






内部编号:2024060361

云南恩捷新材料股份有限公司

公开发行可转换公司债券

# 定期跟踪评级报告

分析师: 黄梦姣  hmj@shxsj.com  
王婷亚  wty@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021)63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路398号华盛大厦14层

公司网站: www.shxsj.com



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.

## 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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100211】

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/2024年6月24日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2023年6月10日

首次评级：AA/稳定/AA/2019年7月18日



### 跟踪评级观点

#### 主要优势：

- 细分市场地位领先。恩捷股份为锂电池隔膜市场龙头企业，业务规模在行业内领先，具有较显著的规模优势。
- 资本实力得到增强。2023年恩捷股份完成非公开发行股票，且募集资金量大，资本实力显著增强，财务杠杆较明显下降。

#### 主要风险：

- 产能释放面临挑战。跟踪期内恩捷股份及行业新增产能释放较集中，竞争明显加剧，锂电池隔膜价格下跌幅度较大，公司期内库存明显上升。
- 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，虽然有助于带来规模效应，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。
- 技术替代风险。若未来全固态电池等新兴电池技术逐渐完善并实现商业化，液态锂电池的需求将下降，进而对锂电池隔膜的市场格局产生重大不利影响。
- 可转债到期未转股风险。如恩捷股价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。

### 跟踪评级结论

通过对恩捷股份主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA，评级展望稳定，并维持上述可转债 AA 信用等级。

### 未来展望

本评级机构预计恩捷股份信用质量在未来 12 个月持稳，给予其主体信用评级展望为稳定。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 锂电池隔膜市场竞争格局发生重大不利变化导致公司经营业绩持续大幅下降或亏损；
- ② 公司应收账款及存货发生重大减值损失；

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司经营业绩和现金流状况显著提升且具有可持续性；
- ② 公司债务规模压降且债务偿付能力明显提升。

### 主要财务数据及指标

| 项目                   | 2021年  | 2022年  | 2023年  | 2024年<br>第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|---------------|
| <b>母公司口径数据:</b>      |        |        |        |               |
| 货币资金(亿元)             | 2.28   | 2.65   | 13.83  | 7.34          |
| 刚性债务(亿元)             | 6.18   | 7.40   | 4.95   | 5.26          |
| 所有者权益(亿元)            | 109.14 | 109.19 | 195.69 | 195.74        |
| 经营性现金净流入量(亿元)        | 0.19   | 0.56   | -0.89  | -0.24         |
| <b>合并口径数据及指标:</b>    |        |        |        |               |
| 总资产(亿元)              | 261.22 | 386.23 | 472.01 | 470.71        |
| 总负债(亿元)              | 115.85 | 197.68 | 185.19 | 181.76        |
| 刚性债务(亿元)             | 81.97  | 155.85 | 143.03 | 142.71        |
| 所有者权益(亿元)            | 145.37 | 188.54 | 286.82 | 288.95        |
| 营业收入(亿元)             | 79.82  | 125.91 | 120.42 | 23.28         |
| 净利润(亿元)              | 28.87  | 42.12  | 26.50  | 1.57          |
| 经营性现金净流入量(亿元)        | 14.19  | 5.04   | 26.67  | 4.56          |
| EBITDA(亿元)           | 42.42  | 61.22  | 48.84  | —             |
| 资产负债率[%]             | 44.35  | 51.18  | 39.23  | 38.61         |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 177.34 | 120.98 | 200.53 | 202.47        |
| 流动比率[%]              | 136.47 | 110.38 | 141.30 | 140.36        |
| 现金比率[%]              | 35.49  | 37.10  | 41.33  | 41.49         |
| 利息保障倍数[倍]            | 14.24  | 15.26  | 7.88   | —             |
| 净资产收益率[%]            | 22.09  | 25.23  | 11.15  | —             |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 25.28  | 4.91   | 21.26  | —             |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -22.34 | -33.06 | -27.80 | —             |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 17.56  | 18.49  | 11.31  | —             |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.58   | 0.51   | 0.33   | —             |

注: 根据恩捷股份经审计的2021~2023年及未经审计的2024年第一季度财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型(通用) FM-GS001 (2022.12)

| 评级要素   |        | 结果         |    |
|--------|--------|------------|----|
| 个体信用   | 业务风险   | 3          |    |
|        | 财务风险   | 1          |    |
|        | 初始信用级别 |            | aa |
|        | 调整因素   | 合计调整(子级数量) | 0  |
|        |        | 其中: ①流动性因素 | 0  |
|        |        | ②ESG因素     | 0  |
|        |        | ③表外因素      | 0  |
| ④其他因素  | 0      |            |    |
| 个体信用级别 |        | aa         |    |
| 外部支持   | 支持因素   | 0          |    |
| 主体信用级别 |        | AA         |    |

调整因素: (0)

无。

支持因素: (0)

无。

### 相关评级技术文件及研究资料

| 相关技术文件与研究资料名称                                       | 链接  |
|---|---|
| 《新世纪评级方法总论（2022版）》                                  | <a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1</a> |
| 《新世纪评级工商企业评级方法（2022版）》                              | <a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1</a> |
| 《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》           | <a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listype=1</a> |
| 《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》 | <a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listype=1</a> |

# 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 2023 年财务报表、未经审计的 2024 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 2024 年 3 月末，该公司存续债券仅为恩捷转债。恩捷转债自 2020 年 8 月 17 日开始转股，累计已转股金额为 11.47 亿元，剩余可转债金额为 4.53 亿元，最新转股价格为 64.73 元/股。

图表 1. 公司存续债券基本情况（截至 2024 年 3 月末）

| 债项名称 | 发行金额<br>(亿元) | 余额<br>(亿元) | 期限<br>(天/年) | 发行利率<br>(%)       | 起息日        | 兑付日        | 注册额度/注册时间         | 本息兑付情况 |
|------|--------------|------------|-------------|-------------------|------------|------------|-------------------|--------|
| 恩捷转债 | 16.00        | 4.53       | 6 年         | 0.40 <sup>1</sup> | 2020 年 2 月 | 2026 年 2 月 | 16 亿元/2021 年 12 月 | 未到期    |

资料来源：恩捷股份

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，已分别于 2022 年 7 月和 2021 年 6 月投产。截至 2023 年末，江西通瑞项目和无锡恩捷项目基膜产量均已经达产。

图表 2. 可转债募集资金使用情况（单位：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      |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 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         | 17.40        | 5.86         |
| 无锡恩捷新材料产业基地项目                          | 22.00        | 10.00        | 21.40        | 10.00        |
| <b>合计</b>                              | <b>39.50</b> | <b>15.86</b> | <b>38.80</b> | <b>15.86</b> |

资料来源：恩捷股份

## 发行人信用质量跟踪分析

### 1. 数据基础

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2021-2023 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 2024 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2023 年末，该公司合并范围子公司共 37 家，较上年末增加 1 家，系公司新设投资子公司云南捷辰包装材料有限公司。2024 年第一季度公司合并范围未发生变化。

### 2. 业务

该公司为锂电池隔膜行业龙头企业，具有突出规模优势。2023 年以来，锂电池隔膜厂商产能进一步释放，市场竞争加剧。公司部分隔膜产品降价销售，导致盈利大幅下降。公司在建产能扩张项目仍有较大规模投资，跟踪期内完成了非公开股票的发行工作<sup>2</sup>，资金压力有所减小。

<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%。

<sup>2</sup> 公司于 2023 年 5 月 24 日向特定投资者非公开发行人民币普通股 85,421,412 股，发行价格为 87.80 元/股，募集资金总额 7,499,999,973.60 元，扣除不含税发行费用人民币 46,453,872.58 元，实际募集资金金额为人民币 7,453,546,101.02 元，3,998,086,272.07 元用于置换预先已投入

## (1) 外部环境

### 宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

2023 年，受全球经济景气度疲弱、贸易保护主义、价格下降等多方面影响，我国按人民币计价的出口增长乏力，按美元计价出口负增长，对美欧日出口大幅下降，“一带一路”沿线国家和地区成为我国最大的出口去向区域。在全球经济增长放缓、国际关系复杂的背景下，我国出口表现的不确定性大，但在价格因素和海外制造业补库带动下，出口增速或有所回升。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

### 行业因素

锂离子电池隔膜是锂电池的核心材料之一，上游主要是烯烃化工原材料，如 PE(聚乙烯)和 PP(聚丙烯)等；中游是隔膜的生产制造环节，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。下游包括 3C 数码产品、动力电池、储能电池等。当前三元锂电池需求增速快，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。

新能源汽车是锂电池最大消费终端。根据 Trend Force 数据，2023 年全球新能源汽车销售 1,303 万辆，同比增长 29.8%，增速较上年下降 24.4 个百分点。中汽协数据显示，2023 年国内汽车销量为 3,009.4 万辆，同比增长 12.0%，其中新能源汽车销量为 949.5 万辆，同比增长 37.9%，市场占有率达到 31.6%，但新能源汽车销量增速较上年下降 55.5 个百分点。在新能源汽车市场需求增速放缓的情况下，动力电池装车量增速也有所放缓，据中国汽车工业协会信息发布会发布的数据，2023 年我国动力电池累计装车量 387.7GWh，累计同比增长 31.6%（增速同比下降 59.1 个百分点），其中 2023 年三元电池累计装车量 126.2GWh，占总装车量 32.6%，累计同比增长 14.3%；磷酸铁锂电池 2023 年累计装车量 261.0GWh，占总装车量 67.3%，累计同比增长 42.1%。2024 年第一季度，在降价促销、新车上市以及以旧换新政策推动下，国内新能源车销售额为 183.3 万辆，同比增长 45%（增速较上年增长 24 个百分点），带动国内动力电池装机量达到 84.3GWh，同比增长 43%（增速较上年增长 17 个百分点）。此外，储能领域是锂离子电池大规模应用的另一个方向，应用场景包括储能电站、风场调频、太阳能发电存储、通信基站等。全球储能锂电池市场在 2023 年实现了显著增长，中国企业的出货量占比达到历史新高。根据 GGII 数据，2023 年全球储能锂电池出货量为 225GWh，同比增长 50%（增速较上年下降 90.3 个百分点），其中中国储能锂电池出货量为 206GWh，同比增长 58%（增速较上年下降 112 个百分点），占全球总出货量的 91.6%。2024 年第一季度储能电池出货量为 40GWh，同比增长 14%（增速较上年下降 14 个百分点）。

新能源汽车市场和储能市场的发展为锂电池隔膜行业带来了市场空间。根据 EVTank 数据，2023 年中国锂电隔

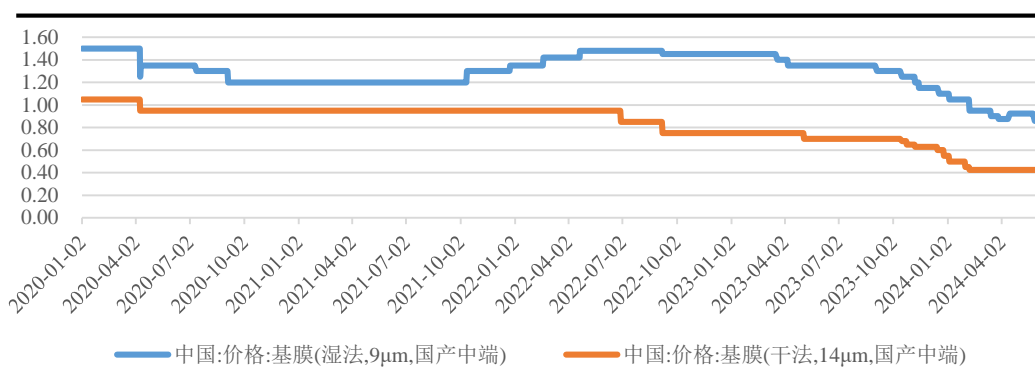
---

募集资金投资项目的部分自筹资金，其中：“重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目（二期）”先期投入资金为 1,409,367,607.63 元，置换募集资金 1,406,300,000.00 元；“江苏恩捷动力汽车锂电池隔膜产业化项目”先期投入资金为 1,421,550,504.48 元，置换募集资金 1,421,550,504.48 元；“江苏睿捷动力汽车锂电池铝塑膜产业化项目”先期投入资金为 408,535,767.59 元，置换募集资金 408,535,767.59 元；“苏州捷力年产锂离子电池涂覆隔膜 2 亿平方米项目”先期投入资金为 366,631,241.55 元，置换募集资金 351,600,000.00 元。

膜出货量达到 176.9 亿平方米，同比增长 32.8%，增速较上年下降 32.5 个百分点。其中，2023 年中国湿法隔膜出货量为 129.4 亿平方米，干法隔膜出货量为 47.5 亿平方米。2023 年全球锂离子电池隔膜出货量已经突破 210 亿平米，中国隔膜企业出货量的全球占比在 2023 年已经突破 83%。

锂离子电池隔膜行业曾以较高的毛利率水平吸引了许多国内企业进入本行业，近年来大量资金投入导致产能迅速增加，加剧了市场竞争。2023 年，随着锂电池隔膜企业大规模产能集中释放，头部企业主动降低隔膜销售价格以维持市场份额，隔膜价格竞争进一步加剧。叠加下游新能源汽车及锂电池产业价格下降影响，锂电池隔膜价格持续下降。2023 年初国产中端 9  $\mu\text{m}$  湿法基膜和 14  $\mu\text{m}$  干法基膜平均价格分别为 1.45 元/平方米和 0.75 元/平方米，2023 年末降至 1.10 元/平方米和 0.60 元/平方米，2024 年 3 月末进一步降至 0.88 元/平方米和 0.43 元/平方米，锂电池隔膜生产企业面临利润和毛利率的压力。

图表 3. 近年来锂电池隔膜价格变化情况（单位：元/平方米）



资料来源：Wind

竞争格局方面，锂电池隔膜市场集中程度较高，2023 年 CR3 占比约为 60%，其中上海恩捷市场份额排名第一，其次为星源材质，两家企业市场份额合计接近 50%。在湿法隔膜方面，上海恩捷、中材科技、河北金力、星源材质等企业出货量较大；干法隔膜方面，中兴新材、星源材质、惠强新材、沧州明珠等出货量较大。在竞争不断加剧环境下，隔膜行业盈利难以及主流隔膜企业快速扩张战略推动，产业集中度不断提升，中国隔膜行业 CR10 在 2023 年已超过 90%。

近年来，固态电池等新型锂电池技术的开发成为锂电池技术发展的重要趋势。固态电池因安全性高、能量密度高等特点，在国内外受到重视，日本、美国、韩国等均在近 5 年内加大研发投入力度。2023 年我国半固态电池装车量已突破 Gwh 级别。根据 GGII 数据，截至 2023 年 12 月，国内半固态电池的产能规划累计已接近 300GWh，落地产能约 15GWh。动力电池联盟发布的数据显示，2023 年，卫蓝新能源、赣锋锂电等企业的固液混合态电池实现批量装车，装车量约 0.8GWh，其中卫蓝新能源 11 月、12 月装车量分别为 0.41GWh 和 0.35GWh，半固态电池的产业化进程大幅提速。当前半固态电池的应用规模仍较小，且半固态电池与液态电池结构相近，仍需要电解液进行离子传导和隔膜进行绝缘阻隔；全固态电池距离实现量产和商用尚需时日。新型锂电池技术对隔膜行业的影响短期内有限。

## (2) 业务运营

图表 4. 公司核心业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

| 主导产品或服务         | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年度 | 2024 年<br>第一季度 | 2023 年<br>第一季度 |
|-----------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计          | 79.82   | 125.91  | 120.42  | 23.28          | 25.68          |
| 其中：核心业务营业收入（亿元） | 78.10   | 121.92  | 117.19  | 22.56          | 24.79          |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 97.84   | 96.83   | 97.32   | 96.92          | 96.52          |
| 其中：（1）膜类产品（亿元）  | 69.13   | 112.50  | 107.64  | 20.30          | 22.67          |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 88.52   | 92.28   | 91.84   | 89.98          | 91.43          |
| （2）烟标（亿元）       | 1.15    | 1.29    | 0.39    | 0.04           | 0.11           |



| 主导产品或服务          | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年度 | 2024 年<br>第一季度 | 2023 年<br>第一季度 |
|------------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 在核心业务收入中所占比重 (%) | 1.48    | 1.06    | 0.26    | 0.19           | 0.42           |
| (3) 无菌包装 (亿元)    | 5.78    | 6.20    | 7.78    | 1.93           | 1.75           |
| 在核心业务收入中所占比重 (%) | 7.40    | 5.08    | 6.64    | 8.55           | 7.07           |
| (4) 特种纸 (亿元)     | 2.03    | 1.93    | 1.47    | 0.28           | 0.26           |
| 在核心业务收入中所占比重 (%) | 2.61    | 1.58    | 1.26    | 1.28           | 1.07           |
| 综合毛利率 (%)        | 49.86   | 47.83   | 37.43   | 18.87          | 46.03          |
| 其中：(1) 膜类产品 (%)  | 53.21   | 50.39   | 38.18   | 16.37          | 46.91          |
| (2) 烟标 (%)       | 42.07   | 54.59   | 23.02   | -98.38         | 40.17          |
| (3) 无菌包装 (%)     | 16.59   | 15.30   | 17.46   | 20.60          | 23.64          |
| (4) 特种纸 (%)      | 22.00   | 16.37   | 23.99   | 16.75          | 26.81          |

注：根据恩捷股份所提供数据整理、计算。

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。2023 年及 2024 年第一季度，公司实现营业收入分别为 120.42 亿元和 23.28 亿元，同比分别减少 4.36% 和 9.38%；总体毛利率分别为 37.43% 和 18.87%，同比分别下降 10.40 个百分点和 27.16 个百分点，2023 年以来因隔膜企业新增产能集中释放，市场竞争加剧，公司部分锂电池隔膜产品降价幅度较大，导致营业收入和毛利率下降明显。

### ① 经营状况

#### 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主要来源为湿法隔膜，包括基膜和涂布膜；BOPP 薄膜包括烟膜和平膜。2023 年及 2024 年第一季度，公司膜类产品收入分别为 107.64 亿元和 20.30 亿元，同比分别下降 4.33% 和 9.38%，毛利率分别为 38.18% 和 16.37%，同比分别下降 12.21 个百分点和 30.54 个百分点，主要由于行业产能释放，市场竞争加剧影响，膜类产品单价降幅较大所致。

#### A. 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 2023 年末公司持有上海恩捷 95.22% 股权。2023 年，隔膜行业企业产能集中释放，市场竞争激烈，上海恩捷营业收入为 103.78 亿元，归属于母公司的净利润为 23.17 亿元，同比分别下降 5.61% 和 40.61%。

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。跟踪期内公司持续推进产能扩建项目，2023 年末产能合计 93.84 亿平方米。同时公司积极推进海外生产线布局，已在匈牙利和美国开展建设海外锂电池隔膜生产基地，主要开展锂电池湿法基膜、功能性涂布隔膜的制造和销售。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，首条干法隔膜产线于 2023 年已投产。

图表 5. 2024 年 3 月末锂电池隔膜主要在建项目情况 (亿元)

| 项目名称                     | 计划总投资 | 截至 2024 年 3 月末投资额 | 资金来源                      |
|--------------------------|-------|-------------------|---------------------------|
| 匈牙利工厂                    | 29.54 | 28.23             | 自有及自筹资金                   |
| 江苏恩捷动力汽车锂电池隔膜产业化项目       | 52.00 | 35.63             | ①自有及自筹资金；②2021 年度非公开发募集资金 |
| 江西恩博新材料有限公司锂离子电池干法隔膜建设项目 | 20.00 | 13.37             | 自有及自筹资金                   |

|                        |        |        |                          |
|------------------------|--------|--------|--------------------------|
| 湖北恩捷动力汽车锂电池隔膜产业化项目二期   | 19.00  | 8.31   | 自有及自筹资金                  |
| 重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目（二期） | 30.00  | 21.03  | ①自有及自筹资金；②2021年度非公开发募集资金 |
| 美国工厂                   | 19.72  | 3.55   | 自有及自筹资金                  |
| 江苏睿捷动力汽车锂电池铝塑膜产业化项目    | 16.00  | 6.03   | ①自有及自筹资金；②2021年度非公开发募集资金 |
| 湖北恩捷动力汽车锂电池隔膜产业化项目     | 19.00  | 13.66  | 自有及自筹资金                  |
| 江苏三合固态电解质图层层膜一期项目      | 6.50   | 1.94   | 自有资金                     |
| 合计                     | 211.80 | 138.49 | -                        |

注：根据恩捷股份所提供数据整理、计算。

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。在客户认证通过后，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 LGES、三星、松下等知名海外锂电池生产企业均建立了合作关系，2023 年公司前五大客户销售金额合计占比为 53.29%，较上年下降 6.90 个百分点，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，2021-2023 年应收账款周转速度分别为 2.37、2.30 和 1.81 次/年，2023 年公司营业收入同比下降，且下半年实现销售额较多，年末尚未回款，导致应收账款较上年末增长 2.44%，应收账款周转率明显降低，2024 年 3 月末应收账款规模较上年末下降。

## B. BOPP 薄膜

该公司 BOPP 薄膜业务主要由云南红塔塑胶有限公司（简称“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。2023 年，公司 BOPP 薄膜收入为 6.82 亿元，同比增长 11.44%；毛利率为 13.78%，同比下降 4.27 个百分点。由于 2023 年以来膜产品市场竞争加剧，公司降低销售单价以促进销售，收入增长而毛利率降低。

该公司 BOPP 薄膜业务生产基地位于云南玉溪和成都，拥有 4 条生产线，烟膜和平膜均可生产。跟踪期内，红塔塑胶 BOPP 薄膜改扩建项目已建设完成，红塔塑胶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 10 万吨功能性薄膜的生产能力，较 2022 年提升 3 万吨产能。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，总投资额 3.60 亿元。2023 年产能利用率为 70.40%。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。采购结算账期一般在 1 个月内，多采用现金结算。2023 年以来平均采购单价较上年小幅下降。

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 1-3 个月，结算方式为银行电汇和银行承兑汇票。

### C. 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 2023 年末，公司持有红创包装 60.90% 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、APP 纸业等，账期一般在 1-3 个月，采用银行电汇或银行承兑汇票结算。2023 年纸张价格下降 5.81%，PET 膜价格均下降 16.79%。

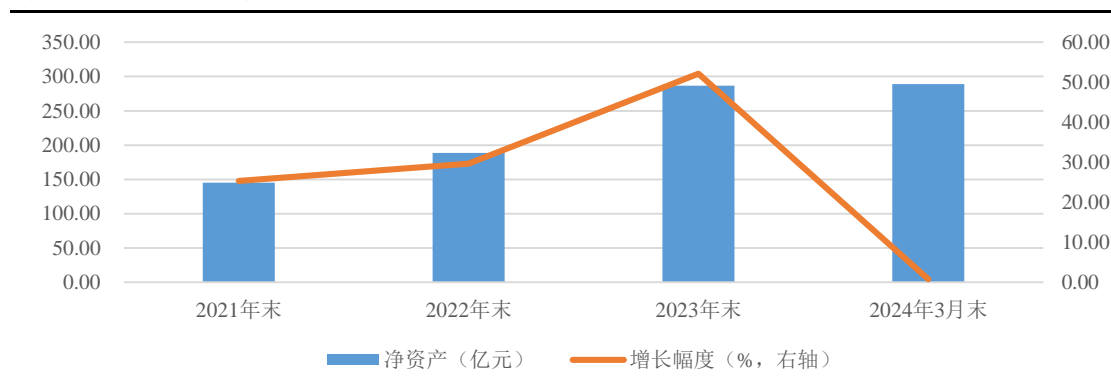
该公司烟标生产基地位于云南玉溪，截至 2023 年末，拥有 2 条生产线，年产能 50 万大箱，近年来产能保持稳定。烟标产品与烟膜的销售模式及销售渠道类似，通过大型卷烟企业招投标获取订单。2023 年以来，公司持续缩减烟标业务，当年收入仅为 0.39 亿元，且没有新增产量。

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进行定制化生产，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，2023 年，公司无菌包装收入为 7.78 亿，同比增长 25.47%，一方面由于市场需求自 2022 年恢复，一方面由于质量的提升和售后服务的加强，无菌包装业务对大型乳企客户的销售量增加；毛利率为 17.46%，同比增长 2.09 个百分点主要由于产量上升，固定成本摊薄以及原材料采购成本下降。

特种纸方面，2023 年末该公司特种纸产能为 1.6 万吨/年。2023 年控烟政策等影响，特种纸产销量同比减少，2023 年及 2024 年第一季度特种纸收入分别为 1.47 亿元和 0.29 亿元，同比分别减少 23.56% 和增加 8.83%；毛利率分别为 23.99% 和 16.75%，同比分别增长 7.62 个百分点和下降 10.06 个百分点。

## ② 竞争地位

图表 6. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



注：根据恩捷股份所提供数据整理、绘制。

研发方面，该公司研发范围覆盖了隔膜和涂布生产设备、隔膜制备工艺以及原辅料的改进、涂布工艺、浆料配方、回收及节能技术，以及前瞻性技术储备项目的研发。同时，公司锂电池隔膜研发团队不仅可为下游客户定制开发多种新产品，还与下游客户联合开发产品，以满足客户多样化需求。公司在锂电池隔膜业务领域的现行有效专利共有 407 项，其中包含国际专利 34 项；另有 258 项专利正在申请中，其中含国际专利申请 102 项。2022-2023 年，公司研发投入分别为 7.24 亿元和 7.27 亿元，占营业收入比重分别为 5.75% 和 6.04%。

规模方面，2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司净资产分别为 145.37 亿元、188.54 亿元、286.82 亿元和

288.95 亿元，随着经营积累以及非公开发行股票，资本实力持续增强。2021-2023 年，公司 EBITDA 分别为 42.42 亿元、61.22 亿元和 48.83 亿元。公司在锂电池隔膜行业中的竞争优势较强。根据 EVTank 数据，在全国范围内，近年来上海恩捷的锂电池隔膜出货量始终位列第一。

成本控制方面，该公司大规模集中采购使公司原材料成本低于同行业其他企业。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，聚乙烯主要向国际大型供应商采购。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，2023 年上海恩捷前五大供应商采购额占比为 28.54%，与 2022 年占比基本持平。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，2023 年公司聚乙烯和二氯甲烷价格市场需求减少，公司的采购单价降低；同年国内汽油价格上行，需求预期相对乐观，叠加炼厂库存较低，白油的采购单价上升。

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，规模化订单可使公司通过合理排产有效降低生产时的停机转产次数，有效减少因停机转产而产生的成本耗费，并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，该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。综合看，在线涂布成本较离线涂布下降 15%-20%。

客户资源方面，该公司目前已进入全球绝大多数主流锂电池生产企业的供应链体系，包括海外锂电池生产巨头：松下、三星、LGES，海外某大型车企，以及宁德时代、亿纬锂能、中创新航、比亚迪、国轩、孚能、力神等国内主流锂电池企业。2023 年以来，公司与大型车企、锂电池企业等签订多项销售合同，对公司后续订单量提供了一定支撑：

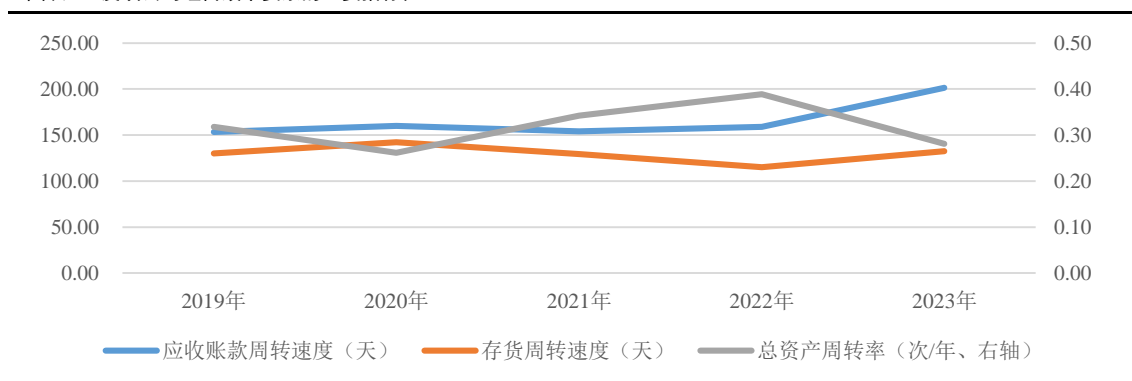
（1）2023 年 2 月，上海恩捷与宁德时代签订 2023 年度《保供协议》，上海恩捷向宁德时代集团（包含宁德时代及其关联公司）供应协议约定数量的锂电池湿法隔膜，具体以签发的订单为准。双方承诺在上海恩捷产品符合双方确认的前提下，按照协议约定数量执行 2023 年度上海恩捷对宁德时代集团的产品生产和交付使用，宁德时代集团将按照协议约定数量向上海恩捷完成采购。

（2）2023 年 5 月 24 日，上海恩捷下属珠海恩捷新材料科技有限公司（简称“珠海恩捷”）成为 PPES 的锂电池隔膜供应商。根据规划，公司预测珠海恩捷 2024-2028 年拟向 PPES 供应不含税总金额约为 25.90 亿元的锂电池隔膜产品，产品的实际供货价格、供货数量以客户后续正式供货协议或签发的订单为准。

（3）2023 年 8 月 29 日，上海恩捷与全球某知名大型锂电池生产商签订《产能锁定协议》，为保障其海外项目正常生产，上海恩捷的匈牙利工厂 2025-2033 年向其供应不少于 9.6 亿平方米的锂电池隔膜材料，以采购订单约定为准。

### ③ 经营效率

图表 7. 反映公司经营效率要素的主要指标值



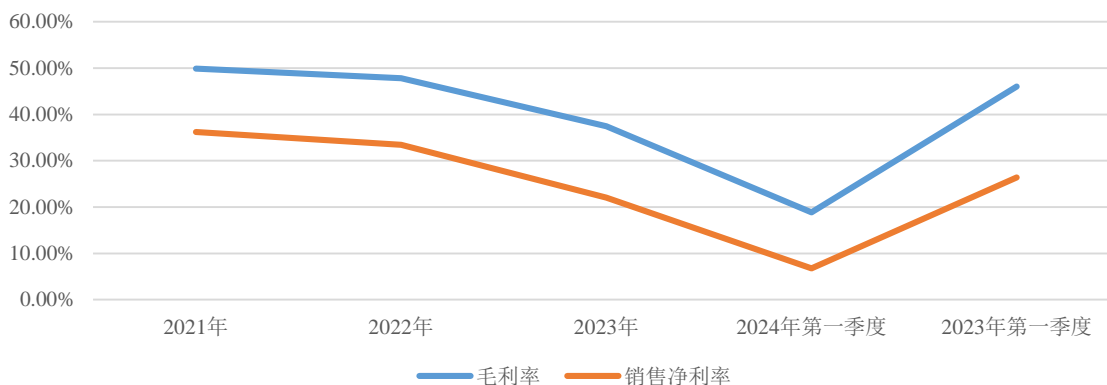
资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理、绘制。

<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。

2021-2023 年，该公司存货周转率分别为 2.82 次/年、3.17 次/年和 2.76 次/年，应收账款周转率分别为 2.37 次/年、2.30 次/年和 1.81 次/年，总资产周转率分别为 0.34 次/年、0.39 次/年和 0.28 次/年。存货方面，2023 年公司产能较集中释放，年末库存商品升至 21.43 亿元，较上年末增长 44.25%，导致存货周转速度下降。应收收款方面，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，随着锂电池隔膜产能的持续扩张和竞争加剧，近年来公司应收账款规模持续增长，2023 年公司营业收入同比略有下降，且回款压力加大，年末应收账款增长较多，应收账款周转率下降。2023 年随着在建项目的持续投入，资产规模增长，但产能尚未完全释放，且价格竞争导致收入略降，总资产周转率同比下降。

#### ④ 盈利能力

图表 8. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理、绘制。

2023 年及 2024 年第一季度，该公司毛利率分别为 37.43%和 18.87%，同比分别下降 10.40 个百分点和 27.16 个百分点。跟踪期内隔膜产品产能集中释放，加之价格竞争因素，导致毛利率下降显著。

图表 9. 公司业务毛利率构成及变化情况 (%)

| 公司营业利润结构               | 2021 年度     | 2022 年度     | 2023 年度     | 2024 年<br>第一季度 | 2023 年<br>第一季度 |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|
| 营业收入合计 (亿元)            | 79.82       | 125.91      | 120.42      | 23.28          | 25.68          |
| 毛利 (亿元)                | 39.80       | 60.23       | 45.07       | 4.39           | 11.82          |
| 期间费用率 (%)              | 10.68       | 10.59       | 11.95       | 14.99          | 16.49          |
| 其中：财务费用率 (%)           | 1.92        | 1.68        | 1.98        | 1.97           | 3.99           |
| <b>全年利息支出总额 (亿元)</b>   | <b>2.42</b> | <b>3.31</b> | <b>4.42</b> | -              | -              |
| <b>其中：资本化利息数额 (亿元)</b> | <b>0.20</b> | <b>0.44</b> | <b>0.65</b> | -              | -              |

注：根据恩捷股份所提供数据整理、计算。

期间费用方面，2023 及 2024 年第一季度该公司期间费用率分别为 11.95%和 14.99%，同比分别增加 1.36 个百分点和下降 1.50 个百分点。公司期间费用主要为管理费用、研发费用和财务费用，销售费用规模较小。其中，管理费用分别为 3.83 亿元和 1.32 亿元，同比分别增长 18.60%和 35.83%，系业务发展致使费用增加所致；财务费用分别为 2.39 亿元和 0.46 亿元，同比分别增长 12.81%和下降 55.33%，2023 年增长主要由于当年利息费用增加，而随着公司银行借款的减少，2024 年一季度利息费用下降；研发费用分别为 7.27 亿元和 1.53 亿元，主要包括研发材料支出和研发人员职工薪酬。

图表 10. 影响公司盈利的其他因素分析 (单位：万元)

| 影响公司盈利的其他关键因素 | 2021 年度   | 2022 年    | 2023 年    | 2024 年<br>第一季度 | 2023 年<br>第一季度 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|----------------|----------------|
| 投资净收益         | 2,710.94  | 2,273.15  | 1,678.41  | 558.45         | -613.23        |
| 营业外收支净额及其他收益  | 13,678.40 | 15,215.96 | 20,623.59 | 9,359.33       | 3,176.56       |

| 影响公司盈利的其他关键因素 | 2021年度 | 2022年  | 2023年 | 2024年<br>第一季度 | 2023年<br>第一季度 |
|---------------|--------|--------|-------|---------------|---------------|
| 公允价值变动损益      | 13.72  | 975.57 | -     | -             | -             |

注：根据恩捷股份所提供数据整理、计算。

该公司投资收益和公允价值变动损益规模较小，2023年及2024年第一季度，投资收益分别为0.17亿元和0.06亿元，主要为理财产品收益。政府补助对整体盈利形成一定补充，同期营业外收入和其他收益合计分别为2.12亿元和0.95亿元。同期公司资产减值损失分别为1.86亿元和0.07亿元，2023年资产减值损失规模较大主要系销售价格的波动导致存货可变现净值下降所致。

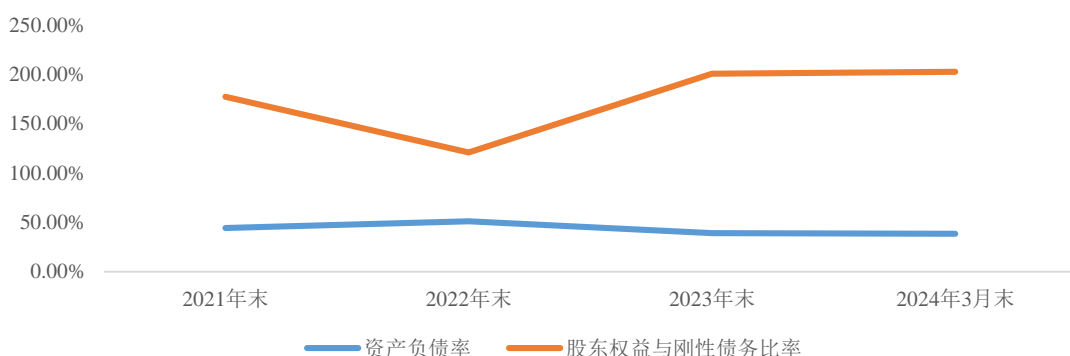
整体而言，随着锂电池隔膜毛利率下降，该公司净利润规模减少，2023年及2024年第一季度公司净利润分别为26.50亿元和1.57亿元，同比分别下降37.08%和76.82%；销售净利率分别为22.01%和6.75%，同比分别下降11.44个百分点和19.65个百分点。

### 3. 财务

2023年以来，该公司非公开发行A股股票，资本实力增强，并减少了银行借款，资产负债率下降，目前融资成本较低。公司下游客户集中于头部企业，经营占款压力较大，跟踪期内经营周期有所延长。

#### (1) 财务杠杆

图表 11. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据恩捷股份所提供的数据整理、绘制。

随着该公司银行借款减少，跟踪期内负债规模小幅下降，2023年末及2024年3月末，公司负债总额分别为185.19亿元和181.76亿元，较上年末分别下降6.32%和1.85%。2023年，公司完成了2021年非公开发行A股股票的工作，并减少了银行借款，年末资产负债率为39.23%，较上年末下降11.95个百分点。整体而言，跟踪期内公司负债规模减小，资本实力增强，债务压力下降。

#### ① 资产

图表 12. 公司核心资产状况及其变动

| 主要数据及指标           | 2021年末 | 2022年末 | 2023年末 | 2024年3月末 |
|-------------------|--------|--------|--------|----------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 94.63  | 149.67 | 162.92 | 155.00   |
|                   | 36.22  | 38.75  | 34.52  | 32.93    |
| 其中：货币资金（亿元）       | 18.33  | 39.54  | 38.36  | 39.06    |
| 应收账款（亿元）          | 44.05  | 65.60  | 67.20  | 58.42    |
| 存货（亿元）            | 16.81  | 24.63  | 30.01  | 33.84    |
|                   | 166.60 | 236.55 | 309.09 | 315.72   |

| 主要数据及指标                 | 2021 年末      | 2022 年末      | 2023 年末      | 2024 年 3 月末  |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%）      | 63.78        | 61.25        | 65.48        | 67.07        |
| 其中：固定资产（亿元）             | 108.78       | 143.07       | 193.80       | 196.54       |
| 在建工程（亿元）                | 17.53        | 35.85        | 62.07        | 65.29        |
| 无形资产（亿元）                | 5.61         | 10.54        | 11.19        | 11.43        |
| 商誉（亿元）                  | 5.20         | 5.20         | 5.20         | 5.20         |
| 其他非流动资产（亿元）             | 25.69        | 37.45        | 31.46        | 30.42        |
| <b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b> | <b>37.43</b> | <b>24.47</b> | <b>27.67</b> | <b>21.22</b> |
| <b>受限资产账面价值/总资产（%）</b>  | <b>14.33</b> | <b>6.34</b>  | <b>5.86</b>  | <b>4.51</b>  |

注：根据恩捷股份所提供数据整理、计算。

2023 年末，该公司资产总额为 472.01 亿元，较上年末增长 22.21%。其中，流动资产为 162.92 亿元，较上年末增长 8.85%，主要由货币资金、应收账款和存货等构成。年末，货币资金为 38.36 亿元，较上年末变化不大，其中受限货币资金为 10.46 亿元，主要用作保证金。应收账款 67.20 亿元，较上年末增长 2.44%。公司应收账款账龄一年内占比 89.24%；累计计提坏账准备 1.46 亿元，其中按账龄计提 0.43 亿元，因预计无法回收而按单项全额计提 1.03 亿元；应收账款前五大客户占比为 42.67%。存货为 30.01 亿元，较上年末增长 21.80%，主要因公司提前备货以扩大销售所致，主要包含库存商品 21.43 亿元和原材料 5.37 亿元。应收款项融资 4.08 亿元，较上年末减少 41.01%，均为银行承兑汇票。其他流动资产 7.46 亿元，较上年末增加 4.24 亿元，主要系待抵扣进项税和定期存款增加，其中定期存款用于质押取得银行借款及银行承兑汇票。2024 年 3 月末，公司流动资产为 155.00 亿元，较上年末下降 4.86%。其中，应收账款为 58.42 亿元，较上年末下降 13.06%；存货为 33.84 亿元，较上年末增长 12.77%。

2023 年末，该公司非流动资产为 309.09 亿元，较上年末增长 30.66%，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 193.80 亿元，较上年末增长 35.46%，主要由于多条在建生产线转为固定资产。在建工程 62.07 亿元，较上年末增长 73.17%，主要为锂电池隔膜产能建设项目及铝塑膜项目等，年末账面余额较大且当年账面余额增长较多的项目主要包括匈牙利工厂、江苏恩捷锂电池隔膜项目、江西恩博干法隔膜建设项目和湖北恩捷锂电池隔膜产业化项目。无形资产 11.19 亿元，较上年末增长 6.20%，以土地使用权为主。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，2023 年苏州捷力营业收入下降，净利润增长<sup>4</sup>，需关注后续业绩变化和减值风险。其他非流动资产 31.46 亿元，较上年末减少 15.99%，主要包括 18.30 亿元预付工程设备款、11.22 亿元预付房屋及土地款和 1.61 亿元定期存款。当年其他权益工具投资 0.89 亿元，为对苏州捷胜科技有限公司的投资，计划长期持有。2024 年 3 月末，公司非流动资产为 315.72 亿元，较上年末变动不大。

2024 年 3 月末，该公司受限资产为 21.22 亿元，占总资产比例为 4.51%，主要用于抵质押借款及保证金。

图表 13. 2024 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

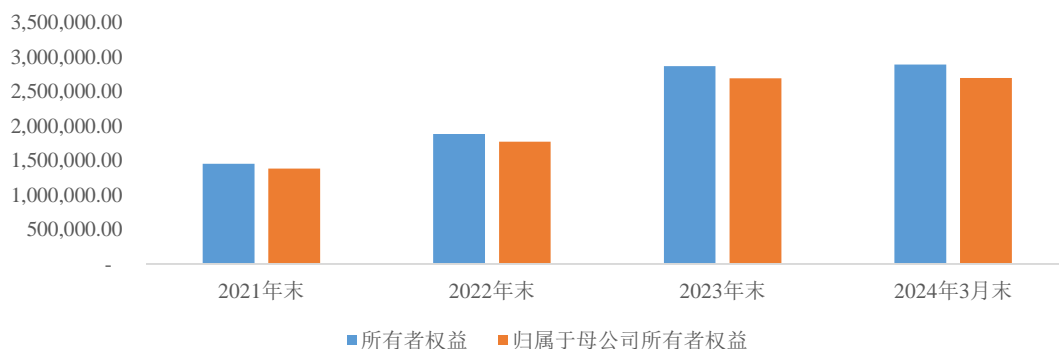
| 主要数据及指标     | 账面余额  | 账面价值  | 受限原因             |
|-------------|-------|-------|------------------|
| 货币资金        | 7.61  | 7.61  | 银行承兑汇票保证金、信用证保证金 |
| 应收票据        | 1.48  | 1.48  | 贴现外部单位开出票据       |
| 固定资产        | 5.52  | 5.12  | 抵押借款             |
| 在建工程        | 0.92  | 0.92  | 抵押借款             |
| 无形资产        | 3.04  | 2.87  | 抵押借款             |
| 其他非流动资产     | 1.58  | 1.58  | 质押开票、大额存单质押、开信用证 |
| 一年内到期的非流动资产 | 1.63  | 1.63  | 质押开票、大额存单质押、开信用证 |
| 合计          | 21.78 | 21.22 | -                |

注：根据恩捷股份所提供数据整理、计算。

<sup>4</sup> 2023 年营业收入为 9.86 亿元，同比下降 3.58%；净利润为 2.78 亿元，同比增长 6.23%。

## ② 所有者权益

图表 14. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：万元）



注：根据恩捷股份所提供的数据整理、绘制。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 286.82 亿元和 269.74 亿元，分别较上年末增长 52.12% 和 0.74%。2023 年，公司向特定投资者发行人民币普通股 0.85 亿股，发行价格为 87.80 元/股，募集资金总额为 75.00 亿元，净额为 74.54 亿元，部分置换预先投入募投项目的自筹资金，资本实力增强。2023 年末，公司股本为 9.78 亿元，较上年末增长 9.56%；资本公积 150.71 亿元，较上年末增长 96.10%。同年末库存股 6.07 亿元，较上年末增加 5.06 亿元，主要由于实行股权激励回购所致。2023 年公司现金分红 15.00 亿元（含税），现金分红总额占利润分配总额的比例达到 73.17%。

## ③ 负债

图表 15. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

| 主要数据及指标   | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年末 | 2024 年 3 月末 |
|-----------|---------|---------|---------|-------------|
| 刚性债务      | 81.97   | 155.85  | 143.03  | 142.71      |
| 其中：短期刚性债务 | 49.81   | 109.80  | 91.82   | 90.07       |
| 中长期刚性债务   | 32.16   | 46.05   | 51.21   | 52.64       |
| 应付账款      | 6.51    | 17.21   | 16.08   | 14.48       |
| 其他应付款     | 0.60    | 2.00    | 1.50    | 0.97        |

注：根据恩捷股份所提供数据整理、计算。

从债务期限结构来看，跟踪期内该公司债务以流动负债为主，2023 年末及 2024 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 60.62% 和 64.59%。

2023 年末，该公司流动负债为 115.30 亿元，较上年末减少 14.97%，主要由短期刚性债务和应付账款构成。年末短期刚性债务为 91.82 亿元，较上年末减少 16.38%，主要包括短期借款 72.91 亿元、应付票据 8.03 亿元和一年内到期的长期借款 10.88 元。公司应付账款 16.08 亿元，较上年末减少 6.53%，主要为锂电池隔膜业务相关原材料和设备的采购款。其他应付款 1.50 亿元，较上年末减少 25.17%，主要因限制性股票回购义务减少所致。其他流动负债 1.90 亿元，较上年末减少 31.04%，主要因背书未终止确认银行承兑汇票减少所致。

2023 年末，该公司非流动负债为 69.89 亿元，较上年末增长 12.56%，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 51.21 亿元，包括 46.85 亿元长期借款和 4.36 亿元应付债券，长期借款较上年末增长 12.11%，主要为上海恩捷及下属子公司借款用于项目建设所致。递延收益 9.95 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 5.64 亿元，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。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 143.03 亿元和 142.71 亿元，分别较上年末减少 8.23% 和 0.22%，2023 年公司非公开发行普通股缓解资金需求，向银行借款减少，刚性债务规模下降。刚性债务构成主要包括银行借款、应付债券、应付票据等，以银行借款为主。2023 年末银行借款共 130.55 亿元（未包含利息），其中质押借款、保证借款、信用借款和抵押借款占比分别为 9.81%、77.94%、3.12% 和 9.13%。



融资成本方面，该公司银行借款的融资成本较低，截至2024年3月末，短期借款利率主要集中在2.10%-3.50%，长期借款利率主要集中在2.75%-3.30%。2023年末公司综合融资成本为3.03%。

## (2) 偿债能力

### ① 现金流量

图表 16. 公司现金流量状况

| 主要数据及指标                            | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年度 | 2024 年<br>第一季度 | 2023 年<br>第一季度 |
|------------------------------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元）                  | 14.19   | 5.04    | 26.67   | 4.56           | 7.26           |
| 其中：业务现金收支净额（亿元）                    | 13.47   | 5.37    | 27.46   | 8.78           | 7.81           |
| 投资环节产生的现金流量净额（亿元）                  | -37.15  | -56.86  | -79.90  | -6.25          | -20.40         |
| 其中：购建固定资产、无形资产及其他<br>长期资产支付的现金（亿元） | 39.96   | 52.58   | 78.24   | 6.86           | 21.33          |
| 筹资环节产生的现金流量净额（亿元）                  | 16.13   | 67.79   | 51.37   | 5.22           | -0.90          |
| 其中：现金利息支出（亿元）                      | 2.37    | 3.26    | 3.45    | 0.89           | 1.08           |

注：根据恩捷股份所提供数据整理、计算。

2023 年，该公司经营活动产生的现金流量净额为 26.67 亿元，同比增加 21.64 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 104.46 亿元，同比增长 25.73%，主要由于前期收到的票据于当年完成贴现所致；2023 年收到其他与经营活动有关的现金为 4.59 亿元，主要为补贴收入。2024 年第一季度，公司经营环节产生的现金流量净额为 4.56 亿元，同比减少 37.22%，主要系公司开具较多银行承兑汇票以支付保证金，导致支付其他与经营活动有关的现金同比增加所致。

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，而 2024 年第一季度随着在建项目的逐步建成以及新项目的投资放缓，净流出规模有所收缩。2023 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 78.24 亿元，同比增长 48.80%；投资支付的现金 3.00 亿元，主要为定期存单及大额存单。此外，支付其他与投资活动有关的现金 0.41 亿元，为信用证和票据保证金。2023 年投资活动产生的现金流量净额为-79.90 亿元。2024 年第一季度，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少，投资活动现金流净额为-6.25 亿元，净流出规模较上年同期缩减 14.15 亿元。

该公司主要通过银行借款、发行债券、发行股票等方式筹资。2023 年公司完成 2021 年度非公开发行 A 股股票事项，获得募投项目募集资金，当期吸收投资收到的现金为 80.36 亿元，同比增加 76.64 亿元。由于股票募集资金缓解了日常经营活动资金需求，公司当年新增借款同比减少 11.48 亿元，偿还债务支付现金同比增长 69.56 亿元，致使筹资活动现金流净额同比减少 24.22%，为 51.37 亿元。2024 年第一季度，公司筹资活动现金流净额为 5.22 亿元，同比增加 6.12 亿元，主要由于偿还债务支付的现金减少所致。

### ② 偿债能力

图表 17. 公司偿债能力指标值

| 主要数据及指标          | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年度 |
|------------------|---------|---------|---------|
| EBITDA（亿元）       | 42.42   | 61.22   | 48.84   |
| EBITDA/全部利息支出（倍） | 17.56   | 18.49   | 11.31   |
| EBITDA/刚性债务（倍）   | 0.58    | 0.51    | 0.33    |

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理、计算。

2023 年，该公司 EBITDA 为 48.83 亿元，同比减少 12.39 亿元，主要由于毛利下降以及期间费用增长，致使利润总额减少。公司 EBITDA 对债务及利息的保障程度均有所下降，2023 年 EBITDA 对刚性债务的覆盖度为 0.33 倍，对利息支出的覆盖度为 11.05 倍。

## 4. 调整因素

### (1) 流动性/短期因素

图表 18. 公司资产流动性指标值

| 主要数据及指标  | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年末 | 2024 年 3 月末 |
|----------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率 (%) | 136.47  | 110.38  | 141.30  | 140.36      |
| 现金比率 (%) | 35.49   | 37.10   | 41.33   | 41.49       |

资料来源：根据恩捷股份所提供数据整理、计算。

2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司流动比率分别为 141.30% 和 140.36%，现金比率分别为 41.33% 和 41.49%。2023 年，公司短期银行借款大幅下降，流动负债相应减少，导致流动性指标较 2022 年提升。此外考虑存在一定受限资产，实际流动性弱于指标所显示。

截至 2024 年 3 月末，该公司共获得授信 401.15 亿元，其中已使用授信 139.40 亿元，未使用授信 261.75 亿元。

### (2) ESG 因素

跟踪期内该公司完成了第五届董事会和监事会的换届选举，卢建凯、唐长江和郑海英 3 名原独立董事任期满离任，不再担任公司独立董事及董事会专门委员会相关职务，也不在公司担任任何职务，李哲、潘思名和张菁被选举为新任独立董事；原监事陈涛任期满离任，但仍担任云南红创副总经理；李兵被选举为新任监事。此外，原董事 Yan Ma 和 Alex Cheng 因个人原因辞去董事职务，翟俊和向明担任新任董事，Yan Ma 辞职后不再担任公司任何职务。信息披露方面，跟踪期内公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错。社会责任方面，跟踪期内公司未发生重大安全生产事故。环境方面，跟踪期内公司未出现因环境问题受到重大行政处罚的情况。

### (3) 表外事项

截至 2024 年 3 月末，该公司无对外担保。未决诉讼方面，2023 年 8 月，上海恩捷对河北金力新能源科技股份有限公司（简称“金力股份”）提起诉讼，诉金力股份侵害公司 ZL201380061102.8 号、ZL201810710744.0 号发明专利权，并申请经济赔偿共 2.10 亿元，已于 2024 年 4 月开庭，截至评级报告出具日，判决结果未出。上海恩捷及其子公司珠海恩捷于 2023 年 12 月 15 日收到广州知识产权法院送达的《传票》【案号为（2023）粤 73 知民初 2419、3054 号】及《民事起诉状》等法律文书，河北金力新能源科技股份有限公司（以下简称“金力股份”）对上海恩捷和珠海恩捷提起诉讼。在起诉状中，金力股份称上海恩捷和珠海恩捷侵犯其专利权，并申请经济赔偿共计 1.49 亿元。截止评级报告出具日，本次诉讼案件尚未开庭审理，最终的判决结果尚不确定。

### (4) 其他因素

关联交易方面，2023 年，该公司关联购销主要为向联营企业昆莎斯采购添加剂 0.30 亿元及销售原料 0.08 亿元；向参股公司珠海辰玉新材料科技有限公司采购材料 1.13 亿元和销售包装材料 0.01 亿元；向参股公司苏州捷胜科技有限公司及其下属公司采购设备及备件 2.72 亿元。2023 年末，公司应付昆莎斯、苏州富强科技有限公司、苏州捷胜科技有限公司和珠海辰玉新材料科技有限公司的应付账款分别为 0.08 亿元、0.32 亿元、0.11 亿元和 0.27 亿元；应收常熟市巨兴机械有限公司、珠海辰玉新材料科技有限公司和苏州富强加能精机有限公司的款项分别为 1.56 亿元、0.01 亿元和 0.44 亿元。其他关联交易主要包括：公司在中国工商银行<sup>5</sup>贷款（包括申请综合授信、承兑汇票、信用证、保函等）23.58 亿元，存款（包括活期存款、定期存款、通知存款等）1.26 亿元；公司在中国工商银行进行的合并报表范围内的公司之间相互提供担保 49.87 亿元。

根据该公司提供的 2024 年 5 月 6 日的《企业信用报告》，公司本部无债务违约记录。

<sup>5</sup> 公司独立董事配偶担任中国工商银行非执行董事。

## 5. 同业比较分析

新世纪评级选取了深圳市星源材质科技股份有限公司（简称“星源材质”）作为该公司锂电池隔膜行业的同业比较对象，公司之间具有可比性。业务方面，二者是国内隔膜行业的龙头企业，其中公司产品以湿法隔膜为主，星源材质干法及湿法隔膜并重；公司业务规模在行业内领先，营业收入和利润规模显著超过同行业公司。从 2023 年数据看，星源材质毛利率较高，公司经营效率较高。财务方面，公司资产负债率在非公开发行后有所下降，财务杠杆水平更低。

## 债项信用跟踪分析

### 1. 债项主要条款跟踪分析

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，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。到期赎回价为 110 元/张（含最后一期利息）；（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。当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$ 。IA：指当期应计利息；B：指本次可转债持有人持有的将赎回的本次可转债票面总金额；i：指本次可转债当年票面利率；t：指计息天数，首个付息日前，指从计息起始日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）；首个付息日后，指从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。本次可转债的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，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，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。

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

### 2. 偿债保障措施跟踪分析

该公司 2024 年 3 月末货币资金为 39.06 亿元，其中未受限货币资金为 31.45 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 50.87%。2021-2023 年公司 EBITDA/利息支出分别为 17.56 倍、18.49 倍和 11.31 倍，对债务利息的保障能力较强；EBITDA/刚性债务分别为 0.58 倍、0.51 倍和 0.33 倍，2023 年 EBITDA 对刚性债务的保障能力下降。

## 跟踪评级结论

综上，本评级机构评定恩捷股份主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，恩捷转债信用等级为 AA。

附录一：

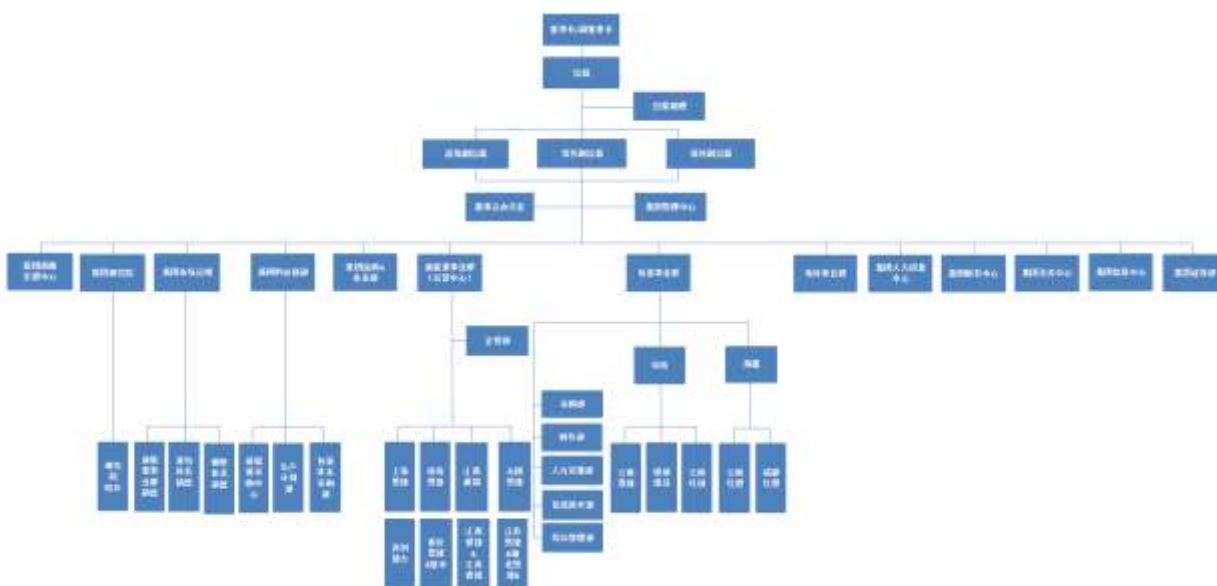
### 公司与实际控制人关系图



注：根据恩捷股份提供的资料整理绘制（截至 2024 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整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

## 相关实体主要数据概览

| 基本情况          |      |       |            |           | 2023年（末）主要财务数据（亿元） |        |        |       |           | 备注    |
|---------------|------|-------|------------|-----------|--------------------|--------|--------|-------|-----------|-------|
| 全称            | 简称   | 与公司关系 | 母公司持股比例（%） | 主营业务      | 刚性债务余额             | 所有者权益  | 营业收入   | 净利润   | 经营环节现金净流量 |       |
| 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    | 4.95               | 195.69 | 0.63   | 20.74 | -0.89     | 母公司口径 |
| 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 | 131.44             | 123.19 | 103.78 | 23.07 | 23.85     | 合并口径  |

注：根据恩捷股份 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

## 同类企业比较表

核心业务一：锂电池隔膜行业 归属行业：通用

| 企业名称（全称）        | 最新主体<br>信用等级/展望    | 2023 年度经营数据  |             |              |               | 2023 年末财务数据/指标         |              |                |                          |                    |
|-----------------|--------------------|--------------|-------------|--------------|---------------|------------------------|--------------|----------------|--------------------------|--------------------|
|                 |                    | 营业收入<br>（亿元） | 净资产<br>（亿元） | 销售毛利率<br>（%） | 总资产周转率<br>（%） | 权益资本与刚性债<br>务比率<br>（%） | 资产负债率<br>（%） | EBITDA<br>（亿元） | EBITDA/全部利息<br>支出<br>（倍） | EBITDA/刚性债务<br>（倍） |
| 深圳市星源材质科技股份有限公司 | AA/稳定 <sup>6</sup> | 30.13        | 99.59       | 44.42        | 0.19          | 175.87                 | 44.51        | 12.38          | 17.82                    | 0.27               |
| 发行人             | AA/稳定              | 120.42       | 286.82      | 37.43        | 0.28          | 200.53                 | 39.23        | 48.83          | 11.31                    | 0.33               |

注：星源材质为上市公司，曾为公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

<sup>6</sup> 评级时间为 2021 年 6 月 23 日。

## 附录五：

## 发行人主要财务数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径]      | 2021年/末 | 2022年/末 | 2023年/末 | 2024年<br>第一季度/末 |
|----------------------|---------|---------|---------|-----------------|
| 资产总额 [亿元]            | 261.22  | 386.23  | 472.01  | 470.71          |
| 货币资金 [亿元]            | 18.33   | 39.54   | 38.36   | 39.06           |
| 刚性债务[亿元]             | 81.97   | 155.85  | 143.03  | 142.71          |
| 所有者权益 [亿元]           | 145.37  | 188.54  | 286.82  | 288.95          |
| 营业收入[亿元]             | 79.82   | 125.91  | 120.42  | 23.28           |
| 净利润 [亿元]             | 28.87   | 42.12   | 26.50   | 1.57            |
| EBITDA[亿元]           | 42.42   | 61.22   | 48.84   | —               |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 14.19   | 5.04    | 26.67   | 4.56            |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -37.15  | -56.86  | -79.90  | -6.25           |
| 资产负债率[%]             | 44.35   | 51.18   | 39.23   | 38.61           |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 177.34  | 120.98  | 200.53  | 202.47          |
| 流动比率[%]              | 136.47  | 110.38  | 141.30  | 140.36          |
| 现金比率[%]              | 35.49   | 37.10   | 41.33   | 41.49           |
| 利息保障倍数[倍]            | 14.24   | 15.26   | 7.88    | —               |
| 担保比率[%]              | —       | —       | —       | —               |
| 营业周期[天]              | 283.39  | 274.10  | 333.59  | —               |
| 毛利率[%]               | 49.86   | 47.83   | 37.43   | 18.87           |
| 营业利润率[%]             | 40.30   | 37.88   | 25.16   | 6.95            |
| 总资产报酬率[%]            | 14.74   | 15.61   | 7.93    | —               |
| 净资产收益率[%]            | 22.09   | 25.23   | 11.15   | —               |
| 净资产收益率*[%]           | 21.80   | 25.35   | 11.32   | —               |
| 营业收入现金率[%]           | 77.58   | 65.99   | 86.75   | 132.76          |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 25.28   | 4.91    | 21.26   | —               |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -22.34  | -33.06  | -27.80  | —               |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 17.56   | 18.49   | 11.31   | —               |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.58    | 0.51    | 0.33    | —               |

注：表中数据依据恩捷股份经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据财务数据整理、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]                                      |

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录六：

## 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 级、CCC 级及以下等级外，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。



附录七：

## 发行人历史评级

| 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 | 黄梦蛟、贾飞宇 | 新世纪评级方法总论（2012）<br>工商企业评级方法概论（2014）<br>通用版评级模型（参见注册文件）              | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 前次评级   | 2023年4月28日 | AA/稳定 | 黄梦蛟、王科柯 | 新世纪评级方法总论（2012）<br>工商企业评级方法概论（2014）<br>工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 本次评级   | 2024年6月24日 | AA/稳定 | 黄梦蛟、王婷亚 | 新世纪评级方法总论（2022）<br>工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）                | -                    |
| 跟踪评级 | 历史首次评级 | 2019年7月18日 | AA    | 黄梦蛟、贾飞宇 | 新世纪评级方法总论（2012）<br>工商企业评级方法概论（2014）<br>通用版评级模型（参见注册文件）              | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 前次评级   | 2023年4月28日 | AA    | 黄梦蛟、王科柯 | 新世纪评级方法总论（2012）<br>工商企业评级方法概论（2014）<br>工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 本次评级   | 2024年6月24日 | AA    | 黄梦蛟、王婷亚 | 新世纪评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）                                    | -                    |

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。