

# 万凯新材料股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【442】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。

# 万凯新材料股份有限公司相关债券2026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

## 评级日期

2026年06月26日

## 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**

## 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。2025年三季度本期债券募投项目投产后，公司实现乙二醇-PET瓶片一体化，在乙二醇原料端的保障能力和抵御原材料价格波动的能力增强。受益于行业供给侧优化和下游需求有力支撑，瓶片加工费修复，以及原材料价格低位运行等多重因素，公司2025年扭亏为盈。此外，本期债券部分转股提升了公司资本实力。但中证鹏元也关注到，公司在建、拟建项目及即将投产的瓶片产能规模较大，需关注新增产能消化风险，2026年一季度短期债务融资需求增加，现金资产对短期债务覆盖不足，面临短期偿债压力，外销收入具有一定规模，存在一定反倾销政策、汇率波动风险等不利因素。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	194.18	176.19	177.75	127.61
归母所有者权益	65.62	61.78	53.39	57.08
总债务	93.24	77.90	81.73	48.33
营业收入	43.20	154.94	172.32	175.32
净利润	3.81	1.68	-3.02	4.36
经营活动现金流净额	-4.66	4.41	12.65	-1.27
净债务/EBITDA	--	8.03	80.86	3.66
EBITDA 利息保障倍数	--	4.49	0.39	8.90
总债务/总资本	58.27%	55.46%	60.49%	45.85%
FFO/净债务	--	9.46%	-3.31%	19.20%
EBITDA 利润率	--	4.87%	0.37%	5.19%
总资产回报率	--	1.70%	-1.81%	5.05%
速动比率	0.75	0.66	0.74	0.67
现金短期债务比	0.49	0.50	0.82	0.49
销售毛利率	8.57%	3.48%	0.86%	4.00%
资产负债率	65.61%	64.49%	69.97%	55.27%

注：2024年FFO/净债务为负，系FFO为负所致

资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 正面

- **公司为国内聚酯瓶片龙头企业之一，已实现乙二醇-PET 瓶片一体化，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 2025 年末拥有瓶级 PET 产品设计生产能力 300 万吨/年，居行业前列。2025 年公司与最主要客户农夫山泉集团、娃哈哈、康师傅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。2025 年三季度，本期债券募投项目投产，公司具备年产 60 万吨乙二醇生产能力，主要供应重庆基地 180 万吨产能的乙二醇需求，实现乙二醇-PET 瓶片一体化，有望降低原料价格波动对主业的影响，提高盈利稳定性。
- **产品供应能力稳定，主业盈利能力边际改善，净利润扭亏为盈。**2025 年，公司 PET 产品产量总体稳定，产能利用率维持较高水平。2025 年受益于行业供给侧优化和下游需求有力支撑，供需关系改善推动瓶片加工费修复，以及原材料价格低位运行、本期债券募投项目投产后有效增强公司在乙二醇原料端的保障能力等多重因素，公司销售毛利率由上年的 0.86% 提升至 3.48%，净利润 1.68 亿元实现扭亏。
- **“万凯转债”部分转股提升资本实力。**2025 年及 2026 年 1-3 月，“万凯转债”共有 7,357,278 张完成转股，票面金额 7.36 亿元，合计转为 6,510.45 万股公司股票，实收资本和资本公积分别增加 0.65 亿元和 6.87 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司总股本增至 58,019.76 万股。

## 关注

- **仍存在一定短期偿债压力。**2026 年 3 月以来中东地缘政治冲突为公司提供了抢占海外市场份额的窗口期，外销订单增长显著，而海外销售多采用信用证结算，应收账款增长较快，同时为应对二、三季度销售旺季，公司增加备货，存货及原材料采购预付款增加，对流动资金造成占用，2026 年 1-3 月，公司经营活动现金流净流出，增加流动资金贷款平衡资金缺口，短期债务快速增长。2026 年 3 月末，现金短期债务比下降至 0.49，存在一定集中偿付压力。
- **在建、拟建项目及即将投产的瓶片产能规模较大，需关注新增产能消化风险。**公司尼日利亚年产 30 万吨聚酯瓶片项目将于年内投产，收购浙江耀瑞兴新材料有限公司（以下简称“耀瑞兴”）改建项目和在建印度尼西亚项目分别涉及瓶片产能 150 万吨/年和 75 万吨/年，计划投产时间分别为 2027 年和 2028 年，上述项目产能规模较大，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。**2025 年公司外销收入为 45.92 亿元，占营业收入比重近 30%。2026 年 3 月以来，中东地缘政治冲突使得部分海外瓶片产能供应收紧，全球订单向国内转移，公司外销订单增长显著。虽然公司外销国家较为分散，但若未来全球针对我国瓶级 PET 的反倾销措施进一步收紧，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	174.00	83.22	176.19
营业收入	198.77	130.68	154.94
净利润	-8.85	-0.86	1.68
销售毛利率	-1.91%	1.40%	3.48%
资产负债率	72.27%	23.30%	64.49%

瓶级PET设计产能（万吨/年）	500	210	300
-----------------	-----	-----	-----

注：以上各指标均为 2025 年数据。设计产能未扣除联合减产产能。

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_2025V1.0

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	4/9
	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	中
	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		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				2
个体信用状况					<b>aa</b>
外部特殊支持					<b>0</b>
主体信用等级					<b>AA</b>

注：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提升，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 2 个小级别，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	19.64	2026-4-29	2030-8-16

注：债券余额查询日为 2026 年 6 月 23 日。

## 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2025年末，万凯转债募集资金已使用完毕，募集资金专户已销户。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人及高级管理人员无变化，公司仍主要从事聚酯材料瓶级PET的研发、生产和销售。2025年12月<sup>1</sup>，公司根据规定取消监事会，并增设1名职工代表董事，由原监事会主席吕恩君担任，董事会成员人数由7名调整为8名，其中非独立董事5名，独立董事3名。2026年4月，公司董事会换届，选举张雷宝、洪鑫和徐鼎一为公司第三届董事会独立董事。陈国平、章击舟和祝卸和因任期届满，不再担任公司独立董事职务<sup>2</sup>。2025年及2026年1-3月，“万凯转债”共有7,357,278张完成转股，票面金额7.36亿元，合计转为6,510.45万股公司股票。截至2026年3月末，公司总股本增至58,019.76万股。2026年3月末，控股股东浙江正凯集团有限公司（以下简称“正凯集团”）对公司直接持股比例降至32.93%，实际控制人沈志刚直接和通过正凯集团间接持有公司38.77%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。“万凯转债”自2025年2月24日起进入转股期，当前转股价为11.30元/股，截至2026年6月17日，公司股票收盘价24.81元/股。

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”）、四川正达凯新材料有限公司（以下简称“正达凯”）和万凯国际贸易有限公司（以下简称“万凯国际”）财务数据详见下表。重庆万凯主要从事瓶级PET的研发、生产和销售，正达凯为本期债券募投项目建设和运营主体，主要生产和销售乙二醇（MEG）等关键化工材料，主要供给重庆万凯使用，万凯国际系公司于2023年在新加坡设立的全资子公司，面向全球市场从事PET及原材料的销售与贸易。

**表1 重要子公司 2025 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	60.84	21.54	88.28	0.83
正达凯	乙二醇制造、销售	63.78	18.12	11.47	0.62
万凯国际	聚酯材料及原材料销售与贸易	15.51	0.96	19.01	0.72

资料来源：公司 2025 年年报、公司提供，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 为完成工商变更登记时间。

<sup>2</sup> 2026 年 4 月 29 日，中证鹏元已出具并披露《中证鹏元关于关注万凯新材料股份有限公司董事变动超过三分之一事项的公告》（中证鹏元公告【2026】182 号）

### 三、运营环境

#### 宏观经济和政策环境

**2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局**

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于民、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

#### 行业环境

**2025年我国瓶级PET需求保持增长，受益头部企业联合减产，产能扩张速度放缓，供需格局边际改善，但前期集中投放的产能尚需时间消化，年内价格偏弱运行，企业盈利空间仍承压。2026年一季度，地缘政治因素引起原料价格大幅波动带来利润侵蚀及现金流压力。此外，需关注全球多国对华反倾销政策持续收紧的不确定性风险**

2025年全球瓶级PET需求量持续增长，对瓶级PET行业有良好支撑。上市公司公告等公开资料显示，2025年全球瓶级PET需求量增至3,630万吨，同比增长约8.2%，2014-2025年年均复合增速为5.89%，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，2025年内需规模为933.5万吨，同比增长8.3%，占全球比重为25.7%，出口量约710万吨，同比增长11.8%，2022-2025年年均复合增速达10.47%，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，2025年国内规上企业软饮料产量同比增长3%，国内软饮料领域PET需求占我国PET需求总量的38.6%，同比增长8.9%，食用油需求占比2.7%，同比增长2.1%，片材及新兴领域需求占比15.5%，同比增长8%。近年软饮料及其他领域对瓶级PET需求呈较快增长趋势，瓶级PET行业景气度具有一定基本面支撑。

图 1 2025 年我国瓶级 PET 需求量持续增长

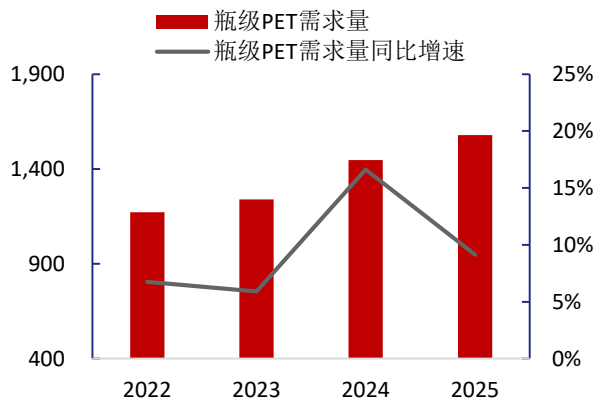


图 2 2025 年我国规上企业软饮料产量持续增长



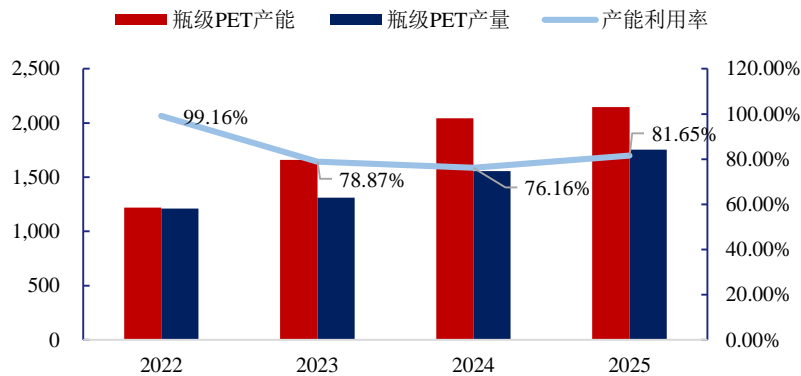
注：需求量包括内需和出口。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

2025年国内本轮PET扩产周期接近尾声，头部企业联合减产，行业产能增速明显放缓，供需格局边际改善。2025年我国瓶级PET产能和产量分别为2,147万吨和1,753万吨，同比增长5.09%和12.7%，2022-2025年产能和产量年均复合增速分别达20.73%和13.16%，产能利用率同比提升5.49个百分点至81.65%。截至2025年末，我国主要瓶级PET生产企业中产能规模排名前四的逸盛石化（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）、万凯新材和中国华润（华润材料（301090.SZ）和江阴澄星实业集团有限公司）的瓶级PET年设计产能<sup>3</sup>分别为590万吨、500万吨、300万吨和330万吨，行业产能集中度CR4达80%。

图 3 2025 年我国瓶级 PET 产能利用率边际改善



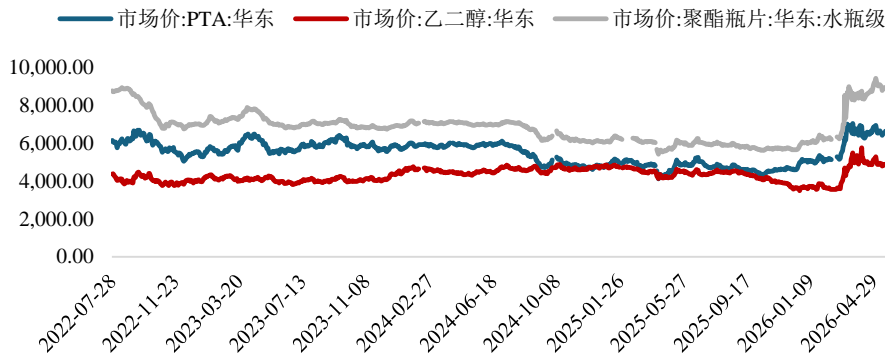
资料来源：上市公司公告，中证鹏元整理

2025年，受前期瓶级PET产能集中投放的持续影响，价格延续偏弱运行。尽管产能增速较上年放缓，但下游需求增长短期难以消化存量及新增产能，行业盈利空间仍受较大影响。2026年一季度，在行业主动减产、原料PTA及MEG价格上涨（中东局势影响）等因素推动下，瓶级PET价格及加工费强势反弹，

<sup>3</sup> 含联合减产产能。

盈利能力出现阶段性改善。然而，随着供应端陆续重启、库存从低位回升，价格于季末冲高回落，市场重回博弈格局。PTA、MEG等原料在瓶级PET成本中占比较高，其价格波动具有周期性。在原料价格上涨周期中，仍存在利润侵蚀风险以及采购端营运资金占用增加、现金流承压的压力。未来需持续关注行业对新增产能的消化进程及原料价格走势。

图 4 2025 年瓶级 PET 与主要原料 PTA 和 MEG 价格偏弱运行，2026 年 3 月大幅上涨



资料来源: Choice, 中证鹏元整理

2025年以来，全球针对我国瓶级PET的反倾销措施呈多边收紧态势，政策不确定性风险有所加大，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，仍需持续关注相关贸易政策变化对我国瓶级PET出口的潜在影响。

表 2 2025 年全球针对我国瓶级 PET 的反倾销措施

国家	反倾销措施
印度	2026 年 3 月 20 日，对原产于或进口自中国的聚对苯二甲酸乙二醇酯树脂作出第一次反倾销日落复审肯定性终裁，建议继续征收为期 5 年的反倾销税，税额为 200.66 美元/吨。
加拿大	2025 年 10 月 15 日作出反倾销产业损害肯定性终裁，对原产于或进口自中国的聚对苯二甲酸乙二醇酯 (PET) 树脂征收反倾销税，税率为 100.6% (反倾销) + 57.4% (反补贴)，有效期 5 年。
墨西哥	2025 年 5 月 29 日作出反倾销终裁，对原产于中国的 PET 树脂征收 0-0.26 美元/千克的反倾销税。
马来西亚	2025 年 5 月 6 日作出反倾销肯定性终裁，决定对原产于或进口自中国的 PET 树脂征收反倾销税，税率为 2.29%-11.74%，措施有效期 5 年，自 2025 年 5 月 7 日起至 2030 年 5 月 6 日终止。
南非	2025 年 4 月 17 日对中国出口的 PET 发起日落复审调查。

资料来源: 公开资料, 中证鹏元整理

## 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。2025年，公司营业收入仍以瓶级PET销售收入为主要构成，同比下滑10.08%，主要受前期瓶级PET产能集中投放的持续影响，年内市场价格延续偏弱运行，产品均价同比下降所致。2025年公司销售毛利率显著提升，主要受益于行业供

给侧优化和下游需求有力支撑，供需关系改善推动瓶片加工费修复，以及原材料价格低位运行、本期债券募投项目投产后有效增强公司在乙二醇原料端的保障能力等多重因素。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，为控制经营风险维持在较低规模。

**表3 收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
瓶级 PET	149.51	96.50%	3.18%	166.25	96.48%	0.60%
大有光 PET	3.10	2.00%	0.40%	5.18	3.01%	-0.44%
<b>主营业务小计</b>	<b>153.47</b>	<b>99.05%</b>	<b>3.19%</b>	<b>171.48</b>	<b>99.52%</b>	<b>0.56%</b>
<b>其他业务小计</b>	<b>1.47</b>	<b>0.95%</b>	<b>33.69%</b>	<b>0.83</b>	<b>0.48%</b>	<b>60.72%</b>
<b>合计</b>	<b>154.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.48%</b>	<b>172.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>0.86%</b>

注：主营业务收入还包括少量其他 PET 产品销售收入。其他业务毛利率较高系其中含少量废料销售所致。  
 资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

**公司仍为国内瓶级PET龙头企业之一，2025年产品供应能力稳定，产能利用率维持较高水平，在建、拟建及即将投产的聚酯瓶片产能规模较大，需关注新增产能消化风险**

2025年三季度，本期债券募投项目完工投产，截至目前处于满负荷运行状态，主要供应公司重庆基地年产180万吨PET的乙二醇原料需求。本期债券募投项目投产后，有效增强了公司在乙二醇原料端的保障能力，降低了原料成本波动对主业的影响。截至2025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。2025年，行业头部企业联合减产，公司于同年7月公告将有序调减PET生产计划<sup>4</sup>，减产检修涉及PET产能60万吨，占公司总产能的20%，具体复产安排根据装置检修进展以及市场行情统筹规划，截至目前重启时间未定。2025年公司产能利用率仍维持较高水平，主要系其余产线满负荷生产所致。

**表4 2024-2025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	2025年	2024年
PET	设计产能	300.00	300.00
	产量	274.03	277.32
	产能利用率	91.34%	92.44%

注：2025年7月公司公告减产PET产能60万吨，设计产能未扣除减产产能，减产后产能利用率仍较高系剩余产线满负荷生产所致。  
 资料来源：公司提供

报告期内，公司海外产能建设稳步推进。尼日利亚工厂年产30万吨食品级PET新材料项目目前已处于最后的设备调试阶段，将于年内投产。公司在非洲布局产能主要基于盈利能力、市场准入和全球化经

<sup>4</sup> 2025年7月11日，中证鹏元已出具并披露《中证鹏元关于关注万凯新材料股份有限公司部分生产装置减产检修的公告》（中证鹏元公告【2025】336号）

营的综合考量，项目投产后预计将显著受益于非洲当地人口和瓶片产能之间的巨大缺口和有别于国内市场的产品定价体系，带来相较国内更优的单位毛利，并规避贸易壁垒。印度尼西亚工厂年产75万吨食品级PET新材料项目尚处于项目建设早期，预计于2028年建成投产。

2026年5月，公司使用自有资金，以评估作价2.68亿元<sup>5</sup>的股权转让对价，收购控股股东正凯集团持有的耀瑞兴100%股权，相关工商变更登记已办理完毕。耀瑞兴成立于2025年2月，主要资产为在建工程“浙江耀瑞兴新材料有限公司绿色智造示范产业园”一期项目，计划建设75万吨高粘切片装置2套、7万吨高性能共聚酯新材料装置1套及园区公用工程配套设施，项目建设地为海宁市尖山区。本次收购完成后，公司拟将高性能共聚酯新材料装置建设内容调整为150万吨SSP瓶级聚酯切片装置，最终产品将从多功能高粘切片变更为瓶级PET切片。项目达产后，公司将新增瓶级PET切片产能150万吨/年<sup>6</sup>。该项目总投资约33亿元（含铺底流动资金，建设总投资约25亿元），截至2026年5月末尚需投资约20亿元，资金来源为自有资金及银行贷款。多功能高粘切片与SSP瓶级聚酯切片的前段生产工序相同，收购前的建设支出已由股东正凯集团承担，项目预计投产时间为2027年。首座年处理5万吨废料的生物酶解聚PET再生项目目前尚未开工，酶法再生PET的商业化落地存在一定不确定性。

正达凯一期项目产能提升年产10万吨乙二酸技改项目系在不影响乙二醇产量的基础上，对本期债券募投项目进行技改，利用乙二醇装置中间产品DMO，采用水解法生产工艺，制备草酸并副产氢气，目前已完工并处于设备调试阶段，将于年内投产。乙二酸项目已与富临新能源科技有限公司形成战略合作关系，下游应用和销售渠道明确，且乙二酸行业有效产能相对集中，新增供给受到工艺、环保和资本约束，价格体系和盈利水平具有一定韧性，在当前环境下的单位盈利能力和现金流贡献明显优于传统大宗化工品。

总体来看，公司在建、拟建及即将投产的聚酯瓶片产能规模较大，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5 截至2025年末公司主要在建、拟建项目情况（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
印度尼西亚工厂年产75万吨食品级PET新材料项目	75	20.46	0.14	在建	自有资金、银行贷款
尼日利亚工厂年产30万吨食品级PET新材料项目*	30	0.45亿美元	1.64	在建	自有资金
浙江万凯耀能热电联产有限公司公用热电联产项目	--	11.22	0.00	拟建	自有资金、银行贷款
正达凯一期项目产能提升年产10万吨乙二酸技改项目*	10	3.50	0.00	拟建	自有资金、银行贷款
首座年处理5万吨废料的生物酶解聚PET再生项目	5	1.94	0.00	拟建	自有资金、银行贷款
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>1.78</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

注：“\*”项目将于年内投产。

<sup>5</sup> 2025年末，耀瑞兴总资产5.16亿元，净资产1.77亿元，主要资产为在建项目。

<sup>6</sup> 该项目系2025年联合减产会议召开前获批，符合继续建设的前提条件，联合减产公司无新增产能计划。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2025年虽然公司各类产品销量总体稳定，但受前期瓶级PET产能集中投放的持续影响，瓶级PET年内市场价格延续偏弱运行，产品均价同比下降；公司外销收入及占比具有一定规模，存在一定汇率波动与反倾销政策风险**

2025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，农夫山泉集团、娃哈哈、康师傅集团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”。受前期PET产能集中投放的持续影响，2025年市场价格延续偏弱运行，公司产品销售均价同比下降，虽然产销率保持较高水平，瓶级PET和大有光PET销售额同比均有所下滑。

**表6 2024-2025年公司主要产品销售价格及销量情况**

产品类别		2025年	2024年
瓶级PET	均价（元/吨）	5,556.02	6,259.63
	销量（万吨）	269.10	265.58
	销售金额（亿元）	149.51	166.25
	产销率	100.00%	98.11%
大有光 PET	均价（元/吨）	5,469.18	6,095.65
	销量（万吨）	5.67	8.50
	销售金额（亿元）	3.10	5.18
	产销率	117.12%	128.67%

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下滑，主要系2025年聚酯瓶片出口需求旺盛，公司存在境外客户通过国内贸易商代采的情况，部分境内销售的最终去向为境外所致。2026年3月以来，中东地缘政治冲突使得部分海外瓶片产能供应收紧，全球订单向国内转移，为公司提供了抢占海外市场份额的窗口期，公司外销订单增长显著。但需注意的是，海外销售多采用信用证结算，存在一定款项回收风险。公司涉及进出口业务采用外币计价，2024-2025年分别发生汇兑损益0.71亿元和-0.12亿元，存在一定波动，需关注汇率波动风险。

公司外销国家仍主要为阿联酋、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。2025年以来，全球针对我国瓶级PET的反倾销措施呈多边收紧态势，政策不确定性风险有所加大。2025年5月，公司对墨西哥反倾销调查的反上诉取得重要成果，最终获得全国唯一的零税率，此外，印度对公司征收的反倾销税率低于国内同行业企业。虽然公司外销国家较为分散，部分反倾销税率低于国内同业，但若未来全球针对我国瓶级PET的反倾销措施进一步收紧，或将对公司境外业务造成不利影响。

**表7 公司营业收入按区域分类情况（单位：亿元）**

项目	2025 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比
境内	109.02	70.36%	109.92	63.79%
境外	45.92	29.64%	62.39	36.21%
<b>合计</b>	<b>154.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>172.32</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；供应商集中度尚可

跟踪期内，公司主要原材料和采购模式无变化。2025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。2025年三季度，本期债券募投项目建成投产，主要供应重庆基地180万吨/年产能MEG原料需求，有利于增强公司在乙二醇原料端的保障能力，降低原料成本波动对主业的影响。由于下游需求较为刚性，且瓶片成本在下游产品的成本中占比较低，下游客户对瓶片价格的敏感度不高，原材料价格波动一定程度上能够传导至下游，但仍需关注其对公司现金流及利润的影响。2026年3月以来，中东局势推动PTA及MEG价格上涨，支撑瓶片价格强势反弹，将有利于公司盈利水平进一步修复。

**表8 公司瓶级 PET 营业成本构成情况（单位：亿元）**

项目	2025 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	133.63	92.31%	153.99	93.18%
直接人工、制造费用等	11.13	7.69%	11.27	6.82%
<b>营业成本-瓶级 PET</b>	<b>144.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>165.25</b>	<b>100.00%</b>

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，2025年国贸象屿<sup>7</sup>、四川能投化学新材料有限公司等仍位列公司前五大供应商，本期债券募投项目投产后，公司向上游供应商采购MEG总量减少，新增MEG主要生产原料天然气的采购，前五大供应商新增四川巴灞能源产业有限公司。2025年公司前五大供应商采购额占比下降至33.93%，供应商集中度尚可。

## 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

<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。

2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

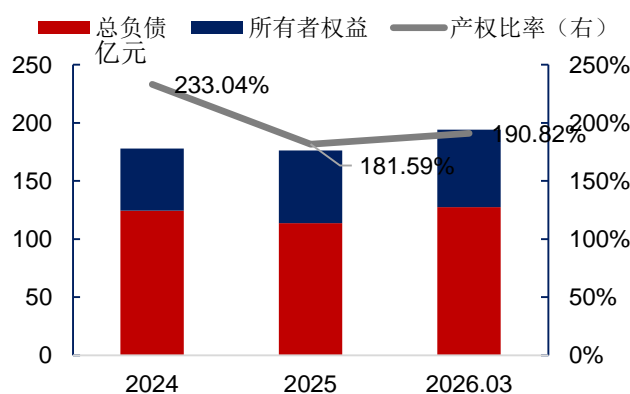
跟踪期内，受益于行业供需关系改善、瓶片加工费修复及原材料价格维持低位，公司主业盈利能力改善，净利润实现扭亏。同时，本期债券部分转股及自身利润累积显著提升资本实力，资产负债率、EBITDA 利息保障倍数等偿债能力指标边际改善。但需要注意的是，2026 年一季度应收、预付款项及旺季备货对流动资金占用增加，短期债务增长较快，现金类资产对短期债务覆盖度下降，存在一定集中兑付压力，信用及资产减值计提增加对利润造成侵蚀，需关注资产减值风险。

### 资本实力与资产质量

2025年，受益于“万凯转债”转股及自身利润累积，公司负债总额同比下降、资本实力显著提升，产权比率有所下降。2026年3月末，公司产权比率有所回升，主要系公司经营活动所需的现金缺口增加，短期借款快速增长所致。一方面，2026年3月以来中东地缘政治冲突为公司提供了抢占海外市场份额的窗口期，外销订单增长显著，而海外销售多采用信用证结算，应收账款增长较快；另一方面，为应对二、三季度销售旺季，公司增加备货，存货及原材料采购预付款增加，对流动资金造成占用。

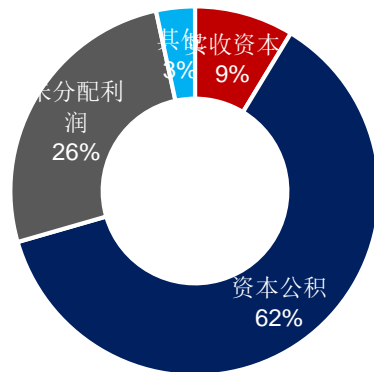
资产构成方面，2026年3月末以固定资产、在建工程、无形资产为主的非流动资产和以存货、现金类资产为主的流动资产占比相对均衡，前者2025年末同比增长系本期债券募投项目、尼日利亚项目等的建设投入（在建工程）、预付设备采购款及购买大额存单（其他非流动资产）所致，后者2026年3月末增长系债务融资带来的现金类资产增加、外销订单增长引起的应收账款增加及旺季备货后存货增加等多重影响所致。2025年末，其他应收款大幅增加主要系正达凯当期新增3.25亿元天然气采购预付款所致。考虑到公司原材料及产成品属于大宗商品，现金类资产受限比例不高，2025年末受限资产合计14.72亿元，占同期末总资产的8.35%，整体资产流动性及质量尚可。但需要注意的是，受前期行业产能集中投放影响，2025年公司产品销售均价下跌，存货跌价准备计提增加，同时2026年1-3月外销增加后，应收账款及基于财务审慎原则进行的坏账计提有所增加，公司存在一定资产减值风险。

图5 公司资本结构



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图6 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	27.40	14.11%	20.41	11.58%	30.64	17.24%
交易性金融资产	3.66	1.89%	2.32	1.32%	5.21	2.93%
应收账款	11.56	5.95%	6.71	3.81%	6.99	3.93%
预付款项	5.75	2.96%	3.95	2.24%	3.14	1.76%
其他应收款	5.80	2.99%	4.11	2.33%	1.45	0.82%
存货	36.89	19.00%	34.52	19.59%	36.91	20.77%
<b>流动资产合计</b>	<b>95.75</b>	<b>49.31%</b>	<b>76.72</b>	<b>43.54%</b>	<b>88.70</b>	<b>49.90%</b>
固定资产	80.28	41.34%	81.86	46.46%	31.56	17.76%
在建工程	4.74	2.44%	4.24	2.41%	49.69	27.95%
无形资产	5.27	2.72%	5.31	3.01%	4.93	2.77%
其他非流动资产	6.52	3.36%	5.43	3.08%	0.79	0.44%
<b>非流动资产合计</b>	<b>98.44</b>	<b>50.69%</b>	<b>99.47</b>	<b>56.46%</b>	<b>89.05</b>	<b>50.10%</b>
<b>资产总计</b>	<b>194.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>176.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>177.75</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

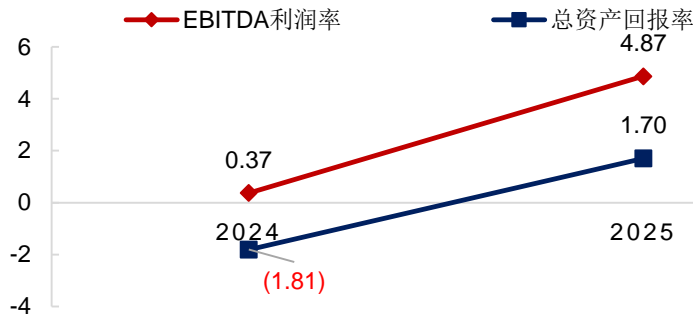
### 盈利能力

2025年，公司EBITDA利润率显著提升，主要受益于行业头部企业联合减产和下游需求有力支撑有效改善了供需关系，推动瓶片加工费修复，全年瓶片加工费呈低位震荡筑底、下半年缓慢修复和年末翘尾的走势，叠加原材料价格低位运行、本期债券募投项目投产后公司在乙二醇原料端的保障能力增强等多重有利因素，以及营业收入同比下降影响所致。2025年，公司总资产报酬率扭亏为盈，一方面受益于主业盈利能力改善，另一方面，原材料的套期保值业务带来的公允价值变动收益、政府补贴均同比增加，增厚了收益。2024-2025年，公司公允价值变动损益分别为-0.49亿元和1.34亿元，计入其他收益中的政府补贴分别为0.99亿元和1.79亿元。

需要注意的是，2025年以来公司信用减值损失和资产减值损失增长较多，对利润造成侵蚀。2025年及2026年1-3月公司发生信用减值损失0.16亿元和0.36亿元，同比大幅增加主要系正达凯天然气采购预付款计提坏账及2026年一季度海外销售大幅增长，基于审慎原则对信用证结算的应收账款计提坏账所致。2025年及2026年1-3月分别发生资产减值损失1.12亿元和0.69亿元，同比增加主要系存货跌价准备计提所致。

跟踪期内，行业供需关系边际改善，瓶片加工费筑底修复，公司盈利水平显著提升。同时，随着2025年本期债券募投项目建成投产，公司实现产业链向上游延伸，降低了原料成本波动对主业的影响，盈利稳定性有望提升。但需注意的是，行业头部企业联合减产产能重启时间未定，且公司在建、拟建及即将投产的瓶片产能规模较大，若后续行业供给端产能释放节奏加快，可能对公司盈利造成不利影响。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司负债结构仍以流动负债为主。2025年末，受“万凯转债”部分转股，应付债券减少影响，公司负债总额及总债务同比下降。2026年3月末，公司总债务较期初明显增长，增量主要来自短期借款，系应收、预付款项及存货对流动资金占用增加，公司增加流动资金贷款平衡资金缺口所致。2026年3月末，公司总债务以银行借款和债券为主要构成，短期债务占总债务比重上升至63.11%，期限结构待改善，考虑到2026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，2025年以来应付账款和合同负债合计金额持续快速减少，对上游供应商占款下降；递延收益为公司收到的与资产相关的政府补贴，账面价值较为稳定。

表10公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	50.57	39.69%	36.91	32.49%	36.57	29.40%
应付票据	4.44	3.49%	3.37	2.97%	3.61	2.90%
应付账款	12.43	9.76%	14.07	12.39%	18.17	14.61%
合同负债	4.55	3.57%	4.02	3.54%	5.38	4.33%
一年内到期的非流动负债	3.83	3.01%	3.39	2.98%	2.59	2.08%
<b>流动负债合计</b>	<b>78.26</b>	<b>61.43%</b>	<b>64.25</b>	<b>56.54%</b>	<b>70.12</b>	<b>56.38%</b>
长期借款	14.32	11.24%	14.26	12.55%	12.08	9.71%
应付债券	20.08	15.76%	19.97	17.58%	26.84	21.58%
递延收益-非流动负债	14.73	11.56%	15.00	13.20%	15.24	12.25%
<b>非流动负债合计</b>	<b>49.15</b>	<b>38.57%</b>	<b>49.38</b>	<b>43.46%</b>	<b>54.26</b>	<b>43.62%</b>
<b>负债合计</b>	<b>127.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>113.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>124.38</b>	<b>100.00%</b>
总债务	93.24	73.18%	77.90	68.56%	81.73	65.71%
其中：短期债务	58.85	63.11%	43.67	56.06%	42.77	52.33%
长期债务	34.40	36.89%	34.23	43.94%	38.96	47.67%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司销售回款率维持在较高水平，2025年经营活动现金流净额同比大幅减少，主要系比较期间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使得基数较高所致。2026年1-3月，经营活动现金流净流出规模较大，主要系应收、预付款项对流动资金占用增加，同时为二、三季度旺季备货，采购端支出增加所致。

跟踪期内，受益于本期债券部分转股，公司资本实力显著提升，资产负债率、总债务/总资本有所下降。虽然公司净债务呈增长趋势，但受益于主业盈利能力提升，EBITDA大幅增长、FFO扭亏为盈，净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数和FFO/净债务等偿债能力指标边际改善。

**表11 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-4.66	4.41	12.65
FFO（亿元）	--	5.73	-1.72
资产负债率	65.61%	64.49%	69.97%
净债务/EBITDA	--	8.03	80.86
EBITDA 利息保障倍数	--	4.49	0.39
总债务/总资本	58.27%	55.46%	60.49%
FFO/净债务	--	9.46%	-3.31%
经营活动现金流净额/净债务	-7.10%	7.28%	24.38%
自由现金流/净债务	-11.37%	-16.72%	-32.30%

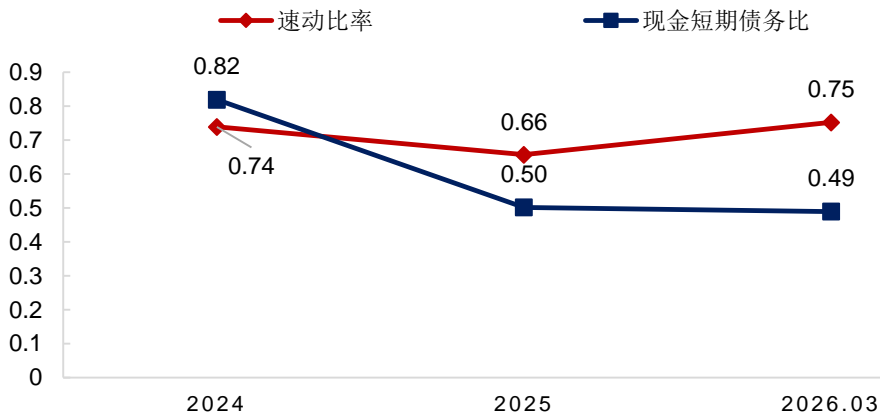
注：自由现金流/净债务为负系自由现金流为负所致。

资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

杠杆比率波动性方面，跟踪期内公司主要建设项目投入金额不大，而完工转固的项目账面价值较高，FFO能更好反映跟踪期内的现金流状况。考虑到2025年末在建、拟建项目尚需投资规模较大，未来资本性支出较大，自由现金流能更好反映公司未来的现金流状况。截至2025年末，公司未来一年有债务融资计划的在建、拟建项目主要为耀瑞兴项目和热电联产项目，尚需投资具有一定规模，公司杠杆比率存在一定向上波动的可能。

流动性表现方面，跟踪期内公司速动比率变化不大，2026年3月末为0.75。现金短期债务比有所下降，主要系短期借款增长较多，同时账面现金因日常经营支出下降所致，2026年3月末为0.49，现金类资产对短期债务的覆盖度不足。截至2026年3月末，公司所获银行授信尚未使用额度为61.61亿元，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 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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、重要子公司重庆万凯和正达凯企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（公司：2026年6月5日；重庆万凯：2026年6月8日；正达凯：2026年6月5日），公司本部、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（2026年6月21日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

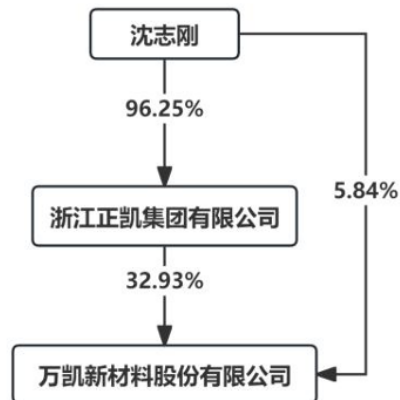
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	27.40	20.41	30.64	20.40
存货	36.89	34.52	36.91	35.36
流动资产合计	95.75	76.72	88.70	71.90
固定资产	80.28	81.86	31.56	33.66
非流动资产合计	98.44	99.47	89.05	55.71
资产总计	194.18	176.19	177.75	127.61
短期借款	50.57	36.91	36.57	31.32
一年内到期的非流动负债	3.83	3.39	2.59	5.25
流动负债合计	78.26	64.25	70.12	54.26
长期借款	14.32	14.26	12.08	7.27
应付债券	20.08	19.97	26.84	0.00
递延收益-非流动负债	14.73	15.00	15.24	8.92
非流动负债合计	49.15	49.38	54.26	16.26
负债合计	127.41	113.62	124.38	70.53
总债务	93.24	77.90	81.73	48.33
其中：短期债务	58.85	43.67	42.77	41.01
所有者权益	66.77	62.57	53.37	57.08
营业收入	43.20	154.94	172.32	175.32
营业利润	4.79	1.83	-3.92	5.11
净利润	3.81	1.68	-3.02	4.36
经营活动产生的现金流量净额	-4.66	4.41	12.65	-1.27
投资活动产生的现金流量净额	1.07	-17.21	-35.45	-16.39
筹资活动产生的现金流量净额	6.83	10.00	29.26	3.54
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	7.54	0.64	9.09
FFO（亿元）	--	5.73	-1.72	6.39
净债务（亿元）	65.64	60.57	51.90	33.27
销售毛利率	8.57%	3.48%	0.86%	4.00%
EBITDA 利润率	--	4.87%	0.37%	5.19%
总资产回报率	--	1.70%	-1.81%	5.05%
资产负债率	65.61%	64.49%	69.97%	55.27%
净债务/EBITDA	--	8.03	80.86	3.66
EBITDA 利息保障倍数	--	4.49	0.39	8.90
总债务/总资本	58.27%	55.46%	60.49%	45.85%
FFO/净债务	--	9.46%	-3.31%	19.20%
经营活动现金流净额/净债务	-7.10%	7.28%	24.38%	-3.81%
速动比率	0.75	0.66	0.74	0.67

现金短期债务比	0.49	0.50	0.82	0.49
---------	------	------	------	------

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 年末）



资料来源：公开资料

### 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+经调整所有者权益
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