

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(2022)100280】

**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/2022年6月10日

**前次跟踪：** AA/稳定/AA/2021年5月14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	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
<b>母公司口径数据：</b>				
货币资金	1.74	13.56	2.28	1.78
刚性债务	3.60	11.81	6.18	6.79
所有者权益	47.23	106.49	109.14	109.69
经营性现金净流入量	2.08	1.72	0.19	—
<b>合并口径数据及指标：</b>				
总资产	121.93	205.72	261.22	279.19
总负债	73.12	89.76	115.85	124.17
刚性债务	56.05	64.34	81.97	90.06
所有者权益	48.81	115.96	145.37	155.03
营业收入	31.60	42.83	79.82	25.92
净利润	9.36	11.76	28.87	9.69
经营性现金净流入量	7.63	10.55	14.19	1.80
EBITDA	14.65	20.79	42.42	—
资产负债率[%]	59.97	43.63	44.35	44.47
权益资本与刚性债务 比率[%]	87.09	180.23	177.34	172.13
流动比率[%]	118.77	203.00	136.47	123.94
现金比率[%]	25.23	89.31	29.54	15.64
利息保障倍数[倍]	7.25	4.80	14.24	—
净资产收益率[%]	20.90	14.27	22.09	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	24.52	24.77	25.28	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-42.23	-51.82	-22.34	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.15	6.57	17.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.38	0.35	0.58	—

注：根据恩捷股份经审计的2019-2021年财务报表及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

黄梦姣 hmj@shxsj.com

王婷亚 wty@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、经营业绩及融资渠道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、经营占款、资本性支出压力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。
- **经营业绩持续增长。**跟踪期内，随着下游市场需求上升，恩捷股份收入规模快速增长，且受益于规模效应，主业维持良好的盈利水平。
- **融资渠道畅通。**恩捷股份与多家银行建有良好合作关系，融资渠道畅通。同时作为上市公司，资本市场融资能力较强，已于2020年非公开发行股票募集资金50亿元，目前正再次筹划非公开发行股票，如发行成功，将进一步增强资本实力。

#### 主要风险：

- **产能集中释放压力。**近年来恩捷股份锂电池隔膜产能持续扩张，如未来下游行业需求不及预期，或面临产能集中释放压力。
- **客户集中度高。**恩捷股份的核心业务锂电池隔膜业务客户集中度高，虽然有助于产生规模效应，但其经营业绩及资金状况也易受主要客户的业务发展状况影响。
- **经营占款规模较大。**恩捷股份应收账款及存货规模较大，营业周期较长，现金回笼效率有待提高，关注后续减值风险及应收账款回款情

况。

- **资本性支出压力。**恩捷股份后续仍有大规模产能扩建计划，将持续面临资本性支出压力及融资压力。
- **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全部转股，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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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 2022 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 2022 年 3 月 31 日，累计已转股金额为 11.46 亿元，剩余可转债金额为 4.54 亿元，最新转股价格为 64.62 元/股。

**图表 1. 截至 2022 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	4.54	6 年	0.40 <sup>1</sup>	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。本次可转债的募投项目均已建成并投产，截止 2021 年末处于产能爬坡阶段。

**图表 2. 截至 2021 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	17.37	5.86	100%
无锡恩捷新材料产业基地项目	22.00	10.00	20.35	10.00	100%
合计	39.50	15.86	37.72	15.86	-

资料来源：恩捷股份

<sup>1</sup> 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

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项

债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (2) 行业因素

### A. 隔膜行业

2021年以来新能源汽车市场快速增长，同时储能行业兴起，带动锂电池及上游材料需求大幅增长，隔膜供应趋紧，隔膜企业进一步扩产，需关注后续资金压力。新能源汽车产业已逐步由政策驱动转变为市场驱动，规模化及技术革新带来的效益提升和成本控制将成为维持盈利的关键。

#### 行业概况

锂电池隔膜为锂电池的主要构成部分之一。锂电池主要包括应用于新能源汽车的动力电池、应用于储能领域的储能电池和应用于3C类产品的小型消费电池。锂电池隔膜的需求与下游行业景气度关联度高，近年来新能源汽车快速发展，同时储能行业兴起，带动锂电池隔膜需求快速增长。

2021年以来新能源汽车市场快速增长。据工信部数据，2021年，我国新能源汽车产销量分别为354.5万辆和352.1万辆，同比均增长160%，市场渗透率为13.4%，同比增长8个百分点。2022年第一季度，我国新能源汽车产销量分别为46.5万辆和48.4万辆，同比均增长110%，市场渗透率为21.7%。我国新能源车内生增长动力持续提升，适应终端需求的车辆产品层出不穷，新能源汽车行业逐步由政策驱动转向市场拉动为主；而政策刺激仍可起到辅助推动作用，2021年以来，新能源补贴进一步下降，双积分等产业政策逐步

发挥作用。2022年4月，受局部疫情影响，我国新能源汽车增速放缓，产销分别为31.2万辆和29.9万辆，同比分别增长43.9%和44.6%，市场渗透率为25.3%。

据Canalys数据，2021年全球新能源车销量650万辆，同比增长109%，渗透率为11.7%。据Trend Force数据，2022年一季度全球新能源汽车总销量为200.4万辆，同比增长80%。欧洲国家在减少碳排放的大背景下加速车企电动化转型；美国于2021年8月提出2030年实现全美新能源汽车销量50%的目标，11月通过了1.75万亿美元的刺激法案，对新能源补贴力度超出市场预期。

储能方面，我国新型储能<sup>2</sup>自“十三五”以来由研发示范向商业化初期过渡，进入“十四五”后，政策推动新型储能向规模化、产业化、市场化发展。据中关村储能产业技术联盟(CNESA)发布的《储能产业研究白皮书2022》，截至2021年末，中国已投运电力储能项目累计装机规模46.1GW，同比增长30%。其中新型储能累计装机规模达到5.73GW，同比增长75%。2021年，中国新增新型储能规模达到2.4GW，同比增长54%。我国新型储能中，89.7%为锂离子电池储能。2022年3月国家发展改革委、国家能源局联合印发了《“十四五”新型储能发展实施方案》，提出到2025年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件；到2030年，新型储能全面市场化发展。据预测，2026年我国新型储能累计规模将达到48.5GW，2022-2026年复合年均增长率将为53.3%。

截至2021年末，全球已投运电力储能项目累计装机规模209.4GW，同比增长9%。其中，新型储能的累计装机规模为25.4GW，同比增长67.7%。2021年，全球新增投运电力储能项目装机规模18.3GW，同比增长185%，其中，新型储能的新增投运规模达到10.2GW，同比增长117%。全球新型储能中，锂离子电池储能占比超过90%。

随着新能源汽车和储能市场爆发式增长，2021年全国锂离子电池产量324GWh，同比增长106%，其中消费、动力、储能型锂电池产量分别为72GWh、220GWh、32GWh，分别同比增长18%、165%、146%。根据EVTank数据，2021年，全球锂离子电池总体出货量562.4GWh，同比增长91.0%，其中动力电池出货量为371.0GWh，同比增长134.7%；储能电池出货量66.3GWh，同比增长132.6%；小型电池出货量125.1GWh，同比增长16.1%。据彭博预测，到2030年，全球锂离子电池年需求量将超过2.7TWh。

随着下游需求带动及中国隔膜产品的国际竞争力提高，根据GGII统计，2021年国内隔膜产量同比增长112.5%。目前隔膜主要包括两大技术路线：湿法隔膜和干法隔膜。湿法隔膜比干法隔膜在力学性能、透气性能和理化性能方面均具有一定优势，干法隔膜产品熔点高，耐热性、耐高压性及抗氧化性

<sup>2</sup> 新型储能是指除抽水蓄能以外的新型储能技术，包括新型锂离子电池、液流电池、飞轮、压缩空气、氢（氨）储能、热（冷）储能等

更好，成本相对低。而涂覆后的湿法隔膜可以大幅提升热稳定性，具有明显的性能优势。高端消费电池大多使用湿法隔膜，随着动力电池对能量密度要求的提升，尤其是三元电池的广泛应用，湿法隔膜在动力电池的渗透率也逐步提升。2021 年湿法隔膜产量占比 76.7%，同比增长 132%；干法隔膜产量占比 23.3%，同比增长 67.7%。

2021 年以来国内隔膜供需关系转变为紧平衡，头部隔膜企业几乎满产满销，二梯队企业产能利用率提升。在下游需求支撑下，头部企业纷纷扩产。据高工锂电不完全统计，2021 年国内隔膜企业规划扩建产能（含涂覆产能）约 220 亿平方米，投资总金额超 560 亿元，前十大隔膜企业现有及规划产能合计已超 438 亿平方米。

此前因行业大幅扩产导致产能过剩，同时新能源汽车补贴退坡，隔膜价格长期处于降价区间。2021 年以来虽然供应偏紧，但尚未产生大幅供应缺口，同时因大额订单签订周期多为 3-5 年，因此 2021 年隔膜并未普遍提价，隔膜价格整体较平稳。但随着需求端高景气度的到来及新订单的签订，后续存在价格上涨可能。受益于行业需求旺盛带来的规模效应，2021 年以来隔膜企业单位成本下降，盈利能力提升。

2022 年 3 月以来国内局部地区疫情反复，特斯拉、上汽大众、蔚来等车企生产端或供应链受影响，隔膜企业部分生产基地位于长三角，生产及物流也受到一定短期影响。关注疫情恢复情况及对隔膜生产及下游需求的影响程度。

### 政策环境

新能源汽车方面，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。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，将原本于当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。根据 2020 年、2021 年财政部、工信部、科技部和发改委联合发布的《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》，2021 年，新能源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%；2022 年在 2021 年基础上退坡 30%。

2017 年 9 月，《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》出台，通过建立积分交易机制，形成促进节能与新能源汽车协调发展的市场化机制。2020 年 6 月，工业和信息化部、财政部等部门发布《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》，调整了新能源汽车积分比例要求，按照这一比例，预计到 2025 年，我国乘用车新车平均燃料消耗量将达到每百公里 4.0 升，新能源汽车产销占比将达到汽车总量的 20%。

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%。

### 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。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，受益于产能、成本等优势，国内隔膜出口也提速。

因隔膜行业属于资本密集行业，且存在一定技术壁垒，同时生产设备依赖进口，而优质设备厂商基本已被隔膜头部企业绑定，导致行业进入壁垒较高。近年随着国内企业产能扩张，全球隔膜产能不断向中国集中，而中国市场不断向头部企业靠拢。目前全球隔膜竞争格局由四个国家主导，中国、韩国、日本和美国拥有市场份额分别为43%、28%、21%和6%。对于国内市场2021年中国锂电隔膜前六家企业市场份额占比为80.8%，较2020年有所提升。其中，国内湿法隔膜市场恩捷股份占有率超过50%，中材科技和星源材质位列二、三名，前三家市场占有率超过85%。干法隔膜前三大中兴新材、星源材质、惠强新材占有率接近70%。

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。2021年宁德时代在国内动力电池市场份额达到52.1%；全球看，宁德时代、LGES、松下、比亚迪、SK On在动力电池市场份额分别为32.1%、20.6%、16.0%、8.2%和4.9%。

图表3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2021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	总资产报酬率	应收账款周转率	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	79.82	49.86	14.74	2.37	2.82	261.22	44.35	28.87	14.19
星源材质	18.61	37.80	5.64	2.58	5.05	76.17	42.47	2.85	3.99
中材科技	202.95	30.00	12.69	5.57	6.47	376.27	58.51	34.75	36.72

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）下游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）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）国内疫情反复造成不利影响。

### B. 包装印刷

2021年因疫情影响减小，我国包装行业经营效益有所回升。烟标行业市场

容量与国家管制下的卷烟市场保持同步发展。受益于液态乳制品的市场增长，无菌包装拥有良好的发展空间。

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，2021 年，我国包装行业规模以上企业数量达 8831 家，较 2020 年增加 了 648 家；营业收入 12041.81 亿元，同比增长 16.39%，增速同比提高 17.56 个百分点；利润总额 710.56 亿元，同比增长 13.52%，增速同比下降 11.38 个 百分点。其中，纸和纸板容器制造主营业务收入 3192.03 亿元，同比增长 13.56%； 塑料薄膜制造主营业务收入 3514.68 亿元，同比增长 18.43%

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，2021 年全国卷烟产量为 24182.4 亿支，同比增长 1.3%，增速较上年上升 0.36 个百分点。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。

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，2021 年全国液态 奶产量 2842.98 万吨，同比增长 9.68%，增速较上年上升 6.40 个百分点。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

2021 年以来，锂电池隔膜下游需求快速增长，同时公司持续通过新建产能 满足需求，收入及盈利快速增长，市场地位进一步巩固。因规模效应，公司毛 利率处于较高水平。公司下游客户集中于少数头部企业，经营占款压力仍较大。 公司在建及拟建产能扩张项目投资规模大，资本性支出压力仍将增加，目前公 司正在筹划非公开发行股票，如发行成功，将一定程度缓解资金压力。公司已 签订多个经营合同，为后续业绩提供了一定支撑，但仍需关注后续行业需求变 化及产能集中释放压力。

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。近年来公司快速扩张锂电池隔膜产能，业务规模持续增长。

2021年及2022年第一季度，该公司实现营业收入分别为79.82亿元和25.92亿元，分别较上年同期增长86.37%和79.62%，主要因下游新能源汽车等需求增长，同时公司产能快速扩张以满足需求，锂电池隔膜收入大幅增长。同期毛利率分别为49.86%和48.54%，分别较上年同期上升7.23个百分点和0.03个百分点，主要因毛利率较高的锂电池隔膜收入占比上升，同时因规模效应降低成本，锂电池隔膜毛利率上升。2021年以来隔膜供应整体偏紧，公司部分项目投产后产能利用率提升较快，资产收益水平上升，当年总资产报酬率为14.74%，较上年上升5.48个百分点。

**图表 4. 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，收入规模相对较小。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计	31.60	42.83	79.82	25.92	14.43
其中：核心业务营业收入（亿元）	31.26	41.71	78.10	25.36	14.43
在营业收入中所占比重（%）	98.92	97.39	97.84	97.84	100.00
其中：（1）膜类产品	25.49	34.64	69.13	23.43	12.65
在核心业务收入中所占比重（%）	81.54	80.88	88.52	92.36	87.66
（2）烟标	1.17	1.29	1.15	0.24	0.29
在核心业务收入中所占比重（%）	3.74	3.01	1.48	0.93	2.01
（3）无菌包装	2.89	4.04	5.78	1.26	1.16
在核心业务收入中所占比重（%）	9.25	9.42	7.40	4.96	8.04
（4）特种纸	1.29	1.75	2.03	0.44	0.33
在核心业务收入中所占比重（%）	4.13	4.08	2.61	1.74	2.29
综合毛利率（%）	45.24	42.63	49.86	48.54	48.51
其中：膜类产品（%）	49.49	45.39	53.21	50.65	53.15
烟标（%）	46.05	49.94	42.07	51.04	36.67
无菌包装（%）	23.30	22.95	16.59	14.38	24.14
特种纸（%）	20.59	19.84	22.00	18.30	18.89

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，其中锂电池隔膜目前收入来源为湿法隔膜，包括基膜和涂布膜；BOPP 薄膜包括烟膜和平膜。此外，2021 年，公司在江西启动干法锂电池隔膜生产基地项目，以满足对能量密度要求不高的动力电池细分领域以及储能领域的需求；并启动了江苏睿捷铝塑膜产线项目，铝塑膜产品主要应用于软包电池的封装材料。公司膜类产品线将进一步丰富。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司膜类产品收入分别为 69.13 亿元和 23.43 亿元，分别较上年同期增长 99.57% 和 85.22%，主要受益于新能源汽车和储能领域市场的快速增长，锂电池隔膜业务收入大幅上升。同期，膜类产品毛利率分别为 53.21% 和 50.65%，分别较上年同期上升 7.82 个百分点、下降 2.50 个百分点，2021 年毛利率上升主要因规模效应导致成本下降；2022 年第一季度毛利率下降主要因春节期间人工费用较高及物流费用上升。

### 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 2021 年末公司持有上海恩捷 95.22% 股权。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。2021 年，上海恩捷营业收入为 64.37 亿元，归属上市公司的净利润为 25.75 亿元，同比大幅增长。上海恩捷作为理事长单位成立隔膜行业协会，并被评为“国家高新技术企业”“上海市级技术中心”“浦东新区总部企业十大经典样本企业”“上海市专精特新中小企业”等。

该公司湿法锂电池隔膜产能规模居全球首位，已在上海、无锡、江西、珠海、苏州、重庆等地布局隔膜生产基地。随着下游需求增长，公司持续推进产能扩建项目，截至 2021 年末，产能规模达 50 亿平方米。同时公司积极推进海外生产线布局，已在匈牙利开展建设首个海外锂电池隔膜生产基地，并计划在美国投建生产基地。此外，随着全球新能源汽车的增长以及储能市场的兴起，干法锂电池隔膜在对能量密度要求不高的动力电池细分领域以及储能领域的需求量增长，公司于 2021 年在江西启动干法锂电池隔膜生产基地项目。

该公司锂电池隔膜一般按照客户要求定制化生产。2021 年以来因新能源汽车等下游需求快速增长，同时随着对锂电池性能要求的提高，涂布膜发展前景较好，公司加大研发生产涂布膜，并大力拓展涂布膜销售渠道，与客户联合研发定制产品，涂布膜产能利用率进一步提升。

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，聚乙烯主要向海外大型供应商采购。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。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，2021 年公司采购聚乙烯因市场需求下行导致价格有所下降，白油受原油价格上涨影响、二氯甲烷受国内生产端节能降负供应下降影响导致价格有所上升。

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。

此外，2021 年公司在全球首创的在线涂布技术<sup>3</sup>在产线正式应用。在线涂布工艺因减少涂布前的收卷、分切等流程，一方面可提高生产效率，降低生产成本，另外一方面有助于在厚度均匀性、热收缩、透气性等指标方面提升产品品质。

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，2021 年公司前五大客户销售金额合计占比为 58.92%，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。

对于国内销售，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，2021 年疫情影响减小及下游需求上升导致应收账款周转速度有所回升，但仍需关注后续收款回收情况。

2021 年以来，该公司与大型车企、锂电池企业等签订多项销售合同，部分客户以预付款形式锁定订单，对公司后续业绩提供了一定支撑：

（1）2021 年 6 月，上海恩捷与 Ultium Cells, LLC（LG 化学和通用汽车共同投资设立的合资企业）签订合同，约定自合同签订日至 2024 年末 Ultium Cells, LLC 向上海恩捷采购 2.58 亿美元以上的锂电池隔膜。

（2）2021 年 12 月，上海恩捷与宁德时代签署了《预付款协议》，约定宁

<sup>3</sup> 公司正在申请 4 项与该技术相关的专利，尚未获得授权。

德时代向上海恩捷支付共计人民币 8.5 亿元的预付款,用于保障 2022 年度上海恩捷向宁德时代及其下属公司供应动力电池湿法隔膜(基膜和涂布膜),宁德时代及其下属公司 2022 年按照约定产能供应量向上海恩捷采购动力电池湿法隔膜产品(基膜和涂布膜),不含税总金额约为人民币 51.78 亿元。

(3) 2022 年 1 月,上海恩捷与海外某大型车企签订合同,约定 2022-2024 年度上海恩捷及子公司向其保证供应数量不超过 16.5 亿平方米;2025 年度起,上海恩捷及子公司向其保证供应数量不超过 9 亿平方米/年。实际采购数量以本次合作客户及其授权方发出的采购订单为准,销售价格按协议约定的价格执行。

(4) 2022 年 1 月,上海恩捷与中创新航科技股份有限公司(简称“中创新航”)签订《2022 年保供框架协议》,为保证中创新航采购及上海恩捷供应稳定,2022 年度中创新航承诺向上海恩捷采购,且上海恩捷承诺向中创新航供应金额不超过人民币 25 亿元的锂电池隔离膜,中创新航向上海恩捷支付人民币 1 亿元的预付款。

(5) 2022 年 5 月,该公司下属匈牙利子公司与法国 Automotive Cells Company SE 签订合同,双方约定 2024 年至 2030 年,ACC 向匈牙利子公司批量采购锂电池隔离膜产品,总金额约为 6.55 亿欧元。

### **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%。

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,产能利用率保持在较高水平。烟膜及平膜的原材料主要为聚丙烯,主要向中石油、中石化、云天化采购,2021 年以来平均采购单价较上年小幅上涨。

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 2021 年末已投资 2.47 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 2021 年末，公司持有红创包装 59.46% 的股权。

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。2021 年纸张及 PET 膜价格均上涨。

该公司烟标生产基地位于云南玉溪，截至 2021 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。随着客户开发，产能利用率持续增加。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。2021 年及 2022 年第一季度，公司烟标收入分别为 1.15 亿元和 0.24 亿元，分别同比下降 10.52% 和 17.24%，主要因部分产品价格下调；毛利率分别为 42.07% 和 51.04%，分别较上年同期下降 7.87 个百分点、上升 14.37 个百分点，2021 年下降主要因价格下降及纸张等原材料成本上升所致，2022 年第一季度上升主要因产品结构变化。

无菌包装生产基地位于云南玉溪。公司无菌包装产品按客户要求定制化生产，主要供应伊利、蒙牛、光明乳业、东鹏、达利食品集团、云南欧亚乳业、皇氏、新希望乳业等行业内大型知名乳企及各区域性知名乳企客户。一般给予客户 2-3 个月账期。随着乳制品消费市场的增长及公司持续开发新产品，2021 年和 2022 年第一季度，公司无菌包装收入分别为 5.78 亿元和 1.26 亿元，分别较上年同期增长 43.25% 和 8.62%；毛利率分别为 16.59% 和 14.38%，分别较上年同期下降 6.36 个百分点和 9.76 个百分点，主要因纸张等原材料成本上升。

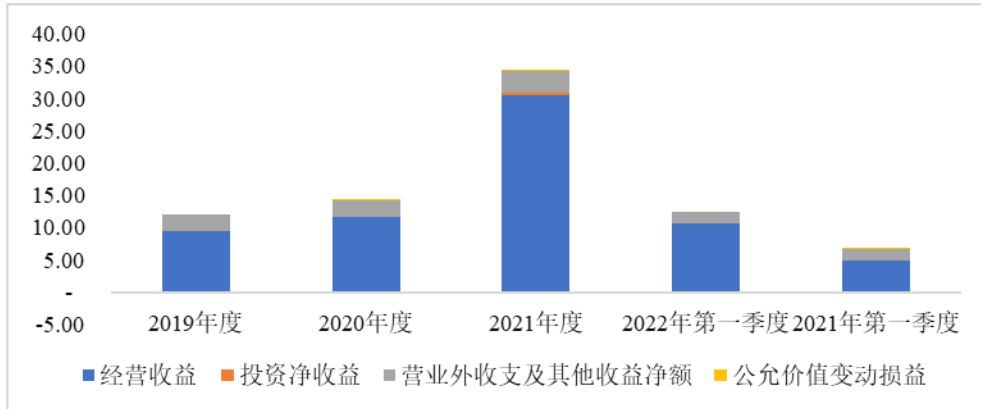
2021 年以来随着生产线升级改造，无菌包装产能较上年大幅上升，而市场开拓带来的销量增长尚未能消化新增产能，产能利用率较上年下降 7.95 个百分点。公司考虑中国液态乳制品市场和非碳酸饮料消费市场持续增长对无菌包装市场需求的支撑，计划投资 20 亿元在常州新建无菌包装项目，资金通过自有资金或自筹资金等方式解决。关注未来市场开拓及产能利用情况。

特种纸方面，2021 年末产能仍为 1.6 万吨/年。随着客户开拓，特种纸产能利用率持续提升。2021 年及 2022 年第一季度，特种纸收入分别为 3.02 亿元和

0.44 亿元，分别较上年同期增长 16.00%和 33.33%；毛利率分别为 22.00%和 18.30%，分别较上年同期上升 2.16 个百分点、下降 0.59 个百分点。

## (2) 盈利能力

图表 6. 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，该公司盈利主要来源于经营收益。2021 年以来，随着市场需求扩大及公司产能扩张，2021 年及 2022 年第一季度营业收入分别为 79.82 亿元和 25.92 亿元，分别较上年同期增长 86.37%和 79.62%；公司主业盈利维持在较高水平，同期毛利分别为 39.80 亿元和 12.58 亿元，分别较上年同期增长 117.97%和 79.74%。

图表 7. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	31.60	42.83	79.82	25.92	14.43
毛利（亿元）	14.29	18.26	39.80	12.58	7.00
期间费用率（%）	14.05	13.53	10.68	7.30	14.55
其中：财务费用率（%）	3.13	4.41	1.92	-0.22	3.49
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>1.60</b>	<b>3.16</b>	<b>2.42</b>	-	-
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>0.62</b>	<b>1.13</b>	<b>0.20</b>	-	-

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

期间费用方面，2021 年及 2022 年第一季度该公司期间费用率分别为 10.68%和 7.30%，较上年同期显著下降，主要因收入大幅增长，而期间费用增幅相对较小。2021 年期间费用主要包括 4.09 亿元研发费用、2.16 亿元管理费用和 1.53 亿元财务费用，当年加大研发投入，研发费用较上年增加 2.31 亿元。此外，因汇兑收益增加，财务费用有所下降。



**图表 8. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.02	0.09	0.27	-0.02	0.01
营业外收入及其他收益（亿元）	1.22	1.41	1.39	0.47	0.21
其中：政府补助（亿元）	1.22	1.39	1.34	0.43	0.20
公允价值变动损益（亿元）	-	0.11	0.00	-	0.10

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

该公司投资收益和公允价值变动损益规模较小，2021 年投资收益 0.27 亿元，主要为理财产品收益。政府补助对整体盈利形成一定补充，2021 年，营业外收入和其他收益合计 1.39 亿元。整体而言，随着锂电池隔膜业务的快速增长，跟踪期内公司主业盈利大幅上升，带动净利润增长，2021 年及 2022 年第一季度公司净利润分别为 28.87 亿元和 9.69 亿元，分别较上年同期增长 145.55% 和 112.24%。

### (3) 运营规划/经营战略

随着下游需求快速上升，该公司将继续大额投资扩建锂电池隔膜产能。此外，在 BOPP 薄膜、无菌包装、铝塑膜等业务领域也投建产线。

锂电池隔膜在建项目方面，截至 2021 年末，该公司锂电池隔膜主要在建项目包括无锡、江西、苏州、重庆及匈牙利的产能扩建项目，总投资合计 130.47 亿元，已投资 46.79 亿元，其中 35.00 亿元资金来源于 2020 年非公开发行股票募集资金，其余资金自筹。

**图表 9. 截至 2021 年末公司主要在建锂电池隔膜产能扩建项目情况（亿元，亿平方米）**

实施主体	项目名称	计划总投资	累计已投资	预计建成时间	资金来源
无锡恩捷	无锡恩捷电池隔离膜生产基地二期项目	28.00	21.57	2022 年	非公开发行股票募集资金 20.00 亿元，其余自筹
江西恩博	江西恩博新材料有限公司锂离子电池干法隔膜一期建设项目	20.00	4.63	2024 年	自筹资金
江西通瑞	通瑞新能源一期扩建	17.50	17.37	2022 年	非公开发行股票募集资金 15.00 亿元，其余自筹
苏州捷力	锂离子电池隔膜二期涂覆项目	10.00	0.02	2022 年	自筹资金
重庆恩捷	高性能锂离子电池微孔隔膜项目（一期）	15.00	2.38	2022 年	自筹资金
重庆恩捷	高性能锂离子电池微孔隔膜项目（二期）	30.00	0.01	2022 年	自筹资金
SEMCORP Hungary Kft.	匈牙利隔离膜工厂项目	9.97	0.81	2023 年	自筹资金
<b>合计</b>		<b>130.47</b>	<b>46.79</b>	-	-

资料来源：恩捷股份

锂电池隔膜拟建项目方面，该公司签订多个投资协议，主要项目投资总额折合人民币约 250 亿元，拟增加湿法隔膜产能约 68-70 亿平方米，干法隔膜产能 30 亿平方米：

(1) 2021年6月，该公司子公司上海恩捷与常州市金坛区人民政府、江苏金坛经济开发区管理委员会签订协议，由上海恩捷在江苏金坛经济开发区金城科技产业园设立子公司江苏恩捷新材料科技有限公司，投资建设锂电池隔离膜项目，项目计划投资约52亿元，共建设20亿平方米隔膜产能，项目资金通过自有资金与自筹资金等方式解决。项目分三期进行建设，一期拟建4条隔膜基膜生产线及配套涂布线，计划于2024年建成投产；二期拟建4条隔膜基膜生产线及配套涂布线，计划于2024年建成投产；三期拟建8条隔膜基膜生产线及配套涂布线，计划于2026年建成投产。

(2) 2021年8月，该公司与惠州亿纬锂能股份有限公司签订协议合资成立子公司，注册资本16亿元，公司持股55%。协议约定合资公司建设年产能为16亿平方米的湿法锂离子电池隔离膜和涂布膜项目，并优先向亿纬锂能及其子公司供应。项目总投资约52亿元，拟建设16条锂电池隔膜生产线。公司出资部分资金来源于自有资金或自筹资金。

(3) 2021年11月，公司与宁德时代签订合作协议，双方约定于中国境内共同投资设立一家有限责任公司作为平台公司，主要从事投资干法隔离膜及湿法隔离膜项目。平台公司的总投资额为人民币80.00亿元，注册资本为人民币15.00亿元，公司持股51%，宁德时代持股49%，平台公司所需资金由双方按比例提供。平台公司设立后投资设立湿法隔离膜项目公司，规划产能为16亿平/年；此外与江西恩博合资设立干法隔离膜项目公司，规划产能为20亿平/年。宁德时代与公司约定，平台公司及其投资的项目公司优先保障向宁德时代供应，且同等商务条件的情况下，协议签署后5年内，公司在全球供货的全资子公司的湿法隔膜产品向宁德时代优先供应，宁德时代也优先对该等公司出货进行采购。

(4) 2022年2月，玉溪市人民政府和公司、亿纬锂能、华友控股、云天化签订《新能源电池全产业链项目合作协议》，约定各方在玉溪市共同设立两家合资公司，由玉溪市人民政府指定主体控股，通过合资公司共同开采矿产资源，进行矿产深加工。同时，公司、亿纬锂能、华友控股、云天化围绕玉溪市目标矿产资源，在玉溪市建设新能源电池、锂电池隔离膜、磷酸铁及磷酸铁锂、铜箔项目等电池配套项目。玉溪市人民政府于同年3月和公司签订补充协议，公司拟在当地建设16亿平方米隔膜生产线及配套涂布线，总投资约45亿元，其中一期计划投资约24亿元，建设8亿平方米隔膜生产项目，于2024年前竣工投产；二期计划新增投资约21亿元，建设8亿平方米隔膜生产项目，计划2-3年完成投资。资金来源为自有资金或自筹资金。

(5) 2022年5月，公司通过董事会决议，为满足北美客户需求及加快海外布局，公司计划通过美国子公司在美国俄亥俄州西德尼市投资建设锂电池隔离膜工厂，规划建设产能约10-12亿平方米的基膜生产线及配套涂覆设备，总投资额预计约9.16亿美元，资金通过公司自有资金及自筹资金等方式解决，分阶段投入。该项目尚需取得中国主管部门登记备案及海外相关许可。

无菌包装方面，2021 年 12 月，常州市金坛区人民政府、江苏金坛经济开发区管理委员会与红创包装签订协议，红创包装拟在金城科技园内投资建设“恩捷液包项目”，计划总投资 20 亿元，主要从事乳制品包装卷材、预制盒产品的研发、生产和销售。资金通过自有资金或自筹资金等方式解决。

铝塑膜方面，2021 年 6 月，上海恩捷与常州市金坛区人民政府、江苏金坛经济开发区管理委员会在江苏省常州市签订《“恩捷铝塑膜项目”投资合作协议》，由上海恩捷在江苏金坛经济开发区金城科技产业园内设立项目公司江苏睿捷新材料科技有限公司投资建设铝塑膜项目，主要开展铝塑膜产品研发、制造和销售等，应用于软包电池的封装材料。计划总投资人民币 16 亿元，建设 8 条铝塑膜产线，年产能约 2.8 亿平方米。

其他小额在建项目主要还包括年产 7 万吨 BOPP 薄膜改扩建项目等，截至 2022 年 3 月末总投资 5.35 亿元，已投资 3.77 亿元。

此外，该公司拟在上海浦东金桥开发区设立新能源上海管理总部、恩捷研究院和海外运营总部，预计项目总投资额不超过人民币 17.20 亿元。

整体而言，该公司在建及拟建项目投资规模大，资金来源中，35 亿元来自 2020 年非公开发行股票募集资金，其他资金均自筹。公司基于对市场需求的预期而持续投入产能扩建项目，目前随着产能扩建，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，如未来下游市场需求发生变化，可能面临产能集中释放压力。

目前，该公司正在筹划非公开发行股票，募集资金总额不超过 128 亿元，扣除发行费用后的净额拟用于锂电池隔膜、铝塑膜项目建设及补充流动资金。该事项于 2022 年 2 月获得证监会受理。如发行成功，将一定程度上缓解公司产能扩张带来的资金压力。

**图表 10. 公司计划非公开发行股票募集资金用途**

募集资金投资项目	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目（一期）	15.00	7.00
重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目（二期）	30.00	24.00
江苏恩捷动力汽车锂电池隔膜产业化项目	52.00	48.00
江苏睿捷动力汽车锂电池铝塑膜产业化项目	16.00	13.00
苏州捷力年产锂离子电池涂覆隔膜 2 亿平方米项目	10.00	6.00
补充流动资金	30.00	30.00
合计	153.00	128.00

资料来源：恩捷股份

## 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未发生重大变化。

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，为一致行动人，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持有公司股权。2021 年，因上海恒邹变更执行事务合伙人、合力投资变更表决票等条款、可转债转股及合力投资和 Paul Xiaoming Lee 减持公司股份，李晓明家族对公司持股比例由 49.83% 降至年末 46.48%。其中，0.43 万股已质押，占其持股的比例为 10.39%，占公司总股本的 4.83%。

2021 年，该公司关联购销主要为向联营企业昆莎斯采购添加剂 0.34 亿元及销售原料 0.11 亿元；年末应付昆莎斯的应付账款 0.08 亿元。关联担保方面，公司、Paul Xiaoming Lee、李晓华及子公司上海恩捷共同为孙公司无锡恩捷提供担保总额 13.00 亿元，为孙公司珠海恩捷提供担保总额 10.00 亿元。

其他关联交易还包括：2021 年 8-9 月，该公司与 Paul Xiaoming Lee（代表李晓明家族）、苏州胜利精密制造科技股份有限公司（简称“胜利精密”）、苏州富强科技有限公司（简称“富强科技”）、胜利科技（香港）有限公司（简称“胜利香港”）、JOT Automation Ltd（简称“JOT”）签订协议，约定共同出资设立合资公司。其中，公司及上海恩捷持股 10%，Sherry Lee 或其指定的主体和 Jerry Yang Li 或其指定的主体持股总计为 37%，李晓明家族指定的第三方持股 33.2%，胜利精密持股 19.80%；并由合资公司收购富强科技<sup>4</sup>100% 股权，合资公司设立的香港子公司收购 JOT<sup>5</sup>100% 股权，总交易对价为 7.71 亿元人民币。合资公司将围绕 3C 消费电子和新能源等领域，为客户提供定制化的智能制造整体解决方案，并在锂电池隔膜生产设备制造及技术改造升级方面开展业务。

跟踪期内，该公司未产生欠息欠贷、重大诉讼、工商、质量、安全方面的不良行为记录。

**图表 11. 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	2022.4.14	不涉及	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.5.15	不涉及	无	无	无
诉讼	恩捷股份、公开信息	2022.5.15	无重大诉讼	无重大诉讼	无重大诉讼	无重大诉讼
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2022.5.15	不涉及	无	无	无
质量	恩捷股份、公开信息	2022.4.25	不涉及	无	无	无

<sup>4</sup> 原由胜利精密持有 100% 股权，2021 年 6 月末总资产 14.62 亿元，净资产 2.97 亿元；2020 年及 2021 年 1-6 月营业收入分别为 7.65 亿元和 2.90 亿元，净利润分别为 0.82 亿元和 -0.04 亿元。

<sup>5</sup> 原由胜利精密全资子公司胜利香港持有 100% 股权，注册地位于芬兰，2021 年 6 月末总资产 2081.19 万欧元，净资产 50.43 万欧元；2020 年及 2021 年 1-6 月营业收入分别为 4308.06 万欧元和 1430.14 万欧元，净利润分别为 824.96 万欧元和 -70.01 万欧元。

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
安全	恩捷股份、公开信息	2022.4.25	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

2021年以来，该公司仍处于快速新建产能阶段，债务规模快速上升，但得益于经营积累，资产负债率维持较稳定。公司经营周期较长，销售环节占款压力较大，关注后续款项回收情况。

### 1. 数据与调整

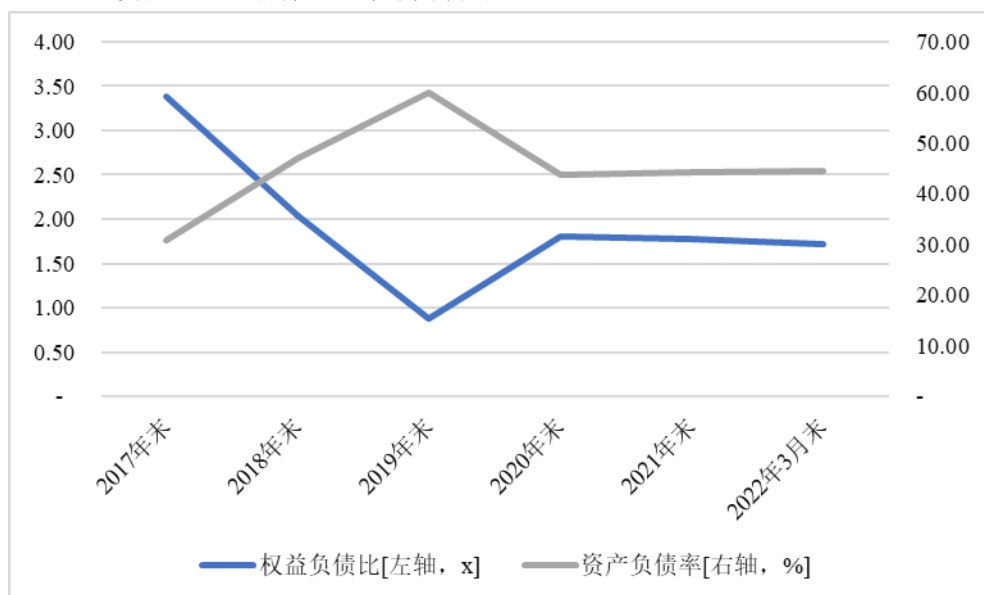
大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2019-2021年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》、企业会计制度及其补充规定。公司2022年第一季度财务数据未经审计。

2021年末，该公司合并范围内子公司合计27家。其中，2021年新设立9家，注销3家。新增子公司主要为新设立的产能扩建项目子公司，注销子公司对合并财务报表影响较小。

### 2. 资本结构

#### (1) 财务杠杆

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势

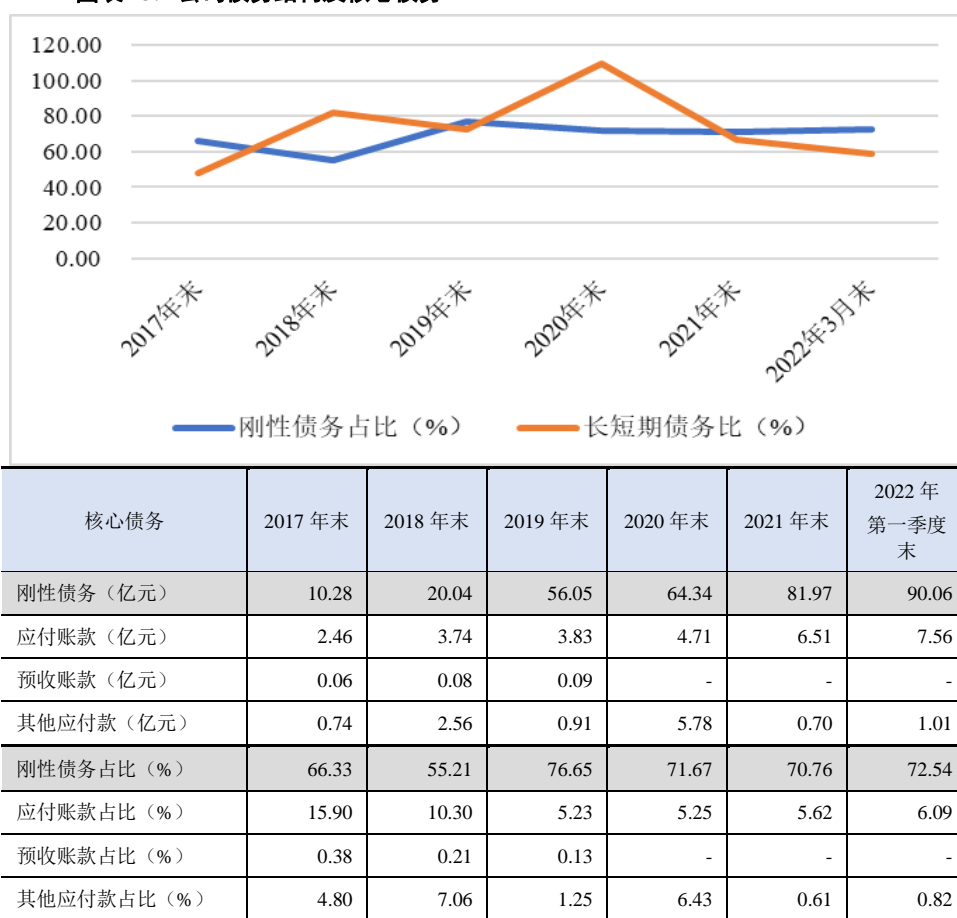


资料来源：根据恩捷股份所提供数据绘制。

随着该公司产能扩张项目投入持续增加及经营规模扩大所需资金增加，2021年末，公司负债总额为115.85亿元，较上年末增长29.06%。2021年末，公司所有者权益较上年末增长25.37%至145.37亿元，主要因经营积累，未分配利润较上年末增长92.52%，此外因可转换公司债券转股导致资本公积增加4.02亿元。年末资产负债率为44.35%，较上年末上升0.72个百分点。2022年3月末，公司负债总额为124.17亿元，资产负债率为44.47%。整体而言跟踪期内公司财务杠杆维持较稳定，处于较合理水平。公司后续仍有大额产能扩张项目投入计划，面临较大的资本性支出压力。

## (2) 债务结构

图表 13. 公司债务结构及核心债务



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，2021年以来随着业务规模扩大，日常经营所需资金增加，短期借款大幅增长，年末长短期债务比较上年末下降42.18个百分点至67.08%，2022年3月末进一步降至59.04%。债务期限短期化导致即期偿付压力有所上升。

2021年末，该公司流动负债为69.34亿元，较上年末增长61.64%，主要由短期刚性债务、应付账款和合同负债构成。年末短期刚性债务为49.81亿元，较上年末增长65.62%，主要包括短期借款41.16亿元、应付票据4.87亿

元和一年内到期的长期借款 3.77 亿元。应付账款 6.51 亿元，较上年末增长 38.10%，主要随着业务规模扩大，采购原材料及工程设备款增加。其他应付款 0.70 亿元，较上年末下降 87.83%，主要因上年收购纽米科技时，纽米科技存在欠原股东款项，已偿还。合同负债 7.62 亿元，较上年末增加 7.54 亿元，主要为子公司上海恩捷收到客户预付货款。其他流动负债 2.41 亿元，较上年末增加 2.40 亿元，主要为背书或贴现未终止确认银行承兑汇票及待转销项税额。2022 年 3 月末，公司流动负债增至 78.07 亿元，主要为短期刚性债务较上年末增长 17.12% 至 58.34 亿元。

2021 年末，该公司非流动负债为 46.51 亿元，较上年末变化不大，主要由中长期刚性债务、递延收益和其他非流动负债构成。年末，中长期刚性债务为 32.16 亿元，包括 28.03 亿元长期借款和 4.13 亿元应付债券，较上年末下降 6.03%，主要为可转债转股导致应付债券下降。递延收益 7.55 亿元，主要为与扩产项目建设相关的地方政府补助资金。其他非流动负债 5.39 亿元，较上年末增长 18.22%，主要为江西通瑞和重庆恩捷锂电池隔膜项目的政府扶持款。2022 年 3 月末，公司非流动负债为 46.09 亿元，构成变化不大。

### (3) 刚性债务

图表 14. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>6.07</b>	<b>12.20</b>	<b>36.37</b>	<b>30.11</b>	<b>49.81</b>	<b>58.34</b>
其中：短期借款	3.28	9.30	26.70	17.96	41.16	51.25
一年内到期长期借款	0.57	1.54	4.44	5.15	3.77	2.50
应付票据	2.21	1.33	5.23	6.95	4.87	4.59
其他短期刚性债务	0.02	0.03	-	0.05	-	-
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>4.20</b>	<b>7.84</b>	<b>19.68</b>	<b>34.23</b>	<b>32.16</b>	<b>31.73</b>
其中：长期借款	4.20	7.84	19.68	26.67	28.03	27.56
应付债券	-	-	-	7.56	4.13	4.17
<b>综合融资成本（年化）</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.0%</b>	<b>3.66%</b>	<b>3.14%</b>	<b>2.85%</b>

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

随着该公司生产线资金投入增加及经营资金需求增加，融资规模持续上升，2021 年末，公司刚性债务为 81.97 亿元，较上年末增长 27.41%；2022 年 3 月末进一步增至 90.06 亿元。2021 年末，刚性债务中短期刚性债务占比为 60.76%，较上年末上升 13.96 个百分点，债务偏向短期化。刚性债务构成主要包括银行借款、债券、应付票据、融资租赁款等，以银行借款为主，共 72.97 亿元，其中抵质押借款、保证借款和信用借款分别为 27.01 亿元、43.09 亿元<sup>6</sup>和 2.81 亿元。2021 年以来公司综合融资成本较上年有所下降，利率范围在 0.35%-4.51%<sup>7</sup>。

<sup>6</sup> 主要为公司对子公司借款担保。

<sup>7</sup> 利率低于 2% 的刚性债务主要为外币借款或信用证，公司自国外采购原材料较多，产生较多外

图表 15. 公司 2022 年 3 月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	41.49	-	-	4.88	-
3%~4% (不含 4%)	9.25	1.46	0.98	3.04	-
4%~5% (不含 5%)	2.92	3.42	3.33	13.92	1.08
合计	53.66	4.87	4.31	21.84	1.08

资料来源：恩捷股份。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 16. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期 (天)	199.44	247.85	283.24	302.23	283.39	-
营业收入现金率 (%)	77.51	68.64	88.67	74.51	77.58	78.94
业务现金收支净额 (亿元)	2.53	1.39	6.86	8.24	13.47	2.13
其他因素现金收支净额 (亿元)	0.07	0.32	0.77	2.32	0.72	-0.33
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	2.60	1.71	7.63	10.55	14.19	1.80
EBITDA (亿元)	7.62	9.75	14.63	20.79	42.42	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	1.24	0.64	0.38	0.35	0.58	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	37.81	12.70	9.15	6.57	17.56	-

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。

2021 年以来随着下游需求上升，该公司经营周转速度有所提升，营业周期为 283.39 天，较上年缩短 18.84 天，但整体仍较长。当年营业收入现金率为 77.58%，较上年上升 3.07 个百分点，现金回笼效率仍有待提高。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。2021 年公司收到其他与经营活动有关的现金 2.96 亿元，较上年下降 13.77%，主要为代收员工激励股个人所得税减少；支付其他与经营活动有关的现金主要为各项费用支出，2021 年为 2.25 亿元，较上年增长 100.65%，主要因管理、研发费用上升及支付代扣员工激励股个人所得税。2022 年第一季度，公司经营产生的现金流量净额为 1.80 亿元，因支付税费增加，较上年同期下降 8.52%。

随着主业收入及盈利的快速增长，2021 年，公司 EBITDA 为 42.42 亿元，较上年末增长 104.05%。当年 EBITDA 对利息支出和对刚性债务的覆盖程度

币借款。



均上升。

## (2) 投资环节

图表 17. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-2.90	2.43	-9.55	-20.89	7.50	-1.92
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	-11.29	-13.91	-21.18	-26.66	-39.91	-14.14
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-5.20	-4.75	-
投资环节产生的现金流量净额	-14.19	-11.48	-30.74	-52.76	-37.15	-16.06

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

该公司持续大额投入产能扩张项目，投资活动现金流持续呈净流出状态。2021 年，项目投入资金继续增加，购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金为 39.96 亿元。公司收回投资收到的现金 17.71 亿元，主要为理财产品赎回；投资支付的现金 10.60 亿元，主要为定期存单及其他权益工具投资支出。此外，支付其他与投资活动有关的现金 4.75 亿元，为 2020 年收购纽米科技时，纽米科技所欠原股东款项，于 2021 年 3 月偿还。2021 年投资活动产生的现金流量净额为-37.15 亿元。2022 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额为-16.06 亿元，主要为项目投入。

## (3) 筹资环节

图表 18. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
权益类净融资额	0.23	-1.50	-1.80	45.92	-3.24	-
债务类净融资额	7.63	9.34	29.61	9.68	19.37	7.85
筹资环节产生的现金流量净额	7.86	7.84	27.81	55.60	16.13	7.85

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。2021 年及 2022 年第一季度，公司主要通过银行借款融资，当期筹资活动产生的现金流量净额分别为 16.13 亿元和 7.85 亿元，2021 年较上年大幅下降，主要因上年非公开发行股票及发行可转债，融资规模较大。目前公司正在筹划再次非公开发行股票，如发行成功，筹资规模或将大幅增加。

## 4. 资产质量

图表 19. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	21.70	27.83	50.23	87.08	94.63	96.76

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
	43.16%	36.13%	41.20%	42.33%	36.22%	34.66%
其中：货币资金（亿元）	5.27	3.14	10.12	23.75	18.33	12.21
应收账款（亿元）	7.21	12.31	14.24	23.28	44.05	48.44
存货（亿元）	3.31	4.72	7.59	11.57	16.81	20.09
其他流动资产（亿元）	3.74	3.61	5.23	5.34	4.08	4.90
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	28.58	49.19	71.70	118.64	166.60	182.43
	56.84%	63.87%	58.80%	57.67%	63.78%	65.34%
其中：固定资产（亿元）	15.23	31.75	49.37	84.21	108.78	109.40
在建工程（亿元）	6.32	10.44	15.54	16.28	17.53	25.38
无形资产（亿元）	0.70	2.64	2.99	4.62	5.61	6.80
商誉（亿元）	-	0.34	0.44	5.20	5.20	5.20
其他非流动资产（亿元）	5.04	3.57	2.26	5.99	25.69	31.85
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>4.00</b>	<b>24.08</b>	<b>30.03</b>	<b>34.81</b>	<b>37.43</b>	<b>37.89</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>7.00</b>	<b>13.07</b>	<b>18.85</b>	<b>21.81</b>	<b>27.01</b>	<b>32.00</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>7.96</b>	<b>31.26</b>	<b>24.63</b>	<b>16.92</b>	<b>14.33</b>	<b>13.57</b>

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

2021 年末，该公司资产总额为 261.22 亿元，较上年末增长 26.98%。其中，流动资产为 94.63 亿元，较上年末增长 8.67%，主要由货币资金、应收账款和存货等构成。年末，货币资金为 18.33 亿元，较上年末下降 22.79%，生产线建设及业务增长导致资金需求增加，其中受限货币资金为 4.63 亿元，主要用作保证金；此外还包含 2020 年非公开发行股票募集资金 2.46 亿元。交易性金融资产原为结构性存款，2021 年处置后大幅减少至 0.05 亿元。应收账款 44.05 亿元，较上年末增长 89.22%，主要因业务规模扩大，当年应收账款周转速度为 2.37 次，较上年提升 0.09 次。公司应收账款账龄一年内占比 93.55%；累计计提坏账准备 1.36 亿元，其中按账龄计提 0.42 亿元，因预计无法回收而按单项全额计提 0.94 亿元；当年增加计提 0.23 亿元。应收账款前五大客户占比为 53.38%，由于公司所处行业下游为各大型锂电池厂商，形成较大规模应收账款，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，关注回款情况。存货为 16.81 亿元，较上年末增长 45.32%，主要因业务快速增长导致备货增加，当年存货周转速度为 2.82 次，较上年提升 0.26 次，主要包含库存商品 11.45 亿元，原材料 3.78 亿元。应收款项融资 5.26 亿元，较上年末增长 31.77%，包括 4.12 亿元银行承兑汇票（以公允价值计量且变动计入其他综合收益）和 1.14 亿元应收账款保理。其他流动资产 4.08 亿元，较上年末下降 23.65%，主要为增值税留抵税额 3.48 亿元和定期存款 0.51 亿元。2022 年 3 月末，公司流动资产为 96.76 亿元，其中货币资金较上年末下降 33.40% 至 12.21 亿元，同时应收账款增至 48.44 亿元，存货增至 20.09 亿元。

2021 年末，该公司非流动资产为 166.60 亿元，较上年末增长 40.42%，

主要由固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。年末，固定资产为 108.78 亿元，较上年末增长 29.18%，主要因在建生产线转固。在建工程 17.53 亿元，较上年末增长 7.66%，主要为多个锂电池隔膜产能建设项目、BOPP 薄膜改造项目及铝塑膜项目等。无形资产 5.61 亿元，较上年末增长 21.43%，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 5.20 亿元，未发生变化，主要为 2020 年收购苏州捷力形成商誉 4.70 亿元<sup>8</sup>，目前苏州捷力业绩增长良好，减值风险尚可控。其他非流动资产 25.69 亿元，较上年末增加 19.70 亿元，主要包括 14.22 亿元预付设备款、4.20 亿元预付工程款、2.52 亿元预付土地款和 4.62 亿元定期存款，增长主要因无锡恩捷和江西通瑞处于成长阶段，公司加大生产线建设力度，预付款项增加；此外上海恩捷和珠海恩捷增加了定期存款及大额存单。当年新增其他权益工具投资 1.10 亿元，为对苏州捷胜科技有限公司的投资，计划长期持有。2022 年 3 月末，公司非流动资产为 182.43 亿元，主要为在建工程及其他非流动资产中的预付款项进一步增长。

2021 年末，该公司受限资产合计 37.43 亿元，占资产总额的 14.33%，主要用于抵质押借款及保证金。

**图表 20. 2021 年末公司受限资产构成情况**

科目	金额（亿元）	用途
货币资金	4.63	银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金
应收票据	0.17	质押借款
固定资产	24.89	抵押借款
无形资产	2.25	抵押借款
应收款项融资	1.55	质押借款及开立银行承兑汇票
应收账款	0.07	质押借款
其他非流动资产	3.88	质押借款
<b>合计</b>	<b>37.43</b>	-

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 21. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	207.14	139.35	118.77	203.00	136.47	123.94
速动比率（%）	170.43	112.83	98.33	171.82	108.95	93.24
现金比率（%）	56.30	20.63	25.23	89.31	29.54	15.64

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理。

<sup>8</sup> 苏州捷力主要业务为消费类锂电池隔膜的生产销售。公司对其收购价款 18.01 亿元，未设置对赌协议。2019-2021 年苏州捷力营业收入分别为 5.76 亿元、8.88 亿元和 11.53 亿元，净利润分别为 -0.36 亿元、1.76 亿元和 3.91 亿元。2021 年末总资产 15.52 亿元，净资产 8.07 亿元。

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 136.47% 和 123.94%，现金比率分别未 29.54% 和 15.64%。2021 年以来，公司生产线建设投入资金及经营所需资金增加，货币资金减少，同时流动负债大幅增加，导致流动性指标均较 2020 年下降，资产流动性有所弱化。此外考虑存在一定受限资产，实际流动性弱于指标所显示。

## 6. 表外事项

截至 2021 年末，该公司无对外担保。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司目前主要运营烟标业务。2021 年末，母公司资产总额为 118.44 亿元，较上年末下降 1.03%，主要包括货币资金 2.28 亿元、其他应收款 66.92 亿元和长期股权投资 46.58 亿元，当年对子公司拆借资金增加，货币资金减少，年末货币资金较上年末下降 83.22%，其他应收款较上年末增长 61.41%，主要为对无锡恩捷和江西通瑞的资金拆借。

2021 年末，母公司负债总额为 9.30 亿元，较上年末下降 29.45%，主要包括长期借款 1.16 亿元、应付债券 4.13 亿元和其他应付款 1.95 亿元，下降主要因长期借款和应付债券减少。当年末资产负债率为 7.85%，较上年末下降 3.17 个百分点。

2021 年，母公司营业收入为 1.57 亿元，较上年下降 32.87%，主要因烟标等销售减少。净利润为 2.54 亿元，较上年增长 98.81%，主要因利息收入上升。

整体而言，母公司承担主业规模较小，对子公司提供大量资金拆借，自身债务规模较小，该公司债务主要由下属子公司承担。

## 外部支持因素

2022 年 3 月末，该公司获得银行授信总额为 214.6 亿元，已使用 85.02 亿元。其中贷款授信 112.56 亿元，已使用 61.8 亿元，尚余 50.76 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 36.11%。

## 跟踪评级结论

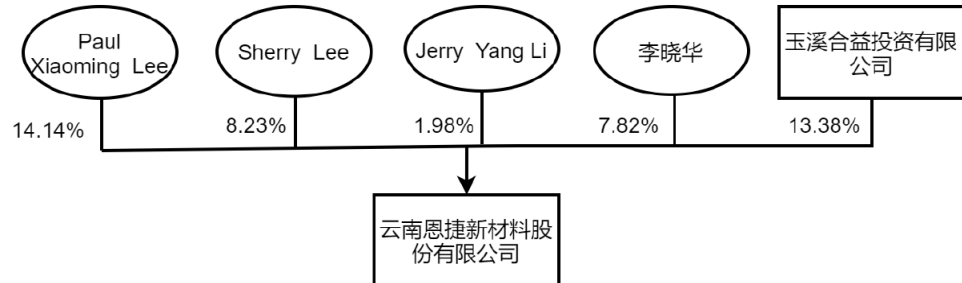
2021 年以来，锂电池隔膜下游需求快速增长，同时公司持续通过新建产能满足需求，收入及盈利快速增长，市场地位进一步巩固。因规模效应，公司毛利率处于较高水平。公司下游客户集中于少数头部企业，经营占款压力仍较大。公司在建及拟建产能扩张项目投资规模大，资本性支出压力仍将增加，目前公司正在筹划非公开发行股票，如发行成功，将一定程度缓解资金

压力。公司已签订多个经营合同，为后续业绩提供了一定支撑，但仍需关注后续行业需求变化及产能集中释放压力。

2021 年以来，该公司仍处于快速新建产能阶段，债务规模快速上升，但得益于经营积累，资产负债率维持较稳定。公司经营周期较长，应收账款占款压力较大，关注后续款项回收情况。

附录一：

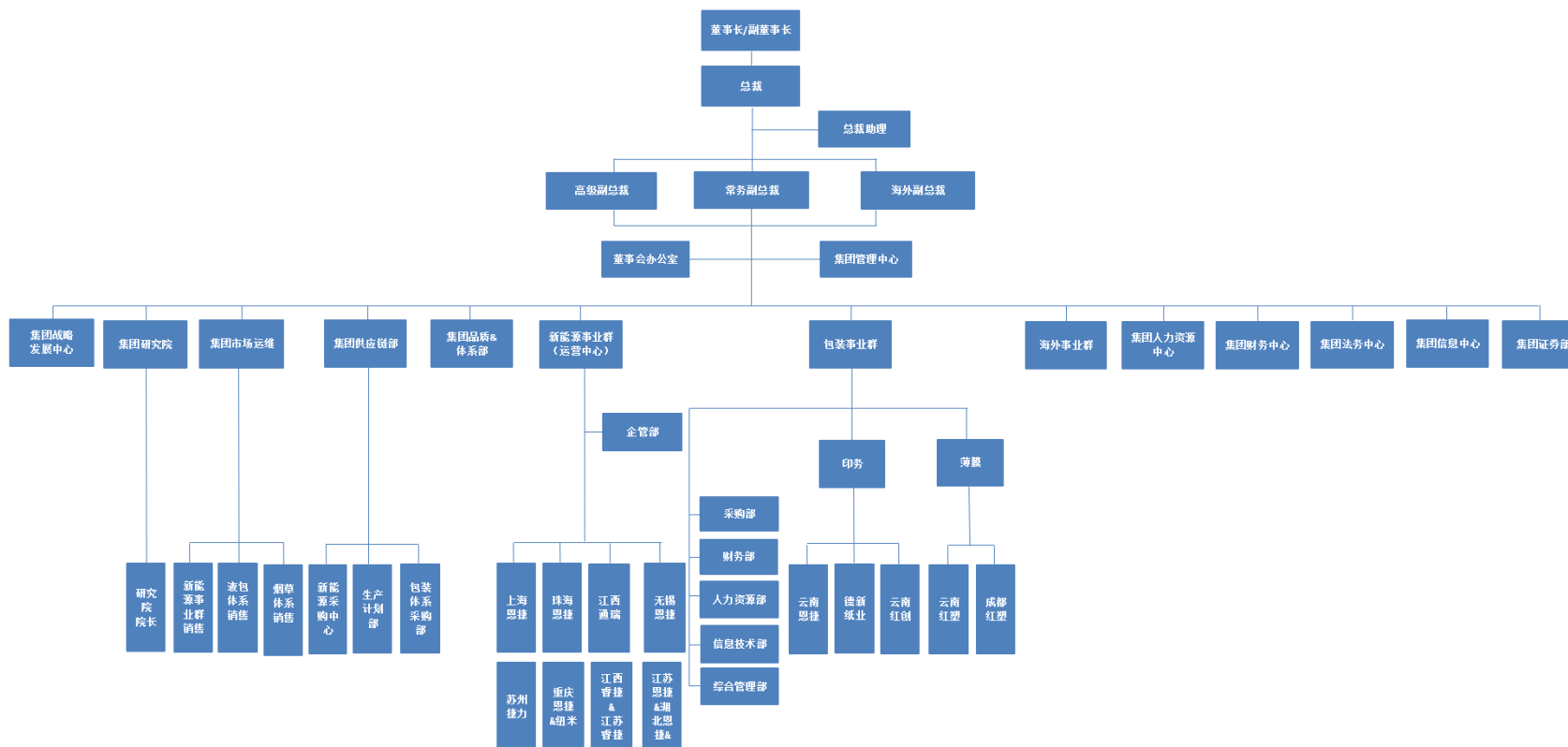
### 公司与实际控制人关系图



注：根据恩捷股份提供的资料绘制（截至 2022 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 2021 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	2021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	—	烟标生产 销售	6.18	109.14	1.57	2.54	0.19	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	95.22	锂电池隔 膜生产销 售	46.92	68.57	64.37	26.01	9.73	
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	1.69	5.47	4.08	0.55	1.28	
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	2.13	7.33	5.76	0.49	2.66	

注：根据恩捷股份 2021 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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	121.93	205.72	261.22	279.19
货币资金 [亿元]	10.12	23.75	18.33	12.21
刚性债务[亿元]	56.05	64.34	81.97	90.06
所有者权益 [亿元]	48.81	115.96	145.37	155.03
营业收入[亿元]	31.60	42.83	79.82	25.92
净利润 [亿元]	9.36	11.76	28.87	9.69
EBITDA[亿元]	14.65	20.79	42.42	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.63	10.55	14.19	1.80
投资性现金净流入量[亿元]	-30.74	-52.76	-37.15	-16.06
资产负债率[%]	59.97	43.63	44.35	44.47
权益资本与刚性债务比率[%]	87.09	180.23	177.34	172.13
流动比率[%]	118.77	203.00	136.47	123.94
现金比率[%]	25.23	89.31	29.54	15.64
利息保障倍数[倍]	7.25	4.80	14.24	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	283.24	302.23	283.39	—
毛利率[%]	45.24	42.63	49.86	48.54
营业利润率[%]	33.63	30.74	40.30	42.52
总资产报酬率[%]	11.66	9.26	14.74	—
净资产收益率[%]	20.90	14.27	22.09	—
净资产收益率*[%]	20.28	14.25	21.80	—
营业收入现金率[%]	88.67	74.51	77.58	78.94
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	24.52	24.77	25.28	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-42.23	-51.82	-22.34	—
EBITDA/利息支出[倍]	9.15	6.57	17.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.38	0.35	0.58	—

注：表中数据根据恩捷股份经审计的 2019-2021 年财务报表及未经审计的 2022 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	1
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	5
		会计政策与质量	3
		现金流状况	7
		负债结构与资产质量	1
		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	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年5月14日	AA/稳定	黄梦姣、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月10日	AA/稳定	黄梦姣、王婷亚	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-
恩捷转债	历史首次评级	2019年7月18日	AA	黄梦姣、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年5月14日	AA	黄梦姣、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月10日	AA	黄梦姣、王婷亚	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-

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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。