产

能扩建计划，且其中需自筹资金的规模较大，持续面临资本性支出压力及融资压力。

- **商誉减值风险。**2020 年恩捷股份收购苏州捷力等子公司形成一定规模商誉，如所收购企业业绩不达预期，将产生商誉减值风险。
- **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上述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；认为上述债券还本付息安全性很高，并给与上述债券 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

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（简称恩捷转债）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据恩捷股份提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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 2021 年 3 月末，该公司已发行债券仅为恩捷转债。恩捷转债自 2020 年 8 月 17 日开始转股，截至 2021 年 3 月 31 日，累计已转股金额为 8.36 亿元，剩余可转债金额为 7.64 亿元，转股价格为 65.09 元/股。

图表 1. 截至 2021 年 3 月末公司发行债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
恩捷转债	16.00	7.64	6 年	0.40 ¹	2020 年 2 月	未到期

资料来源：Wind

恩捷转债募集资金净额 15.86 亿元，用于江西通瑞年产 4 亿平方米锂离子电池隔膜项目（一期）和无锡恩捷新材料产业基地项目。截至 2020 年末，本次可转债的募投项目已建成投产，产能尚处于爬坡阶段。

图表 2. 截至 2020 年末本次债券募投项目情况（亿元）

项目名称	总投资	计划使用募集资金	已投资	已使用募集资金	项目进度
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）	17.50	5.86	17.01	5.86	89.71%
无锡恩捷新材料产业基地项目	22.00	10.00	19.04	10.00	90.00%
合计	39.50	15.86	36.05	15.86	-

资料来源：恩捷股份

¹ 第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫情的控制而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

2020 年上半年隔膜市场需求受新冠疫情影响而较低迷，2020 年下半年新能源汽车市场回暖带动上游锂电池材料行业需求增长。近年来随着隔膜行业新增产能释放，产品价格下行，而 2020 年下半年价格下降趋势有所缓和。随着新能源汽车产业链步入规模化发展阶段，企业对补贴依赖度降低，规模化带来的效益提升及成本控制将成为维持盈利的关键。目前新能源汽车产业链扩张态势有望为隔膜需求带来支撑，但需关注资金压力及经营占款情况。

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

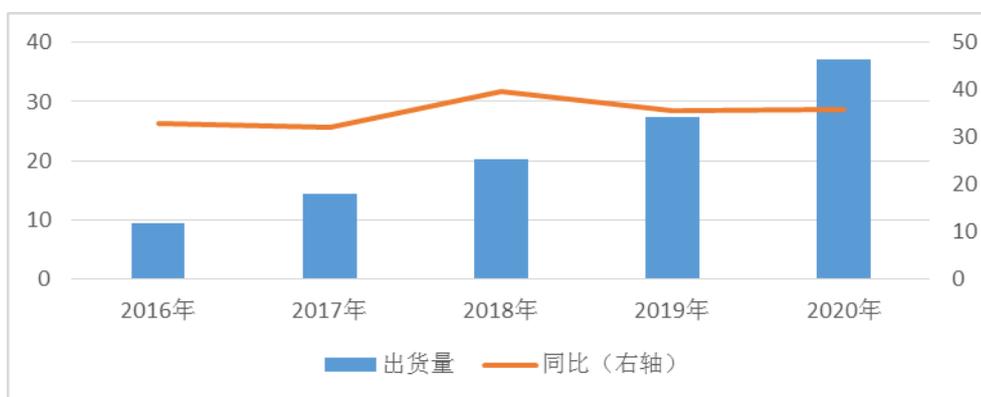
隔膜行业属于新兴产业，涉及新能源、新材料和信息产业等国家重点发展领域。随着下游新能源汽车及锂电池行业的快速发展，锂电池已经成为膜材料最主要的应用之一。近几年随着新能源汽车产业迅速发展，动力电池需求

增长带动锂电池行业发展。而 2019 年受补贴退坡影响，我国新能源汽车产销近十年来首次下降。2020 年上半年受疫情影响，新能源汽车市场需求进一步受到抑制；但下半年，随着补贴退坡放缓信号的释放以及国内疫情逐渐平息带来的需求恢复，新能源汽车销售回暖。据中汽协数据，2020 年，我国新能源汽车产销量分别为 136.6 万辆和 136.7 万辆，同比分别增长 7.5% 和 10.9%，增速较上年由负转正。在全球，中国及欧洲为新能源汽车最主要的两大市场，占比约为 41% 和 43%，2020 年欧洲数国为减少碳排放，陆续出台鼓励政策，其新能源汽车销量大幅增长，带动全球销量上升。据 EV Sales 数据，2020 年全球新能源乘用车销量为 312.48 万辆，同比增长 41%。

受新能源汽车需求变动影响，2020 年，我国动力电池也呈现上半年需求低迷、下半年快速增长态势，全年动力电池产量为 83.4GWH，同比下降 2.3%；出货量为 80GWh，同比增长 13%。此外受消费类锂电池需求增长带动，2020 年锂电池产量为 188.45 亿只，较上年增长 19.87%。

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。随着锂电池市场发展，2020 年锂电池隔膜市场也持续增长，据 GGII 数据，2020 年，我国锂电池隔膜出货量为 37.20 亿平方米，较上年增长 35.77%，增速较上年小幅上升 0.17 个百分点。

图表 3. 我国锂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。

随着新能源汽车产业步入规模化发展阶段，产业链各行业增长及企业效益更多依赖于规模化经营，对政策补贴依赖度逐步降低。包括隔膜行业在内的新能源产业链不断新建产能，产品价格有所下降，2020 年上半年叠加疫情影响进一步下降，而下半年以来随着新能源汽车市场回暖，需求快速增长，隔膜价格趋于稳定。而规模化经营带来的效益提升有助于企业保持较高的毛利率。

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。

经历多年补贴后，近年来补贴政策逐步退坡、补贴标准相应提高。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》，提出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。财政部文件还要求，过后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。

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利于刺激新能源汽车全产业链的恢复。

此后，国家陆续推出支持新能源汽车发展的政策。2020年10月，国务院常委会会议通过了《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，提出到2025年，我国新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右。2021年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于80%。

2020年12月，财政部、工信部、科技部和发改委联合发布了《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》，其中提出坚持平缓补贴退坡力度，2021年，新能源汽车补贴标准在2020年基础上退坡20%。

竞争格局

海外锂电隔膜企业多集中于日韩，主要有日本旭化成、日本东丽、韩国SK、日本住友、日本宇部、日本Wscope等，2020年整体名义产能不超过35亿平方米。相较于中国企业，成本整体较高且产能扩张节奏较缓慢。

国内隔膜以头部企业恩捷、星源、中材为代表，产能扩张速度加快，至2021年底上述三家企业基膜产能预计可达到80亿平方米，受益于产能、成本等优势，国内隔膜出口也将提速。

隔膜作为锂电产业毛利率最高的环节，在锂电成本中占比较低，且行业进入壁垒和经营壁垒较高，叠加降价带来的竞争，部分产能正在出清，行业集中度不断提升。2019年以来，随着中材科技整合湖南中锂、恩捷股份整合苏州捷力和纽米科技，前三家在国内湿法隔膜领域的市场份额已经超过85%，其中恩捷股份超过50%。但在新能源产业链中，隔膜下游电池生产厂商也呈现高度集中的格局，隔膜企业议价能力较难提升。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2020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	42.83	42.63	2.28	2.56	205.72	43.63	11.76	10.55
星源材质	9.67	34.64	2.08	3.44	57.21	48.62	1.01	2.88

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
中材科技	187.11	27.13	5.65	6.40	336.96	58.29	19.69	33.01

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）新能源产业链扩张态势明显，资金压力较大，且因下游电池生产厂商集中度高，锂电池材料行业议价能力相对较弱，经营占款较大。（2）锂电池需求增长不达预期或导致隔膜产能快速扩大后企业经营压力加大；（3）随着隔膜行业持续新建产能，隔膜价格下降，如无法有效提升效益及控制成本，企业盈利能力将承压；（4）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。（5）海外新冠疫情蔓延对需求造成的不利影响。

B. 包装印刷

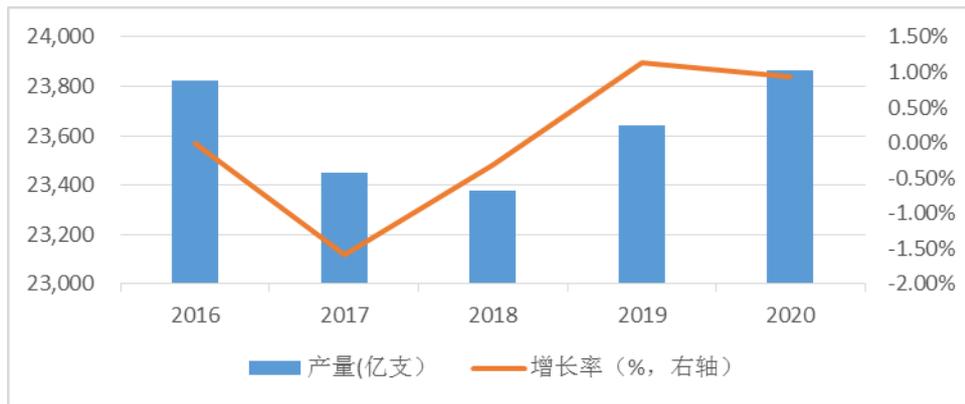
包装材料具备产品保护、附加值提升、便于推广促销等多重功能，在现代社

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。

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。据中国包装联合会数据，2020年，我国包装行业规模以上企业（年营业收入2000万元及以上全部工业法人企业）8183家，企业数比去年增加267家。全国包装行业累计完成营业收入10064.58亿元，同比下滑1.17%；累计完成利润总额610.38亿元，同比增长24.90%。

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，2020年全国卷烟产量为23863.7亿支，同比增长0.94%。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 5. 全国卷烟产量及增长率



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，2020年全国液态奶产量 2599.43 万吨，同比增长 3.28%。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。液态乳制品的增长将为无菌包装市场提供良好的发展空间。

2. 业务运营

2020 年以来，该公司锂电池隔膜业务通过持续新建产能及横向收购扩大规模，收入保持增长，市场地位进一步巩固。公司隔膜产品平均价格下降，毛利率出现下滑，但仍处于较高水平。而随着项目投入快速增加，资产收益水平有所下降。公司经营周期有所延长，经营占款压力加大。公司在建及拟建产能扩张项目投资规模较大，2020 年非公开发行股票在一定程度上缓解了资金压力，但随着后续项目的投入，资本性支出压力或仍将增加，且后续或面临产能集中释放压力。

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。公司在全球锂电池隔膜市场处于领先地位，具有规模优势和技术优势。近年来持续快速扩张锂电池隔膜产能，同时 2020 年通过收购苏州捷力新能源材料有限公司（简称“苏州捷力”）将锂电池隔膜市场从动力电池拓展至消费类电池领域，业务规模持续增长。

2020 年，该公司实现营业收入 42.83 亿元，较上年增长 35.56%，主要因合并苏州捷力及锂电池隔膜产能扩张项目逐步投产，同时下半年以来新能源汽车需求回暖。毛利率为 42.63%，较上年下降 2.61 个百分点，主要因锂电池隔膜低价产品销售占比增加导致平均价格下降，同时受疫情影响上半年产量下降导

致单位成本上升，锂电池隔膜毛利率有所下降。近年来隔膜行业产能持续扩张，产品价格下降，但得益于规模化效应，公司仍维持较高的毛利率水平，需关注后续经营效益及成本控制情况。随着项目投入快速增加，公司资产收益水平有所下降，2020年末，公司总资产报酬率为9.26%，较上年末下降2.40个百分点。

2021年第一季度，该公司营业收入为14.43亿元，较上年同期增长161.05%，主要因锂电池隔膜收入进一步增长。当期毛利率为48.51%，较上年同期提高1.13个百分点，主要因毛利率相对较高的锂电池隔膜业务占比提升；此外烟标毛利率下降主要因单价下降，无菌包装毛利率下降主要因单价下降及原材料价格上涨，特种纸毛利率下降主要因产品销售结构变化。

图表 6. 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
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 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计	24.57	31.60	42.83	14.43	5.53
其中：核心业务营业收入（亿元）	24.01	31.26	41.71	14.43	4.91
在营业收入中所占比重（%）	97.69	98.92	97.39	100.00	88.79
其中：（1）膜类产品	19.23	25.49	34.64	12.65	3.64
在核心业务收入中所占比重（%）	80.10	81.54	80.88	87.66	74.13
（2）烟标	1.15	1.17	1.29	0.29	0.43
在核心业务收入中所占比重（%）	4.78	3.74	3.01	2.01	8.76
（3）无菌包装	2.34	2.89	4.04	1.16	0.65
在核心业务收入中所占比重（%）	9.75	9.25	9.42	8.04	13.24
（4）特种纸	1.29	1.29	1.75	0.33	0.19
在核心业务收入中所占比重（%）	5.38	4.13	4.08	2.29	3.87
综合毛利率（%）	42.05	45.24	42.63	48.51	47.38
其中：膜类产品（%）	46.82	49.49	45.39	53.15	47.21
烟标（%）	43.54	46.05	49.94	36.67	53.21
无菌包装（%）	20.81	23.30	22.95	24.14	25.39
特种纸（%）	14.57	20.59	19.84	18.89	25.81

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。2020 年公司膜类产品收入为 34.64 亿元，同比增长 35.92%，其中锂电池隔膜收入增长主要因收购苏州捷力及产能扩张项目逐步投产；BOPP 薄膜收入略有下降。同期膜类产品毛利率 45.39%，较上年有所下降，主要因锂电池隔膜平均价格下降及受疫情影响上半年产量下降导致单位成本上升。2021 年第一季度膜类产品收入为 12.65 亿元，较上年同期大幅增加 9.01 亿元，主要因锂电池隔膜业务进一步扩张，且上年同期受疫情影响收入较少。当期膜类产品毛利率为 53.15%，较上年同期上升 5.94 个百分点，主要因锂电池隔膜收入占比提升。

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有限公司（简称“上海恩捷”）及其子公司负责运营，截至 2020 年末公司持有上海恩捷 95.22% 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，2018-2020 年上海恩捷实现归属于母公司净利润分别为 5.85 亿元、7.75 亿元和 8.60 亿元，均完成业绩承诺。

2020 年 3 月，该公司实施对苏州捷力 100% 股权的收购，交易对手为苏州胜利精密制造科技股份有限公司（简称“胜利精密”）。苏州捷力主要业务为消费类锂电池隔膜的生产销售，拥有 8 条基膜、涂布膜产线。该项收购主要为扩大公司锂电池隔膜产能，并将市场拓展至消费类锂电池隔膜。公司收购总价款为 18.01 亿元（包含苏州捷力的股权转让款及苏州捷力欠胜利精密的全部债务），不设对赌协议。交易基准日（2019 年 6 月 30 日）苏州捷力总资产 17.34 亿元，净资产 2.54 亿元，采用收益法得出评估值 6.65 亿元，评估增值率 161.84%；该项收购于 2020 年末确认商誉 4.70 亿元。2020 年末，苏州捷力总资产 15.22 亿元，总负债 11.06 亿元，净资产 4.16 亿元；2018~2020 年营业收入分别为 4.28 亿元、5.76 亿元和 8.88 亿元，净利润分别为-1.04 亿元、-0.36 亿元和 1.76 亿元。

此外，公司于 2020 年 12 月以 0.68 亿元价款完成对纽米科技 76.3574% 股权的收购以拓展消费类锂电池隔膜市场。纽米科技拥有 7 条锂电池隔膜产线（4 条已安装生产，3 条未完成安装），交易基准日（2020 年 8 月 31 日）纽米科技总资产为 9.20 亿元，净资产为 0.79 亿元；2019 年及 2020 年 1-8 月营业收入分别为 1.25 亿元和 0.86 亿元，净利润分别为-2.10 亿元和-2.89 亿元。此项收购不设对赌协议。目前公司正在对纽米科技进行整合。

随着珠海恩捷二期项目 4 条基膜生产线、江西通瑞 8 条基膜生产线、无锡恩捷 8 条基膜生产线逐步完成建设并投产，以及对苏州捷力等公司的收购，该公司锂电池隔膜产能持续增长。截至 2020 年末，公司在上海、珠海、江西、无锡、苏州五大生产基地共有 46 条湿法隔膜生产线，产能合计 33 亿平方米，较上年末增加 10 亿平方米，产能规模为全球首位。

2020 年末，该公司主要在建项目包括无锡恩捷新材料产业基地第二期项目和江西省通瑞锂离子电池隔膜一期扩建项目，总投资合计 45.50 亿元，已投资 8.56 亿元，其中 35.00 亿元资金来源于非公开发行股票募集资金，其余资金自筹。

图表 8. 截至 2020 年末公司主要在建锂电池隔膜产能扩建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	预计建成时间	资金来源	预计建成后增加产能
无锡恩捷新材料产业基地第二期项目	28.00	7.17	2021 年 10 月	非公开发行股票募集资金 20.00 亿元，其余自筹	4 亿平方米锂电池隔膜年产能
江西省通瑞锂离子电池隔膜一期扩建项目	17.50	1.39	2022 年 3 月	非公开发行股票募集资金 15.00 亿元，其余自筹	年产 5.2 亿平方米锂电池隔膜基膜和年产 3 亿平方米锂电池涂覆膜产能
合计	45.50	8.56	-	-	

资料来源：恩捷股份

此外，该公司还签订多个拟建项目协议，主要项目投资总额折合人民币约 92.27 亿元：

(1) 2020 年 11 月，该公司签署协议在匈牙利投资建设湿法锂电池隔离膜生产线及配套工厂，预计总投资额约 1.83 亿欧元，资金来源于自有资金或自筹资金，规划建设 4 条全自动进口制膜生产线和 30 余条涂布生产线，基膜年产能约为 4 亿平方米。

(2) 2021 年 1 月，该公司的子公司上海恩捷与长寿经济技术开发区管理委员会签订协议，约定上海恩捷拟在重庆市长寿经济技术开发区投资建设 16 条高性能锂离子电池微孔隔膜生产线及 39 条涂布线项目，项目投资总额为 58.00 亿元，其中一期项目拟投资约 47 亿元，规划建设 12 条锂离子电池隔膜生产线及 27 条涂布线，计划于 2022 年建成投产；二期投资约 11 亿元，规划建设 4 条锂离子电池隔膜生产线及 12 条涂布线，拟在一期项目建成投产后，根据市场需求建设。项目资金来源于自有资金或自筹资金。

(3) 2021 年 2 月，该公司的子公司江西明扬新材料科技有限公司（简称“江西明扬”）与江西省高安市人民政府签订协议，约定江西明扬拟在江西省高安高新技术产业园区投资建设锂电池隔离膜干法项目，产能 10 亿平方米，投资总额为 20.00 亿元，建设期为 6 年，资金来源于自有资金或自筹资金。

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。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。公司锂电池隔膜原材料从境外和境内采购占比分别约为 60% 和 40%。公司原材料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，2020 年公司采购聚乙烯、白油、二氯甲

烷等原材料价格均小幅下降。

该公司锂电池隔膜业务总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。

该公司锂电池隔膜销售仍采用直销模式。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。公司与宁德时代，比亚迪，国轩，孚能等国内主流锂电池生产企业及 LG Chem、三星、松下等知名海外锂电池生产企业均建立了合作关系，2020 年锂电池隔膜业务前五大客户销售金额合计占锂电池隔膜业务销售总额的比重为 75.86%，客户集中度仍高，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。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。以下游头部企业为主的客户结构导致信用政策较宽松，形成较大规模应收账款，此外 2020 年受新冠疫情影响，新能源汽车及上游行业经营压力上升，应收账款增长较快，周转速度有所下降，2019-2020 年上海恩捷应收账款周转速度分别为 2.14 次和 1.72 次，需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以及疫情影响下新能源汽车销售受阻，锂电池隔膜市场价格整体下降，此外跟踪期内公司销售产品结构有所变化，低价产品销售增加，导致平均价格下降。2020 年下半年以来新能源汽车需求已逐步回暖，但目前海外疫情的蔓延仍对未来市场需求带来一定不确定性；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，产品价格仍存在下降可能。

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%。2020 年公司 BOPP 薄膜收入为 5.72 亿元，较上年小幅下降；毛利率为 19.97%，较上年提升主要因原材料采购价格下降。

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，产能利用率在 94% 左右。

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，2020 年以来平均采购单价较上年下降 10.37%。采购结算账期一般在 1 个月内，多采用现金结算。

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。

跟踪期内，红塔塑胶持续推进 BOPP 薄膜改扩建项目，红塔塑胶将通过技改搬迁原有两条 BOPP 薄膜生产线并新增一条 BOPP 薄膜生产线及配套设备等，形成年产 7 万吨功能性薄膜的生产能力。BOPP 薄膜改扩建项目所需资金来自红塔塑胶自有及自筹资金，预计总投资额 3.60 亿元，计划于 2022 年建成，截至 2020 年末已投资 0.52 亿元。

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，目前经营主体为云南红创包装有限公司（简称“红创包装”）。截至 2020 年末，公司持有红创包装 59.46% 的股权。烟标由公司本部负责运营。

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。2020 年纸张价格有所上涨，PET 膜价格下降。

该公司烟标生产基地位于云南玉溪，截至 2020 年末，拥有 6 条生产线，年产能 50 万大箱，近年来产能保持稳定。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，2020 年以来销量上升，产能利用率提升至 72.42%。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。2020 年，公司烟标收入为 1.29 亿元，毛利率为 49.94%。跟踪期

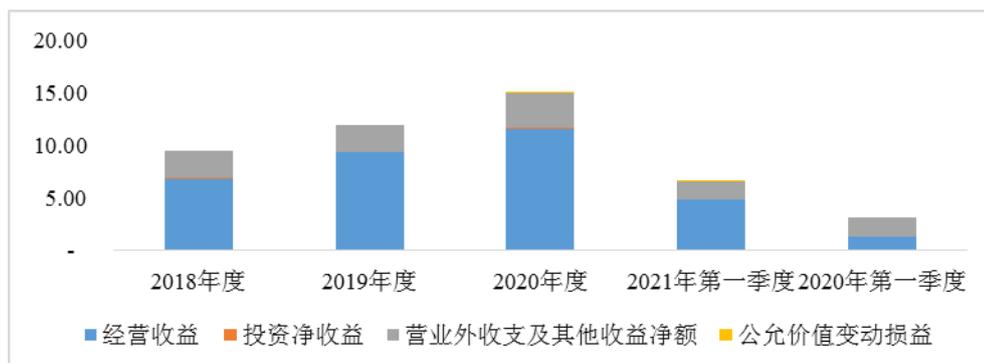
内公司持续开发卷烟生产客户，并通过各生产环节优化成本，烟标业务收入及毛利率均有一定提升。

无菌包装生产基地位于云南玉溪，该公司 30 亿个彩印包装盒改扩建项目已于 2020 年建成。公司无菌包装产品按客户要求进行定制化生产，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、光明乳业股份有限公司、北京三元食品股份有限公司等大型知名乳企及区域性知名乳企，一般给予客户 2-3 个月账期。随着客户开拓，2020 年，公司无菌包装收入为 4.04 亿元，较上年增长 39.79%，毛利率为 22.95%，较上年微降。

特种纸方面，2020 年末产能仍为 1.6 万吨/年。2020 年随着客户开拓，特种纸产能利用率有所提升。当年收入为 1.75 亿元，较上年增长 35.66%，毛利率为 19.84%，较上年微降。

(2) 盈利能力

图表 9. 公司盈利来源结构（亿元）



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

跟踪期内，该公司盈利仍主要来源于经营收益。2020 年，公司营业收入为 42.83 亿元，较上年增长 35.56%，主要因收购苏州捷力及产能扩张项目逐步投产，锂电池隔膜业务规模扩大。同期毛利率为 42.63%，较上年下降 2.60 个百分点，主要因锂电池隔膜平均价格下降，且上半年产量下降导致单位成本增加。当年毛利为 18.26 亿元，较上年增长 35.56%。2021 年第一季度，公司营业收入为 14.43 亿元，较上年增长 161.05%，主要因锂电池隔膜业务增长且上年同期受疫情影响收入较少；毛利率为 48.51%，较上年同期提升 1.13 个百分点。

图表 10. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	24.57	31.60	42.83	14.43	5.53
毛利（亿元）	10.33	14.29	18.26	7.00	2.62
期间费用率（%）	13.26	14.05	13.53	14.55	22.60
其中：财务费用率（%）	1.01	3.13	4.41	3.49	7.30
全年利息支出总额（亿元）	0.77	1.60	3.16	-	-

其中：资本化利息数额（亿元）	0.47	0.62	1.13	-	-
----------------	------	------	------	---	---

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

期间费用方面，2020 年及 2021 年第一季度该公司期间费用率分别为 13.53% 和 14.55%，近年来较稳定。期间费用以管理费用、研发费用、财务费用为主，2020 年均有一定程度增长，其中随着刚性债务增长，利息支出大幅增加，2020 年财务费用率较上年上升 1.28 个百分点。

图表 11. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.09	0.02	0.09	0.01	-
营业外收入及其他收益（亿元）	0.92	1.22	1.41	0.21	0.45
其中：政府补助（亿元）	0.91	1.22	1.39	0.20	0.35
公允价值变动损益（亿元）	-	-	0.11	0.10	-

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

公司投资收益和公允价值变动损益规模较小，而政府补助对整体盈利形成一定补充。2020 年，公司营业外收入和其他收益合计 1.41 亿元，较上年增长 15.57%，其中政府补助为 1.39 亿元。整体而言，随着锂电池隔膜业务的快速增长，跟踪期内公司利润进一步上升，2020 年及 2021 年第一季度公司营业利润分别为 13.17 亿元和 5.12 亿元，分别较上年同期增长 36.62% 和 209.31%；净利润分别为 11.76 亿元和 4.56 亿元，分别较上年同期增长 25.66% 和 199.11%。

(3) 运营规划/经营战略

未来该公司将推进锂电池隔膜板块在建及拟建项目的建设，包括江西通瑞锂离子电池隔膜一期扩建项目、无锡恩捷新材料产业基地二期扩建项目、匈牙利湿法锂电池隔离膜生产线及配套工厂项目、重庆隔膜扩产项目、江西明扬干法隔膜合作项目，进一步扩大锂电池隔膜产能；并推进 BOPP 薄膜改扩建项目进程。上述项目投资总额约 141.37 亿元，截至 2020 年末已投资 9.08 亿元。资金来源中，35 亿元来自非公开发行股票募集资金，其他资金均自筹。

该公司基于对市场需求的预期而持续投入产能扩建项目，投入金额大，投资节奏快，目前业务规模快速增长，且有助于提高市场份额并形成规模效应。但同时，融资需求及资金平衡压力将加大，且可能面临产能集中释放压力。

管理

该公司为家族控制的上市公司，跟踪期内公司股权结构及治理结构较为稳定。

跟踪期内，该公司控股股东及实际控制人未发生变化，仍为李晓明家族。李晓明家族包括 Paul Xiaoming Lee、Yan Ma、Sherry Lee、李晓华、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；此外，李晓明家族还通过其实际控制的玉溪合益投资有限公司、玉溪合力投资有限公司、珠海恒捷企业管理事务所（有限合伙）持有公司股权。2020年，公司非公开发行A股股票0.69亿股，此外恩捷转债转股0.12亿股，截至2020年末，该公司总股本为8.88亿股，李晓明家族直接及通过其所控制企业持股比例合计为46.94%（2020年3月末为52.33%）。其中，0.26亿股已质押，占其持股比例为6.25%，占公司总股本的2.93%。

2020年末，该公司关联交易主要为向联营企业昆莎斯采购添加剂0.32亿元及销售原料0.13亿元；年末对昆莎斯应付账款0.02亿元。关联交易整体规模较小。

跟踪期内，该公司未产生图表10所列示的不良行为记录。

图表 12. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

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	2021.3.25	不涉及	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.4.26	不涉及	无	无	不涉及
诉讼	恩捷股份、公开信息	2021.4.26	无重大诉讼	无重大诉讼	无重大诉讼	不涉及
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2021.4.26	不涉及	无	无	不涉及
质量	恩捷股份、公开信息	2021.4.26	不涉及	无	无	不涉及
安全	恩捷股份、公开信息	2021.4.26	不涉及	无	无	不涉及

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

2020年，得益于非公开发行股票募集资金及经营积累，该公司资本实力显著提升，资产负债率下降。但目前公司仍处于快速新建产能阶段，资金需求量大，后续资产负债率或仍将上升。公司应收账款快速增长，经营周转效率下降，需关注后续账款回收情况。公司进行多项收购形成一定商誉，如所收购企业业绩不达预期，将产生商誉减值风险。

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2020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2021年第一季度财务数据未经审计。

2020年，该公司发生非同一控制下企业合并而新增苏州捷力、纽米科技、

东航光电 3 家子公司，其中苏州捷力对公司产生较显著的收入及利润贡献，自购买日至 2020 年末产生收入 8.10 亿元，净利润 2.30 亿元；同时对应收账款、固定资产、其他应付款等资产负债表科目影响较大。2020 年末苏州捷力资产总额 15.22 亿元，其中应收账款 3.77 亿元，固定资产 8.38 亿元；负债总额 11.06 亿元，其中其他应付款 8.72 亿元。

图表 13. 2020 年发生非同一控制下企业合并而增加子公司情况（元）

公司名称	股权取得时点	股权取得成本	股权取得比例 (%)	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
苏州捷力	2020.2.29	739,219,511.67	100.00%	809,593,383.70	229,900,083.43
纽米科技	2020.12.23	68,259,500.00	76.36%	10,827,100.00	-1,026,465.00
东航光电	2020.2.29	1.00	70.00%	41,771,880.98	-13,980,966.89

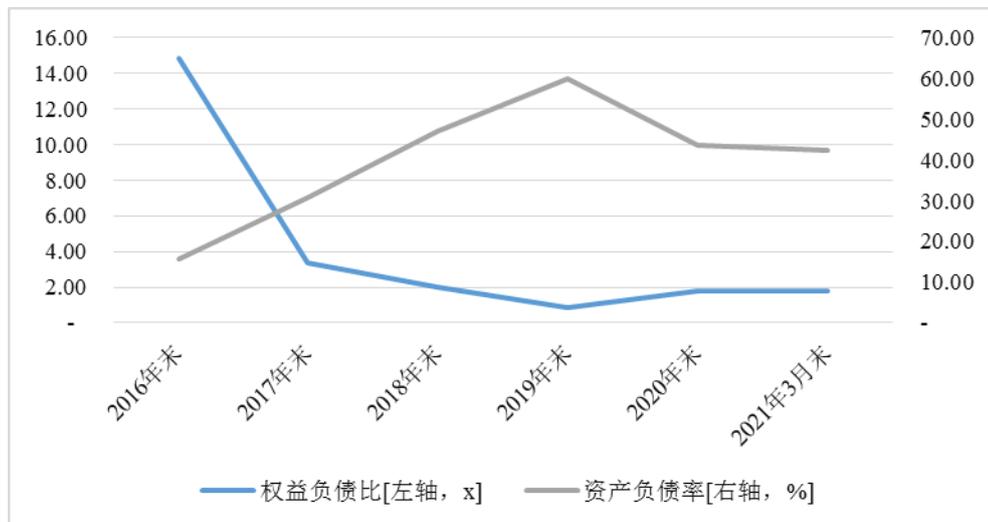
资料来源：恩捷股份

此外，该公司还新设 5 家子公司，注销 2 家子公司，对合并财务数据影响有限。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势



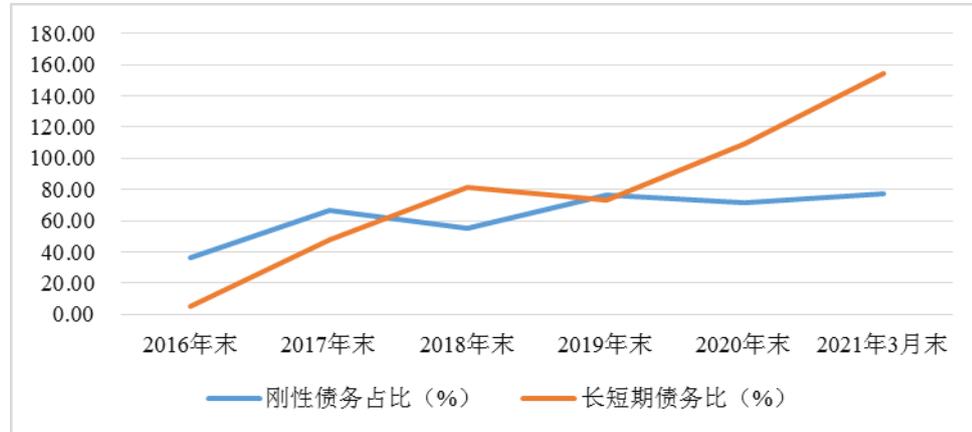
资料来源：根据恩捷股份所提供数据绘制。

随着该公司锂电池隔膜产能扩张投入持续增加，2020 年末，公司负债总额为 89.76 亿元，较上年末增长 22.76%。2020 年末，公司所有者权益较上年末增长 137.56% 至 115.96 亿元，其中因非公开发行股票，资本公积增加 49.13 亿元；此外因可转换公司债券转股导致资本公积增加 7.80 亿元。得益于资本实力的显著提升，年末资产负债率为 43.63%，较上年末下降 16.34 个百分点。2021 年 3 月末，公司负债总额为 89.17 亿元，资产负债率为 42.38%，较上年末小幅下降。目前公司财务杠杆处于较合理水平，但后续随着产能扩张项目

投入的增加，资产负债率或仍将上升。

(2) 债务结构

图表 15. 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 年末	2021 年 第一季度 末
刚性债务 (亿元)	1.98	10.28	20.04	56.05	64.34	68.94
应付账款 (亿元)	1.74	2.46	3.74	3.83	4.71	4.67
预收账款 (亿元)	0.16	0.06	0.08	0.09	-	-
其他应付款 (亿元)	0.02	0.74	2.56	0.91	5.78	0.93
刚性债务占比 (%)	36.11	66.33	55.21	76.65	71.67	77.32
应付账款占比 (%)	31.62	15.90	10.30	5.23	5.25	5.24
预收账款占比 (%)	3.00	0.38	0.21	0.13	-	-
其他应付款占比 (%)	0.43	4.80	7.06	1.25	6.43	1.05

资料来源：根据恩捷股份所提供数据绘制。

从债务期限结构看，2020 年以来随着长期借款增加及可转债的发行，该公司长期负债比重有所增加，年末长短期债务比较上年末上升 36.37 个百分点至 109.26%，2021 年 3 月末进一步上升至 154.43%。

2020 年末，该公司流动负债为 42.90 亿元，主要由短期刚性债务、应付账款和其他应付款构成。年末短期刚性债务为 30.11 亿元，较上年末下降 17.21%，主要为短期借款减少。应付账款 5.78 亿元，较上年增长 23.10%，主要是原材料采购款及工程设备款。其他应付款 5.76 亿元，较上年增加 4.86 亿元，主要为收购纽米科技时，纽米科技所欠原股东款项，已于 2021 年 3 月偿还。2021 年 3 月末，公司流动负债下降至 35.05 亿元，主要为其他应付款下降 83.83% 至 0.93 亿元。

2020 年末，该公司非流动负债为 46.87 亿元，较上年末增长 52.03%，主要由中长期刚性债务、递延收益及其他非流动负债构成。年末，中长期刚性债务为 34.23 亿元，较上年末增长 73.93%，主要随着产能扩张项目资金需求增加，长期借款增长并发行了可转债。递延收益为 7.08 亿元，较上年末增

长 62.80%，主要为与项目建设相关的政府补助资金。其他非流动负债 4.56 亿元，较上年末下降 26.43%，系江西通瑞锂电池隔膜项目的政府扶持款。2021 年 3 月末，公司非流动负债增至 54.12 亿元，主要为长期借款增长 29.22% 至 34.46 亿元。

(3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	1.98	6.07	12.20	36.37	30.11	27.51
其中：短期借款	0.14	3.28	9.30	26.70	17.96	17.29
一年内到期长期借款	-	0.57	1.54	4.44	5.15	3.77
应付票据	1.85	2.21	1.33	5.23	6.95	6.45
其他短期刚性债务	0.00	0.02	0.03	-	0.05	-
中长期刚性债务合计	-	4.20	7.84	19.68	34.23	41.43
其中：长期借款	-	4.20	7.84	19.68	26.67	34.46
应付债券	-	-	-	-	7.56	6.97
综合融资成本（年化）	5.0%	6.0%	5.5%	5.0%	3.66%	4.42%

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

随着子公司收购及投入产能扩张项目，该公司融资需求有所上升，2020 年末，公司刚性债务为 64.34 亿元，较上年末增长 14.79%；2021 年 3 月末进一步增至 68.94 亿元。2020 年末，刚性债务中短期刚性债务占比为 46.80%，较上年末下降 18.09 个百分点，债务期限结构有所优化。刚性债务构成主要包括借款、债券、应付票据、融资租赁款等，以借款为主，为 49.78 亿元，其中抵质押借款、保证借款和信用借款分别为 21.81 亿元、24.23 亿元和 3.72 亿元。2020 年公司综合融资成本较上年有所下降，各项融资成本不高于 5%，主要集中于 4-5%。

图表 17. 公司 2020 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（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	1.95	-	-	-	7.56
3%~4%（不含 4%）	7.98	-	-	0.01	-
4%~5%（不含 5%）	12.61	1.07	4.13	18.48	3.66
合计	22.54	1.07	4.13	18.48	11.22

资料来源：恩捷股份。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 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	2021 年第一 季度
营业周期（天）	172.77	199.44	247.85	283.24	302.23	-
营业收入现金率（%）	73.32	77.51	68.64	88.67	74.51	55.29
业务现金收支净额（亿元）	1.86	2.53	1.39	6.86	8.24	2.92
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.63	0.07	0.32	0.77	2.32	-0.95
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.23	2.60	1.71	7.63	10.55	1.97
EBITDA（亿元）	5.35	7.62	9.75	14.63	20.79	-
EBITDA/刚性债务（倍）	5.40	1.24	0.64	0.38	0.35	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	16.32	37.81	12.70	9.15	6.57	-

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，随着公司锂电池隔膜业务占比上升，近年来该公司营业周期持续拉长，2020 年为 302.23 天。此外 2020 年受疫情影响，回款周期有所拉长，经营获现能力有所下降，当年营业收入现金率为 75.51%，较上年下降 14.16 个百分点。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相对较小。随着业务规模增长，业务现金收支净额持续上升；此外 2020 年因支付保证金减少，其他因素现金收支净额有所增加。2020 年，公司经营产生的现金流量净额为 10.55 亿元，较上年增长 38.24%。2021 年第一季度，公司经营产生的现金流量净额较上年同期大幅增长至 1.97 亿元。

2020 年，该公司 EBITDA 为 20.79 亿元，较上年末增长 41.91%，主要因利润总额、固定资产折旧和列入财务费用的利息支出增长。但因刚性债务增长较快，EBITDA 对利息支出和对刚性债务的覆盖程度分别为 6.57 倍和 0.35 倍，分别较上年下降 2.57 个百分点和 0.04 个百分点。

(2) 投资环节

图表 19. 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	2021 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	-20.89	-0.24
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	-26.66	-4.80
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-	-5.20	-

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
投资环节产生的现金流量净额	-5.44	-14.19	-11.48	-30.74	-52.76	-5.03

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

2020年，该公司投入产能扩张项目的现金持续增加；同时，购买理财产品及结构性存款导致投资支付的现金大幅增加；此外，取得苏州捷力、纽米科技等子公司支付股权款及代偿债务款，导致取得子公司及其他营业单位支付的现金净额及支付其他与投资活动有关的现金净额增加。2020年，公司投资活动产生的现金流量净额为-52.76亿元，近年来净流出规模持续快速扩大。2021年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额为-5.03亿元，主要为项目投入。

(3) 筹资环节

图表 20. 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	2021年 第一季度
权益类净融资额	16.80	1.23	-	-	51.83	-
债务类净融资额	-4.14	7.73	10.08	36.82	3.77	-3.95
筹资环节产生的现金流量净额	11.32	7.86	7.84	27.81	55.60	-3.95

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款、发行债券、发行股票等方式筹资。其中，2020年，该公司通过非公开发行股票募集资金，导致吸收投资收到的现金大幅增长。当年发行16亿元可转债，新增发行债券收到的现金。受此影响，当年筹资活动现金流净额较上年大幅增长至55.60亿元。2021年第一季度，公司筹资活动现金流净额为-3.95亿元，主要为借款的收支。

4. 资产质量

图表 21. 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年末	2021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	87.08	85.26
	53.77%	43.16%	36.13%	41.20%	42.33%	40.52%
其中：货币资金（亿元）	8.79	5.27	3.14	10.12	23.75	18.51
交易性金融资产	-	-	-	-	13.41	13.68
应收款项（亿元）	5.80	7.21	12.31	14.24	23.28	27.13
存货（亿元）	2.45	3.31	4.72	7.59	11.57	13.16
其他流动资产（亿元）	0.08	3.74	3.61	5.23	5.34	4.60
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	16.13	28.58	49.19	71.70	118.64	125.14
	46.23%	56.84%	63.87%	58.80%	57.67%	59.48%
其中：固定资产（亿元）	11.24	15.23	31.75	49.37	84.21	83.33

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
在建工程 (亿元)	0.47	6.32	10.44	15.54	16.28	19.80
无形资产 (亿元)	0.72	0.70	2.64	2.99	4.62	4.22
商誉 (亿元)	-	-	0.34	0.44	5.20	5.20
其他非流动资产 (亿元)	3.21	5.04	3.57	2.26	5.99	10.35
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	4.12	4.00	24.08	30.03	34.81	53.74
期末抵质押融资余额 (亿元)	7.00	7.00	13.07	18.85	21.81	29.68
受限资产账面余额/总资产 (%)	11.81	7.96	31.26	24.63	16.92	25.54

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

2020 年末，该公司资产总额为 205.72 亿元，较上年末增长 68.72%。其中，流动资产为 87.08 亿元，较上年末增长 73.36%，主要因非公开发行股票募集资金 50 亿元及发行可转债募集资金 16.00 亿元导致现金类资产增加，同时应收账款增长较快。流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货、应收款项融资等构成。年末，货币资金为 23.75 亿元，较上年末增长 134.76%，其中用作保证金而受限货币资金为 3.19 亿元。交易性金融资产为 13.41 亿元，为当年新增的结构性存款。应收账款 23.28 亿元，较上年末增长 63.46%，主要因业务规模扩大及收购苏州捷力（苏州捷力应收账款 3.72 亿元），同时应收账款周转速度降至 2.28 次（上年为 2.38 次）；公司应收账款仍以一年内为主，占比 88.73%；公司合计计提坏账准备 1.13 亿元，其中按账龄计提 0.32 亿元，因预计无法回收而按单项全额计提 0.81 亿元；应收账款前五大客户占比为 46.62%。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。应收款项融资 4.00 亿元，较上年末增长 118.89%，主要为以公允价值计量且变动计入其他综合收益的应收账款。存货为 11.57 亿元，较上年末增长 52.40%，主要因业务快速增长导致备货增加，其中库存商品 8.74 亿元，原材料 1.81 亿元；存货周转率降至 2.56 次（上年为 2.81 次）。其他流动资产 5.34 亿元，为增值税留抵税额。其他应收款为 0.11 亿元，较上年末大幅减少 8.20 亿元，主要因当年完成对苏州捷力的收购，8.20 亿元预付股权转让款结转所致。2021 年 3 月末，公司流动资产为 85.26 亿元，主要构成较上年末变化不大。

2020 年末，该公司非流动资产为 118.64 亿元，较上年末增长 65.47%。非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、商誉、其他非流动资产构成。其中，固定资产为 84.21 亿元，较上年末增长 70.58%，主要因珠海恩捷电池隔离膜生产基地二期项目、无锡恩捷电池隔离膜生产基地一期项目、江西通瑞电池隔离膜生产基地一期项目等在建工程转固，以及合并苏州捷力、纽米科技等导致。在建工程为 16.28 亿元，较上年末增长 5.31%，主要为珠海、无锡、江西等地的锂电池隔膜产能建设项目。无形资产 4.62 亿元，较上年末增长 54.60%，以土地使用权为主，增长主要因合并范围增加及购置土地

用于产能建设。商誉为 5.20 亿元，较上年末增加 4.76 亿元，主要因收购苏州捷力形成商誉 4.70 亿元；此外发生商誉减值 0.10 亿元，主要因深圳清松金泽科技发展有限公司处于停产状态而全额计提减值准备，该项收购成本为 0.20 亿元，形成商誉 0.10 亿元。其他非流动资产 5.99 亿元，较上年末增长 165.48%，主要随着生产线建设力度加大，预付设备款增加。2021 年 3 月末，公司非流动资产为 125.14 亿元，其中其他非流动资产较上年末增长 72.73% 至 10.35 亿元，主要随着产能建设的推进，预付设备及工程款增加。

2020 年末，该公司受限资产合计 34.81 亿元，占资产总额的 16.92%，主要用于抵质押借款及保证金。

图表 22. 2020 年末公司受限资产构成情况

科目	金额（亿元）	用途
货币资金	3.19	银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金
固定资产	26.06	抵押借款
无形资产	2.29	抵押借款
交易性金融资产	1.30	质押借款
在建工程	1.74	抵押借款
应收款项融资	0.22	质押借款
合计	34.81	-

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 23. 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 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	358.81	207.14	139.35	118.77	203.00	243.28
速动比率（%）	304.22	170.43	112.83	98.33	171.82	196.42
现金比率（%）	179.53	56.30	20.63	25.23	89.31	97.24

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

2020 年以来，该公司流动负债较上年末变化较小，而随着非公开发行股票募集资金到位，现金类资产大幅增加，同时随着业务规模扩大，应收账款、存货快速增长，公司流动比率、速度比率、现金比率显著提升。但公司存在一定规模受限资产，且非公开发行股票募集资金中 35 亿元指定用于项目建设，实际流动性弱于账面所示。

6. 表外事项

截至 2020 年末，该公司无对外担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司于 2019 年将无菌包装业务由母公司划转至子公司红创包装，目前

母公司主要运营烟标业务。2020 年末，母公司资产总额为 119.67 亿元，较上年末增长 112.44%，主要随着非公开发行股票募集资金到位，现金类资产大幅增长，年末母公司货币资金、交易性金融资产分别为 13.56 亿元和 12.10 亿元。此外因对资金拆借增加，其他应收款大幅增长至 41.46 亿元。

2020 年末，母公司负债总额为 13.18 亿元，较上年末增长 44.90%，主要包括长期借款 2.90 亿元和应付债券 7.55 亿元。年末母公司资产负债率为 11.02%。

2020 年，母公司营业收入为 2.35 亿元，较上年下降 46.12%，主要因无菌包装业务划转。净利润为 1.28 亿元，较上年下降 34.04%。

整体而言，母公司承担主业规模较小，同时债务负担较轻，债务主要由下属子公司承担。

外部支持因素

2020 年末，该公司获得银行授信总额为 126.84 亿元，其中已使用 53.12 亿元，尚余 73.71 亿元未使用。公司获得授信总额中，来自大型国有金融机构的授信占比 32.72%。

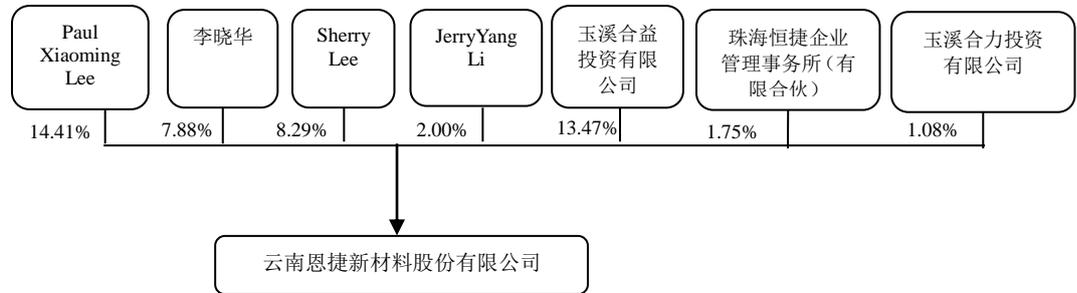
跟踪评级结论

2020 年以来，该公司锂电池隔膜业务通过持续新建产能及横向收购扩大规模，收入保持增长，市场地位进一步巩固。公司隔膜产品平均价格下降，毛利率出现下滑，但仍处于较高水平。而随着项目投入快速增加，资产收益水平有所下降。公司经营周期有所延长，经营占款压力加大。公司在建及拟建产能扩张项目投资规模较大，2020 年非公开发行股票在一定程度上缓解了资金压力，但随着后续项目的投入，资本性支出压力或仍将增加，且后续或面临产能集中释放压力。

2020 年，得益于非公开发行股票募集资金及经营积累，该公司资本实力显著提升，资产负债率下降。但目前公司仍处于快速新建产能阶段，资金需求量大，后续资产负债率或仍将上升。公司应收账款快速增长，经营周转效率下降，需关注后续账款回收情况。公司进行多项收购形成一定商誉，如所收购企业业绩不达预期，将产生商誉减值风险。

附录一：

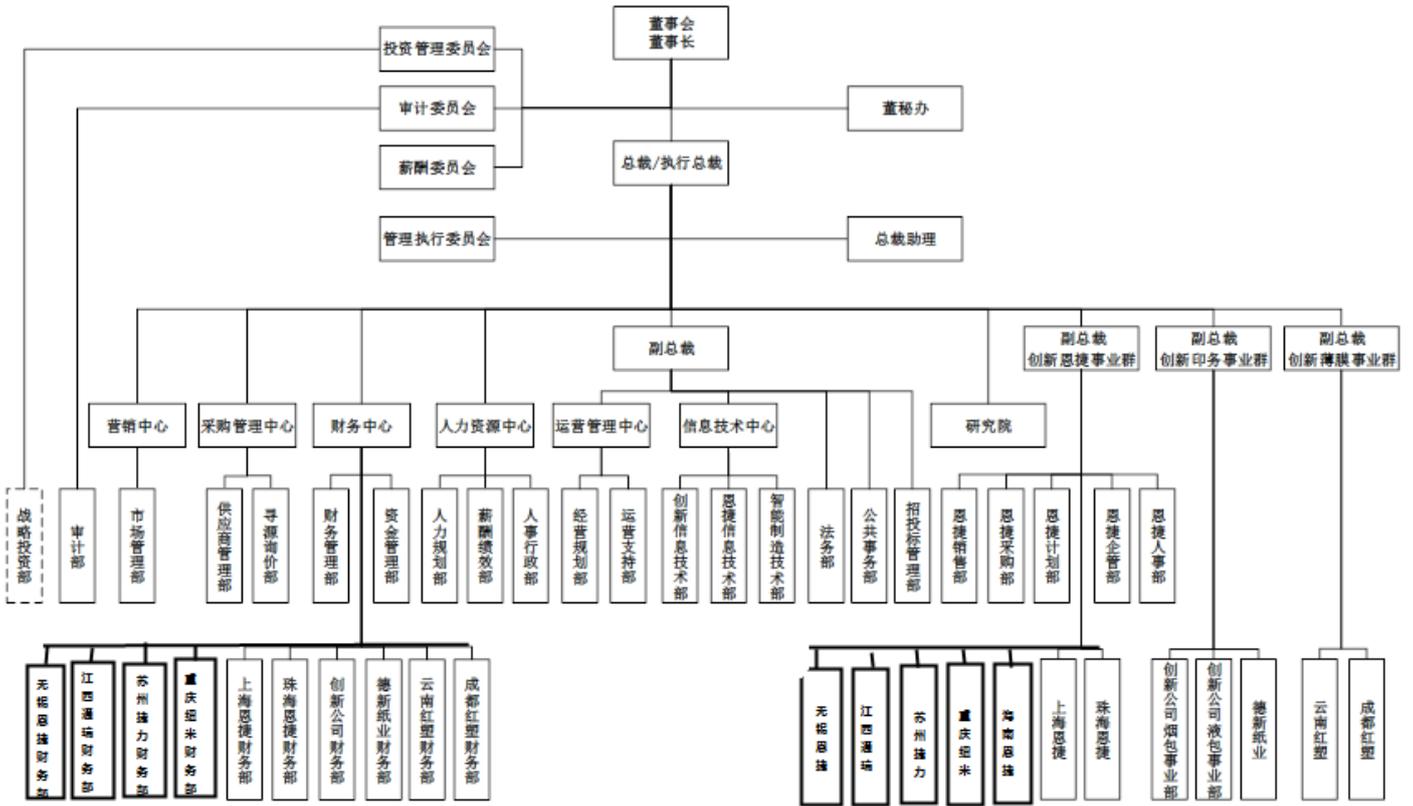
公司与实际控制人关系图



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 2020 年末）。

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	2020 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)	
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	11.81	106.49	2.35	1.28	1.72	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	59.64	42.50	26.48	9.62	2.20	
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	0.38	4.73	5.97	0.55	1.14	
云南红创包装有限公司	红创包装	核心子公司	59.46	无菌包装生产销售	0.22	6.84	4.11	0.46	1.09	

注：根据恩捷股份 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	77.02	121.93	205.72	210.40
货币资金 [亿元]	3.14	10.12	23.75	18.51
刚性债务[亿元]	20.04	56.05	64.34	68.94
所有者权益 [亿元]	40.72	48.81	115.96	121.23
营业收入[亿元]	24.57	31.60	42.83	14.43
净利润 [亿元]	6.80	9.36	11.76	4.56
EBITDA[亿元]	9.75	14.65	20.79	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.71	7.63	10.55	1.97
投资性现金净流入量[亿元]	-11.48	-30.74	-52.76	-5.03
资产负债率[%]	47.13	59.97	43.63	42.38
权益资本与刚性债务比率[%]	203.16	87.09	180.23	175.84
流动比率[%]	139.35	118.77	203.00	243.28
现金比率[%]	20.63	25.23	89.31	97.24
利息保障倍数[倍]	11.15	7.25	4.80	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	247.85	283.24	302.23	—
毛利率[%]	42.05	45.24	42.63	48.51
营业利润率[%]	31.65	33.63	30.74	35.49
总资产报酬率[%]	12.69	11.66	9.26	—
净资产收益率[%]	18.02	20.90	14.27	—
净资产收益率*[%]	14.54	20.28	14.25	—
营业收入现金率[%]	68.64	88.67	74.51	55.29
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.23	24.52	24.77	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-37.72	-42.23	-51.82	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.46	9.15	6.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.64	0.38	0.35	—

注：表中数据根据恩捷股份经审计的2018年备考财务报表、经审计的2019-2020年财务报表及未经审计的2021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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	宏观环境	1	
		行业风险	3	
		市场竞争	3	
		盈利能力	2	
		公司治理	5	
	财务风险	财务政策风险	2	
		会计政策与质量	1	
		现金流状况	7	
		负债结构与资产质量	2	
		流动性	3	
		个体风险状况		3
		个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		不调整	
主体信用等级			AA	

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2019年7月18日	AA/稳定	黄梦姣、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年5月15日	AA/稳定	黄梦姣、李海瑞	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年5月14日	AA/稳定	黄梦姣、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
恩捷转债	历史首次评级	2019年7月18日	AA	黄梦姣、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年5月15日	AA	黄梦姣、李海瑞	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年5月14日	AA	黄梦姣、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。