

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 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【280】号 01

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，但不对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向不特定对象发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
万凯转债	AA	AA

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，产品供应能力仍较强，客户资源优质且合作关系较为稳定，2024 年面临激烈的行业竞争，公司通过调整销售策略加快对海外市场的反应速度和提升海外客户满意度，在巩固传统优势市场基础上拓展海外销售市场的广度和深度，使得外销成为当期 PET 产销量及销售收入的重要增长点，产能利用率维持较高水平。但中证鹏元也关注到，受行业产能持续集中投放、行业竞争加剧，行业平均加工费大幅下降影响，公司产品毛利空间大幅压缩，2024 年净利润亏损，叠加项目建设相关债务融资大幅增长影响，公司偿债指标弱化，总体债务负担加重，公司新增海外项目投资计划，规划产能和总投资规模较大，需关注项目投资风险，2024 年公司外销收入及占比提升，存在一定反倾销政策、汇率波动风险等不利因素。

评级日期

2025 年 06 月 17 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	174.90	177.75	127.61	115.85
归母所有者权益	53.84	53.39	57.08	55.93
总债务	84.25	81.73	48.33	41.86
营业收入	39.19	172.32	175.32	193.86
净利润	0.48	-3.02	4.36	9.57
经营活动现金流净额	2.36	12.65	-1.27	8.47
净债务/EBITDA	--	80.86	3.66	0.59
EBITDA 利息保障倍数	--	0.39	8.90	10.84
总债务/总资本	61.01%	60.49%	45.85%	42.80%
FFO/净债务	--	-3.31%	19.20%	120.47%
EBITDA 利润率	--	0.37%	5.19%	8.06%
总资产回报率	--	-1.81%	5.05%	14.13%
速动比率	0.80	0.74	0.67	1.05
现金短期债务比	0.80	0.82	0.49	0.94
销售毛利率	2.90%	0.86%	4.00%	7.59%
资产负债率	69.22%	69.97%	55.27%	51.72%

注：2024 年 FFO/净债务指标为负系 FFO 为负所致。基于未追溯调整的 2022-2023 年财务数据分析，下同。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：薛超
xuec@cspengyuan.com

项目组成员：洪烨
hongy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司为国内聚酯瓶片龙头企业之一，客户资源优质且较为稳定。**公司仍为国内领先的聚酯材料生产销售企业，截至2024年末拥有瓶级PET产品设计生产能力300万吨/年，居行业前列。2024年公司与最主要客户可口可乐集团、农夫山泉集团、哇哈哈等知名品牌合作关系仍较为稳定，品牌形象良好、市场知名度较高。
- **PET产销量及销售收入稳中有增，产能利用率维持较高水平。**2024年，面临激烈的行业竞争，公司通过在印度尼西亚和中亚设立海外仓储基地的方式整合销售渠道，加快对海外市场的反应速度以提升海外客户满意度，并进一步开拓东南亚、非洲、中东等新市场，拓展海外销售市场的广度和深度，外销收入同比增长11.61%，为当期公司PET产品产销量及销售收入的重要增长点。2024年公司PET产能利用率仍处于90%以上的较高水平。

关注

- **行业产能持续集中投放导致产品加工费大幅下降，公司盈利空间大幅压缩，净利润亏损。**2024年我国瓶级PET行业产能进一步增长417万吨至2,043万吨，较2023年同比增长23%。受国内瓶级PET行业产能持续集中投放、行业竞争加剧影响，行业平均加工费同比下降超30%，公司瓶级PET销售均价下滑，毛利率由上年的3.78%降至0.60%，利润空间大幅压缩。2024年公司净亏损3.02亿元，占上年末净资产的比重为5.29%。
- **偿债指标弱化，偿债压力仍较大。**2024年公司本期债券募投项目建设投入力度较大，本期债券发行等债务融资规模大幅扩张，总债务同比增长69.09%，2025年3月末进一步增至84.25亿元，叠加2024年度净利润亏损，资产负债率上升至69.22%，EBITDA利息保障倍数、FFO/净债务等偿债指标弱化，总体债务负担加重。
- **新增海外项目投资计划，需关注新增产能消化风险。**公司新增尼日利亚和印度尼西亚聚酯瓶片生产基地建设计划，其中尼日利亚年产30万吨聚酯瓶片生产基地建设项目于2025年开始投入建设，计划总投资4,500万美元，预计将于2026年上半年完工投产，印度尼西亚75万吨聚酯瓶片生产基地预计总投资20.20亿元，目前尚处于审批阶段，未开始建设，考虑到上述项目总投资及产能规模较大，需关注项目投资风险。
- **公司面临一定反倾销政策和汇率波动风险。**2024年公司外销收入增长较快，占营业收入比重提升至36.21%，对印度尼西亚和中亚国家的市场占有率提升明显。2024年8月，印度对公司的反倾销调查案件最终裁决，反倾销税率有所提升。虽然公司外销国家较为分散，但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。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。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司仍将维持国内领先聚酯材料生产销售企业的行业地位，具有规模、客户资源等综合性优势。

同业比较（单位：亿元）

指标	三房巷	华润材料	公司
总资产	186.04	90.36	177.75
营业收入	241.37	180.55	172.32
净利润	-4.87	-5.74	-3.02
销售毛利率	-0.08%	-0.75%	0.86%
资产负债率	68.98%	28.00%	69.97%
瓶级PET产能（万吨/年）	314	210	300

注：以上各指标均为2024年数据。

资料来源：上市公司年度报告，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	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）经评估，公司财务状况评分较上次评级有所下降，中证鹏元综合考虑公司经营活动现金流表现尚可及短期偿债压力未见明显上升，公司经营及财务风险状况未发生实质性不利变化，在指示性信用评分基础上补充上调 3 个级别，维持个体信用状况为 aa。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
万凯转债	27.00	26.99	2025-2-13	2030-8-16

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于“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。截至2024年末，万凯转债募集资金专项账户余额为5.04亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人、董事、监事及高级管理人员无变化，仍主要从事聚酯材料瓶级PET的研发、生产和销售。2025年1-5月，公司控股股东浙江正凯集团有限公司（以下简称“正凯集团”）对公司实施股份增持计划，股份增持完成后对公司直接持股比例上升至37.09%，实际控制人沈志刚直接和通过正凯集团间接持有公司42.27%的股份，股权结构详见附录二，公司前十名股东无股权质押或冻结情况。此外，受本期债券部分转股影响，截至2025年5月末，公司总股本增至51,522.17万股。截至2025年6月11日收盘，万凯转债最新转股价为11.30元，转股溢价率为5.07%。

跟踪期内，公司合并报表范围无重大变动，重要子公司为重庆万凯新材料科技有限公司（以下简称“重庆万凯”）和四川正达凯新材料有限公司（以下简称“正达凯”），2024年主要财务数据详见下表，其中重庆万凯2024年发生亏损主要系聚酯瓶片行业产能集中投放、行业竞争加剧，产品毛利大幅下滑所致，正达凯为本期债券募投项目建设主体，2024年项目尚未完工投产和正式经营。

表1 重要子公司 2024 年主要财务指标情况（单位：亿元）

子公司名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
重庆万凯	聚酯材料制造、销售等	58.28	20.71	94.86	-1.46
正达凯	乙二醇制造、销售	55.36	10.39	0.48	-0.36

资料来源：公司 2024 年年报，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，经济的活

力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

虽然我国瓶级PET行业需求增长前景仍较好，但2024年以来行业产能持续快速扩张，供需矛盾加剧，瓶级PET价格偏弱运行，生产企业盈利空间大幅压缩甚至亏损；需关注瓶级PET行业的反倾销政策风险

2024年全球瓶级PET需求量保持较高增速，行业具有一定增长潜力。上市公司公告等公开资料显示，2024年全球瓶级PET需求量约为3,563万吨，同比增长约8.2%，2021-2024年年均复合增速为4.71%，近年增速明显提升，显示出较好的增长前景。我国作为全球瓶级PET消费大国，2024年需求量为1,497万吨，占全球比重的1/3以上，同比增长20.73%，2021-2024年年均复合增速达8.75%，高于全球平均增速。

根据CCF数据，软饮料领域仍是聚酯瓶片最大的下游应用领域，占比在73.25%，2024年国内软饮料企业新厂投产增多，产量增速加快，比重占据PET需求总量的39%左右，食用油需求方面同比增长10.5%，片材及新兴领域需求同比增长4.8%左右。近年软饮料需求端复合增长总体优于供给端，未来瓶级PET行业景气度有一定基本面支撑。

图 1 2024 年我国瓶级 PET 需求量增速提升

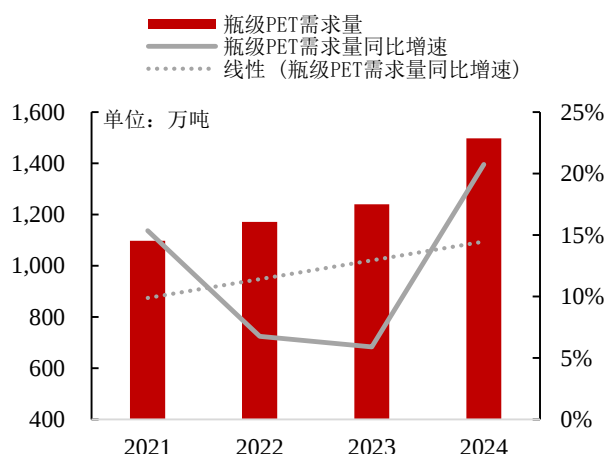
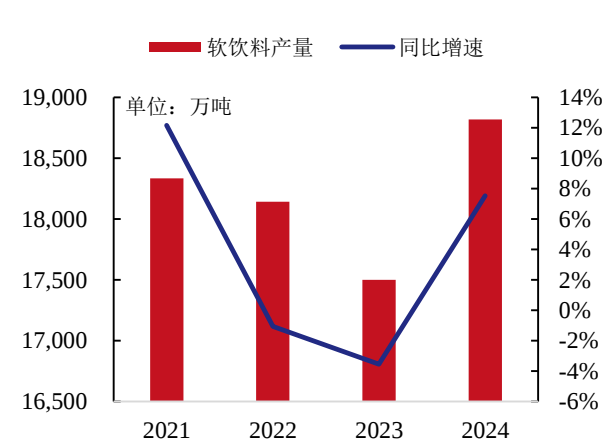


图 2 2024 年我国软饮料产量同比大幅增长



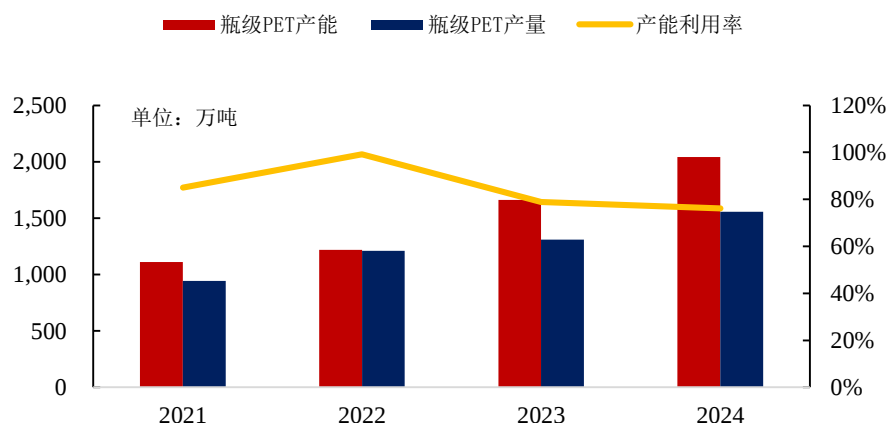
资料来源：上市公司公告、CCF，中证鹏元整理

资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

但需要注意的是，我国作为全球瓶级PET第一生产国，2024年瓶级PET行业产能持续快速扩张，行业产能利用率下滑，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进一步下滑。2024年我国瓶级PET产能和产量分别为2,043万吨和1,556万吨，同比增速分别达23.00%和18.78%，2021-2024年产能和产量年均复合增速分别达15.46%和13.16%，近年增速明显提升。总体来看，2024年我国瓶级PET行业产能和产量增速仍远高于需求量增速，行业产能利用率进一步下滑至76%，供需矛盾加剧。

2024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化石化有限公司）、三房巷（600370.SH）、万凯新材和华润材料（301090.SZ），产能合计占比超过75%，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210万吨。

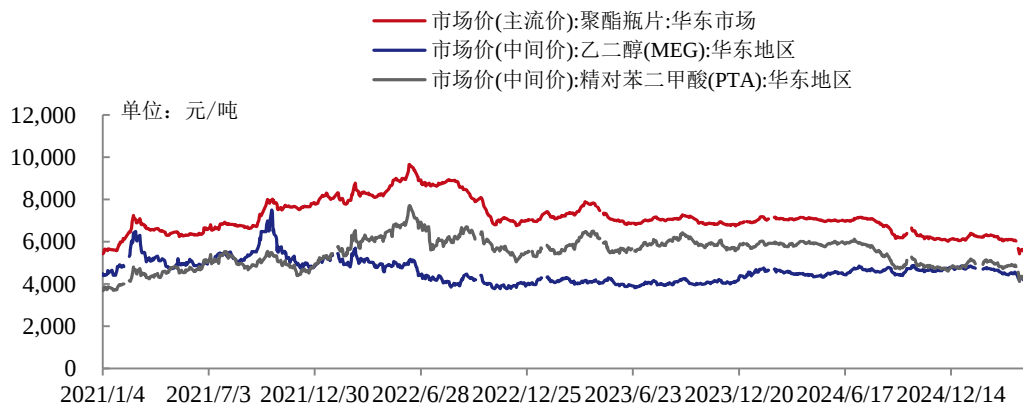
图3 2024年我国瓶级PET产能利用率继续下滑



资料来源：上市公司公告，中证鹏元整理

2024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。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。

图 4 2024 年以来瓶级 PET 与主要原料 PTA（精对苯二甲酸）和 MEG（乙二醇）价格偏弱运行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国瓶级PET出口量呈高速增长趋势，据CCF数据，2024年出口量（综合税则号39076110和39076910 以及各工厂口径统计）为635万吨，同比增长30.90%。虽然受欧盟、美国、日本、加拿大、印度等多国反倾销政策影响，我国瓶级PET出口国家已较为分散，但我国PET行业在全球市场上仍面临反倾销政策的不确定性影响，需关注相关政策风险。2025年1月马来西亚投资、贸易及工业部发布公告，对原产于或进口自中国和印度尼西亚的PET树脂做出反倾销初裁，决定对上述国家的涉案产品征收为期120天的临时反倾销税，税率为6.33%至37.44%，该措施自2025年1月7日起生效。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事聚酯材料的研发、生产和销售，主要产品为瓶级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。2024年，公司营业收入同比小幅减少主要系原材料贸易收入为主的其他业务收入下降所致，仍以瓶级PET销售收入为主要构成。2024年国内瓶级PET行业产能持续集中投放、行业竞争加剧，行业平均加工费同比下降超30%。虽然公司瓶级PET产销量稳中有增，实现主营业务收入同比增长3.27%，但加工费随市场行情下降，导致公司2024年产品毛利及毛利率大幅下滑。公司PET产品毛利率变动趋势与同行业可比公司基本一致。公司其他业务主要为锁定原材料成本开展的原材料贸易业务，为控制经营风险主动降低贸易规模，2024年其他业务收入同比大幅下降。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
瓶级 PET	166.25	96.48%	0.60%	161.04	91.86%	3.78%
大有光 PET	5.18	3.01%	-0.44%	4.99	2.84%	4.53%
主营业务小计	171.48	99.52%	0.56%	166.05	94.71%	3.80%
其他业务小计	0.83	0.48%	60.72%	9.27	5.29%	7.58%

合计	172.32	100.00%	0.86%	175.32	100.00%	4.00%
----	--------	---------	-------	--------	---------	-------

注：主营业务收入还包括少量其他 PET 产品销售收入。
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

公司仍为国内瓶级PET龙头企业之一，2024年PET产量及产能小幅增长，产能利用率处于较高水平；新增尼日利亚和印度尼西亚项目投资计划，总投资规模较大，需关注新增产能消化风险

跟踪期内公司无完工项目投产。截至2024年末，公司拥有PET产品设计生产能力300万吨/年，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）形成差异化竞争，产能规模居全球前列，仍是我国瓶级PET头部企业之一，产品供应能力较强。2024年，公司PET产量同比小幅增长，产能利用率处于较高水平。

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。

表3 2023-2024 年公司主要产品产能、产量及产能利用情况（单位：万吨、万吨/年）

产品类别		2024 年	2023 年
PET	设计产能	300	280
	实际产能	300	280
	产量	277.32	262.66
	产能利用率	92.44%	93.81%

注：重庆三期于 2023 年 5 月投产，故 2023 年全年产能低于 300 万吨。
资料来源：公司提供

截至2024年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目，尚需一定规模投资。该项目预计将于2025年年内正式投产。面对国内激烈的行业竞争环境，公司加快布局海外产能建设，尼日利亚年产30万吨聚酯瓶片生产基地建设项目于2025年开始投入建设，计划总投资4,500万美元，建设主体为子公司重庆万凯和XJP TRADING CO., LIMITED 分别出资65%和35%设立的WKAI INDUSTRY PTE.LTD.，资金来源为自有资金，截至2025年3月末处于土建阶段，预计将于2026年上半年完工投产。此外，公司计划在印度尼西亚投资建设75万吨聚酯瓶片生产基地，预计总投资20.20亿元，资金来源为自筹资金，建设期24个月，目前该项目尚在审批阶段，未开始建设。考虑到市场需求受诸多不确定因素影响，未来需关注新建项目投产后的产能消化和收益不达预期风险。

表4 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万吨/年、亿元）

项目名称	设计产能	总投资	已投资	项目状态	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	51.92	在建	本期债券募集资金 23.20 亿元、银行贷款、自有资金
合计	--	60.00	51.92		--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年虽然公司各类产品销量保持增长，但受行业产能持续集中投放、行业竞争加剧，聚酯瓶片

加工费大幅下降影响，公司产品销售均价明显下滑；公司外销收入及占比同比提升，存在一定反倾销政策风险

2024年，公司PET业务前五大客户及销售额总体稳定，对单个客户销售额占比仍低于10%，客户集中度不高，可口可乐集团、农夫山泉集团、哇哈哈等仍为公司最主要客户。

跟踪期内，公司销售模式无变化，定价模式仍为“原材料成本+加工费+合理利润”。2025年5月以来聚酯瓶片行业平均加工费有所下滑，目前在300元/吨左右。2024年公司瓶级PET和大有光PET产品销售均价同比下滑，同比量增价减，主要系行业产能持续集中投放、行业竞争加剧，产品加工费大幅下降所致。公司各类产品产销率保持较高水平，瓶级PET和大有光PET销售额同比均有所增长。

表5 2023-2024 年公司主要产品销售价格及销量情况

产品类别		2024 年	2023 年
瓶级PET	均价（元/吨）	6,259.63	6,425.93
	销量（万吨）	265.58	250.62
	销售金额（亿元）	166.25	161.04
	产销率	98.11%	98.32%
大有光 PET	均价（元/吨）	6,095.65	6,364.95
	销量（万吨）	8.50	7.83
	销售金额（亿元）	5.18	4.99
	产销率	128.67%	102.59%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司销售区域仍以内销为主，外销收入及占比有所提升。2024年，公司通过在印度尼西亚和中亚设立海外仓储基地的方式整合销售渠道，加快对海外市场的反应速度和提升海外客户满意度，并在巩固和深耕印度尼西亚、中亚等传统优势海外市场的基础上，进一步开拓东南亚、非洲、中东等新市场，拓展海外销售市场的广度和深度，实现外销收入同比增长11.61%，占营业收入比重提升至36.21%。公司涉及进出口业务采用外币计价，2023-2024年分别发生汇兑损益-0.13亿元和0.71亿元，存在一定波动，需关注汇率波动风险。

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，2024年公司对印度尼西亚和中亚国家的市场占有率提升明显。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。2024年8月，印度对公司的反倾销调查案件最终裁决，反倾销税率有所提升。虽然公司外销国家较为分散，但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6 公司营业收入按区域分类情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
境内	109.92	63.79%	119.41	68.11%

境外	62.39	36.21%	55.90	31.89%
合计	172.32	100.00%	175.32	100.00%

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；2024年供应商集中度有所下降，但仍处于偏高水平

跟踪期内，公司主要原材料和采购模式无变化。2024年，公司主营业务成本构成较稳定，直接材料成本占主营业务成本比重仍超过90%，以PTA和MEG为主。原材料价格波动一定程度能够传导至下游，但需关注其对公司现金流及利润的影响。2024年，公司进口MEG的采购额占总采购额的23.30%。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7 公司瓶级 PET 营业成本构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	153.99	93.18%	143.50	92.60%
直接人工、制造费用等	11.27	6.82%	11.46	7.40%
营业成本-瓶级 PET	165.25	100.00%	154.96	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与上游主要供应商合作关系较为稳定，2024年国贸象屿¹、四川能投化学新材料有限公司（以下简称“四川能投”）、物产中大化工集团有限公司、荣盛石化股份有限公司等仍位列公司前五大供应商，前五大供应商采购额占比由2023年的56.08%下降至42.45%，部分主要供应商采购额及占比下降系公司原材料贸易规模下降所致，供应商集中度仍偏高。

五、 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2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

跟踪期内公司财务风险上升。首先，2024 年公司 PET 产销量和销售收入保持稳中有增，但受行业产能持续集中投放、行业竞争加剧，聚酯瓶片加工费大幅下降影响，公司产品毛利空间大幅压缩，净亏损占上年末净资产的比重为 5.29%，盈利水平明显下滑。其次，2024 年公司募投项目建设投入力度较大，本期债券发行等债务融资规模大幅扩张，叠加净利润亏损导致资产负债率上升至 69%左右，处于相对较高水平，FFO/净债务等偿债指标亦弱化，公司总体债务负担加重

¹ 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。

资本实力与资产质量

2024年末，公司总资产同比大幅增长，增量资产主要来自本期债券募投项目建设投入及现金类资产增加，资金来源为本期债券发行及银行借款等债务融资，同时由于当期净利润亏损3.02亿元及对股东利润分配，公司产权比率攀升至高位。资产构成方面，以固定资产、在建工程为主的非流动资产和以存货、现金类资产为主的流动资产占比相对均衡，前者2024年末同比大幅增长系本期债券募投项目建设投入所致。考虑到公司原材料及产成品属于大宗商品，现金类资产受限比例不高，2024年末受限资产合计15.38亿元，占同期末总资产的8.65%，整体资产流动性及质量尚可。但需要注意的是，受行业产能持续集中投放、行业竞争加剧影响，聚酯瓶片加工费大幅下滑，公司产品销售均价下跌，2024年计提存货跌价准备0.97亿元，存在一定资产减值风险。

图 5 公司资本结构

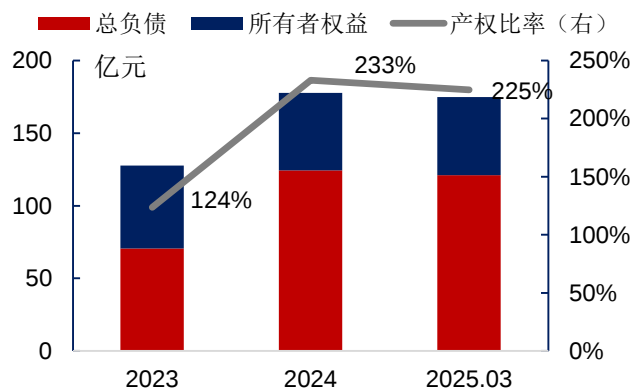
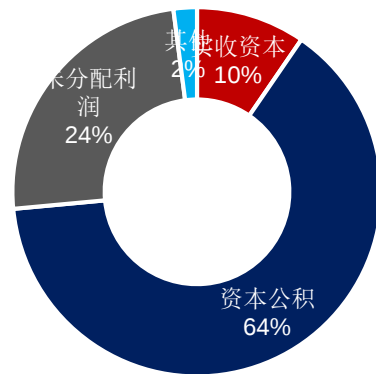


图 6 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.65	17.53%	30.64	17.24%	20.40	15.99%
交易性金融资产	3.92	2.24%	5.21	2.93%	1.42	1.12%
应收账款	8.00	4.58%	6.99	3.93%	7.86	6.16%
存货	33.66	19.25%	36.91	20.77%	35.36	27.71%
流动资产合计	84.96	48.58%	88.70	49.90%	71.90	56.34%
固定资产	31.12	17.79%	31.56	17.76%	33.66	26.38%
在建工程	50.22	28.71%	49.69	27.95%	5.87	4.60%
无形资产	4.88	2.79%	4.93	2.77%	3.84	3.01%
非流动资产合计	89.94	51.42%	89.05	50.10%	55.71	43.66%
资产总计	174.90	100.00%	177.75	100.00%	127.61	100.00%

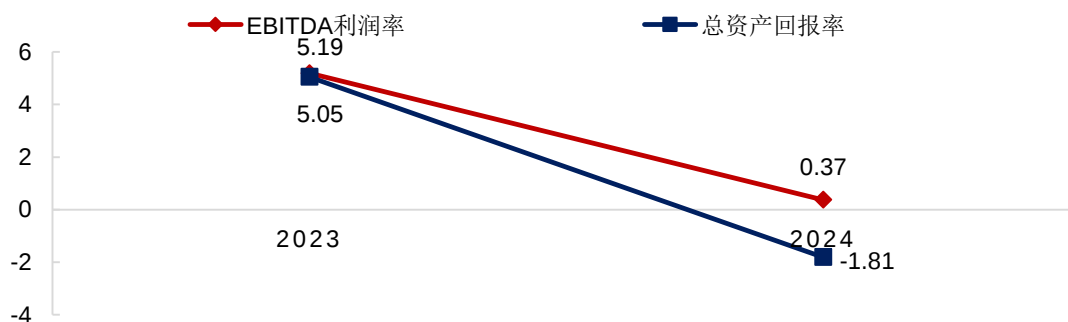
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年，受行业产能持续集中投放、行业竞争加剧，聚酯瓶片加工费大幅下降影响，公司主营业务盈利能力大幅下滑，利润空间明显压缩，EBITDA利润率同比下降至0.37%。同时，当期交易性金融资产处置等发生投资净损失1.49亿元、公允价值变动发生损失0.49亿元及存货跌价导致资产减值损失0.97亿元，公司总资产回报率转负，净利润发生亏损3.02亿元，盈利水平大幅下滑。

跟踪期内，虽然公司PET产销量和销售收入保持稳中有增，但聚酯瓶片行业产能集中投放、行业竞争加剧，导致产品毛利率和盈利水平大幅下滑。考虑到聚酯瓶片行业下游需求增长和对产能的消化需要一定时间，短期内聚酯瓶片加工费可能仍将低位运行。聚酯瓶片行业产能扩张具有周期性，预计本轮产能投放周期逐步进入尾声后，行业供需关系有望改善，同时随着2025年本期债券募投项目建成投产，公司有望实现产业链向上游延伸并减少原材料价格波动风险、改善利润水平及提高盈利的稳定性。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2025年3月末，公司负债结构仍以流动负债为主。跟踪期内，本期债券募投项目建设投入力度较大，债务融资规模大幅扩张，项目工程款等经营性应付款及宣汉县政府给予的募投项目相关土地返还等补贴款亦较大，负债总额增长较快，总债务占总负债比重较为稳定。2025年3月末公司总债务以银行借款和债券为主要构成，跟踪期内增量债务主要为2024年9月发行的本期债券“万凯转债”。由于项目相关长期借款增加，公司短期债务占总债务比重大幅下降，期限结构有所改善，考虑到2025年3月末公司账面现金对短期债务覆盖度不足，公司仍面临一定的集中兑付压力。

经营性债务方面，2024年末应付账款同比大幅增长，主要系本期债券募投项目相关应付工程款增加所致；其他流动负债同比大幅增长，主要系新增待执行的原材料采购合同亏损1.45亿元所致；递延收益为公司收到的与资产相关的政府补贴，2024年末同比大幅增长，系当期收到宣汉县政府给予的本期债券募投项目相关土地返还等补贴款金额较大所致。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月	2024年	2023年
----	---------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	35.94	29.69%	36.57	29.40%	31.32	44.41%
应付票据	4.58	3.79%	3.61	2.90%	4.43	6.28%
应付账款	14.21	11.74%	18.17	14.61%	7.35	10.42%
合同负债	3.96	3.27%	5.38	4.33%	4.09	5.80%
一年内到期的非流动负债	2.06	1.71%	2.59	2.08%	5.25	7.45%
其他流动负债	1.85	1.53%	2.03	1.63%	0.42	0.59%
流动负债合计	64.20	53.04%	70.12	56.38%	54.26	76.94%
长期借款	14.62	12.08%	12.08	9.71%	7.27	10.31%
应付债券	26.98	22.29%	26.84	21.58%	0.00	0.00%
递延收益	15.19	12.55%	15.24	12.25%	8.92	12.65%
非流动负债合计	56.85	46.96%	54.26	43.62%	16.26	23.06%
负债合计	121.06	100.00%	124.38	100.00%	70.53	100.00%
总债务	84.25	69.60%	81.73	65.71%	48.33	68.53%
其中：短期债务	42.59	50.55%	42.77	52.33%	41.01	84.85%
长期债务	41.67	49.45%	38.96	47.67%	7.32	15.15%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年及2025年1-3月，公司销售回款率仍处于较高水平，受益于当期收到的税费返还及宣汉县政府给予的本期债券募投项目相关土地返还等补助款金额较大，以及本期债券募投项目相关工程款等经营性应付款增加，经营活动净现金流大幅改善。2024年FFO转负主要系当期主营业务毛利率下滑所致。

跟踪期内，本期债券募投项目建设投入力度较大，新增本期债券和银行借款等债务融资，同时因主营业务毛利率下滑和净利润亏损导致所有者权益减少、EBITDA大幅下滑，资产负债率、净债务/EBITDA、总债务/总资本等相关偿债指标同比大幅上升，总体债务负担加重。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	2.36	12.65	-1.27
FFO（亿元）	--	-1.72	6.39
资产负债率	69.22%	69.97%	55.27%
净债务/EBITDA	--	80.86	3.66
EBITDA 利息保障倍数	--	0.39	8.90
总债务/总资本	61.01%	60.49%	45.85%
FFO/净债务	--	-3.31%	19.20%
经营活动现金流净额/净债务	4.59%	24.38%	-3.81%
自由现金流/净债务	-2.44%	-32.30%	-59.26%

注：FFO/净债务为负系 FFO 为负所致。

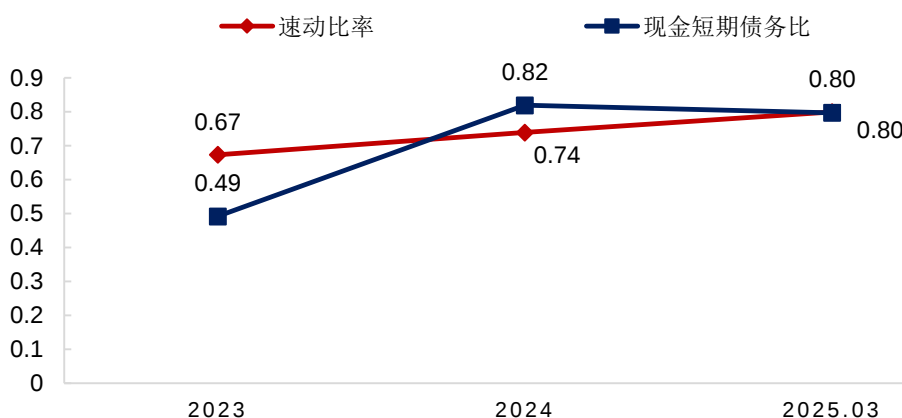
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

杠杆比率波动性方面，跟踪期内本期债券募投项目建设相关资本性支出金额较大，自由现金流能更好反映公司现金流状况。截至2024年末，公司主要在建项目本期债券募投项目相关债务融资已到位，拟

建项目尼日利亚年产30万吨聚酯瓶片生产基地建设项目已使用自有资金完成投资，印度尼西亚75万吨聚酯瓶片生产基地建设项目尚未完成审批，暂无明确融资计划，良好的销售回款与日常经营所需的流动资金缺口不大，预计公司杠杆比率向上波动的可能性较小。

流动性表现方面，跟踪期内公司速动比率和现金短期债务比呈上升趋势，主要受益于新增债务以长期为主，且其中部分尚未使用的资金增加了现金类资产，但截至2025年3月末公司速动比率和现金短期债务比仍低于1。公司融资渠道主要为发行债券和银行借款，截至2025年3月末银行授信尚未使用额度为67.28亿元，备用流动性较为宽裕，作为创业板上市公司亦能进行直接融资，融资渠道较为多样，且资产受限比例较低，融资弹性尚可。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的本部及重要子公司重庆万凯和正达凯的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月6日），公司本部及重要子公司重庆万凯和正达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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年5月30日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

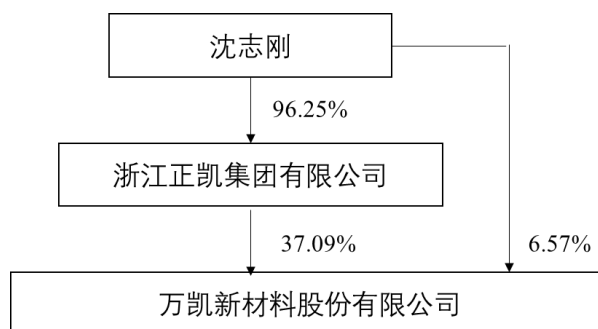
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	30.65	30.64	20.40	38.23
存货	33.66	36.91	35.36	24.57
流动资产合计	84.96	88.70	71.90	81.76
固定资产	31.12	31.56	33.66	26.01
在建工程	50.22	49.69	5.87	5.08
非流动资产合计	89.94	89.05	55.71	34.09
资产总计	174.90	177.75	127.61	115.85
短期借款	35.94	36.57	31.32	36.93
应付账款	14.21	18.17	7.35	5.88
一年内到期的非流动负债	2.06	2.59	5.25	0.40
流动负债合计	64.20	70.12	54.26	54.28
长期借款	14.62	12.08	7.27	1.37
应付债券	26.98	26.84	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	15.19	15.24	8.92	4.09
非流动负债合计	56.85	54.26	16.26	5.63
负债合计	121.06	124.38	70.53	59.91
总债务	84.25	81.73	48.33	41.86
其中：短期债务	42.59	42.77	41.01	40.49
长期债务	41.67	38.96	7.32	1.37
所有者权益	53.84	53.37	57.08	55.93
营业收入	39.19	172.32	175.32	193.86
营业利润	0.44	-3.92	5.11	11.68
净利润	0.48	-3.02	4.36	9.57
经营活动产生的现金流量净额	2.36	12.65	-1.27	8.47
投资活动产生的现金流量净额	-1.94	-35.45	-16.39	-11.04
筹资活动产生的现金流量净额	-0.50	29.26	3.54	24.59
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	0.64	9.09	15.62
FFO（亿元）	--	-1.72	6.39	11.14
净债务（亿元）	51.48	51.90	33.27	9.25
销售毛利率	2.90%	0.86%	4.00%	7.59%
EBITDA 利润率	--	0.37%	5.19%	8.06%
总资产回报率	--	-1.81%	5.05%	14.13%
资产负债率	69.22%	69.97%	55.27%	51.72%
净债务/EBITDA	--	80.86	3.66	0.59
EBITDA 利息保障倍数	--	0.39	8.90	10.84

总债务/总资本	61.01%	60.49%	45.85%	42.80%
FFO/净债务	--	-3.31%	19.20%	120.47%
经营活动现金流净额/净债务	4.59%	24.38%	-3.81%	91.56%
速动比率	0.80	0.74	0.67	1.05
现金短期债务比	0.80	0.82	0.49	0.94

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 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+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

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	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。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	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。
aa	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。
a	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。
bbb	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。
bb	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	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。
ccc	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。
cc	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。
c	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。

展望符号及定义

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



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号