



# 万凯新材料股份有限公司2024年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 万凯新材料股份有限公司2024年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
评级日期	2024-07-10

## 债券概况

**发行规模：**不超过 27 亿元（含）

**发行期限：**6 年

**偿还方式：**每年付息一次，到期归还本金和支付最后一年利息，附债券赎回及回售条款

**发行目的：**用于募投项目建设及补充流动资金

## 联系方式

**项目负责人：**顾春霞  
guchx@cspengyuan.com

**项目组成员：**洪烨  
hongy@cspengyuan.com

**评级总监：**

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到万凯新材料股份有限公司（以下简称“万凯新材”或“公司”，股票代码：301216.SZ）作为国内领先的聚酯材料生产销售企业，产能呈东-西分布，与同行业可比公司差异化布局，生产及销售覆盖我国瓶级 PET 消费量增速最快的川渝经济区，依托明显的规模优势、较强的产品供应能力和多元且优质的客户资源，近年公司 PET 产品销售收入总体增长较快，2022 年依托首发上市及自身利润累积，资本实力显著增强。但中证鹏元也关注到，2023 年行业产能集中投放导致产品价格承压，公司盈利空间被大幅压缩，主业盈利能力弱化，公司处于业务快速扩张期，面临较大资本开支压力和产能消化风险，近年债务增长较快且存在一定短期偿债压力，同时面临一定的反倾销政策、汇率波动、安全生产和环保风险等风险因素。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	134.48	127.61	115.85	69.97
归母所有者权益	57.37	57.08	55.93	17.90
总债务	53.15	48.33	41.86	33.03
营业收入	42.48	175.32	193.86	95.87
净利润	0.46	4.36	9.57	4.42
经营活动现金流净额	-1.63	-1.27	8.47	-5.95
净债务/EBITDA	--	3.66	0.59	3.96
EBITDA 利息保障倍数	--	8.90	10.84	7.93
总债务/总资本	48.09%	45.85%	42.80%	64.85%
FFO/净债务	--	19.20%	120.47%	17.59%
EBITDA 利润率	--	5.19%	8.06%	7.95%
总资产回报率	--	5.05%	14.13%	10.41%
速动比率	0.66	0.67	1.05	0.52
现金短期债务比	0.46	0.49	0.94	0.22
销售毛利率	3.81%	4.00%	7.59%	7.38%
资产负债率	57.34%	55.27%	51.72%	74.41%

注：基于未追溯调整的 2021-2022 年财务数据分析，下同。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司具有明显的规模优势，产品供应能力较强，客户多元且优质。**公司系国内领先的聚酯材料生产销售企业，截至2023年末拥有瓶级PET产品设计生产能力300万吨/年，居行业前列。公司产能呈东-西差异化布局，销售覆盖我国瓶级PET消费量增速最快的川渝经济区，市场拓展空间较大。经过多年的积累，公司已与可口可乐、达能、雀巢、娃哈哈、农夫山泉、华润怡宝、金龙鱼、海天、蒙牛、伊利等知名品牌客户建立了长期稳定的合作关系，品牌形象良好、市场知名度较高。
- **近年公司瓶级PET产销两旺，PET产品销售收入总体增长较快。**受益于全球瓶级PET需求稳步增长、公司重庆基地新增产能投放，公司瓶级PET产品产销两旺。2022年叠加原材料价格影响抬升瓶级PET产品均价，公司营业收入同比增长102.22%；2023年行业竞争加剧、产品价格承压背景下公司瓶级PET产品销量进一步增长，实现PET产品销售收入稳中有增，且近年销售回款情况较好。
- **依托首发上市及自身利润累积，资本实力显著增强。**2021-2023年，公司通过股票在创业板首次公开发行并上市净募资29.15亿元和自身利润累积，实现归母所有者权益净增加43.60亿元，资本实力显著提升，2022年财务杠杆率明显下降。

## 关注

- **行业产能集中投放导致产品价格承压，叠加存货减值计提，公司盈利空间大幅压缩。**2023年我国瓶级PET行业产能大幅增长430万吨至1,661万吨，较2022年同比增长34.93%。受国内瓶级PET行业产能集中投放、但市场需求增长不及供给端增速影响，瓶级PET销售均价下滑。2023年公司以价换量使得销售毛利率由上年7.59%下滑至4.00%，2024年1-3月进一步下降至3.81%。2023年及2024年1-3月因计提存货跌价准备等累计发生资产减值损失1.12亿元，净利润分别同比下滑54.41%和77.59%，盈利水平下滑。
- **公司处于业务快速扩张期，面临较大资本开支压力和一定产能消化风险。**截至2023年末，四川达州原材料MEG生产等在建项目待投资规模55.26亿元。近年公司重庆基地产能扩张迅速，但同行业公司亦在密集布局产能建设，2023年以来已有较大新增产能投放，行业竞争加剧，对公司管理能力、产品质量、营销能力等均提出更高要求。
- **债务期限结构短期化，存在一定短期偿债压力。**近年随着项目建设持续投入、原材料采购及日常经营的资金需求增加，公司债务融资规模不断扩大，2021-2023年总债务年均复合增速为20.98%。公司短期债务占总债务比重偏高，近年呈现短期化趋势，现金类资产对短期债务覆盖度不足，期限结构待改善。
- **上游大宗化工原料价格大幅波动或对现金流和利润造成不利影响。**公司瓶级PET产品以PTA和MEG为主的材料成本占产品成本比重超过90%，PTA和MEG作为化工大宗商品，其价格受国际原油变化等因素影响存在波动。尽管公司的定价模式可将原材料价格波动一定程度上传导至下游，但若原材料价格大幅波动，公司成本控制压力加大，将对现金流造成不利影响，公司利润也面临被侵蚀的风险。
- **公司面临一定反倾销政策和汇率波动风险。**近年公司境外销售收入占比超过30%，出口中东、非洲和欧洲等地，出口地较为分散。2017年以来日本、印度、南非等国家和地区对我国聚酯行业实行了反倾销政策，2023年欧盟开启新一轮反倾销调查，增加了我国瓶级PET生产企业的外销成本，或将对公司境外业务造成一定影响。同时，公司外销采用以美元为主的外币计价，需关注汇率波动风险。
- **公司面临一定安全生产和环保风险。**公司部分化工原料和产品属于危险品，若公司出现生产设备异常或员工操作不当等情况，可能会发生安全事故。公司属于环保部门公布的重点排污单位，生产过程中产生的“三废”须严格遵守相关排放标准，近年国家环保政策趋严，若公司未能及时根据最新环保要求更新设备或优化生产工艺以适应国家要求，可能会面临环保处罚。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内领先的聚酯材料生产销售企业，近年持续产能扩张和拓展销售网络，具有规模、客户资源等综合性优势。

### 同业比较（单位：亿元）

指标	2023年/2023年末			2022年/2022年末		
	三房巷	华润材料	公司	三房巷	华润材料	公司
总资产	160.93	104.95	127.61	143.82	104.53	115.85
营业收入	234.79	172.25	175.32	228.37	173.27	193.86
净利润	-2.75	3.79	4.36	8.18	8.22	9.57
销售毛利率	0.18%	4.66%	4.00%	5.72%	7.15%	7.59%
资产负债率	60.87%	31.62%	55.27%	53.08%	33.52%	51.72%
瓶级 PET 产能（万吨/年）	314	210	300	230	210	240

资料来源：上市公司公告、Wind，中证鹏元整理

### 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>aa</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 一、发行主体概况

公司前身为浙江万凯新材料有限公司（以下简称“万凯有限”），由浙江正凯集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“正凯集团”）于2008年3月投资设立，成立之初注册资本5,000.00万元，实际控制人为沈志刚。2018年8月-2020年3月，正凯集团将持有的万凯有限少数股权先后溢价转让给衢州复朴长实投资合伙企业（有限合伙）、海宁凯滨晟世投资合伙企业（有限合伙）、置瀚（上海）投资中心（有限合伙）和贵州茅台建信旅游投资管理中心（有限合伙）等多家投资企业，股权集中度下降。2020年3月，万凯有限整体变更为股份公司，总股本2.55亿元，控股股东正凯集团持股47.39%。

2022年3月29日，公司在深圳证券交易所创业板首发上市，募集资金净额为29.15亿元，其中15.04亿元用于子公司重庆万凯年产120万吨食品级PET高分子新材料项目（二期）、本部多功能绿色环保高分子新材料项目和补充流动资金，超募资金用于增资重庆万凯实施年产120万吨食品级PET高分子新材料项目扩建（三期60万吨）、20,000m<sup>3</sup>乙二醇储罐技改项目和本期债券募投项目“年产120万吨MEG联产10万吨电子级DMC新材料项目（一期）”（以下简称“募投项目”）。截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本均为5.15亿元，控股股东正凯集团直接持股比例为35.13%，实际控制人沈志刚直接和通过正凯集团间接持有公司41.70%的股份，公司前十名股东合计持股比例为57.63%，无股权质押或冻结情况。

**表1 截至2024年3月末公司前十名股东明细（单位：股）**

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例
浙江正凯集团有限公司	境内非国有法人	180,958,992	35.13%
沈志刚	境内自然人	33,863,511	6.57%
御心投资有限公司	境外法人	26,263,068	5.10%
广州复朴道和投资管理有限公司—衢州复朴长实投资合伙企业（有限合伙）	其他	15,447,723	3.00%
宁波长江奇湾股权投资基金管理有限公司—宁波长江奇湾股权投资基金合伙企业（有限合伙）	其他	13,350,283	2.59%
肖海军	境内自然人	7,500,000	1.46%
上海国盛资本管理有限公司—上海国盛产业赋能私募投资基金合伙企业（有限合伙）	其他	6,306,052	1.22%
中咨华盖投资管理（上海）有限公司—海宁市中咨华盖绿色产业投资合伙企业（有限合伙）	其他	4,502,727	0.87%
海宁万鸿投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	4,500,000	0.87%
上海汇瑾股权投资管理有限公司—海宁凯滨晟世投资合伙企业（有限合伙）	其他	4,206,443	0.82%
<b>合计</b>	--	<b>296,898,799</b>	<b>57.63%</b>

资料来源：公司2024年一季度报告，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 正凯集团前身为杭州申达化纤有限公司，成立于1997年10月，主营化纤生产和销售。经历次股权变更，2023年末正凯集团控股股东及实际控制人为沈志刚，持股比例为96.25%。

公司自成立至今专注于聚酯材料瓶级PET的研发、生产和销售，通过投资建厂扩大再生产、取得投资回报的方式实现内生式增长和能级跃迁，PET产能规模由2010年的20万吨/年增至2023年的300万吨/年，目前已成为国内产能规模领先的瓶级PET生产企业。公司主要产品为瓶级PET和大有光PET，通过连续生产和直销模式经营，成立以来主营业务、主要产品和经营模式未发生重大变化。

截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共11家，详见附录四。其中，重庆万凯系公司重要子公司，于2018年10月设立，主要从事聚酯材料制造、加工和销售业务，主营产品为瓶级PET，面向西南地区五省及湖南、湖北市场。2023年重庆万凯实现营业收入93.87亿元，净利润2.47亿元，分别占公司合并口径营业收入和净利润的53.54%和56.72%，近三年主要财务数据详见下表。

**表2 2021-2023年重要子公司重庆万凯主要财务数据（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
总资产	57.42	53.30	32.06
所有者权益	22.17	20.01	7.35
营业收入	93.87	86.00	35.34
净利润	2.47	5.65	2.88

资料来源：重庆万凯2021年审计报告、公司2022-2023年年报，中证鹏元整理

2023年2月，公司以自有资金3.51亿元现金收购关联方浙江正凯投资集团有限公司（以下简称“正凯投资”）<sup>2</sup>持有的四川正达凯新材料有限公司（以下简称“正达凯”）<sup>3</sup>100%股权，工商变更登记于2023年3月3日完成。截至收购完成时尚未实际开展经营活动和形成营业收入，收购事项对公司经营业绩无重大影响。

正达凯定位为公司下属主要从事乙二醇研发、生产和销售业务的子公司，系募投项目实施主体，公司计划将本期债券募集资金以增资方式注入正达凯用于募投项目建设。截至2023年末，正达凯经审计的总资产为20.28亿元，净资产为10.75亿元，2023年实现营业收入552.88万元，净利润-0.13亿元<sup>4</sup>，尚未正式生产经营。

## 二、本期债券概况

<sup>2</sup> 正凯投资于2006年4月由正凯集团和沈月秀共同出资成立，主要经营范围为自有资金投资的资产管理服务等，经股权变更，2023年末控股股东为正凯集团，持股比例为100.00%。

<sup>3</sup> 正达凯由万凯新材的控股股东正凯集团基于四川省达州市在国家西部大开发前沿地域、资源优势和政策补贴，以正凯投资为投资主体，于2021年12月与达州市投资有限公司（以下简称“达州投资”，市管国企）合资成立，持股比例分别为80%和20%。达州投资实缴出资于2022年7月及11月合计到位5,300.00万元，根据正凯投资与达州投资签订的《先进智能产业园项目投资合作协议》，该出资实际为“明股实债”。2023年1月，正凯投资以本金加利息合计5,381.18万元回购达州投资持有的正达凯股份，收购完成后持股比例增至100.00%。截至收购前，正达凯已收到宣汉县财政局2.00亿元基础设施建设补贴，并计入递延收益。根据公司公告，该部分递延收益无需偿还，已于收购评估时计提减值。

<sup>4</sup> 正达凯2023年营业收入来自原材料销售，因处于项目投建初期部分费用无法资本化小幅亏损。

**债券名称：**万凯新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

**发行规模：**不超过27亿元（含）；

**债券期限和利率：**本期债券期限为发行之日起6年，票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还本金和支付最后一年利息，附债券赎回及回售条款；

**转股期限：**自可转换公司债券发行结束之日满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

**初始转股价格及转股价格调整：**初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前1个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权董事会（或由董事会授权的人士）在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。可转换公司债券发行后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派送现金股利等情况使公司股份发生变化时，则需对转股价格进行调整；

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本期债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本期债券持有人权益的原则调整转股价格。

**转股价格向下修正条款：**本期债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。修正后的转股价格应不低于股东大会召开前20个交易日公司股票交易均价和前1个交易日公司股票交易均价；

**赎回条款：**本期债券期满后5个交易日内，公司将以本期债券的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本期债券持有人赎回全部未转股的可转换公司债券。具体上浮比率提请股东大会授权董事会（或由董事会授权的人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。另外，在本期债券转股期内，如果公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权按照本期债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。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。此外，当本期债券未转股余额不足3,000万元时，公司董事会（或由董事会授权的人士）有权决定以面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的可转换公司债券；



**回售条款：**若本期债券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，本期债券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期债券的权利。在上述情形下，可转换公司债券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。

在本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续 30 个交易日低于当期转股价的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

**向原股东配售的安排：**本期债券可向公司原股东实行优先配售，具体优先配售数量提请股东大会授权董事会（或由董事会授权的人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定，并在本期债券发行公告中予以披露。原股东优先配售后余额及原股东放弃认购优先配售后金额，将通过网下对机构投资者发售及/或通过深圳证券交易所系统网上发行。如仍出现认购不足，则不足部分由保荐机构包销。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过27亿元（含），扣除发行费用后，拟投资于“年产120万吨MEG联产10万吨电子级DMC新材料项目（一期）”和补充流动资金，项目实施主体及投资规模详见下表：

**表3 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）**

项目名称	实施主体	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产 120 万吨 MEG 联产 10 万吨电子级 DMC 新材料项目（一期）	正达凯	60.00	23.20	38.67%
补充流动资金	--	--	3.80	--
<b>合计</b>		<b>--</b>	<b>27.00</b>	<b>--</b>

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

#### 1、募投项目基本情况

根据公司公告的《四川正达凯新材料有限公司宣汉县先进智造产业园项目年产120万吨MEG联产10万吨电子级DMC新材料项目（一期）可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），本期债券募投项目的建设主体为正达凯，建设地点位于四川省达州普光化工园区（宣汉县普光镇杏树村）。募投项目以天然气为原料，采用国际先进的氧化偶联法乙二醇生产工艺，建设空分装置、天然气转化装置、气体净化分离装置、乙二醇装置、分离提纯装置和公用装置及相关配套设施等，建成后将形成年产60万吨MEG生产能力，计划建设期为36个月，预计总投资60.00亿元，包括建筑工程费用、设备购置及安装投

资、工程建设其他费用投资、预备费和铺底流动资金。募投项目拟使用募集资金23.20亿元。

截至2023年末，募投项目已投资5.32亿元，预计将于2024年第四季度达到可使用状态，较原计划的竣工时间有所提前。

## 2、募投项目批复情况

截至目前，本期债券募投项目已取得的备案及批复文件如下：

**表4 本期债券募投项目备案及批复情况**

文件名称	文号	发文单位	发文时间
四川省固定资产投资项目备案表	川投资备【2201-511722-04-01-100855】FGQB-0002	宣汉县发展和改革局	2022-01-05
关于宣汉县先进智造产业园项目（年产120万吨MEG联产10万吨电子级DMC新材料项目）节能报告的审查意见	川发改环资函[2022]761号	四川省发展和改革委员会	2022-09-03
关于宣汉县先进智造产业园项目（年产120万吨MEG联产10万吨电子级DMC新材料项目）环境影响报告书的批复	宣环审[2022]25号	达州市宣汉生态环境局	2022-08-29
关于四川正达凯新材料有限公司年产120万吨MEG联产10万吨电子级DMC新材料项目主要污染物排放总量指标的批复	宣环函[2022]119号	达州市宣汉生态环境局	2022-08-29
危险化学品建设项目安全条件审查意见书	达市应急危化项目安条审字[2022]第010号	达州市应急管理局	2022-07-20
危险化学品建设项目安全设施设计审查意见书	达市应急危化项目安设审字[2022]第010号	达州市应急管理局	2022-11-15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 3、募投项目经济效益

按计算期18年（其中建设期3年，运营期15年），建设期的第3年达产率90%、第4年至第18年达产率100%、不同年份产品价格存在一定波动测算，募投项目达产期年均销售收入25.81亿元（不含增值税），年均净利润2.82亿元，财务内部收益率（所得税后）为8.06%，税后静态投资回收期（含建设期3年）为12.14年。总体而言，募投项目投资规模大、投资回收期较长，预期收益的实现受多重因素影响，如项目生产所需的主要原材料天然气系化工类大宗商品，天然气价格受市场供求关系、国家宏观调控、国际政经局势及国际贸易等诸多因素影响具有不确定性，若天然气价格大幅波动，将对募投项目盈利水平造成较大影响；公司筹资建设募投项目主要为完善产业链布局，募投项目主要产品乙二醇系公司瓶级PET生产所需原材料，建成投产后多数乙二醇产品将用于内部生产使用，少数对外销售，公司瓶级PET及乙二醇的市场需求及销售价格将对募投项目预期收入造成影响等；此外，人为或自然等不可抗力因素导致项目建设进度延迟也可能对募投项目效益造成负面影响，需及时跟进上述各项因素的变化情况。

## 四、运营环境

## 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业经济环境

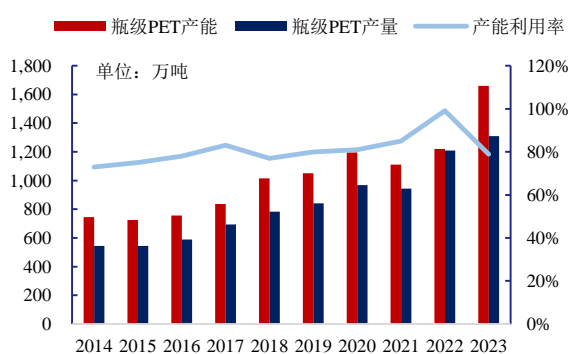
**瓶级PET系政策支持的环保型聚酯材料，下游需求较为刚性且近年增速较快，行业集中度较高，头部企业占据市场主导地位；但2023年我国瓶级PET行业产能集中投放，行业产能利用率阶段性下滑，瓶级PET需求增速不及供给端增速，企业以价换量致盈利水平普遍下滑，同时需关注瓶级PET行业的反倾销政策风险**

PET全称为“聚对苯二甲酸乙二醇酯”，系PTA（精对苯二甲酸）和MEG（乙二醇）的酯化高分子聚合物，属于环保型聚酯材料，按自身特性和用途主要可分为纤维级PET、薄膜级PET（非纤维级）和瓶级PET<sup>5</sup>（非纤维级），其中瓶级PET具有耐压、耐冲、透明度高、材质轻、可塑、安全、便携和可回收等特性，被广泛应用于食品饮料、化妆品、医疗卫生用品和电子产品外壳等包装材料。

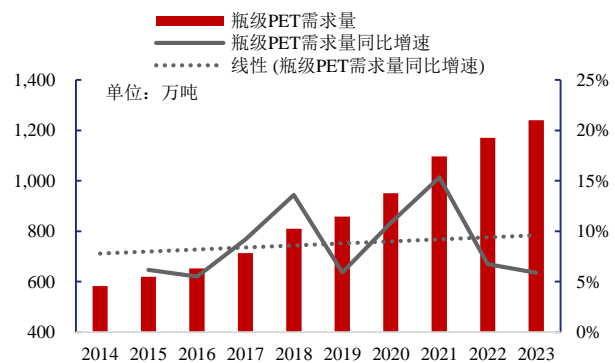
全球瓶级PET需求量增速总体高于产能增速，行业具有一定增长潜力。我国作为瓶级PET第一生产国和消费大国，产能及需求量增速均高于全球水平。供给端方面，上市公司公告等公开资料显示，2023年全球瓶级PET产能规模为3,939万吨，其中我国瓶级PET产能占比约为42.17%，大幅增长430万吨至1,661万吨，同比增长34.93%，占全球瓶级PET产能比重同比提升7.17个百分点，系全球最大的瓶级PET生产国。2014-2023年我国瓶级PET产能年均复合增速达9.30%，产量年均复合增速为10.24%，均呈快速增长趋势。

需求端方面，2022年全球瓶级PET需求量约为3,293万吨，2014-2022年年均复合增速为6.88%，总体高于同期全球瓶级PET产能及产量增速，且近年需求量增速明显提升，显示出较好的增长前景。根据上市公司公告，2022年全球瓶级PET需求量同比进一步增长约2.6%。我国瓶级PET需求量占全球比重的1/3以上。2023年我国需求量为1,240万吨，2014-2023年年均复合增速达8.75%，高于全球平均增速，系全球瓶级PET消费大国。但需注意的是，2023年我国瓶级PET行业产能集中投放，瓶级PET产能同比增长34.93%，产能利用率阶段性下滑，瓶级PET需求增速不及供给端增速，企业以价换量致盈利水平普遍下滑。

**图 1 2023 年我国瓶级 PET 产能利用率阶段性下滑**      **图 2 我国瓶级 PET 需求量持续提升**



资料来源：上市公司公告，中证鹏元整理



资料来源：上市公司公告、CCF，中证鹏元整理

近年我国出台了多项政策推动和鼓励聚酯切片产业发展，PET行业政策环境良好。2018年11月，国家统计局发布战略性新兴产业分类文件，包括PET在内的多种工程塑料被列为新材料产业中的高端塑料制造。2019年6月，国家发改委发布的《鼓励外商投资产业目录（2019年版）》指出，鼓励外商投资

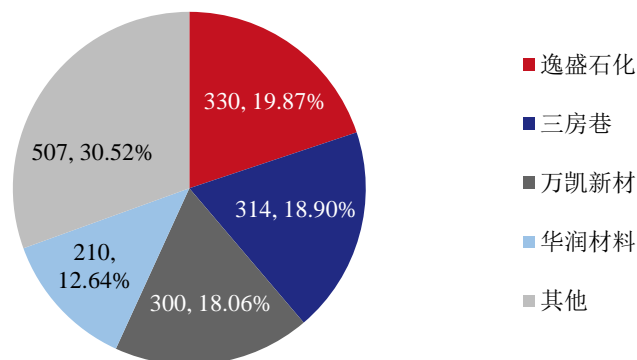
<sup>5</sup> 又称“聚酯瓶片”、“瓶级聚酯切片”、“PET瓶片”。

“差别化、功能性聚酯（PET）的连续共聚改性”聚酯生产。2021年12月，国家发改委发布新修订的《产业结构调整指导目录（2019年本）》，“差别化、功能性聚酯（PET）的连续共聚改性”聚酯生产被列为鼓励产业。

随着我国瓶级PET生产能力的逐步提升及全球瓶级PET需求量的增长，近年我国瓶级PET出口量呈增长趋势，2023年出口量占总产量的比重约为39%，但受欧盟、美国、日本、加拿大、印度等多国反倾销政策影响，我国瓶级PET出口国家较为分散。CCF于2023年3月30日发布文章称，欧盟对我国瓶级PET产品开启新一轮反倾销调查，需关注瓶级PET行业的反倾销政策风险。

瓶级PET行业属资本密集型行业，龙头企业凭借较早进入市场、持续的技术和资本积累、产能扩张、销售网络拓展、与大型客户建立稳定合作关系等逐步形成品牌护城河，同时随着国家供给侧改革政策的推行，小规模企业落后产能加速退出市场，行业集中度不断提高。2023年，我国主要瓶级PET生产企业中产能规模排名前四的依次为逸盛石化（海南逸盛石化有限公司和逸盛大石化有限公司）、三房巷（600370.SH）、万凯新材和华润材料（301090.SZ），产能合计占比近70%，行业产能集中度较高，其中逸盛石化、三房巷和万凯新材产能规模超过300万吨，华润材料产能规模为270万吨。

**图3 我国瓶级PET行业产能集中度较高（2023年主要瓶级PET生产企业产能及占比，单位：万吨/年）**



资料来源：上市公司公告，中证鹏元整理

**受行业新增产能集中投放影响，2023年以来国内瓶级PET价格偏弱运行，瓶级PET生产企业利润空间被大幅压缩；PTA和MEG等大宗生产原料占瓶级PET产品成本比重高，价格波动具有周期性，在价格上涨周期可能存在利润侵蚀风险以及采购端营运资金占用增加、现金流承压风险**

瓶级PET属于大宗商品，其价格变化受宏观经济影响具有周期性，同时也受原材料价格、库存和市场供求关系变化影响。瓶级PET的生产原料为大宗商品PTA（精对苯二甲酸）和MEG（乙二醇），原材料成本占产品总成本比重高，价格变化一定程度上反映在瓶级PET价格中。从近年瓶级PET价格变化情况来看，原材料价格对瓶级PET价格有较为直接的影响。PTA和MEG的主要生产原料之一均为原油。2016年以来，瓶级PET价格经历了较为完整的两次上升和一次下降过程，与国际原油价格走势较为一致。

受宏观经济、国际政经局势、市场供求关系、库存等多方面因素影响，国际原油价格存在较大波动。尽管瓶级PET在原材料成本基础上定价，但存在无法完全消化原材料价格变动和向下游转嫁成本的情况，生产企业面临原材料价格上涨带来的利润被侵蚀以及采购端营运资金占用增加、现金流承压的风险。

2023年以来，受国内瓶级PET行业产能集中投放、但市场需求增长不及供给端增速影响，瓶级PET价格偏弱运行。瓶级PET生产企业以价换量使得盈利空间被大幅压缩，需关注未来市场对新增产能的消化情况。

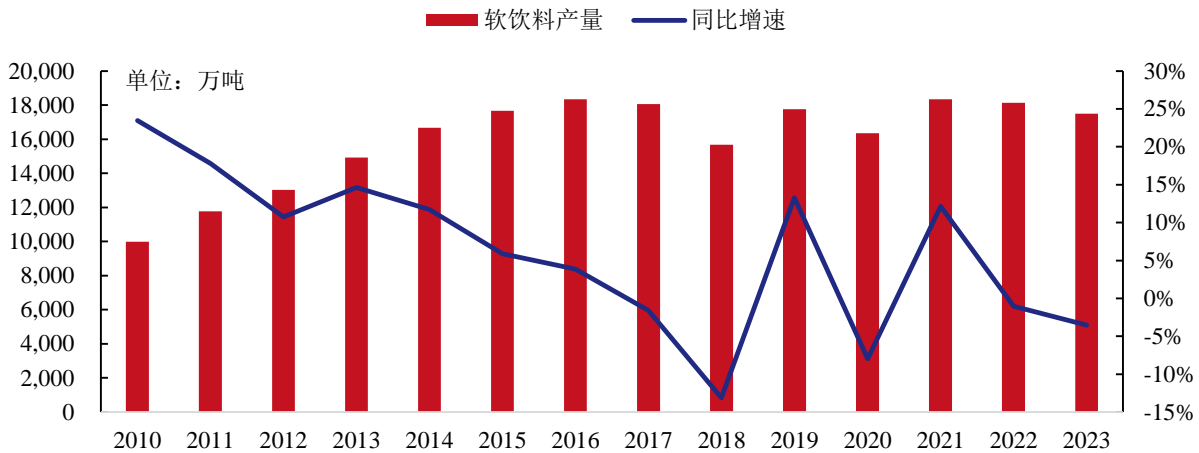
**图 4 瓶级 PET 总体价格走势与主要原料 PTA（精对苯二甲酸）和 MEG（乙二醇）较为一致**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**我国软饮料行业度过高速增长期，近年软饮料产量及饮料类商品零售额增速均下滑，但需求端增长情况总体优于供给端，未来软饮料行业景气度有一定基本面支撑**

根据纺织中国在线数据，软饮料瓶领域的瓶级PET需求量占瓶级PET总需求量的比重约为63%，为瓶级PET的第一大应用领域，其次为外卖及生鲜食品包等的片材领域和油脂领域，占比分别约为31%和6%。软饮料即非酒精饮料，其中包装水行业规模占软饮料行业总规模的比重超过30%。供给端方面，根据国家统计局数据，目前我国软饮料产量总体规模约为1.75亿吨，2010-2016年持续增长但增速呈下滑趋势，其中2018年软饮料产量同比减少较多主要系当年食品安全监管标准趋严，部分不达标工厂被淘汰和关闭所致，2021-2023年，软饮料产量较2018年有所回升，但连续两年同比负增长，供给恢复尚不稳定。需求端方面，2010-2021年，我国软饮料销量呈增长趋势，除2020年销量负增长外，其余年份均保持增长，但增速有所放缓；根据国家统计局数据，2021-2023年我国饮料类商品零售额年均复合增速为3.21%，但同比增速明显下滑。整体来看，2010年以来我国软饮料行业已度过高速增长期，产量及销量增速均下滑，但近年需求端增长总体优于供给端，未来软饮料行业景气度有一定基本面支撑。

**图5 我国软饮料行业产量经历高速增长后进入平台期，2021年以来有所下滑**


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司系国内领先、西南地区最大的聚酯材料生产销售企业，以浙江海宁、重庆涪陵两大生产基地为依托，产能东西布局，产品供应能力较强，客户多元且优质；近年公司经营业绩存在波动，2022年受益于行业景气度较好、原材料价格上涨和新增产能投放，公司营业收入大幅增长，2023年受国内产能集中投放影响，公司产品盈利空间明显压缩

公司主营业务为聚酯材料的研发、生产和销售，主要产品按类型可分为瓶级PET和大有光PET，同时出于库存管理和订单排产需要，辅以经营PTA、MEG等原材料贸易业务。公司营业收入以瓶级PET产品销售收入为主要构成，2021-2023年年均复合增长率为35.23%。2022年受益于PET产品下游需求较好、原材料价格有所上涨推动PET产品价格提升以及重庆基地新增较大规模产能投放，公司PET产品量价齐升，营业收入超预期增长；2023年受国内瓶级PET产能集中投放、行业竞争加剧影响，公司以价换量实现PET产品销售收入小幅增长，但毛利率明显下滑。

近年同行业可比公司瓶级PET产品毛利率水平受原材料自产率、PET产品结构、境外销售占比、销售及采购端价格锁定等因素影响存在一定差异，公司PET产品毛利率变动趋势与同行业可比公司基本一致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
瓶级 PET	161.04	91.86%	3.78%	156.41	80.68%	8.37%	80.86	84.35%	8.05%
大有光 PET	4.99	2.84%	4.53%	6.93	3.58%	8.96%	5.10	5.32%	5.94%
主营业务小计	<b>166.05</b>	<b>94.71%</b>	<b>3.80%</b>	<b>163.35</b>	<b>84.26%</b>	<b>8.40%</b>	<b>85.97</b>	<b>89.67%</b>	<b>7.92%</b>

其他业务小计	9.27	5.29%	7.58%	30.51	15.74%	3.29%	9.90	10.33%	2.71%
合计	175.32	100.00%	4.00%	193.86	100.00%	7.59%	95.87	100.00%	7.38%

注：2021-2023年，公司主营业务收入还分别包括其他PET产品销售收入8.83万元、16.12万元和174.90万元，毛利率分别为32.78%、40.35%和-0.06%。

资料来源：公司2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

近年公司重庆基地产能扩张迅速，西南地区在建项目规模较大，部分尚未落实融资渠道，资本开支压力较大；受产线技改影响，公司海宁基地阶段性停产，2021年实际产能偏低，2022-2023年重庆二期、三期项目陆续完工投产，总体产能利用率处于较高水平，但考虑到行业产能集中投放、竞争加剧，需持续关注公司新增产能消化风险

截至2023年末，公司拥有PET产品设计生产能力300万吨/年，产能规模居全球前列，是我国瓶级PET头部企业之一，产品供应能力较强。公司在产能布局上具有较好的区位优势 and 一定生产成本优势。公司生产基地分布于浙江省海宁市和重庆涪陵两地，形成东西布局态势，与同行业可比公司逸盛石化南（海南）北（大连）布局、华润材料的东（常州）南（珠海）布局及三房巷集中在东部（江阴）布局有所不同。东部布局方面，浙江海宁具有较好的海运条件，同时也是国内最大的PTA生产运输集散地，产品出口和原材料供应便利。西南布局方面，相比东南沿海地区，重庆基地在电力、天然气、人工等方面具有相对的成本优势，同时覆盖我国PET消费量增速最快的川渝经济区，市场拓展空间较大。截至2023年末，重庆基地PET产品设计生产能力为180万吨/年，公司作为西南地区最大的瓶级PET生产厂商具有规模优势，发展前景较好。

除浙江海宁和重庆涪陵两大生产基地外，本期债券募投项目——四川达州MEG生产项目未来建设投产将实现向聚酯产业链上游的延伸和原材料自给，有利于上下游协同降低生产成本，提高公司的盈利能力和抗风险能力。

公司近年处于产能扩张阶段，2020年3月、2022年1月及2023年5月，重庆一期、二期和三期各60万吨生产项目先后投产，产能规模快速提升。公司实际产能与设计产能存在一定差异，主要系2020年10月至2021年6月海宁二期40万吨<sup>6</sup>项目停车改造所致。近年公司产能利用率总体处于较高水平。

**表6 2021-2023年公司主要产品产能、产量及产能利用情况（单位：万吨）**

产品类别		2023年	2022年	2021年
PET	设计产能	280	240.00	180.00
	实际产能	280	240.00	160.00
	产量	254.54	237.77	147.17
	产能利用率	90.91%	99.04%	91.98%

注：1、产能利用率=产量/实际产能，实际产能与设计产能的差异由产线年中投产、停车改造等原因形成；2、重庆三期于2023年5月投产，故2023年全年产能低于300万吨。

<sup>6</sup> 2012年海宁二期建成投产时设计产能35万吨，2019年公司对海宁生产线全面技改，完工后海宁二期设计产能提升至40万吨。



资料来源：公司提供

公司重庆三期PET产能扩建项目已于2023年5月完工投产，截至2023年末主要在建项目为达州MEG联产DMC产能新建项目等，尚需投资规模较大，面临一定资本开支压力。未来随着新建产线的建成投产，公司业务将实现向产业链上游延伸，有利于公司提高盈利水平和规避原材料价格波动风险。但考虑到市场需求受诸多不确定因素影响，且行业竞争激烈，未来需关注新建项目投产后的产能消化风险。

**表7 2023年末公司主要在建项目情况（单位：万吨、亿元）**

项目名称	设计产能	总投资	已投资	资金来源
年产120万吨MEG联产10万吨电子级DMC新材料项目（一期）	60	60.00	5.32	拟可转债融资 23.20 亿元、银行贷款、自有资金
年产1万吨高性能PET中间有机物循环精制项目	1	0.42	0.01	自有资金
新建综合楼二项目	--	0.33	0.18	自有资金
数字化建设项目	--	0.20	0.18	自有资金
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>60.95</b>	<b>5.69</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**近年公司瓶级PET销量及销额持续增长，但销售均价受市场需求变化及行业产能集中投放影响存在波动，2023年边际下滑；公司客户多元且优质，外销收入占有一定比例，面临一定反倾销政策风险**

销售方面，公司采用直销模式进行销售，下游客户以生产型企业为主，主要客户包括知名食品饮料工厂、包装工厂等生产企业及化工原材料贸易企业。对于部分优质、需求量稳定的客户，公司与其签订年度合同，约定供货数量及定价模式，保障公司销售及市场份额的稳定性。同时，为规避产品价格波动风险，公司也会与客户签订远期交付销售合同以锁定产品价格。公司与贸易型企业多为现货交易，订单执行周期相对较短。公司瓶级PET主要应用于软饮料、乳制品、食用油、日化等领域，经过多年的积累已与可口可乐、达能、雀巢、娃哈哈、农夫山泉、华润怡宝、金龙鱼、海天、蒙牛、伊利等知名品牌客户建立了长期稳定的合作关系，客户多样且优质。

公司的PET产品定价模式为“原材料成本+加工费+合理利润”，其中原材料成本系根据PTA、MEG的耗用量及采购成本加成，加工费及合理利润占比不高，业务盈利能力一般。2022年公司PET产品量价齐升，主要系原材料价格上涨、自身产品供应能力提升及市场需求旺盛，以及海外瓶级PET工厂停工使中国企业海外订单量增加所致；2023年国内瓶级PET生产企业产能集中投放而需求端增长偏弱、行业竞争加剧，公司瓶级PET销售均价同比下滑，公司以价换量实现销量及销售额增长。2023年公司大有光PET销量有所下滑，主要系大有光主要外销客户Engee考虑其自身较高库存水平及地域局势不稳定等因素减少了采购量，同时部分内销客户在市场价格波动情形下减少订单所致。

**表8 2021-2023年公司主要产品销售价格及销量情况**

产品类别		2023年	2022年	2021年
瓶级PET	均价（元/吨）	6,425.93	7,062.85	5,795.38

	销量（万吨）	250.62	221.46	139.53
	销售金额（亿元）	161.04	156.41	80.86
	产销率	98.32%	96.70%	101.00%
大有光 PET	均价（元/吨）	6,364.95	6,967.84	5,908.11
	销量（万吨）	7.83	9.95	8.63
	销售金额（亿元）	4.99	6.93	5.10
	产销率	102.59%	114.54%	95.81%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021-2023年，公司PET业务的前五大客户销售额占比平均值为24.03%，对单个客户销售额占比低于10%，客户集中度不高。PET业务前五大客户主要有可口可乐集团、农夫山泉集团、怡宝集团、哇哈哈等。

从销售区域来看，公司销售以内销为主，近年外销占比小幅下降。公司外销国家主要为阿联酋、坦桑尼亚、土耳其、肯尼亚、比利时、尼日利亚等中东、非洲和欧洲国家。受聚酯行业国际贸易摩擦加剧影响，部分国家和地区加大了贸易保护力度，2017-2023年，日本、印度、南非等国家和地区对我国实行不同阶段的反倾销政策，加大了我国瓶级PET生产企业的外销成本。2023年11月，欧盟对原产于中国的粘度大于等于78毫升/克的PET征收6.6%-24.2%的反倾销税，其中公司本部及重庆万凯适用税率为10.7%；若未来更多国家实施反倾销政策，或将对公司境外业务造成不利影响。

**表9 公司营业收入按区域分类情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	119.41	68.11%	124.15	64.04%	61.59	64.25%
境外	55.90	31.89%	69.72	35.96%	34.27	35.75%
<b>合计</b>	<b>175.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>193.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>95.87</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司主要生产原料占主营业务成本比重较高，需关注原材料价格波动对现金流及利润的影响；公司供应商集中度和对重要供应商的依赖度均较高**

公司主要原材料PTA 和MEG 为大宗商品，价格受原油等多种因素影响而波动，公司与部分大型供应商签订年度合同，并约定月度采购数量和定价模式，以稳定原材料供给。此外，公司根据市场价格波动、销售订单、原材料库存等情况，向部分供应商依据当前市场价格采购原材料，并约定采购数量、价格和交付时间，以锁定原材料价格实现成本控制。

近年公司主营业务成本构成较稳定，生产PET产品所需原材料主要包括PTA、MEG、IPA及相关辅料、能源、包材、机物料及工程物资等，直接材料成本占主营业务成本比重超过90%，其中又以PTA和MEG为主，因此PTA和MEG价格波动对公司营业成本及营运资金占用影响较大。公司PTA和MEG主要从国内采购，部分从国外进口，2021-2023年，公司通过进口采购MEG合计数量占总采购量的27.86%。

公司采用“原材料成本+加工费+合理利润”的定价模式，原材料价格波动一定程度能够传导至下游，但需关注其对现金流及利润的影响。本期债券募投项目建成投产后，有利于降低MEG进口依赖度和减少原材料价格波动风险。

**表10 公司瓶级 PET 营业成本构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	143.50	92.60%	132.79	92.65%	68.18	91.69%
直接人工、制造费用等	11.46	7.40%	10.53	7.35%	6.18	8.31%
<b>营业成本-瓶级 PET</b>	<b>154.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>143.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>74.36</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司与上游主要供应商的合作关系较为稳定，国贸象屿<sup>7</sup>、四川能投化学新材料有限公司（以下简称“四川能投”）、中泰集团等生产商多次位列公司前五大供应商，其中四川能投主要供应重庆基地生产所需原料。2021-2023年前五大的供应商采购额占比呈上升趋势，主要系公司重庆基地产能投放，业务规模大幅扩张，对原材料需求量同步提升，2022年前五大供应商采购额占比达66.58%，其中超过50%的原材料来自国贸象屿和四川能投，供应商集中度较高，且对重要供应商原材料供应的依赖度较高，需关注公司潜在的原材料供应风险。

**公司原材料贸易业务定位为辅助锁定成本及配合生产，收入存在较大波动，近年毛利率有所提升；原材料采购对营运资金占用较大，日常资金周转对销售回款率有一定要求，对流动资金借款存在依赖，客户集中度较高**

公司其他业务主要为原材料贸易、包装物及废料销售等，原材料贸易业务定位为辅助锁定成本及配合生产，通过开展原材料贸易业务锁定采购价格，并将未用于生产的原材料择时售出。公司原材料贸易收入受生产备货需求及对市场行情综合判断影响存在较大波动。公司原材料贸易业务与PET产品销售相配合，在锁定成本和稳定利润水平方面起到一定作用。

需要关注的是，公司原材料采购对营运资金占用较大，日常生产经营需要较大规模资金周转，对销售回款率有一定要求，对流动资金借款存在依赖。2021-2023年公司销售回款情况较好，一定程度上保障了日常大额资金需求，但同时短期借款亦较快增长，2022年末剔除IPO募资后的速动比率低于1.00，公司存在一定资金周转压力。若未来公司销售回款率波动，公司流动资金贷款进一步增长，资金周转压力或增加。此外，若PTA、MEG等大宗原材料价格大幅下滑，贸易业务发生亏损将影响公司总体盈利水平。

公司采用套期保值方式转移和规避原材料价格波动风险，持有部分原材料期货头寸。套期保值业务

<sup>7</sup> 指代厦门国贸集团股份有限公司和厦门象屿股份有限公司，实际控制人均为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会，合并计算交易金额。

的保证金规模控制在股东大会授权额度范围内，授权规模与业务规模相匹配。考虑到套期保值交易本身存在风险，需关注公司期货交易业务开展情况。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司于2023年度收购了同一控制下的企业重庆浙涪科技有限公司（以下简称“浙涪科技”）及正达凯，由于2023年度同一控制下的企业合并、会计政策变更及公积金转增股本，公司对2021年度及2022年度的财务报告进行了追溯调整。本文基于未经追溯调整的2021-2022年审计报告数据分析。近三年公司合并范围新增8家子公司系投资新设，减少1家子公司万凯香港国际有限公司（以下简称“万凯香港”），万凯香港原主要从事贸易服务业，经营及收入规模较小，收购的3家公司2023年收入及利润规模均较小，对公司无重大影响<sup>8</sup>，合并报表范围变化情况详见下表。

**表11 2021-2023 年公司合并范围变化情况**

时间	新增		减少	
	子公司名称	合并方式	子公司名称	退出方式
2021 年	--	--	万凯香港	注销
2022 年	浙江凯普奇新材料科技有限公司	投资新设	--	--
	PT.Mimosa Plastics Indonesia	购买	--	--
	重庆浙涪科技有限公司	购买	--	--
	四川正达凯新材料有限公司	购买	--	--
	重庆华凯环保科技有限公司	投资新设	--	--
2023 年	WANKAI INTERNATIONAL TRADING PTE.LTD.（万凯国际贸易公司）	投资新设	--	--
	陕西万凯新材实业有限公司	投资新设	--	--
	WKAI INDUSTRY PTE.LTD（万凯实业）	投资新设	--	--

资料来源：2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本实力与资产质量

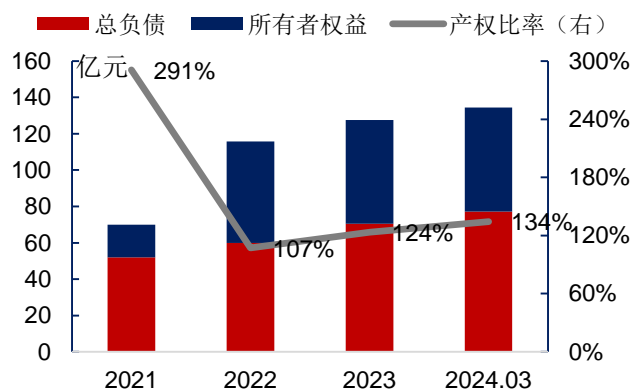
公司资产以生产设备及厂房、PET产成品、PTA及MEG等原材料、产能改扩建项目投入成本为主要构成，资产质量尚可；受益于2022年经营获现改善及创业板上市取得股权融资，账面资金呈增长趋势，资本实力提升；但存货周转速度边际下滑，2023年及2024年1-3月发生存货等资产减值累计1.12亿

<sup>8</sup>公司收购的浙涪科技暂未实际开展业务。

## 元，需关注库存消化压力和存货跌价风险

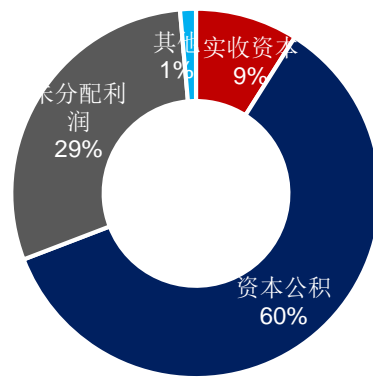
公司财务政策偏激进，2021年及以前主要通过债务驱动模式持续扩建产能和支持日常经营活动所需各项支出，资本结构中负债占比偏高，其中2017-2018年财务杠杆率为80%-87%，2019-2021年因清理关联方往来款、偿还借款下降至70%-74%。2022年公司依托创业板上市取得较大额度股权融资，同时自身利润积累增加，资本实力显著增强，产权比率大幅下降，但2023年以来债务融资随项目建设持续投入进一步增长，产权比率持续回升，2024年3月末所有者权益较难覆盖总负债。截至2024年3月末，公司所有者权益以上市后形成的资本溢价、自身经营累积的未分配利润和实收资本为主要构成。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司总资产规模较快增长，2021-2023年年均复合增长率为35.04%，其中2022年增量主要来自创业板上市募资，同时近年瓶级PET行业景气度较高，下游需求旺盛，公司自身利润积累较快，亦形成一定增量；2023年以来增量主要为债务融资。资产结构方面，2022年由于经营获现改善及股权融资带来大额现金流入，同时重庆万凯年产120万吨食品级PET高分子新材料项目（二期）（以下简称“重庆万凯二期项目”）完工投产，账面现金和存货增加，公司资产结构调整至流动资产为主；2023年以来随着在建项目持续投入及募集资金的使用，公司非流动资产占比提升。

公司作为PET材料生产制造企业，成立以来主要依靠内生式增长，通过建设厂房、购置生产设备实现生产、销售和回款，通过外部融资和自身利润积累资金，投入产能扩建项目实现扩大再生产，这一过程形成的主要资产为货币资金、固定资产（生产设备和厂房）、存货（产成品、原材料、发出商品）、应收账款及在建工程（重庆万凯产能扩建项目等），2024年3月末上述资产合计占总资产的比重为85.80%。

近年公司货币资金呈增长趋势，主要受益于2022年首次公开发行股票取得较大规模股权融资，同时当期行业景气度较好叠加公司新增产能投放，营业收入翻倍增长且维持良好回款比率，经营获现明显改善，2023年以来随募集资金使用和项目建设投入有所下降，2024年3月末信用证、保函及期货保证金等

受限比例41.10%，账面现金相对短期债务规模而言并不宽裕。公司自建产能扩建项目投入成本纳入在建工程核算，2021年重点投建项目为重庆万凯二期项目、多功能绿色环保高分子新材料项目，以及导热油炉改造提升项目等技改项目，2022年为年产120万吨食品级PET高分子新材料项目扩建（三期）（以下简称“重庆万凯三期项目”），其中重庆万凯二期项目于2022年1月完工投产，2023年则以本期债券募投项目为主。近年公司多功能绿色环保高分子新材料、重庆万凯二期和三期等在建项目逐步完工转固，固定资产较快增长，生产能力持续提升，业务规模扩大。近年公司产品产销率处于较高水平，产能持续扩张背景下库存备货持续较快增长，但2023年以来存货周转速度边际下滑，2023年及2024年1-3月累计发生1.12亿元资产减值损失，主要系计提存货跌价准备所致，需关注行业产能集中投放背景下公司产能及库存消化情况。

公司应收账款周转天数在15-20天，总体销售回款情况较好，但受营业收入增长影响，应收账款呈增长趋势，按比例计提的坏账准备增加，2024年1-3月信用减值损失0.15亿元；2023年末前五名欠款方应收金额占比约为40%，较为集中。预付款项主要为预付供应商原材料采购货款，2023年末前五名占比超过80%，集中度较高。无形资产主要为土地使用权，2023年以来增长较快主要系收购正达凯和浙涪科技取得土地所致。2023年其他非流动资产大幅增长，主要系当期预付本期债券募投项目工程设备采购款所致，2024年3月末随部分设备交付结算而有所减少。

2023年末，公司受限资产合计13.32亿元，占同期末总资产的10.44%，主要为货币资金9.59亿元和固定资产2.04亿元用于借款抵质押等，受限比例分别为47.01%和6.06%。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.18	15.01%	20.40	15.99%	38.23	33.00%	6.10	8.72%
应收账款	10.04	7.47%	7.86	6.16%	9.47	8.17%	8.58	12.27%
预付款项	3.44	2.56%	3.35	2.62%	2.95	2.55%	3.22	4.61%
存货	37.18	27.65%	35.36	27.71%	24.57	21.21%	19.07	27.25%
<b>流动资产合计</b>	<b>74.30</b>	<b>55.25%</b>	<b>71.90</b>	<b>56.34%</b>	<b>81.76</b>	<b>70.58%</b>	<b>40.18</b>	<b>57.42%</b>
固定资产	32.77	24.37%	33.66	26.38%	26.01	22.46%	20.17	28.83%
在建工程	15.21	11.31%	5.87	4.60%	5.08	4.39%	6.85	9.79%
无形资产	4.47	3.32%	3.84	3.01%	1.50	1.29%	1.49	2.12%
其他非流动资产	6.66	4.95%	11.17	8.75%	0.69	0.59%	0.43	0.62%
<b>非流动资产合计</b>	<b>60.18</b>	<b>44.75%</b>	<b>55.71</b>	<b>43.66%</b>	<b>34.09</b>	<b>29.42%</b>	<b>29.79</b>	<b>42.58%</b>
<b>资产总计</b>	<b>134.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>127.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>115.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>69.97</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

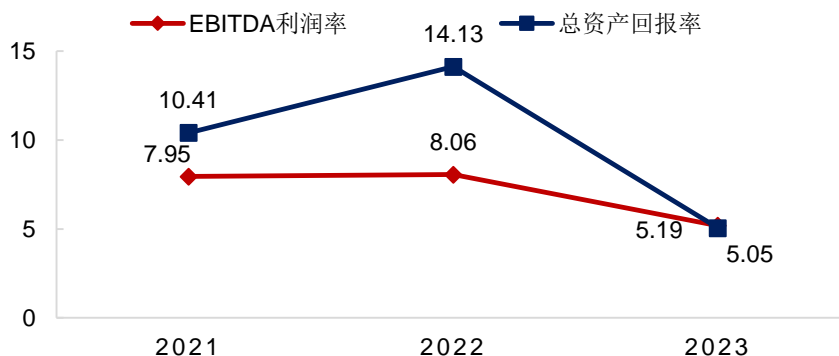
近年公司营业收入呈增长趋势，但2023年以来行业产能集中投放、竞争加剧，公司产品盈利能力

### 大幅下滑，存货跌价的计提对利润造成一定侵蚀，未来盈利存在一定波动的可能

公司营业收入主要来自瓶级PET和大有光PET产品销售，近年呈增长趋势。2022年主要来自产销量的大幅提升及产品价格的增长，当期重庆基地新增60万吨/年产能投放、海宁基地2021年部分因技术改造等原因阶段性停产的产线恢复生产，同时PET产品均价受原材料价格及市场需求影响有所提高，当期主营业务收入同比大幅增长102.22%；2023年因贸易收入缩减而有所下降。近年公司净利润波动较大，2022年受益于营业收入扩大大幅提升116.54%，2023年因行业产能集中投放以价换量同比下滑54.41%。分产品类型来看，近年瓶级PET和大有光PET毛利率波动下滑，原材料贸易业务毛利率水平较低，2023年其他业务毛利率有所提升主要系毛利率较高的废料销售规模随业务规模增加而增长，以及部分厂房租赁所致。此外，2023年公司因计提存货跌价准备等发生资产减值损失0.72亿元，对公司利润造成一定侵蚀，近年公司EBITDA利润率及总资产回报率均波动下滑。

近年重庆二期和三期陆续建成投产，公司产能持续大幅扩张，巩固了行业头部企业的地位，产能利用率和产销率总体处于较高水平，未来随着达州MEG项目建成投产，有望实现产业链向上游延伸并规避原材料价格波动风险、提高利润水平及盈利的稳定性；但需关注的是，2023年以来瓶级PET行业产能集中投放、行业竞争加剧，产品价格和企业利润空间受到较大不利影响，行业产能仍有可能进一步扩张，同时全球各国反倾销政策影响具有一定不确定性，预计未来公司盈利存在一定波动可能。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

虽然2022年依托创业板上市募资以及自身利润累积，公司偿债指标及经营现金流明显改善，但2023年以来债务融资进一步扩张，且期限结构短期化，公司存在一定短期偿债压力

近年公司负债总额持续较快增长，2021-2023年年均复合增速较快。公司负债结构以流动负债为主。

公司总债务主要为银行借款和应付票据，近年占总负债比重有所上升。公司财务政策偏激进，2022年上市前主要通过增加债务融资实现产能提升和业务规模扩张，2023年以来随着产能改扩建项目持续投

入、原材料采购及日常经营的资金需求增加，公司债务融资规模不断扩大。公司短期债务占总债务比重偏高，近年债务呈现短期化趋势，期限结构待改善。公司经营性负债主要为应付账款和合同负债（预收货款），近年均呈下降趋势，公司对供应商占款能力一般。公司部分采购和销售采用外币计价，以美元为主，也涉及欧元和港币，2021-2023年末外币货币性债务余额分别为5.43亿元、2.86亿元和2.88亿元，2022年大幅下降主要系美元计价的应付款项及短期借款减少所致，需关注汇率波动风险。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	34.00	44.10%	31.32	44.41%	36.93	61.64%	22.80	43.79%
应付票据	4.20	5.45%	4.43	6.28%	3.16	5.27%	1.87	3.60%
应付账款	5.31	6.89%	7.35	10.42%	5.88	9.81%	7.42	14.25%
合同负债	4.96	6.43%	4.09	5.80%	5.75	9.60%	5.96	11.45%
一年内到期的非流动负债	6.00	7.79%	5.25	7.45%	0.40	0.68%	0.72	1.39%
<b>流动负债合计</b>	<b>56.36</b>	<b>73.09%</b>	<b>54.26</b>	<b>76.94%</b>	<b>54.28</b>	<b>90.60%</b>	<b>40.40</b>	<b>77.59%</b>
长期借款	8.89	11.53%	7.27	10.31%	1.37	2.29%	7.63	14.65%
递延收益-非流动负债	11.80	15.30%	8.92	12.65%	4.09	6.83%	3.98	7.65%
<b>非流动负债合计</b>	<b>20.75</b>	<b>26.91%</b>	<b>16.26</b>	<b>23.06%</b>	<b>5.63</b>	<b>9.40%</b>	<b>11.67</b>	<b>22.41%</b>
<b>负债合计</b>	<b>77.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>70.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>59.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>52.07</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	53.15	68.93%	48.33	68.53%	41.86	69.86%	33.03	63.43%
其中：短期债务	44.21	57.34%	41.01	58.15%	40.49	67.58%	25.40	48.78%
长期债务	8.94	11.59%	7.32	10.38%	1.37	2.29%	7.63	14.65%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，公司经营活动现金流以销售回款为主要构成，其次为收到的税费返还。近年公司收现比持续高于1.00，销售回款情况较好，FFO持续为正，但由于存货等经营性占款增加导致部分年份经营活动现金净流出。2022年公司销售显著增长、收现比同比提升，同时收到的税费返还大幅增长，公司经营活动现金流明显改善。

杠杆状况方面，2021年及以前，公司主要借助债务融资实现规模扩张，资产负债率较高，2022年在创业板上市取得股权融资后，资产负债率下降至51.72%，总体债务负担有所减轻，2023年以来债务进一步增长。近年公司净债务/EBITDA波动较大，其中2022年大幅下降系负债端及利润端同时改善所致，一方面营业收入实现翻倍增长，各项成本费用上涨幅度有所控制，EBITDA利润空间扩大，另一方面当期IPO募资充实盈余现金，净债务同比大幅减少；2023年则系债务融资大幅增长同时利润水平下降双重影响所致。总体来看，公司各项杠杆比率指标在上市前后变化较大，上市前公司债务负担较重，盈利及现金难以对债务形成有效覆盖，上市募资后资产负债率等指标明显改善，一定程度上缓解了偿债压力。



**表14 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-1.63	-1.27	8.47	-5.95
FFO（亿元）	--	6.39	11.14	5.31
资产负债率	57.34%	55.27%	51.72%	74.41%
净债务/EBITDA	--	3.66	0.59	3.96
EBITDA 利息保障倍数	--	8.90	10.84	7.93
总债务/总资本	48.09%	45.85%	42.80%	64.85%
FFO/净债务	--	19.20%	120.47%	17.59%
经营活动净现金流/净债务	-4.75%	-3.81%	91.56%	-19.72%
自由现金流/净债务	-23.43%	-59.26%	-0.87%	-39.70%

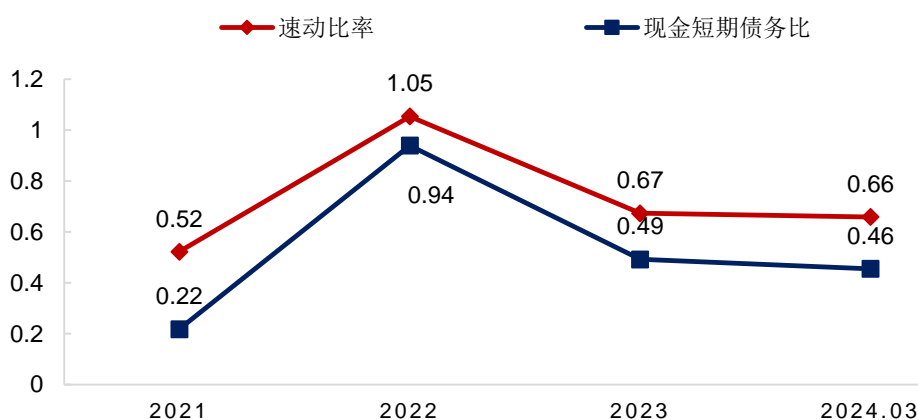
注：经营活动净现金流/净债务、自由活动现金流/净债务负值系现金流为负所致。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

杠杆比率波动性方面，公司近年FFO为正且有所提升，但经营净现金流波动较大，除2022年外均为净流出，自由现金流为大幅净流出或紧平衡状态，产生差异的原因是：虽然公司总体销售回款情况较好，但部分年份存在回款相对减少，而采购原材料支付现金增加的情况，因此未来经营现金流仍面临波动风险，由此形成的流动性压力或将使公司增加债务融资以补充营运资金来保持资金平衡，进而引起杠杆率攀升。此外，公司近年处于产能扩张阶段，预计每年有一定购建长期资产支出，在建项目尚需投资规模较大，其中本期债券募投项目计划通过发行可转换公司债券方式融资，成功发行后短期内将提高公司负债水平，因此相比FFO和经营现金流，自由现金流能更好反映公司的现金流状况。根据近年自由现金流/净债务指标数据，公司杠杆比率存在向上波动的可能。

流动性表现方面，近年公司速动比率有所提升，但2024年3月末扣除存货后的流动资产仍难以覆盖流动负债，同时现金类资产对短期债务覆盖度偏低。2021年及以前公司财务政策偏激进，短期借款大幅增长，现金短期债务比仅0.22，2022年受益于首次公开发行上市取得较大额度股权融资，现金类资产大增，速动比率及现金短期债务比均大幅提升，2023年以来随债务融资增加呈下降趋势。

公司主要通过银行借款取得债务融资。截至2023年末，公司已获得工商银行、建设银行、兴业银行、宁波银行和广发银行等多家银行的授信，备用流动性较为充裕，间接融资渠道通畅。公司于2022年3月在创业板上市，打开了直接融资渠道，未来本期债券成功发行后，融资渠道将进一步拓宽，融资弹性有望提升。

**图9 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平无负面影响，但公司面临一定安全生产和环保风险

#### 环境因素

环境保护方面，公司作为化工企业，属于环保部门公布的重点排污单位，生产过程中产生的“三废”须严格遵守相关排放标准。过去一年公司未发生环境污染事故或纠纷，未因环境保护问题受到行政处罚。但近年国家环保政策趋严，若公司未能及时根据最新环保要求更新设备或优化生产工艺以适应国家要求，可能会面临环保处罚，因此公司面临一定环保风险。

#### 社会因素

安全生产及社会责任方面，公司部分化工原料和产品属于危险品，在特定设备中发生化学反应，配备一定的生产人员参与生产，对生产设备和工艺的安全性、生产人员的安全意识和技能有一定要求。过去一年公司未因违规经营、违反政策法规、安全生产问题受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生重大安全事故。但若公司出现生产设备异常或员工操作不当的情况，可能会发生安全事故，因此公司面临一定安全生产风险。2021-2023年，公司在安全环保方面的投入金额分别为2,279.79万元、3,715.57万元和3,631.29万元，分别占营业收入的0.24%、0.19%和0.21%。

#### 公司治理与管理

公司治理与管理方面，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违纪事项。

2022年4月及10月，公司共有2名董事和1名副总经理因个人原因辞职，辞职后均不再担任公司任何职务，董事会成员存在一定变动；2023年9月，公司副总经理刘建平先生因个人原因辞职，辞职后不再担任公司任何职务。公司现任董事会成员7人，其中独立董事3人，实际控制人沈志刚担任董事长；经理、董事会秘书、财务总监等高级管理人员5人，其中3人为董事兼任，总理由副董事长兼任，财务总监兼任董事、董事会秘书，董事会与管理层人员存在一定重合。公司现任监事会成员3人，其中监事会主席系职工监事，监事会成员在公司任职时间均在10年以上。

公司董事及高管多为硕士或本科学历，人员素质较高。董事长及副董事长在正凯集团及公司任职时间较长，具有较为丰富的化工材料行业经验，董事会秘书兼财务总监具有多年任教及财务经理任职经历，管理层也多有化工材料市场营销、生产等相应领域的从业经验。公司通过设立员工持股平台海宁万兴企业管理中心（有限合伙）和海宁万鸿投资合伙企业（有限合伙）方式实施股权激励，员工可通过持股平台参与公司利润分配。公司通过委派方式任命子公司高管、其他高层及核心中层人员，在人员任免、供应商选择、销售政策制定等方面对子公司施行统筹管理，以确保管理目标达成，对子公司的管控力度较强。

**表15 截至2023年末公司治理及管理層情况**

姓名	职务	年龄	学历
沈志刚	董事长	50	硕士
肖海军	副董事长、总经理	48	硕士
高强	董事、董事会秘书、财务总监	52	硕士
邱增明	董事、副总经理、总工程师	55	大专
祝卸和	独立董事	68	硕士
章击舟	独立董事	48	本科
陈国平	独立董事	67	本科
吕恩君	监事会主席、职工代表监事	41	本科
华云	监事	44	本科
曹爱兵	监事	45	大专
陈灿忠	副总经理	42	大专
章延举	副总经理	48	本科

资料来源：公司2023年年报，中证鹏元整理

## 重大关联交易

重大关联交易<sup>9</sup>方面，根据公司 2021 年年报，公司向普凯新材销售 PET 等取得收入 1.11 亿元，占同类交易比例为 1.16%，采用市场定价，交易额度在股东大会审批额度范围内。普凯新材系公司与五粮液集团合资设立，从事片材生产销售、粒子及胶片贸易等业务，主要为五粮液制造白酒 PET 包装盒等包材。2023 年，公司以 3.51 亿元向正凯集团收购正达凯 100.00% 股权构成重大关联交易，详见“一、发行主体概况”中的分析。公司上述重大关联交易主要为满足公司经营发展实际需要开展，对公司生产经营无重大不利影响。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（本部：2024 年 5 月 13 日；重庆万凯：2024 年 2 月 22 日），公司本部及子公司重庆万凯不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 5 月 8 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （三）或有事项分析

截至目前，公司涉及两项尚未裁决的反倾销调查案件：1、墨西哥对原产于中国、无论进口来源的聚对苯二甲酸乙二醇酯/PET 树脂正在进行反倾销调查、尚未作出裁决，涉案产品为特性粘度不低于 60 毫升/克（或 0.60 分升/克）的原生聚酯树脂以及特性粘度不低于 60 毫升/克（或 0.60 分升/克）的原生聚酯树脂与回收 PET 的混合物，本案涉及公司本部，涉案产品的 TIGIE 税号为 3907.61.01 和 3907.69.99，倾销调查期为 2022 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日，损害调查期为 2020 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日。2、印度对原产于或进口自中国的特性粘度  $\geq 0.72$  分升/克的聚对苯二甲酸乙二醇酯树脂反倾销案发起反吸收调查、尚未作出裁决，本次调查涉及公司本部，涉案产品的印度海关编码为 39076110、39076190、39076930 以及 39076990，本案吸收期为 2023 年 1 月至 2023 年 9 月 30 日（9 个月）。需关注上述反倾销案件裁决对公司的不利影响。

## 八、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

1、募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据可研报告，募投项目预计总投资 60.00 亿元，拟使用本期债券募集资金 23.20 亿元，按计算期 18 年，第 5 年达产测算，达产期年均销售收入 25.81 亿元（不含增值税），年均净利润 2.82 亿元，财务内部收益率（所得税后）为 8.06%，税后静态

<sup>9</sup>指当年度关联交易金额（合并）占上一年度公司净资产规模 5% 以上的关联交易。

投资回收期（含建设期3年）为12.14年。由于募投项目投资回收期较长，且经测算项目现金流自计算期的第11年开始实现净流入，加之受资金到位情况、建成投产后的市场供求情况等因素影响，募投项目能否如期完工和实现预期收益均存在一定不确定性。

2、公司日常经营活动现金流入为本期债券偿债资金的重要保障。2021-2023年公司营业收入呈增长趋势，日常经营销售回款可为本期债券偿付提供重要保障。但需关注的是，2023年公司主业盈利能力明显下滑，部分年度经营活动现金净流出，在建项目尚需投资规模较大，未来有大额资本支出需求，以及面临新增产能消化风险。

3、本期债券为可转换债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减轻公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素导致债券未能进行转股的可能。

## 九、结论

2023年我国瓶级PET行业产能集中投放、但市场需求增长不及供给端，瓶级PET销售均价下滑，公司主业盈利能力弱化。近年公司处于业务快速扩张期，在建项目尚需投资规模较大，同行业企业亦在密集布局产能建设，行业竞争加剧。近年随着项目建设持续投入、原材料采购及日常经营的资金需求增加，公司债务增长较快，且近年呈现短期化趋势，现金类资产对短期债务覆盖度不足，存在一定短期偿债压力。虽然公司外销地较为分散，但近年聚酯行业国际贸易摩擦加剧，日本、印度、南非等国家和地区对我国实行了反倾销政策，或将对公司境外业务造成一定影响。公司外销采用以美元为主的外币计价，面临汇率波动风险。公司属于环保部门公布的重点排污单位，近年国家环保政策趋严，面临一定环保风险，同时公司作为化工企业，部分产品属于危险品，存在一定安全生产风险。

尽管如此，公司作为国内领先的聚酯材料生产销售企业，近年PET产品销售收入总体较快增长。截至2023年末，公司拥有瓶级PET产品设计生产能力300万吨/年，产能呈东-西分布，生产及销售覆盖我国瓶级PET消费量增速最快的川渝经济区，与可口可乐、达能、雀巢、娃哈哈、农夫山泉、华润怡宝、金龙鱼、海天、蒙牛、伊利等知名品牌客户建立了长期稳定的合作关系，市场知名度较高。再次，公司直接融资和间接融资渠道较为通畅，具备良好的再融资能力。截至2023年末，公司已获得多家银行授信，备用流动性较为充裕；公司于2022年3月在创业板上市，打开了直接融资渠道，资本实力显著提升，未来本期债券成功发行后，融资渠道将进一步拓宽，融资弹性有望提升。总体来看，公司的抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元评定万凯新材主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

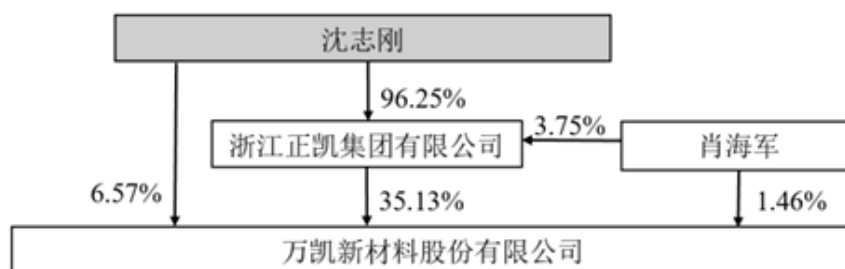
财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	20.18	20.40	38.23	6.10
存货	37.18	35.36	24.57	19.07
流动资产合计	74.30	71.90	81.76	40.18
固定资产	32.77	33.66	26.01	20.17
在建工程	15.21	5.87	5.08	6.85
非流动资产合计	60.18	55.71	34.09	29.79
资产总计	134.48	127.61	115.85	69.97
短期借款	34.00	31.32	36.93	22.80
一年内到期的非流动负债	6.00	5.25	0.40	0.72
流动负债合计	56.36	54.26	54.28	40.40
长期借款	8.89	7.27	1.37	7.63
递延收益-非流动负债	11.80	8.92	4.09	3.98
非流动负债合计	20.75	16.26	5.63	11.67
负债合计	77.11	70.53	59.91	52.07
总债务合计	53.15	48.33	41.86	33.03
其中：短期债务	44.21	41.01	40.49	25.40
所有者权益	57.38	57.08	55.93	17.90
营业收入	42.48	175.32	193.86	95.87
营业利润	0.61	5.11	11.68	5.17
净利润	0.46	4.36	9.57	4.42
经营活动产生的现金流量净额	-1.63	-1.27	8.47	-5.95
投资活动产生的现金流量净额	-4.09	-16.39	-11.04	-6.72
筹资活动产生的现金流量净额	6.59	3.54	24.59	9.95
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	9.09	15.62	7.62
FFO（亿元）	--	6.39	11.14	5.31
净债务	34.26	33.27	9.25	30.19
销售毛利率	3.81%	4.00%	7.59%	7.38%
EBITDA 利润率	--	5.19%	8.06%	7.95%
总资产回报率	--	5.05%	14.13%	10.41%
资产负债率	57.34%	55.27%	51.72%	74.41%
净债务/EBITDA	--	3.66	0.59	3.96
EBITDA 利息保障倍数	--	8.90	10.84	7.93
总债务/总资本	48.09%	45.85%	42.80%	64.85%
FFO/净债务	--	19.20%	120.47%	17.59%
经营活动净现金流/净债务	-4.75%	-3.81%	91.56%	-19.72%

自由现金流/净债务	-23.43%	-59.26%	-0.87%	-39.70%
速动比率	0.66	0.67	1.05	0.52
现金短期债务比	0.46	0.49	0.94	0.22

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

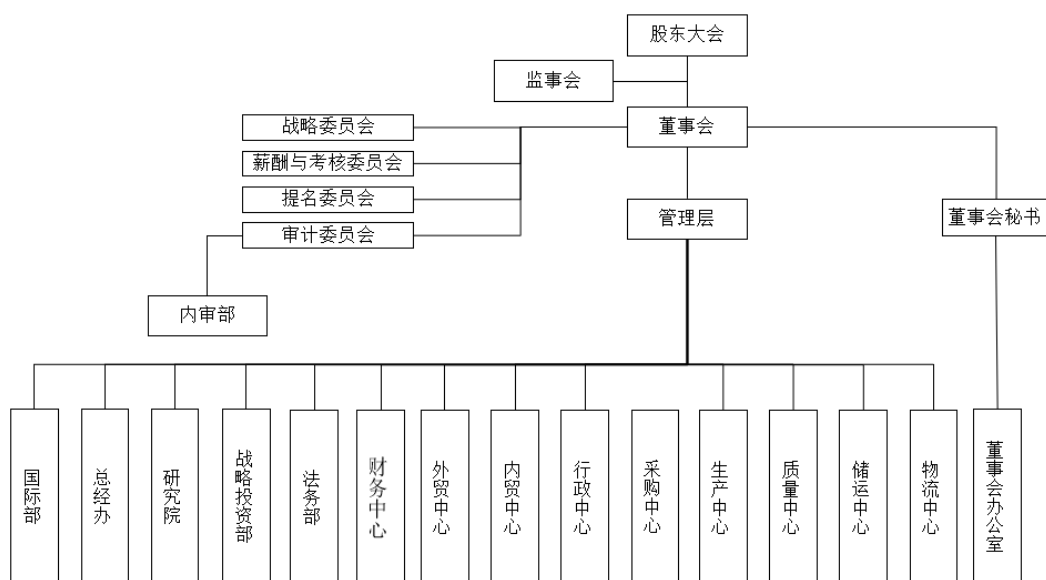


## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例		业务性质
		直接	间接	
浙江万凯包装有限公司	0.30	100.00%	--	贸易服务业
浙江嘉渝科技有限公司	3.58	100.00%	--	投资平台
重庆万凯新材料科技有限公司	10.50	66.67%	33.33%	制造业
浙江凯普奇新材料科技有限公司	0.50	100.00%	--	制造业
重庆浙涪科技有限公司	0.20	--	100.00%	制造业
四川正达凯新材料有限公司	18.00	100.00%	--	制造业
重庆华凯环保科技有限公司	0.20	--	100.00%	制造业
WANKAI INTERNATIONAL TRADING PTE.LTD.（万凯国际贸易公司）	292 万美元 （实收资本）	100.00%	--	贸易服务业
陕西万凯新材实业有限公司	0.20	--	100.00%	贸易服务业
WKAI INDUSTRY PTE.LTD（万凯实业）	--	--	65.00%	贸易服务业
PT.Mimosa Plastics Indonesia	101 亿印尼盾 （实收资本）	--	55.00%	贸易服务业

资料来源：公司 2023 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</b>	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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。