

## 固收点评 20240815

# 万凯转债：聚酯材料领域领跑者

关键词：#业绩符合预期

2024年08月15日

### 事件

- 万凯转债（123247.SZ）于2024年8月16日开始网上申购：总发行规模为27.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产120万吨MEG联产10万吨电子级DMC新材料项目。
- 当前债底估值为100.49元，YTM为2.41%。万凯转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为AA/AA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率2.33%（2024-08-14）计算，纯债价值为100.49元，纯债对应的YTM为2.41%，债底保护较好。
- 当前转换平价为96.59元，平价溢价率为3.53%。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即2025年02月24日至2030年08月15日。初始转股价11.45元/股，正股万凯新材8月14日的收盘价为11.06元，对应的转换平价为96.59元，平价溢价率为3.53%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为31.40%。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30, 130%”，有条件回售条款为“30, 70%”，条款中规中矩。按初始转股价11.45元计算，转债发行27.00亿元对总股本稀释率为31.40%，对流通盘的稀释率为45.30%，对股本有一定的摊薄压力。

### 观点

- 我们预计万凯转债上市首日价格在118.99~132.32元之间，我们预计中签率为0.0126%。综合可比标的以及实证结果，考虑到万凯转债的债底保护性较好，评级尚可，规模较大，我们预计上市首日转股溢价率在30%左右，对应的上市价格在118.99~132.32元之间。我们预计网上中签率为0.0126%，建议积极申购。
- 万凯新材料股份有限公司持续优化产品生产工艺，具有显著的先发优势，先后开发了热灌装瓶级聚酯树脂、环保高节能瓶级聚酯树脂、食用油专用聚酯树脂、大容量瓶/桶用聚酯树脂、大容量食品用聚酯树脂与绿色化生产关键技术、高透亮、低乙醛瓶级聚酯树脂产业化关键技术、混合二元醇及第三单体IPA共聚技术、新型环保型无铍聚酯及其缩聚催化剂和高透亮非晶型聚酯树脂等关键技术。
- 2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为16.00%。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动，2019-2023年复合增速为16.00%。2023年，公司实现营业收入175.32亿元，同比减少9.57%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023年复合增速为4.42%。2023年实现归母净利润4.37亿元，同比减少54.38%。
- 万凯新材料股份有限公司是国内领先的聚酯材料研发、生产、销售企业，致力于为社会提供健康、安全、环保、优质的聚酯材料，主要产品包括瓶级PET和大有光PET。
- 万凯新材料股份有限公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率下降。2019-2023年，公司销售净利率分别为3.79%、2.18%、4.61%、4.94%和2.49%，销售毛利率分别为7.76%、4.95%、7.38%、7.59%和4.00%。
- 风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002

chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《集智转债：全自动平衡机领域领跑者》

2024-08-15

《债市需要担心负反馈吗？》

2024-08-14

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	6
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1 财务数据分析 .....	7
3.2 公司亮点 .....	10
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1:	2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3:	2021-2023 年营业收入构成	8
图 4:	2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2019-2024Q1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2019-2024Q1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2019-2024Q1 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	万凯新材料股份有限公司主营产品一览	10
表 1:	万凯转债发行认购时间表	4
表 2:	万凯转债基本条款	5
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测万凯转债上市价格 (单位: 元)	7

## 1. 转债基本信息

表1: 万凯转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/8/14	1、刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2024/8/15	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2024/8/16	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金）
T+1	2024/8/19	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购摇号抽签
T+2	2024/8/20	1、刊登《中签号码公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2024/8/21	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2024/8/22	1、刊登《发行结果公告》 2、向发行人划付募集资金

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2: 万凯转债基本条款

转债名称	万凯转债	正股名称	万凯新材
转债代码	123247.SZ	正股代码	301216.SZ
发行规模	27.00 亿元	正股行业	基础化工-塑料-其他塑料制品
存续期	2024 年 08 月 16 日至 2030 年 08 月 15 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	11.45 元	转股期	2025 年 02 月 24 日至 2030 年 08 月 15 日
票面利率	0.3%,0.5%,1.0%,1.5%,1.8%,2.0%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 110% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
年产 120 万吨 MEG 联产 10 万吨 电子级 DMC 新材料项目 (一期) (MEG 一期 60 万吨项目)	600,000.00	232,000.00
补充流动资金	38,000.00	38,000.00
<b>合计</b>	<b>638,000.00</b>	<b>270,000.00</b>

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	100.49 元	转换平价 (以 2024/08/14 收盘价)	96.59 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	-0.49%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	3.53%
纯债到期收益率 YTM	2.41%		

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

当前债底估值为 100.49 元，YTM 为 2.41%。万凯转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.33%（2024-08-14）计算，纯债价值为 100.49 元，纯债对应的 YTM 为 2.41%，债底保护较好。

当前转换平价为 96.59 元，平价溢价率为 3.53%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 02 月 24 日至 2030 年 08 月 15 日。初始转股价 11.45 元/股，正股万凯新材 8 月 14 日的收盘价为 11.06 元，对应的转换平价为 96.59 元，平价溢价率为 3.53%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。总股本稀释率为 31.40%。按初始转股价 11.45 元计算，转债发行 27.00 亿元对总股本稀释率为 31.40%，对流通盘的稀释率为 45.30%，对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

我们预计万凯转债上市首日价格在 118.99~132.32 元之间。按万凯新材 2024 年 8 月 14 日收盘价测算，当前转换平价为 96.59 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的宏发转债（转换平价 54.53 元，评级 AA，发行规模 20.00 亿元）、精工转债（转换平价 51.03 元，评级 AA，发行规模 20.00 亿元）、晶科转债（转换平价 45.23 元，评级 AA，发行规模 30.00 亿元），8 月 14 日转股溢价率分别为 98.87%、61.99%、99.10%。

2) 参考近期上市的振华转债（上市日转换平价 103.09 元）、赛龙转债（上市日转换平价 92.23 元）、欧通转债（上市日转换平价 85.18 元），上市当日转股溢价率分别为 17.66%、70.55%、31.26%。

基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，基础化工行业的转股溢价率为 25.63%，中债企业债到期收益率为 2.33%，2024 年一季报显示万凯新材前十大股东持股比例为 57.63%，2024 年 8 月 14 日中证转债成交额为 48,796,337,193 元，取对数得 24.61。因此，可以计算出万凯转债上市首日转股溢价率为 26.04%。综合可比标的以及实证结果，考虑到万凯转债的债底保护性较好，评级尚可，规模较大，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 118.99~132.32 元之间。

表5: 相对价值法预测万凯转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		25.00%	27.00%	30.00%	33.00%	35.00%
-5%	10.51	114.71	116.54	119.29	122.05	123.88
-3%	10.73	117.12	118.99	121.80	124.62	126.49
2024/08/14 收盘价	11.06	120.74	122.67	125.57	128.47	130.40
3%	11.39	124.36	126.35	129.34	132.32	134.31
5%	11.61	126.78	128.81	131.85	134.89	126.92

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **67.29%**。万凯新材的前十大股东合计持股比例为 57.63% (2024/03/31), 股权较为集中。假设前十大股东 80% 参与优先配售, 其他股东中有 50% 参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 67.29%。

我们预计中签率为 **0.0126%**。万凯转债发行总额为 27.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 67.29%, 剩余网上投资者可申购金额为 8.83 亿元。万凯转债仅设置网上发行, 近期发行的伟隆转债 (评级 A, 规模 2.70 亿元) 网上申购数约 710.9 万户, 豫光转债 (评级 AA, 规模 7.10 亿元) 709.22 万户, 汇成转债 (评级 AA-, 规模 11.487 亿元) 684.82 万户。我们预计万凯转债网上有效申购户数为 701.65 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0126%。

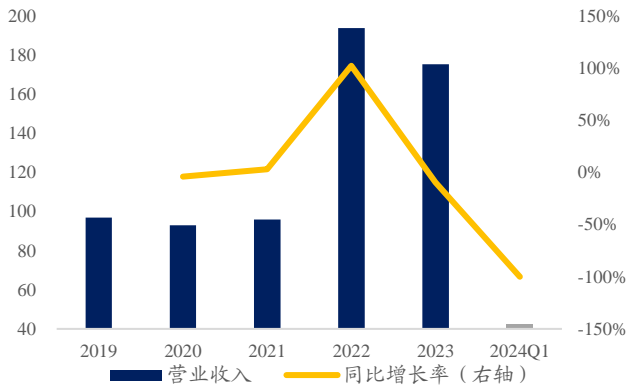
### 3. 正股基本面分析

#### 3.1 财务数据分析

万凯新材料股份有限公司是国内领先的聚酯材料研发、生产、销售企业, 致力于为社会提供健康、安全、环保、优质的聚酯材料, 主要产品包括瓶级 PET 和大有光 PET, 其中瓶级 PET 收入占主营业务收入比重在报告期内基本超过 90%。公司凭借高品质产品、技术创新及规模优势, 被授予“中国民营企业制造业 500 强”、“中国对外贸易 500 强民营企业”、“浙江省知名商号”、“浙江出口名牌”等荣誉称号。

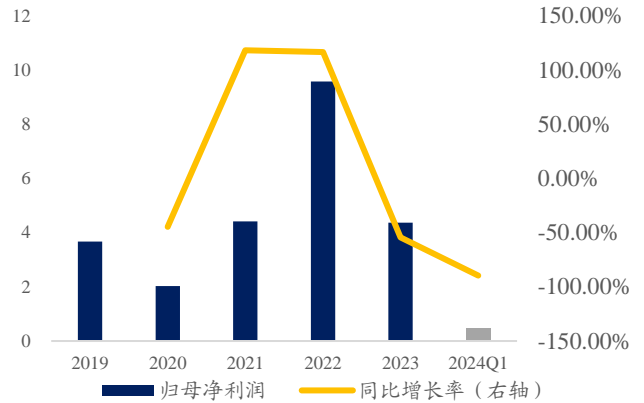
2019 年以来公司营收稳步增长, 2019-2023 年复合增速为 **16.00%**。自 2019 年以来, 公司营业收入总体呈现稳步增长态势, 同比增长率“V 型”波动, 2019-2023 年复合增速为 16.00%。2023 年, 公司实现营业收入 175.32 亿元, 同比减少 9.57%。与此同时, 归母净利润也不断浮动, 2019-2023 年复合增速为 4.42%。2023 年实现归母净利润 4.37 亿元, 同比减少 54.38%。

图1: 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

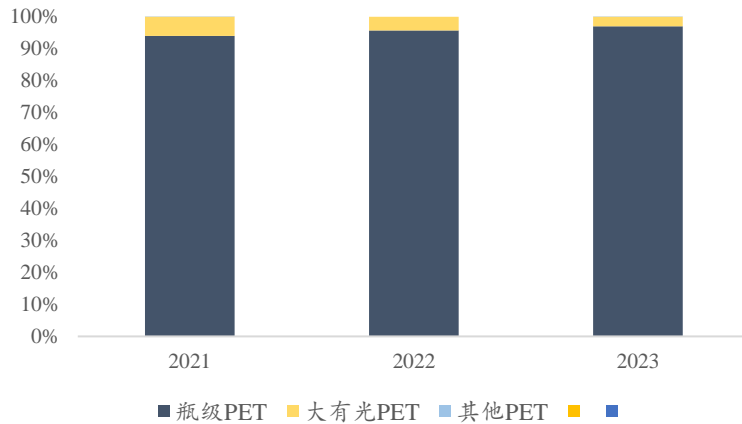
图2: 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

2021 年度、2022 年度、2023 年度及 2024 年 1-3 月, 公司瓶级 PET 收入分别为 808,647.69 万元、1,564,141.38 万元、1,610,444.88 万元及 413,426.21 万元, 占主营业务收入比重分别为 94.07%、95.76%、96.99%及 97.67%, 为公司收入的主要来源。

图3: 2021-2023 年营业收入构成



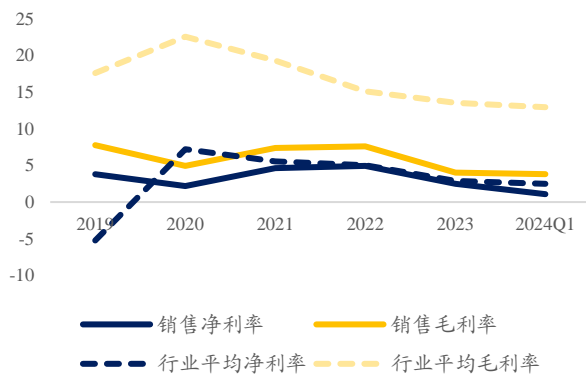
数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

万凯新材料股份有限公司销售净利率和毛利率维稳, 销售费用率下降, 财务费用率



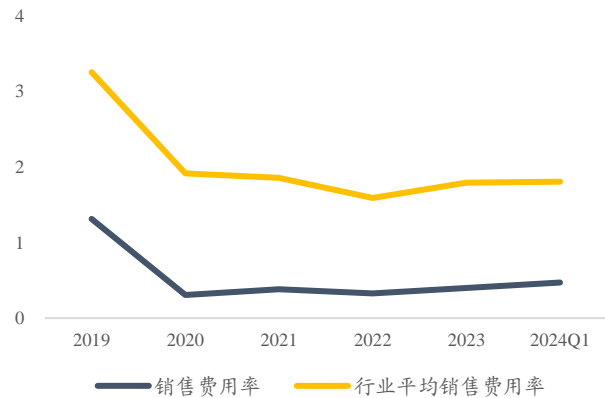
和管理费用率下降。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 3.79%、2.18%、4.61%、4.94% 和 2.49%，销售毛利率分别为 7.76%、4.95%、7.38%、7.59%和 4.00%。万凯新材料股份有限公司 2023 年以来，受行业加工差下降影响，公司境内外销售毛利率均有显著下滑。2022 年欧洲瓶级 PET 供应受阻，于 2023 年回归正常，故 2023 年以来瓶级 PET 产品境外市场需求较上年度减少较多。公司 2023 年度及 2024 年一季度外销占比下降，而外销业务相对于内贸毛利率更高，因此公司内外销收入结构的变动导致了整体毛利率水平下降。

图4：2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



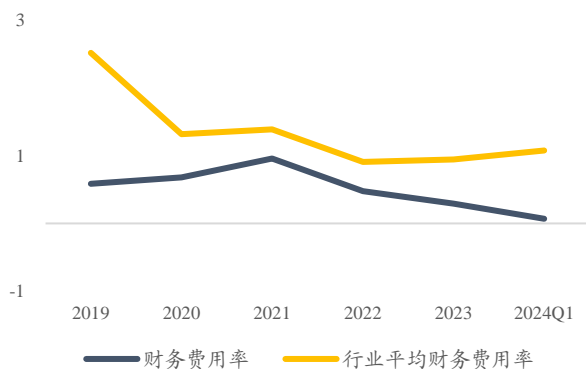
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q1 销售费用率水平（%）



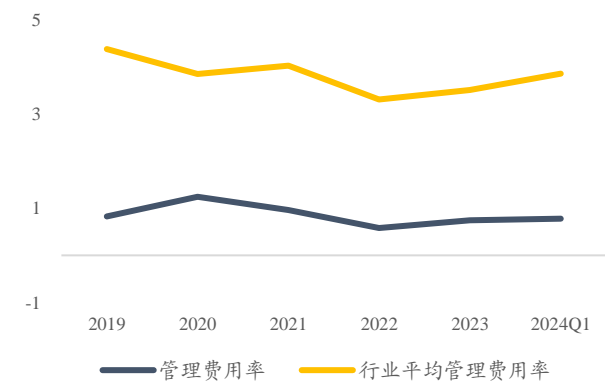
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2024Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2024Q1 管理费用率水平（%）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收

入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2 公司亮点

万凯新材料股份有限公司持续优化产品生产工艺，具有显著的先发优势，较早布局差异化产品矩阵，先后开发了热灌装瓶级聚酯树脂、环保高节能瓶级聚酯树脂、食用油专用聚酯树脂、大容量瓶/桶用聚酯树脂、大容量食品用聚酯树脂与绿色化生产关键技术、高透亮、低乙醛瓶级聚酯树脂产业化关键技术、混合二元醇及第三单体 IPA 共聚技术、新型环保型无铈聚酯及其缩聚催化剂和高透亮非晶型聚酯树脂等关键技术，成功应用于饮用水、食用油、茶饮料、碳酸饮料、大桶水等包装材料领域。公司瓶级 PET 产品获得了全球众多知名品牌客户的青睐，与农夫山泉、可口可乐、怡宝、娃哈哈等全球知名食品饮料厂商建立了良好的合作关系，上述知名品牌客户对产品的认证过程繁琐严格，往往需要经过长期的试验和审核。除 PET 产品相关生产方法的知识成果积累外，发行人还专注于 PET 生产装置、设备、系统或结构相关的技术工艺研究和优化，如单独酯化共聚酯生产组合装置、改进的乙二醇生产组合装置、聚酯催化剂生产装置等，并形成相关知识产权保护体系。专用生产装置、设备、系统或结构的专利主要用于提升公司产品及关键原材料的生产效能，达到降低产品单耗、提升产品质量及性能稳定性的作用，亦是保障公司产品市场竞争力的重要抓手。公司成立以来陆续投产的主要生产装置相比同时期同行业同类装置具有单套装置产能大、单位产品能耗低的优势，目前公司主要瓶级 PET 生产装置单套年产能在 40 万吨以上，大规模生产装置的连续稳定运作对生产技术工艺提出了更高的要求。

图8：万凯新材料股份有限公司主营产品一览



数据来源：公司债券募集说明书，Wind，东吴证券研究所

#### 4.风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>