

聚酯瓶片精耕细作，崭新天地垦荒播种

2024年04月03日

► **公司是国内聚酯瓶片四大龙头之一。**公司深耕聚酯行业十余年，产能规模逐步提升，是国内最具规模优势的聚酯瓶片龙头企业之一。截至2023年底，公司已有浙江海宁、重庆两个产业基地，具备瓶级PET产能300万吨/年，是国内瓶级切片产能最大的公司，与逸盛、华润、三房巷并为国内聚酯瓶片行业龙头。2022年，公司PET收入占到营业总收入的80.68%。

► **瓶片原料供应宽松，需求增速较快。**2018-2022年，聚酯瓶片上游PTA、MEG产能扩张幅度较大，竞争更为激烈，下游瓶片环节议价能力逐步提升。聚酯瓶片是食品包装行业的刚需材料，国内的瓶级PET有近75%用于饮料包装。2014年~2022年间，全球瓶级聚酯切片市场需求从1934万吨/年增长至3293万吨/年，复合增速为6.88%。除饮料包装外，生鲜、文具等新兴领域对瓶片需求也有较高增速，海外需求也逐渐成为需求亮点。

► **公司垦荒西南市场，并向产业链上游拓展。**子公司重庆万凯现有PET瓶片产能180万吨/年。同时，公司重庆基地临近普光气田，该气田能够为项目提供充足、低成本的天然气供应。公司是最早在西南市场进行产能布局的瓶片企业，有望占有原料和市场端的优势。同时，公司以现有瓶片聚酯业务为基础，向上拓展到原材料MEG，中间品DMC等环节，强化产业链协同。

► **新产品布局：大有光PET和PEF等产品储备布局。**光伏产业近年来呈现高速增长，大有光PET可应用于光伏背板，公司2022年大有光PET营收同比提升35.88%，有望成为新的利润贡献点。PEF作为可再生的理想PET潜在替代品，具有更加优异的力学性能、气体阻隔性和热稳定性，公司已完成全球首次吨级PEF试产，并与合作伙伴合作积极推动PEF生产与商业化运用。

► **投资建议：**公司是国内领先的聚酯瓶片材料供应商，公司已经完成重庆万凯三期PET项目，上游MEG项目投资，打造完整的天然气-乙二醇-聚酯产业链，公司主营业务成本控制优势将继续强化。近年来上游扩产原料供应宽松，利润逐渐向PET转移。聚酯瓶片需求侧增速快于供给侧，需求增速维持在高位，海外需求明显上升，为公司发展创造新的机遇。预计公司2023-2025年归母净利润分别为5.97、6.99、8.57亿元，EPS分别为1.16、1.36、1.66元，现价（2024年04月02日）对应PE分别为11x、9x、8x，我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 原材料价格上升的风险；2) 项目建设进度不及预期风险；3) 下游消费下滑的风险。

推荐

首次评级

当前价格：

12.77元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 费晨洪

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

研究助理 李金凤

执业证书：S0100122070041

邮箱：lijinfeng@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,386	19,191	22,065	23,826
增长率(%)	102.2	-1.0	15.0	8.0
归属母公司股东净利润(百万元)	957	597	699	857
增长率(%)	116.5	-37.6	17.1	22.6
每股收益(元)	1.86	1.16	1.36	1.66
PE	7	11	9	8
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年04月02日收盘价）

目录

1 公司是聚酯瓶片行业四大龙头之一	3
2 精耕主业，盈利能力行业领先	5
2.1 瓶片聚酯是饮料包装的刚需材料	5
2.2 国内产能稳步提升，行业集中度较高	7
2.3 需求增长迅速，出口成为重要增长动力	9
2.4 精耕细作，构建成本控制优势	10
3 垦荒西南，成本市场两端受益	13
3.1 向上拓展 MEG，适当进行产业链一体化布局	13
3.2 错位布局西南，尽享成本市场两端优势	14
4 出海布局，拓展远期成长新空间	16
5 播种新品，新赛道建树有望	18
6 盈利预测与投资建议	21
6.1 盈利预测假设与业务拆分	21
6.2 估值分析	22
6.3 投资建议	22
7 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

1 公司是聚酯瓶片行业四大龙头之一

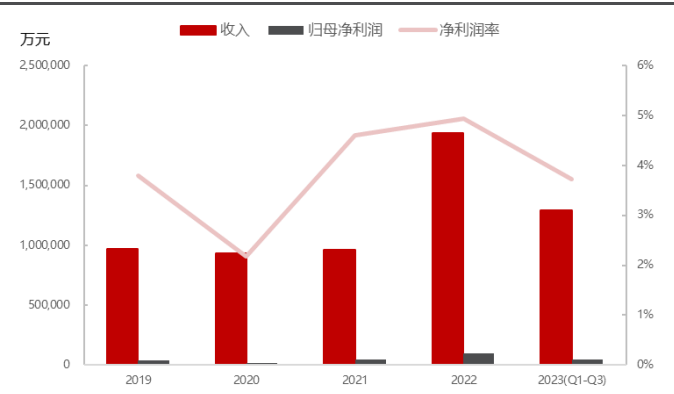
万凯新材是国内领先的聚酯材料供应商。万凯新材料股份有限公司成立于2008年，是国内领先的聚酯材料研发、生产、销售企业，位于浙江嘉兴海宁市。经过15年发展，公司已建成300万吨瓶级聚酯切片产能，产能规模位居世界前列。自成立以来，公司专注于聚酯瓶片赛道，产品销至全球上百个国家地区，是瓶级PET行业龙头企业。2022年我国聚酯瓶片产能集中于逸盛、万凯，华润和三房巷四大企业。

图1：万凯新材发展历程



资料来源：万凯新材招股说明书，2023公司半年报，民生证券研究院

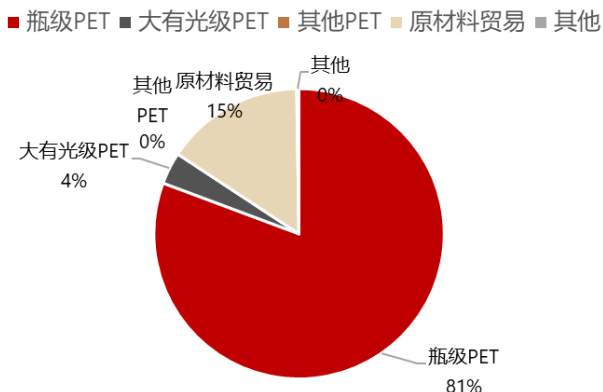
图2：2019-2023Q3 万凯新材营收及归母净利润



资料来源：公司公告，民生证券研究院

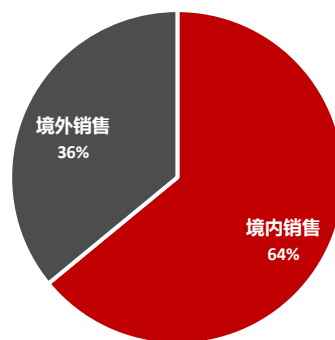
公司主营业务高度专注于聚酯行业。公司主要经营瓶级PET和大有光级PET两种聚酯，其中瓶级PET贡献主要收入。2022年，公司营业总收入193.86亿元，其中瓶级PET收入约156.42亿，占比达到80.68%。2022年一季度，重庆万凯二期60万吨PET产能的投放，公司PET总产能达到300万吨/年，位居全球前列。得益于新产能投放，公司2022年营业收入实现同比增长102.22%，实现归母净利润9.57亿元，同比增长116.54%。

图3：2022 万凯新材主营业务结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2022 万凯新材销售渠道结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

万凯新材目前拥有 300 万吨/年 PET 产能，其中万凯海宁 120 万吨/年，重庆万凯年产能 180 万吨/年。

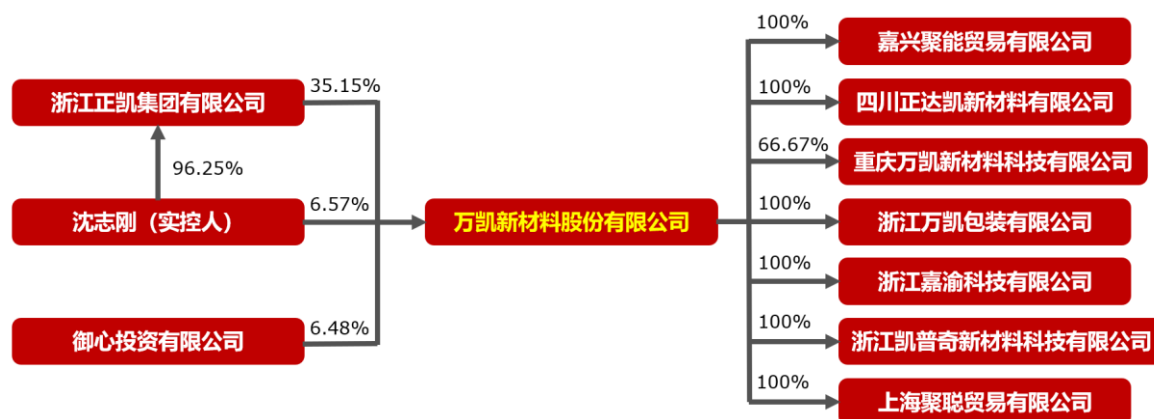
表1：2023 国内主要企业聚酯瓶片现有产能

子公司/项目	产能 (万吨/年)
万凯海宁	120
重庆万凯一期	60
重庆万凯二期	60
重庆万凯三期	60

资料来源：百川盈孚，公司公告，民生证券研究院

公司实控人为沈志刚先生，沈志刚先生直接持有 6.57% 的公司股份，并通过控股 96.25% 的浙江正凯集团有限公司间接持有 35.15% 的公司股份。

图5：万凯新材股权结构 (截至 2023 年 10 月 31 日)



资料来源：Wind、天眼查、万凯新材招股说明书，民生证券研究院

2 精耕主业，盈利能力行业领先

2.1 瓶片聚酯是饮料包装的刚需材料

瓶级 PET 是全球范围内应用最广泛的包装材料之一。PET 聚酯材料是重要的食品包装。PET 材料具有较高透明度，可以在较长时间内保持食品、饮料品质。同时 PET 是全世界范围内回收率最高的塑料材料之一，具有环境友好性。瓶级 PET 广泛应用于包装材料，其透光率可达 90%，机械强度高，材料无毒，废弃后易回收处理，环境危害性小。从下游来看，国内的瓶级 PET 有近 75%用于饮料包装，和饮料行业关系密切。

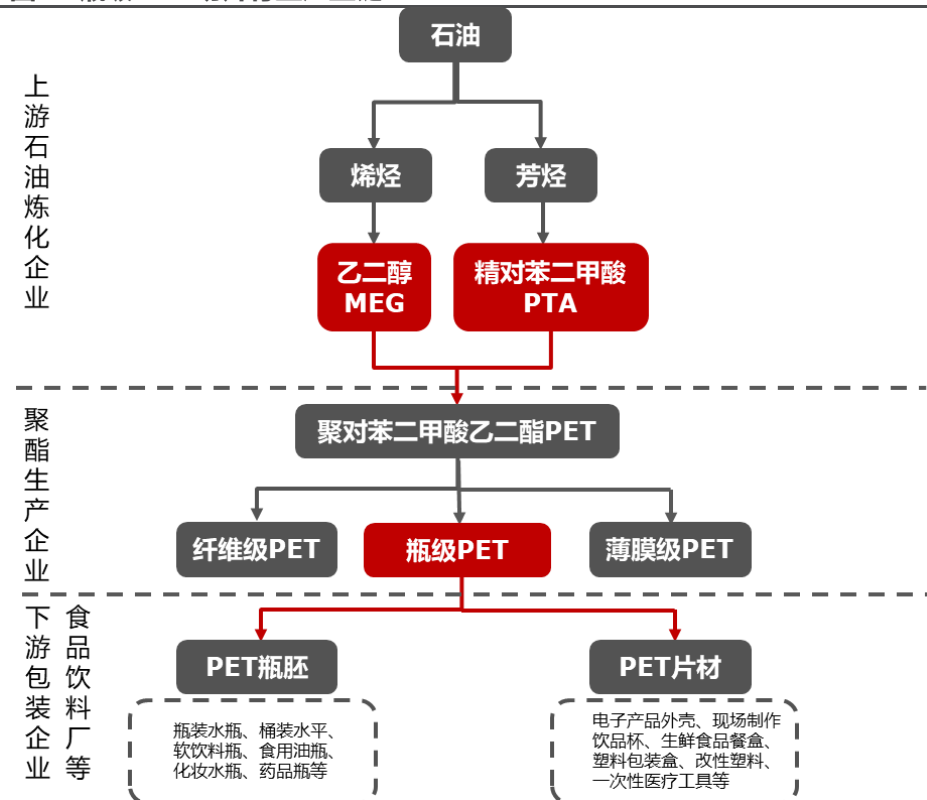
图6：瓶级 PET 应用领域



资料来源：万凯新材招股说明书，民生证券研究院

瓶级 PET 以对苯二甲酸 (PTA) 和乙二醇 (MEG) 为主要原料进行生产，生产过程还涉及 IPA、调色剂等辅料，在催化剂作用下，经液相连续聚合、固相连续聚合合成聚酯。

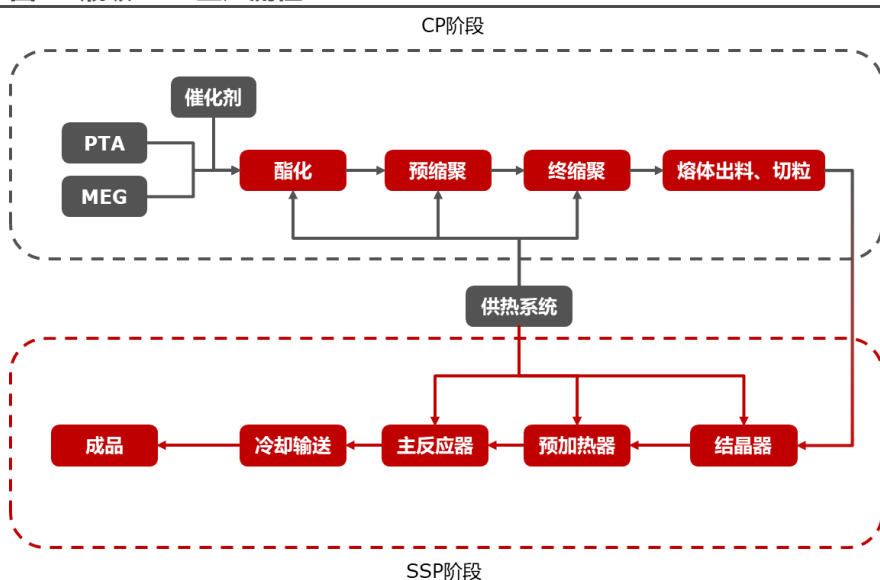
图7：瓶级 PET 切片行业产业链



资料来源：万凯新材招股说明书，民生证券研究院

公司采取国内主流生产工艺 PTA 法，流程主要分为 CP 和 SSP 两个阶段。CP 即液相连续聚合阶段，通过连续酯化、连续缩聚反应使 PTA 和 MEG 逐渐转化为 PET 的缩聚产物。SSP 即固相连续聚合阶段，将具有一定分子量的 PET 缩聚产物，加热到一定温度增粘、脱醛、提高结晶度，生产出成品。

图8：瓶级 PET 生产流程

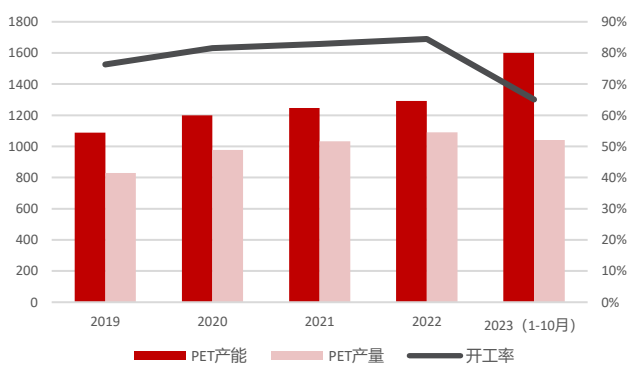


资料来源：万凯新材招股说明书，民生证券研究院

2.2 国内产能稳步提升，行业集中度较高

我国瓶级切片产能稳步上升，全球领先地位巩固。据 CCF 数据，2014-2022 年，全球瓶级切片产能由 2700 万吨增长至 3487 万吨，CAGR 为 3.72%；国内瓶级聚酯切片的产能则由 746 万吨增长至 1220 万吨，CAGR 高达 7.28%。中国是全球聚酯瓶片主要产地，我国瓶片聚酯产能主要集中于万凯新材、逸盛石化、华润材料、三房巷四家。未来行业逐步进入规模化、一体化的发展阶段，行业整体目前正经历着产能集中度不断提高、产业链持续向上游原料端延伸的格局变迁。

图9：2019-2023 年 10 月中国瓶片产能产量（万吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

表2：2023 国内主要企业聚酯瓶片现有产能

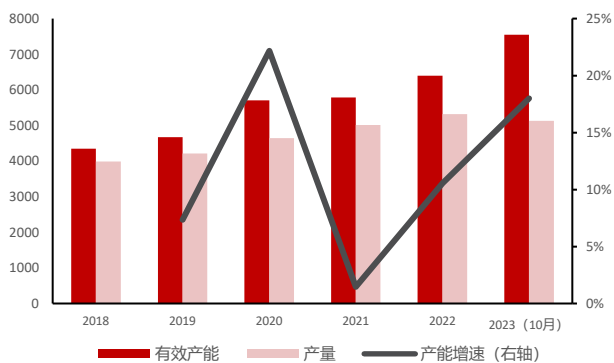
公司	产能 wt/a	备注
万凯新材	300	海宁 120wt+重庆 180wt
海南逸盛	270	
华润材料	210	珠海 110wt+常州 100wt
三房巷	350	

资料来源：百川盈孚，公司公告，民生证券研究院

上游原料端供应充足。2018-2023 年国内上游 PTA、MEG 产能扩张幅度较大。其中 PTA 有效产能从 2018 年的 4348.5 万吨扩张到 2023 年的 7546.5 万吨，CAGR 约为 11.66%。且 2018 年-2023 年 PTA 行业的开工率维持在 70%-80%的较低水平，平均开工率为 75.82%，已投产的产能仍具有较大的释放空间，有望带动全行业产量迎来强劲扩张。

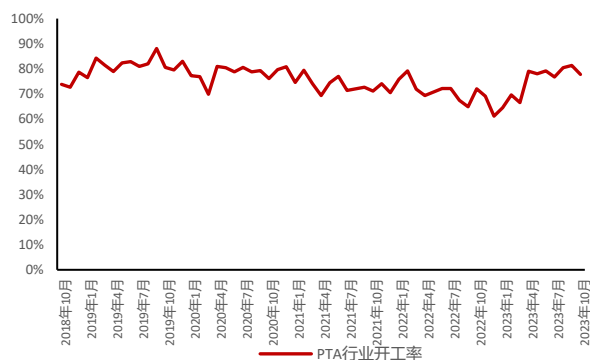
MEG 有效产能从 2018 年的 1045.7 万吨扩张到 2023 年的 2667.2 万吨，CAGR 约为 20.60%；国内仍有多个百万吨级 MEG 项目正在建设中，2023 年 5 月，榆能化学材料有限公司煤制 120 万吨/年乙二醇一期 40 万吨试产，后续 80 万吨产能待建设投产。万凯于四川达州正达凯募投两期共 120 万吨 MEG 产能项目，一期 60 万吨将于 2024 年投产。预计未来 MEG 产能仍将保持增长态势。

图10: 2018-2023年10月PTA产能、产量(万吨)



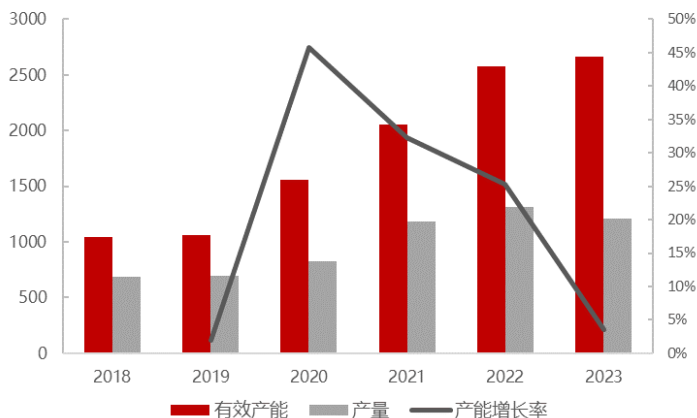
资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 民生证券研究院

图11: 2018-2023PTA开工率情况



资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 民生证券研究院

图12: 2018-2023MEG产能、产量(万吨)

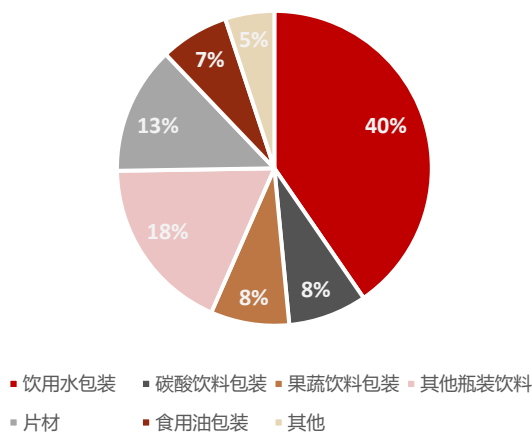


资料来源: 百川盈孚 BAIINFO, 民生证券研究院

2.3 需求增长迅速，出口成为重要增长动力

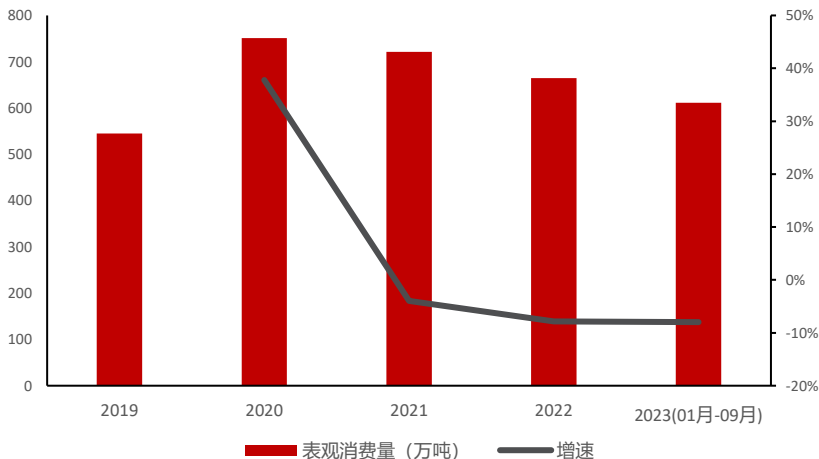
需求保持 10%+ 的高速增长。在聚酯瓶片传统应用领域，我国无糖饮料市场规模逐年上涨，2016 到 2021 年 CAGR 为 36.1%，保持快速增长。瓶级聚酯切片在新兴领域，如日化、生鲜电商、新颖食品包装、医药包装、文具等行业的需求预计也将保持较高增速。

图13：2021 国内瓶级 PET 下游需求结构



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

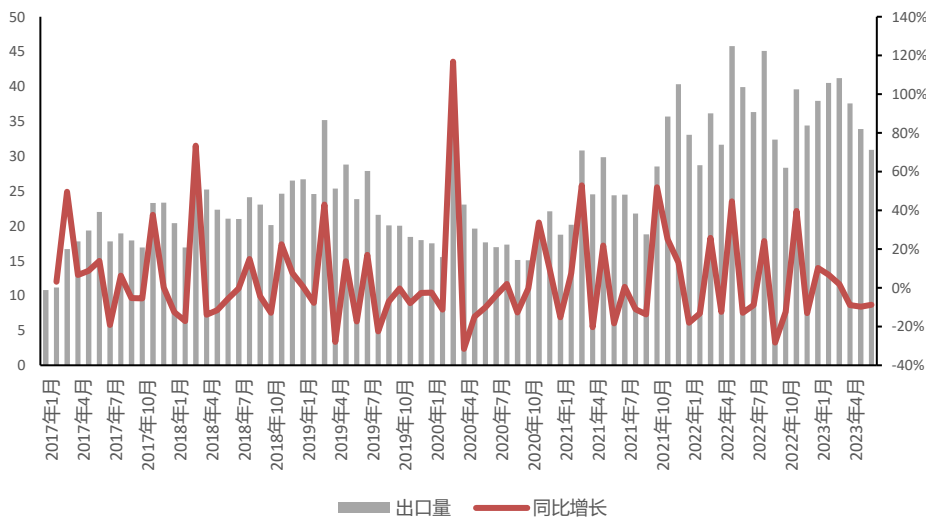
图14：2019-2023 国内瓶级 PET 表观消费量和增速 (万吨)



资料来源：万凯新材，前瞻产业研究院，民生证券研究院

出口成为瓶片的重要增长动力。目前我国 PET 瓶片主要出口国家为亚洲各国。从全球聚酯瓶片市场来看，我国瓶片产品质量、成本相比周边国家具备优势。海关数据显示，2021 年以来，中国瓶片出口量开始大幅增长。

图15: 国内聚酯瓶片出口量 (万吨) 及增速

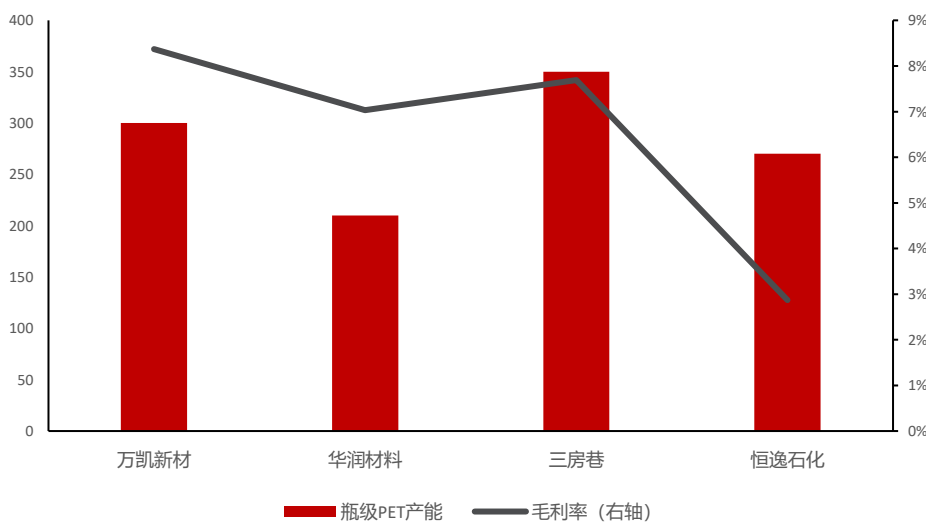


资料来源: 海关总署, 民生证券研究院

2.4 精耕细作, 构建成本控制优势

2023 年公司瓶级 PET 切片产能随重庆新增 60 万吨/年产能投产后达到 300 万吨/年, 在行业内处于领先地位。从产品毛利水平来看, 在行业头部企业中也处于较高水平。公司 2022 年聚酯瓶片业务毛利率为 8.37%, 高于主要竞争对手华润材料的 7.03%, 三房巷的 7.69%, 以及恒逸石化的 2.87%。

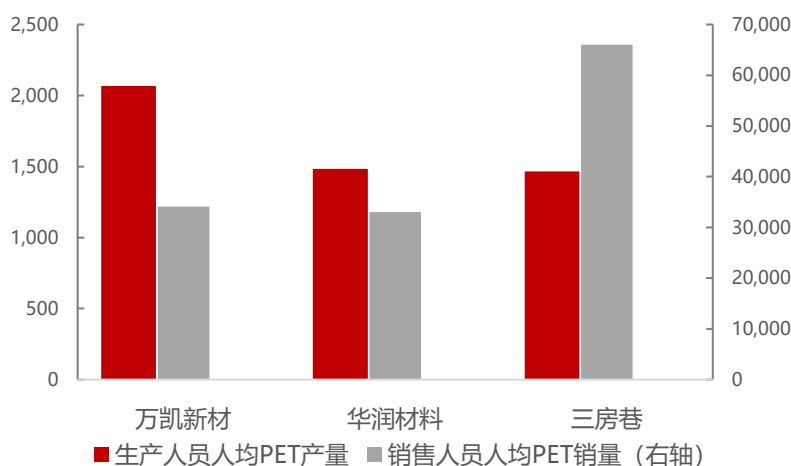
图16: 2023 年瓶片聚酯行业主要公司产能 (万吨) 及毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

精细化生产运营，公司人均产出效率行业领先。行业内可比企业对比，可见公司的生产运营效率较高。根据 2022 年年报披露情况，公司生产人员共 1108 人，瓶级 PET 产量 229.01 万吨，生产人员年人均产量 2066.88 吨/人，公司生产人员年人均产量高于行业内其他可比企业。2022 年，公司销售人员 65 人，瓶级 PET 销量 221.46 万吨，销售人员年人均销量 3.41 万吨/人，人均销量数据来看，也在业内处于中上水平。

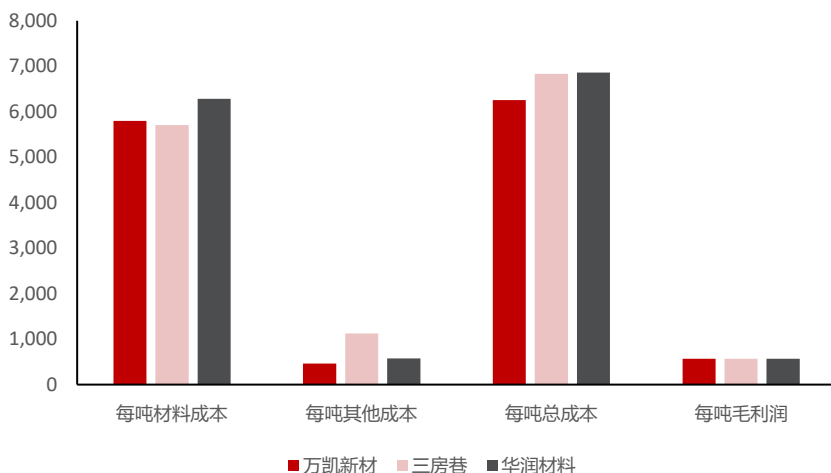
图17：2022 年瓶片聚酯主要企业人均产销量 (吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

根据 2022 年年报披露信息，公司瓶级 PET 产量 229.01 万吨每吨材料成本 5,798.33 元，每吨其他成本 459.97 元，每吨毛利润 571.72 元；三房巷集团瓶级 PET 产量 243.99 万吨，每吨材料成本 5,706.25 元，每吨其他成本 1,125.04 元，每吨毛利润 568.78 元。公司在不具备原材料成本优势的情况下，其产品单吨总成本低于竞争对手，体现出公司卓越的运营和成本控制能力。随着公司原材料 MEG 生产项目投产，预计该项目投产后随公司直接材料成本下降，公司的成本控制优势将进一步扩大。

图18：2022 年瓶级 PET 吨成本及毛利润 (元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

总体来看，公司专注于瓶级 PET 生产，在长期的生产实践中积累了丰富的生产运营和工程建设经验，在安全生产、节能环保、质量控制等方面经验尤为突出。公司在尚不具备产业链上下游结合的前提下实现了相较竞争对手更高的经营效率，体现出公司拥有行业内较好的经营管理水平。

3 垦荒西南，成本市场两端受益

3.1 向上拓展 MEG，适当进行产业链一体化布局

公司投资 60 亿元建设 MEG 一期 60 万吨/项目。2023 年 3 月 8 日公告，募投拟建项目全称“年产 120 万吨 MEG 联产 10 万吨电子级 DMC 新材料项目”，建设地位于四川达州普光化工园区，由公司控股子公司正达凯承建，一期项目计划建设周期三年。根据公司发展规划，拟使用首次公开发行股票超募资金 8 亿元向项目实施主体四川正达凯新材料有限公司增资，用于解决 MEG 一期 60 万吨项目部分资金需求。项目计划 2024 年 10 月建成投产年产 60 万吨乙二醇联产 10 万吨电子级碳酸二甲酯生产线。

图19：正达凯 120 万吨乙二醇项目示意图



资料来源：浦景化工，民生证券研究院

公司现有 PET 产能能够充分消化新增 MEG 产能。通常生产 1 吨瓶级 PET 所需约 0.34 单位 MEG，据此推算，2024 年后万凯新材仅重庆万凯的 MEG 生产需求量将达到约 62 万吨，能够有效覆盖项目建成后新增的 60 万吨 MEG 年产能，为项目的新增产能消化提供了基础。

项目地临近普光气田，原料供应稳定。川渝地区是我国主要的天然气生产地区。2021 年川渝地区天然气产量达到了 669 亿 m^3 ，其中四川省 528 亿 m^3 ，重庆市 140 亿 m^3 ，占我国天然气产量的比重达到了 32.59%。项目所在地达州市宣汉县拥有我国目前发现的最大规模海相整装高含硫气田普光气田，截至 2013 年 2 月已探明天然气地质储量 4,122 万 km^3 。项目周边天然气资源尤为丰富，供应量大且稳定，能够为产线提供稳定原料供应。

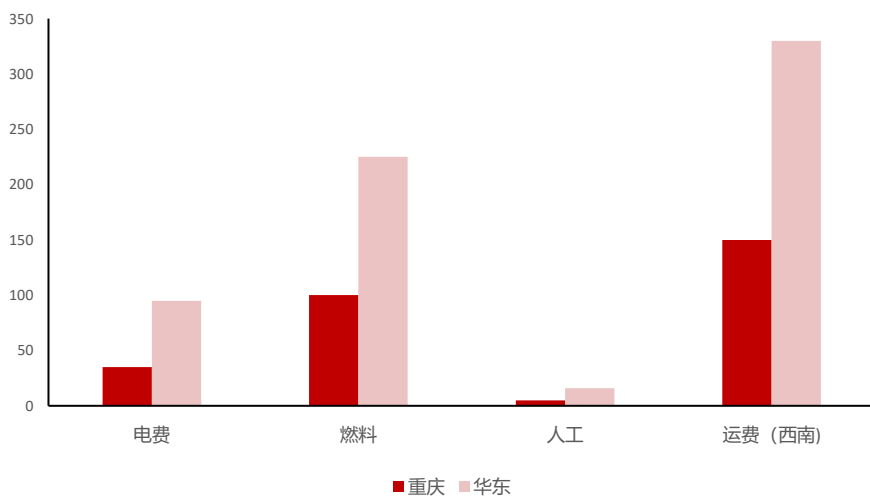
3.2 错位布局西南，尽享成本市场两端优势

我国瓶级 PET 产能在地理分布上具有集中度较高、东西部发展较不均衡的特点，主要集中在江苏、海南、广东和浙江地区。但聚酯是一个人口-消费强相关的产品，中西部地区庞大人口的对瓶片本身有巨大的消费量。公司是较早西部布局生产基地的聚酯企业。

从市场端来看，在重庆进行生产可以有效覆盖西部约 4 亿人口大市场，显著降低运输距离和提升销售响应速度。重庆万凯 PET 项目建设地位于重庆涪陵临港经济区，位于中西部主要省份地理中心，距离四川，贵州，云南，陕西，湖北，湖南等省省会经济中心的公路运输距离均小于 1000 千米，对于西藏，甘肃，宁夏，青海等西部省份，公路运输距离也远低于东南沿海地区，能够同时辐射西部及华中地区。以运输优势明显，人口数量超过两亿的西南三省一市为例，根据万凯新材公告，万凯重庆 PET 项目地至云贵川地区平均耗时 1.5 天，而华东地区主要竞争对手至云贵川地区平均耗时 33 天，重庆项目对于日益增长的西南地区客户需求，可节约 90% 的运输时间，为产品销售带来更强的灵活性和适应性，更好满足西部地区市场需求。

从成本端来看，布局西南地区在能源、人工、运费方面均优势明显。从运费角度分析，化工品运输成本与运输距离直接相关，重庆项目显著缩短的运输距离能大幅减少运输成本。根据公司公告，万凯重庆项目至云贵川地区平均运费为 150 元/吨，仅为华东地区至云贵川平均运费 330 元/吨的 45.45%。瓶级 PET 销售多采用货到付款的方式，明显缩短得运输时间也可有效降低资金占用成本，折合成单吨成本下降约 65 元/吨。

图20：重庆与华东各项成本对比（元/吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

从能源角度来看，西南地区天然气和水电资源丰富，能源价格远低于东部地区。重庆项目距离普光气田、巴中气田等大型气田近，根据万凯公告西南页岩气

价格仅为 1.66 元/立方米，而华东天然气价格约为 2.8 元/立方。西南地区落差大，水电资源丰富，作为东部地区重要供电来源地，工业用电价格低，电费价格仅为 0.5 元/度，而华东约为 0.78 元/度。从人工角度分析，西南地区工资水平相对低，使得重庆项目人工成本也约为华东地区的一半。据公司公告，重庆项目的能源、运输和人工成本合计约 290 元/吨，相对于华东主要竞争对手的约 666 元/吨降低 54.64%。公司在达州募投的 60 万吨 MEG 项目采用在厂区内修建配套燃气轮机发电机组及燃气锅炉的方式解决能源供应，能够充分利用项目所在天然气产地资源优势，以更低成本解决项目的电力及蒸汽需求。

4 出海布局，拓展远期成长新空间

根据公司 2023 年 12 月 7 日最新公告，万凯将通过其子公司重庆万凯与 XJP 贸易有限公司共同出资在新加坡设立合资公司（重庆万凯占比 65%），并通过该公司在尼日利亚运作、投资建设瓶级 PET 生产基地。合资公司将在尼日利亚的 OGUN STATE 的 SAGAMU 地区新建 1 条产能为 30 万吨/年的 SSP 装置，投资金额共计 3.30 亿元人民币，建设期为 2 年。

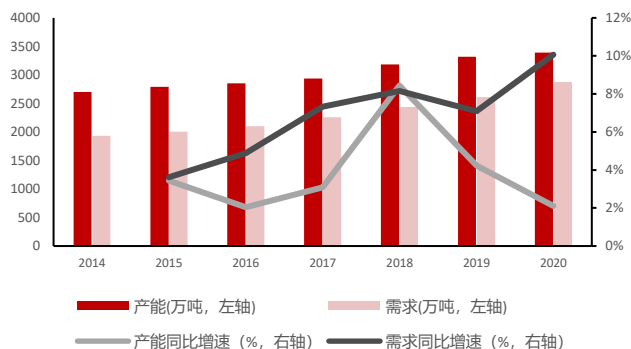
目前全球瓶片需求高速增长，需求增长持续高于供给。瓶级切片下游应用的饮料、乳制品、食用油的民生领域，这也决定了其需将受益于人口规模及区域经济发展而增长，2020 年其需求主要集中于亚太、欧洲、北美等全球人口密集区域。而以非洲为代表的欠发达地区则存在巨大的供需差，据公司招股说明书援引自 CCF 的数据，非洲与中东地区 2020 年总产能为 305.19 万吨，而总需求则达到了 400 万吨，存在近 95 万吨的供需差；进一步考虑人均 PET 消费量的增长潜力，发现亚太、拉美、中东及非洲地区的人均瓶片需求远低于发达地区如欧洲、北美。

图21：2020 年全球瓶级 PET 市场需求分布



资料来源：CCF，万凯新材招股说明书，民生证券研究院

图22：全球需求增速多年高于供给增速



资料来源：CCF，万凯新材招股说明书，民生证券研究院

表3：2020 年全球各区域供需差

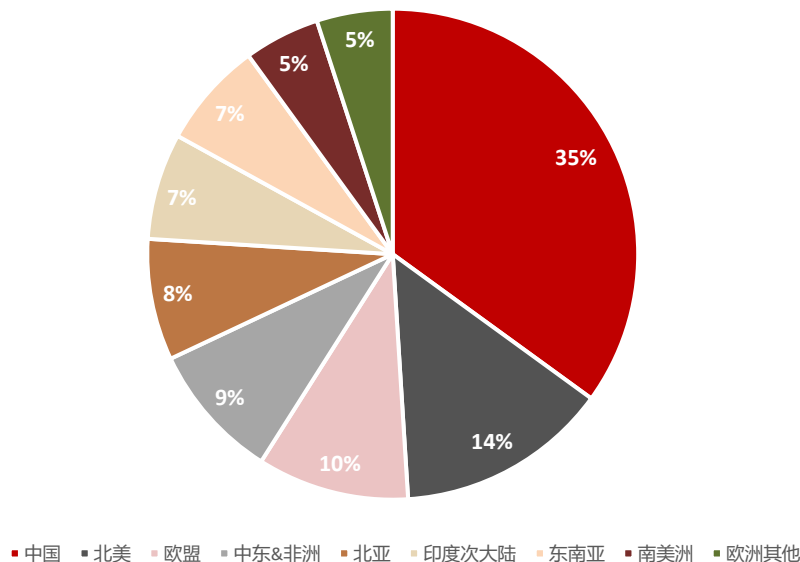
区域	总产能 (万吨)	总需求 (万吨)	供需差 (万吨)	总人口 (亿人)	人均聚酯瓶片消费量(吨/万人)
中东&非洲	305.19	400.05	-94.86	17.81	22.46-
亚太	1932.87	1234.95	697.92	37.37	33.05
欧洲	431.4	475.69	-44.29	7.46	63.77
南美	169.55	280.99	111.44	6.63	42.38
北美	474.74	484.8936	-10.1536	5.72	84.77

资料来源：CCF，万凯新材招股说明书，民生证券研究院测算

全球瓶级 PET 产能主要集中于我国、印度为代表的亚太地区。其中，我国瓶级切片的产能位居世界首位，2020 年产能占据全球总产能的 35%，其余分别是

北美 (占比 14%)、欧盟 (占比 10%)、中东&非洲 (占比 9%) 等地区。而随着全球瓶级切片的产能转移，部分欧美国家变卖或者关闭 PET 生产装置，未来海外供给波动也为国内企业供给份额提供机遇。

图23：2020 年全球瓶级 PET 产能分布



资料来源：CCF，万凯新材招股说明书，民生证券研究院

公司自 2021 年上市两年即着手布局海外市场，成为行业内较早“走出去”的瓶片企业。我们认为，此次出海布局结合了公司上市两年来对下游销售市场的把握，有利于公司进一步扩展境外蓝海市场，同时亦有助于缓解国内 PET 产能投放周期的压力，将对公司长期的收入、业绩产生积极影响。

具体来讲，公司聚酯业务出海可规避直接出口的贸易壁垒。美国、日本、印度、南非等国家都先后对我国聚酯瓶片征收了反倾销税。2023 年年初，日本再次延长了为期五年的反倾销税令。而同时，韩国、秘鲁、土耳其等国也开始对我国进行了反倾销调查。而企业若在海外生产，则有可能避开高额的反倾销税。

表4：各国家/地区对中国瓶片反倾销政策

国家/地区	反倾销开始时间	反倾销结果
欧盟	2010 年及以前	2017 年 2 月宣布终止反倾销调查，但保留 6.5%的进口关税
阿根廷	2013 年 10 月	对中国聚酯瓶片征收 16%反倾销税
土耳其	2014 年 7 月	对进口 PET 征收 7%的额外关税
美国	2015 年 10 月	2016 年 5 月 4 日，美国国际贸易委员会发布公告作出对华反倾销（倾销幅度 104.98%-126.43%）和反补贴产业损害肯定性终裁（补贴率 7.53%-47.56%）
马来西亚	2015 年 6 月	未来五年内征收反倾销税率介于 4.26%至 14.91%
印度尼西亚	2016 年 8 月	2017 年 7 月印尼反倾销委员会披露对华聚酯瓶片反倾销税率 4.8%-26%，初裁结果目前陆续推迟中。现在额外征收 5%进口关税
日本	2016 年 9 月	2017 年 8 月 4 日，日本财务省正式发表对产自中国的聚酯瓶片反

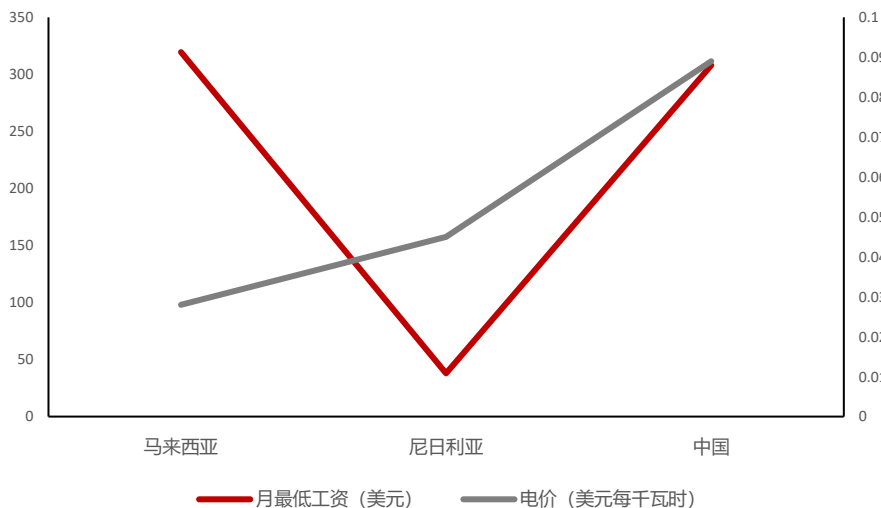
倾销调查结果，确认中国聚酯瓶片企业倾销事实，公布倾销差额率 40.41%-53.85%。日本财务省 8 月 23 日宣布对中国产聚对苯二甲酸乙二酯征收 39.8%至 53%的临时性反倾销进口关税，自 9 月 2 日起开始生效，为期四个月，到 2018 年 1 月 1 日截止。2018 年起正式实行 5 年反倾销征税

加拿大	2017 年 8 月	2017 年 11 月 16 日，公布反倾销和反补贴初步裁定结果，对中国聚酯瓶片征收 42%的临时性关税（其中三房巷为 26.1%）。2018 年加拿大国际贸易法庭宣布了最终裁决结果，认为源自中国的 PET 倾销和补贴没有威胁到加拿大产业
南非	2018 年 11 月	南非国际贸易管理委员会 (ITAC) 于 2019 年 8 月起至 2020 年 2 月底，对华征收临时性反倾销关税 22.9%
印度	2019 年 10 月	2019 年 10 月 1 日，印度商工部正式发布公告称，对原产于中国的聚对苯二甲酸乙二酯启动反倾销立案调查，本案倾销调查期为 2018 年 9 月至 2019 年 6 月，产业损害调查期包括 2016 年 4 月至 2019 年 6 月

资料来源：华润材料招股说明书，民生证券研究院

在发展中国家聚集的地区，如非洲、东南亚生产成本更低，包括了更低的能源成本和更低的要素成本。以电费为例，尼日利亚的商业电费目前为 0.045 美元每千瓦时，相比之下我国电价约为 0.089 元每千瓦时。同时，尼日利亚的最低工资几乎是中国浙江与重庆平均值的十分之一。

图24：三国电价及人工价格对比



资料来源：GlobalPetrolPrices, Trading economics, 民生证券研究院



尼日利亚面向的市场广阔，进可覆盖欧洲、中东，退可占据非洲市场。尼日利亚最大港口拉各斯与欧洲的直线距离约 4000 公里，远近于中国距离欧洲的 10000 公里，更短的海运运输距离能大幅降低运输成本。且欧洲市场盈利空间广阔，11 月末欧洲 PET 价格为 1075 欧元/吨，换算为人民币为 8363 元/吨，高于国内的 7030 元/吨。

5 播种新品，新赛道建树有望

大有光 PET 主要原材料与瓶级 PET 相同，即 PTA 和 MEG，经直接酯化和连

续聚合合成聚酯，具有较高的光泽度，主要用于工业丝和 PET 薄膜的生产。公司大有光 PET 下游客户主要从事功能型薄膜以及工业丝、光纤的生产和销售。2021 年，公司大有光级 PET 营业收入 5.10 亿元，占比达 5.32%；2022 年，公司大有光级 PET 营业收入 6.93 亿元，同比提升 35.88%，占总收入的比重下降到约 3.58%，产品总体营收稳中有升。

图25：万凯新材主要 PET 产品类别

产品类型	产品性能	主要用途	应用领域
瓶级 PET	无毒、无味、透明度高、强度高、阻隔性高、韧性好、可塑性好	大部分日常使用的软饮料、乳制品、酒类、食用油、调味品、药品、包装物等	 矿泉水瓶 碳酸饮料瓶 热灌装饮料瓶 食用油瓶 药品瓶 日化用品瓶
大有光 PET	无毒、无味、透明度高、强度高、可塑性好	纺丝、制膜、制片材等	 改性塑料 膜材和片材

资料来源：万凯新材招股说明书，民生证券研究院

公司的大有光级 PET 可以应用于光伏背板基料。2023 年公司光伏背板 PET 基材销售较上年同期有所增长。新能源行业具有长期潜力，公司正在探索布局光伏背板基料，未来有望成为新的利润贡献点。

图26：万凯新材 PEF 合作签约（左）及试产成品（右）


资料来源：万凯新材官网，中科国生官网，民生证券研究院

PEF 是聚 2,5-呋喃二甲酸乙二醇酯的简称，是一种由可再生资源制成的生物基聚酯，具有优异的力学性能、气体阻隔性能和热稳定性，是 PET 的理想替代品。根据葡萄牙阿威罗大学的安德里亚·索萨博士的研究，PEF 相对于 PET 显著的降低了氧气（11 倍），二氧化碳（19 倍）和水（2.8 倍）的透过性，使得 PEF 瓶不再需要 PET 瓶所需的额外气体阻隔层，从而降低生产成本。得益于更好的力学性能，PEF 可以生产出更小的瓶子（容量 < 300ml）以更好适应产品需求。PEF 的另一大优势在于其是一种 100% 的生物基聚合物，可完全由可再生资源制成，不再依赖石油化工原料，是更加环保和可持续的材料选择。

2023 年 5 月，由万凯新材全资子公司浙江凯普奇新材料科技有限公司与中科国生（杭州）科技有限公司合作的全球首次聚 2,5-呋喃二甲酸乙二醇酯（PEF）吨级试产在凯普奇新材投产成功，验证了大规模生产的可行性。凯普奇新材拥有先进的聚合生产加工技术及完善的生产、检测设备。根据协议，双方将共同推进呋喃类生物基聚酯材料的产业化及市场化应用。2023 年 6 月 8 日，万凯新材合作伙伴中科国生组织召开了“生物基呋喃聚酯 PEF 高阻隔包装开发和市场应用产业联盟”启动会，发布了关于产业合作联盟获得国内第一个 PEF 产品的商业化订单。公司正在通过合作不断布局 PEF 生产和商业化应用，PEF 未来有望成为公司新的利润增长点。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务集中在 PET 瓶片业务，另外贸易业对收入有一部分贡献。

在瓶片聚酯方面，2023 年，由于行业新增产能较多，产品价格和毛利预计较 2022 年都有所下滑。2023 年公司新投产产能后，2023-2025 年总体开工率预计分别为 88%、95%、100%，逐年提升至满产状态。2024-2025 年行业扩产逐渐减少，预计产品均价和毛利率均有所小幅提升。2023-2025 年产品销售均价分别预计为 6000、6400、6500 元/吨，毛利率分别为 5.2%、5.8%、6.4%。对应 2023-2025 年收入分别为 158.40、182.40、195.00 亿。

公司 APET 是公司现有业务的差异化延伸，目前规模较小。预计 2024 年-2025 年分别贡献销量 2 万吨、4 万吨，对应收入分别为 1.44、2.82 亿元。毛利率预计较普通瓶片产品更高，预计 2024-2025 年毛利率维持在 9%。

贸易方面，公司将其作为主业的辅助业务，增长速度预计较为平稳。2023 年收入预计 30.01 亿元，2023-2025 年假设收入增速为 10%、10%、10%，同期毛利率预计分别维持在 2%、2%、2%。

其他业务 2023-2025 年预计维持在 5000 万、5000 万、5000 万收入，毛利率分别为 2.00%、2.00%、2.00%。

表5：公司营业收入拆分

业务板块	项目	2022	2023E	2024E	2025E
瓶级 PET	收入 (亿元)	163.35	158.40	182.40	195.00
	收入增速 (%)	90.01%	-3.03%	15.15%	6.91%
	毛利率 (%)	8.40%	5.20%	5.80%	6.40%
	毛利 (亿元)	13.72	8.24	10.58	12.48
APET	收入 (亿元)	-	-	1.44	2.82
	收入增速 (%)	-	-	-	96.00%
	毛利率 (%)	-	-	9.00%	9.00%
	毛利 (亿元)	-	-	0.13	0.25
贸易业务	收入 (亿元)	30.01	33.01	36.31	39.94
	收入增速 (%)	216.24%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	1.88%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利 (亿元)	0.56	0.66	0.73	0.80
其他业务	收入 (亿元)	0.51	0.50	0.50	0.50
	收入增速 (%)	22.67%	-1.07%	0.00%	0.00%
	毛利率 (%)	3.27%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利 (亿元)	0.02	0.01	0.01	0.01
合计	收入 (亿元)	193.86	191.91	220.65	238.26
	收入增速 (%)	102.22%	-1.01%	14.98%	7.98%
	毛利率 (%)	7.38%	4.64%	5.19%	5.91%
	毛利 (亿元)	14.30	8.91	11.44	14.07

资料来源：wind，民生证券研究院预测

综上假设，我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 191.91、220.65、238.26 亿元，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.97、6.99、8.57 亿元。对应 EPS 分别为 1.16、1.36、1.66 元，现价（2024 年 04 月 02 日）对应 PE 分别为 11 倍、9 倍、8 倍。

6.2 估值分析

公司是国内 PET 行业四大龙头之一，其余三家为三房巷、华润材料、恒逸石化，四家企业占据国内超过 70% 的市场份额。选择三房巷、华润材料、恒逸石化三家作为对比企业。

可比公司 2024-2025 年 PE 为 23 倍、15 倍，2024-2025 年公司预测 EPS 分别为 1.36、1.66 元，现价（2024 年 04 月 02 日）对应 PE 分别为 9 倍、8 倍。公司 PE 低于可比公司，具备投资价值。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600370.SH	三房巷	2.05	0.21	-0.07	-	-	14	-	-	-
301090.SZ	华润材料	9.69	0.56	0.39	0.50	0.63	18	25	20	15
000703.SZ	恒逸石化	6.89	-0.29	0.10	0.28	0.42	-	71	25	16
	行业平均						16	48	23	15
301216.SZ	万凯新材	12.77	1.86	1.16	1.36	1.66	7	11	9	8

资料来源：wind、民生证券研究院；注：可比公司数据采用 wind 机构一致预期，股价时间为 2024 年 04 月 02 日

6.3 投资建议

公司是国内领先的聚酯瓶片材料供应商，公司已经完成重庆万凯三期 PET 项目，上游 MEG 项目投资，打造完整的天然气-乙二醇-聚酯产业链，公司主营业务成本控制优势将继续强化。近年来上游扩产原料供应宽松，利润逐渐向 PET 转移。聚酯瓶片需求侧增速快于供给侧，需求增速维持在高位，海外需求明显上升，为公司发展创造新的机遇。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.97、6.99、8.57 亿元，EPS 分别为 1.16、1.36、1.66 元，现价（2024 年 04 月 02 日）对应 PE 分别为 11x、9x、8x，我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

7 风险提示

1) 原材料价格上升的风险。公司主要原材料 PTA 及 MEG 都属于石油产品，主要原材料的价格受到国际石油价格的较大影响，存在国际油价变化导致成本上升引起公司盈利水平波动的风险；

2) 项目建设进度不及预期风险。公司在建 MEG，PEF 生产等项目，这些项目存在建设进度不及预期的风险。

3) 下游消费下滑影响。公司瓶片产品消费量受到消费者对饮料的消费量的直接影响，相关气候、消费习惯变化都可能对公司经营产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,386	19,191	22,065	23,826
营业成本	17,914	18,300	20,920	22,472
营业税金及附加	23	38	44	48
销售费用	63	58	66	71
管理费用	113	134	154	167
研发费用	40	38	44	48
EBIT	1,317	755	988	1,185
财务费用	92	117	150	160
资产减值损失	-33	-38	-43	-46
投资收益	-35	115	44	48
营业利润	1,168	719	841	1,032
营业外收支	2	1	1	1
利润总额	1,170	720	842	1,033
所得税	213	122	143	176
净利润	957	597	699	857
归属于母公司净利润	957	597	699	857
EBITDA	1,558	1,056	1,361	1,618

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,823	2,949	2,121	2,484
应收账款及票据	947	1,031	1,185	1,279
预付款项	295	220	251	270
存货	2,457	3,723	4,256	4,571
其他流动资产	654	351	357	362
流动资产合计	8,176	8,273	8,169	8,966
长期股权投资	25	25	25	25
固定资产	2,601	3,327	3,821	3,935
无形资产	150	446	443	443
非流动资产合计	3,409	5,440	6,268	6,409
资产合计	11,585	13,712	14,438	15,374
短期借款	3,693	3,393	3,393	3,393
应付账款及票据	904	1,203	1,376	1,478
其他流动负债	832	917	875	914
流动负债合计	5,428	5,513	5,644	5,784
长期借款	137	1,337	1,337	1,337
其他长期负债	426	777	778	777
非流动负债合计	563	2,114	2,115	2,114
负债合计	5,991	7,627	7,759	7,899
股本	343	515	515	515
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,593	6,085	6,679	7,476
负债和股东权益合计	11,585	13,712	14,438	15,374

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	102.22	-1.01	14.98	7.98
EBIT 增长率	109.97	-42.70	30.93	19.97
净利润增长率	116.54	-37.59	17.06	22.58
盈利能力 (%)				
毛利率	7.59	4.64	5.19	5.68
净利润率	4.94	3.11	3.17	3.60
总资产收益率 ROA	8.26	4.36	4.84	5.57
净资产收益率 ROE	17.11	9.81	10.47	11.46
偿债能力				
流动比率	1.51	1.50	1.45	1.55
速动比率	0.90	0.74	0.60	0.67
现金比率	0.70	0.53	0.38	0.43
资产负债率 (%)	51.72	55.62	53.74	51.38
经营效率				
应收账款周转天数	17.83	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	50.06	75.00	75.00	75.00
总资产周转率	2.09	1.52	1.57	1.60
每股指标 (元)				
每股收益	1.86	1.16	1.36	1.66
每股净资产	10.86	11.81	12.97	14.51
每股经营现金流	1.64	0.47	1.51	2.19
每股股利	0.30	0.12	0.15	0.18
估值分析				
PE	7	11	9	8
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.60	8.26	6.41	5.40
股息收益率 (%)	2.35	0.98	1.14	1.40

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	957	597	699	857
折旧和摊销	241	302	373	433
营运资金变动	-538	-767	-499	-365
经营活动现金流	847	240	778	1,129
资本开支	-841	-1,786	-1,198	-567
投资	-219	0	0	0
投资活动现金流	-1,104	-2,221	-1,154	-520
股权募资	2,941	0	0	0
债务募资	-444	1,023	-162	-1
筹资活动现金流	2,459	1,087	-443	-261
现金净流量	2,237	-874	-829	363

插图目录

图 1: 万凯新材发展历程	3
图 2: 2019-2023Q3 万凯新材营收及归母净利	3
图 3: 2022 万凯新材主营业务结构	4
图 4: 2022 万凯新材销售渠道结构	4
图 5: 万凯新材股权结构 (截至 2023 年 10 月 31 日)	4
图 6: 瓶级 PET 应用领域	5
图 7: 瓶级 PET 切片行业产业链	6
图 8: 瓶级 PET 生产流程	6
图 9: 2019-2023 年 10 月中国瓶片产能产量 (万吨)	7
图 10: 2018-2023 年 10 月 PTA 产能、产量 (万吨)	8
图 11: 2018-2023PTA 开工率情况	8
图 12: 2018-2023MEG 产能、产量 (万吨)	8
图 13: 2021 国内瓶级 PET 下游需求结构	9
图 14: 2019-2023 国内瓶级 PET 表观消费量和增速 (万吨)	9
图 15: 国内聚酯瓶片出口量 (万吨) 及增速	10
图 16: 2023 年瓶片聚酯行业主要公司产能 (万吨) 及毛利率	10
图 17: 2022 年瓶片聚酯主要企业人均产销量 (吨)	11
图 18: 2022 年瓶级 PET 吨成本及毛利润 (元)	11
图 19: 正达凯 120 万吨乙二醇项目示意图	13
图 20: 重庆与华东各项成本对比 (元/吨)	14
图 21: 2020 年全球瓶级 PET 市场需求分布	16
图 22: 全球需求增速多年高于供给增速	16
图 23: 2020 年全球瓶级 PET 产能分布	17
图 24: 三国电价及人工价格对比	18
图 25: 万凯新材主要 PET 产品类别	19
图 26: 万凯新材 PEF 合作签约 (左) 及试产成品 (右)	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2023 国内主要企业聚酯瓶片现有产能	4
表 2: 2023 国内主要企业聚酯瓶片现有产能	7
表 3: 2020 年全球各区域供需差	16
表 4: 各国家/地区对中国瓶片反倾销政策	17
表 5: 公司营业收入拆分	21
表 6: 可比公司 PE 数据对比	22
公司财务报表数据预测汇总	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026