

浙江康隆达特种防护科技股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1999 号

浙江康隆达特种防护科技股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；

维持“康隆转债”的信用等级为 **AA⁻**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持浙江康隆达特种防护科技股份有限公司（以下简称“康隆达”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“康隆转债”的信用等级为 **AA⁻**，该级别考虑了控股股东绍兴上虞东大针织有限公司（以下简称“东大针织”）将其合法拥有的公司股票作为质押资产对债项进行质押担保。中诚信国际肯定了产能规模持续扩张、融资渠道畅通和财务杠杆水平较低等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到中美贸易争端和新冠肺炎疫情加大公司经营压力、公司客户集中度较高、分红政策激进以及实际控制人股权质押比例高等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

康隆达（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	11.46	13.34	14.32	15.46
所有者权益合计（亿元）	9.37	10.10	10.43	10.52
总负债（亿元）	2.10	3.25	3.89	4.94
总债务（亿元）	0.63	1.34	1.95	2.98
营业总收入（亿元）	7.67	9.05	9.87	1.95
净利润（亿元）	0.74	0.85	0.51	0.13
EBIT（亿元）	0.90	1.03	0.66	--
EBITDA（亿元）	1.23	1.41	1.06	--
经营活动净现金流（亿元）	0.76	0.58	0.93	-0.35
营业毛利率(%)	30.99	28.90	28.89	26.51
总资产收益率(%)	9.36	8.34	4.81	--
资产负债率(%)	18.31	24.34	27.16	31.94
总资本化比率(%)	6.34	11.69	15.76	22.06
总债务/EBITDA(X)	0.52	0.95	1.85	--
EBITDA 利息倍数(X)	33.10	30.11	16.43	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **产能规模持续扩张。**跟踪期内，公司持续推进 2,400 吨多功能、高性能高强高模聚乙烯纤维项目，并在越南建设新生产基地，产能规模将持续扩大，有利于公司行业地位的不断提高。
- **财务杠杆保持在较低水平。**跟踪期内，公司债务规模虽小幅上升，但依然维持在较低水平，截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 31.94% 和 22.06%，资本结构合理
- **融资渠道保持畅通。**截至 2020 年 3 月末，公司尚未使用的授信额度为人民币 4.53 亿元。此外，公司作为 A 股上市公司，资本市场直接融资渠道畅通，2020 年 4 月，公司公告非公开发行 A 股股票预案，拟募集资金不超过 5 亿元。

行业比较

2019 年部分纺织服装企业主要指标对比表

公司名称	主要产品及产能	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
起步股份	童鞋童装：531.95 万件/年	25.74	34.98	27.20	15.23	1.42	-0.03
开润股份	旅行箱：76.41 万件/年，包袋：1,809.79 万只/年	19.70	54.30	28.90	26.95	2.37	1.42
康隆达	劳动防护手套：900 万打/年	14.32	27.16	15.76	9.87	0.51	0.93

注：“起步股份”为“起步股份有限公司”简称；“开润股份”为“安徽开润股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
康隆转债	AA ⁻	AA ⁻	2.00	2.00	2020/4/23~2026/4/23

关注

- **中美贸易争端和新冠肺炎疫情加大公司经营压力。**公司产品主要对外出口，公司出口美国产品基本全部被列入加税清单；此外，2020 年爆发的新冠疫情影响出口物流和需求，进一步加大了公司经营压力。
- **客户集中度较高。**2019 年，公司前五大客户收入占营业总收入比重约 45%，第一大客户收入占比约 30%，客户集中度依然较高，公司对第一大客户较为依赖。
- **分红政策激进。**2019 年度，公司现金分红 1.50 亿元，占归属于上市公司普通股股东净利润的比例为 299.61%，激进的分红政策不利于权益累积。
- **实际控制人股权质押比例高。**截至 2020 年 4 月末，控股股东东大针织及其一致行动人对外质押股权占公司总股本比例为 44.50%，股权质押比例高，面临较大平仓和实际控制人变更风险。

评级展望

中诚信国际认为，浙江康隆达特种防护科技股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**资本实力显著增强，盈利能力大幅上升且具有持续性，偿债能力显著提升。
- **可能触发评级下调因素。**盈利能力大幅下滑；债务水平持续攀升，流动性压力加大，偿债能力显著弱化。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“康隆转债”募集资金合计 2.00 亿元，拟用于年产 2,400 吨多功能、高性能高强高模聚乙烯纤维项目。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来

负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，

从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

中国劳动防护手套以 OEM 和 ODM 为主，市场化程度较高；受贸易摩擦和疫情影响，企业经营压力凸显

劳动防护手套行业的国际市场经过多年发展，已形成相对成熟稳定的竞争格局。其中，欧洲、美国和日本少数劳动防护手套国际知名品牌企业，比如 Ansell、ATG 和 Midas Safety，凭借多年经营的积累，已经形成了稳定的销售渠道，具备研发、设计及品牌优势，在全球市场中占主导地位。但由于欧美日等发达国家的人力、原料等成本较高，这些知名品牌企业逐渐退出了生产环节，主要负责产品研发设计、市场拓展、终端渠道建设和品牌管理，除了在本土保留部分高端产品的产能外，多数将产品生产环节中附加值相对较低且固定资产投资量较大的生产环节转移至拥有较高的劳动力素质和较低的劳动力成本的发展中国家，通过在当地直接设厂从事生产，或直接委托当地企业通过 OEM/ODM 的方式解决货源。经过多年发展，中国劳动防护手套行业是一个市场化竞争较为充分、市场化程度较高的行业，形成一批以 OEM 和 ODM 为主，能够大批量生产供应、多品种、快交期的劳动防护手套的生产企业，并成为了

全球劳动防护手套的主要生产中心。

根据联合国统计署创建的联合国商品贸易统计数据库 UN Comtrade 统计数据，功能性劳动防护手套全球进口额¹合计从 2007 年的 7.99 亿美元增长至 2018 年的 38.78 亿美元。2018 年，功能性劳动防护手套全球出口总额为 35.24 亿美元。中国为第一大出口国，2018 年中国大陆出口额为 19.86 亿美元，占全球出口总额的 51.65%。

中诚信国际关注到，受 2018 年以来中美贸易争端影响，美国持续对中国劳动防护手套在内的纺织品加征关税，中国纺织行业受到巨大挑战；2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，国内外物流不畅，境外需求受到抑制，手套代工及制造企业经营压力有所加大。

2019 年受中美贸易战影响，公司产销量有所下滑；受益于产品结构调整，产品价格有所提升；公司销售对单一客户较为依赖；2020 年一季度，疫情加大公司经营压力

公司产品主要包括耐磨手套、抗切割手套、抗撕裂手套、抗冲撞手套、防化手套、防静电手套和耐热耐寒手套等在内的功能性防护手套和具有一般防护功能的普通劳动防护手套和生活类手套在内的非功能性手套。公司经营模式以 OEM 和 ODM 为主，OBM 为辅。公司产能主要分布在绍兴市上虞区丰惠镇和杭州湾经济开发区。2019 年，公司产能保持稳定。

跟踪期内，公司仍保持出口为主的销售结构，2019 年，公司境外销售占比达 85.66%。2019 年，受中美贸易战导致下游需求疲软和公司调整产品生产线影响，公司手套产销量有所下降，产能利用率下降至 85.24%。从产品价格来看，2019 年，受益于产品结构调整，功能性手套平均销售价格有所上升，公司营业收入同比保持增长态势。

¹ 全球各国自产自销的功能性劳动防护手套数据无法取得，因此本文关于功能性劳动防护手套市场容量仅以全球进口额数据为参考。针织类功能性劳动防护手套贸易统计数据来源于 UN Comtrade，选取的样本为海

关编码 HS611610（附着塑料、橡胶的针织手套）和 HS611693（合成纤维制针织手套）项下商品的合计数。需要说明的是，上述两个海关编码项下商品大部分为功能性劳动防护手套，而非全部。

表 1：近年来公司主要产品产销情况

项目	2017	2018	2019
产能（万打/年）	900.00	900.00	900.00
产量（万打）	875.83	890.88	767.17
产能利用率（%）	97.31	98.99	85.24

注：公司生产主要包括前道编织和后道浸胶两道工序。后道浸胶技术含量较高，是公司生产资源的主要投入方向，也是决定公司自身产能的核心环节。因此，此处产能数据系公司自身浸胶产能（产品包括特种纤维类浸胶和普通纤维涂层两类）。此处产量包括公司自产手芯并由自身完成浸胶的手套和外购手芯并由自身完成浸胶的手套。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：近年来公司主要产品销售情况

年份		功能性劳动防护手套		非功能性劳动防护手套
		特种纤维类	普通纤维涂层类	普通劳保手套
2017	价格（元/打）	157.32	45.46	17.32
	销量（万打）	120.97	941.30	609.91
2018	价格（元/打）	153.93	47.55	17.81
	销量（万打）	152.53	1,063.97	624.70
2019	价格（元/打）	148.54	50.63	17.98
	销量（万打）	216.60	996.20	559.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：近年来公司销售区域情况（万元、%）

区域	2018		2019	
	收入	占营业总收入比例	收入	占营业总收入比例
境内：	17,312.02	19.39	13,982.22	14.34
境内客户	2,094.20	2.35	2,272.73	2.33
境内贸易商	15,217.82	17.05	11,709.49	12.01
境外：	71,952.04	80.61	83,553.26	85.66
美国	32,681.15	36.61	37,279.19	38.22
日本	4,212.77	4.72	3,981.01	4.08
欧洲	10,914.88	12.23	11,698.81	11.99
香港	18,379.09	20.59	21,068.38	21.60
巴西	667.91	0.75	539.31	0.55
墨西哥	2,711.68	3.04	5,918.40	6.07
其他	2,384.55	2.67	3,068.16	3.15
合计	89,264.06	100.00	97,535.48	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司前五大销售客户集中度合计 42.85%，较 2018 年小幅下降 2.54%。公司对第一大客户新亚公司（包括香港新亚实业有限公司、无锡新亚安全用品有限公司和香港新亚手套实业有限公司无锡代表处三家公司）依赖较为严重，新亚公司由李建东、韩晓丽夫妇实际控制，作为经销商，新亚公司在劳动防护用品行业积累了一批优质的国际客户资源，公司客户集中度较高，中诚信国际将对此保持关注。

结算方面，公司通常给予客户 20~45 天不等的信用期，个别国外客户信用期为 60 天，货款主要以电汇（TT）结算。

表 4：2019 年公司前五大销售客户情况（万元、%）

客户名称	销售金额	占比
新亚公司	27,074.97	27.44%
PIP	4,717.03	4.78%
Bunzl	4,002.70	4.06%
UVEX	3,483.49	3.53%
RITZ	2,998.36	3.04%
合计	42,276.55	42.85%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，公司产品主要对国外出口，始终面临汇率波动风险；此外 2018 年以来，美国政府相继公布了一系列对进口自中国的各类商品加征关税的贸易保护措施，中国政府亦出台了相应的反制措施；同时，2020 年以来，国内国外疫情相继

爆发，国内外物流不畅，且消费市场需求疲软。贸易摩擦和疫情或将对公司出口业务产生重大不利影响。

截至2019年末，公司在建项目主要为年产2400吨多功能、高性能高强高模聚乙烯纤维项目，项目总投资3.87亿元，尚需投资2.15亿元，公司成功发行可转债募集部分资金，投资压力一般。此外，跟踪期内，越南（一期）生产基地建设项目中的第一阶段项目已取得国内和越南当地有关部门审批和备案，投资总规模约7亿元，中诚信国际将对公司在建项目的资金平衡及后续运营情况保持关注。

财务分析

以下分析基于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2017~2019年度财务报表和公司提供的未经审计的2020年一季度财务报表。公司各期财务报表均依据新会计准则编制，财务数据均采用报表期末数。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（万元、%）

产品名称	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
功能性手套	61,820.39	33.93	74,071.52	30.65	82,614.88	29.53
非功能性手套	10,561.52	21.87	11,125.85	20.75	10,067.34	25.75
其他	4,344.77	11.33	5,342.25	21.61	6,000.52	25.31
营业总收入/综合毛利率	76,726.69	30.99	90,539.62	28.90	98,682.74	28.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，受运输包装费用增加影响，2019年公司销售费用有所提升；受美元兑人民币汇率波动影响，公司汇兑收益减少，财务费用小幅增加。受上述因素影响，2019年公司期间费用率有所上升，致使公司经营业务利润小幅降低。2019年，受实行新会计准则和美国 Safe Fit, LLC 业绩不及预期计提商誉减值影响，公司资产减值损失有所增加，此外，公司远期外汇买卖合同持有期间产生的公允价值变动收益减少。为保证订单的执行和产品交期，公司在排产时会增加部分安全边际以备正常产品出货与更

2019年，公司以3,060万元收购北京易恒网际科技发展有限公司（以下简称“易恒科技”）51%股权并将易恒科技纳入公司合并范围，易恒科技主要业务为通讯设备的研发和销售，与公司“大安全”的战略方向相符。截至2019年9月末，易恒科技总资产402.31万元，所有者权益合计-171.18万元，2019年前三季度，营业总收入124.32万元，净利润-22.22万元，中诚信国际将持续关注易恒科技与公司业务的协同情况。

跟踪期内，公司收入小幅提升，利润水平和利润率有所下滑

2019年，受益于产品结构调整，功能性手套平均销售价格上升并带动业务收入增长；公司主动调整非功能性手套生产产品类型，非功能性手套收入下降，受益于产品结构调整，毛利率提升。2020年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，国内对外出口物流受阻，且境外需求大幅下降，公司销售收入同比下降约18%，净利润同比下降约25%。

换，安全边际产品在替换生产过程中的残次品后可能存在剩余，对于这部分剩余产品，由于公司客户比较稳定，未来可以通过新接订单销售，如不能新接订单，公司再作打折处置，对于该部分剩余产品，公司期末考虑客户后续下单可能性等因素，相应计提跌价准备，2019年，公司计提存货损失1,374.25万元，存货转回或转销1,292.46万元。受上述因素影响，公司利润水平和利润率均同比有所下滑。**中诚信国际关注到**，公司持续面临汇率波动风险。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	1.41	1.51	1.88	0.40

期间费用率(%)	18.42	16.73	19.09	20.49
经营性业务利润	0.91	1.05	0.92	0.14
资产减值损失	0.13	0.15	0.23	0.03
公允价值变动收益	0.01	0.00	-0.14	-0.04
利润总额	0.86	0.99	0.60	0.16
EBIT	0.90	1.03	0.66	--
EBITDA	1.23	1.41	1.06	--
EBITDA 利润率(%)	16.00	15.59	10.72	--
总资产收益率(%)	9.36	8.34	4.81	--

注：表中资产减值损失包含信用减值损失

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，为推进产能扩建项目和越南生产基地建设，公司债务规模和财务杠杆水平均呈上升态势

2019 年末，公司总资产规模有所扩大，主要来自非流动资产，公司增加对 2,400 吨高强高模聚乙烯纤维项目和越南项目前期投入，期末固定资产和其他非流动资产均呈上升态势。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
货币资金	1.60	2.31	2.32	2.47
应收账款	0.86	1.14	1.17	0.75
存货	2.20	3.09	3.09	4.31
流动资产合计	6.91	6.89	7.08	7.87
在建工程	0.09	1.10	0.82	0.91
固定资产	3.09	3.09	3.52	3.63
无形资产	0.99	1.10	1.12	1.11
其他非流动资产	0.06	0.12	0.52	0.70
非流动资产合计	4.55	6.45	7.25	7.59
资产合计	11.46	13.34	14.32	15.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年和 2020 年一季度，为推进项目建设和企业收购，公司短期借款有所增加，带动期末短期债务和总债务规模扩大，财务杠杆水平亦有所上升，且短期债务占比很高，债务结构有待改善。所有者权益方面，截至 2019 年末，受益于利润累积，公司所有者权益有所增长。中诚信国际关注到，2019 年度，公司现金分红 1.50 亿元，占归属于上市公司普通股股东的净利润的比例为 299.61%，公司股利派发政策激进，不利于利润积累。

表 8：近年来公司主要负债及相关指标情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	0.43	1.15	1.78	2.60
长期债务	0.20	0.19	0.17	0.38

短期债务/长期债务 (X)	2.13	6.03	10.41	6.92
总债务	0.63	1.34	1.95	2.98
应付账款	1.01	1.35	1.10	0.83
总负债	2.10	3.25	3.89	4.94
所有者权益合计	9.37	10.10	10.43	10.52
资产负债率	18.31	24.34	27.16	31.94
总资本化比率	6.34	11.69	15.76	22.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于收入提升，公司经营活动净现金流小幅增加，其对债务本息的覆盖能力有所提升；EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所减弱

2019 年，受销售规模扩大影响，公司经营活动净现金流规模较 2018 年小幅增加，其对债务本息的覆盖能力小幅增强。2019 年，公司推进 2,400 吨高强高模聚乙烯纤维项目和越南项目启动建设进度，投资活动现金净流出扩大。筹资活动方面，2019 年和 2020 年一季度，为推进项目建设进度，公司借款规模扩大，筹资活动现金流入规模明显扩大。未来，公司仍将继续推进产能的扩张，仍有一定的资金需求。

2019 年，受利润水平下降和债务增加影响，EBITDA 对利息和债务覆盖能力有所减弱。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	0.76	0.58	0.93	-0.35
投资活动净现金流	-2.49	-0.20	-1.39	-0.49
筹资活动净现金流	2.70	0.11	0.29	1.03
经营活动净现金流/短期债务	1.77	0.51	0.52	-0.55*
经营活动净现金流/总债务	1.21	0.43	0.47	-0.48*
经营活动净现金流/利息支出	20.62	12.36	14.38	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	107.00	28.72	34.77	--
EBITDA 利息保障倍数	33.10	30.11	16.43	--
总债务/EBITDA	0.52	0.95	1.85	--
EBITDA/短期债务	2.85	1.23	0.59	--
货币资金/短期债务	3.71	2.01	1.30	0.95

注：加*数据为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司是 A 股上市公司，具有畅通的融资渠道；受限资产规模较小；无对外担保和重大未决诉讼事项；

控股股东将所持公司股权作为“康隆转债”质押物

公司为 A 股上市公司，直接融资渠道通畅，2020 年 4 月，公司公告非公开发行 A 股股票预案，公司拟发行股票数量不超过 26,997,840 股，发行价格为 18.52 元/股，发行对象为实际控制人之一张间芳，募集资金总额不超过 5.00 亿元，资金拟全部用于补充流动资金，截至报告出具日，本次非公开发行尚处于审核中。此外，截至 2020 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得人民币 7.30 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 4.53 亿元。

资产抵质押方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计 3.05 亿元，占期末总资产比重为 21.30%，其中，0.54 亿元货币资金作为承兑保证金和定期存款质押，Global Glove and Safety Manufacturing, Inc 所有资产 2.50 亿元因借款被质押。

截至 2020 年 4 月 22 日，公司控股股东东大针织质押所持有公司股权 3,070.77 万股，占其所持股份比例为 83.83%，其中，1,230.77 万股作为“康隆转债”质押资产；公司股东张惠莉质押公司股权 1,379.32 万股，占其所持有公司股份比例为 73.56%，公司控股股东及其一直行动人对外质押股权占公司总股本比例为 44.50%。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2019 年末，公司无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的数据，近年来公司未发生债务违约情况。截至 2020 年 3 月末，公司本部及子公司无已到期尚未偿还的银行借款及其他债务融资工具。

担保事项

“康隆转债”采用股票质押担保的方式，公司控股股东东大针织作为出质人将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，并由质权人代

理人中信证券股份有限公司和出质人东大针织签署《浙江康隆达特种防护科技股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“本合同”或“质押合同”）。质押担保的范围为债务人因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（本期债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用。

本次质押资产包括出质人单独持有的康隆达限售股份。本合同签订后及主债权有效存续期间，如康隆达进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致出质人所持康隆达的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量；如康隆达实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金红利不作为股份质押担保合同项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。

根据质押合同，在本合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续 30 个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 110%，中信证券股份有限公司有权要求出质人在 30 个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于 140%；追加的资产限于康隆达人民币普通股，追加股份的价值为连续 30 个交易日内康隆达收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的康隆达人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。

本合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续 30 个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的 180%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的 140%。

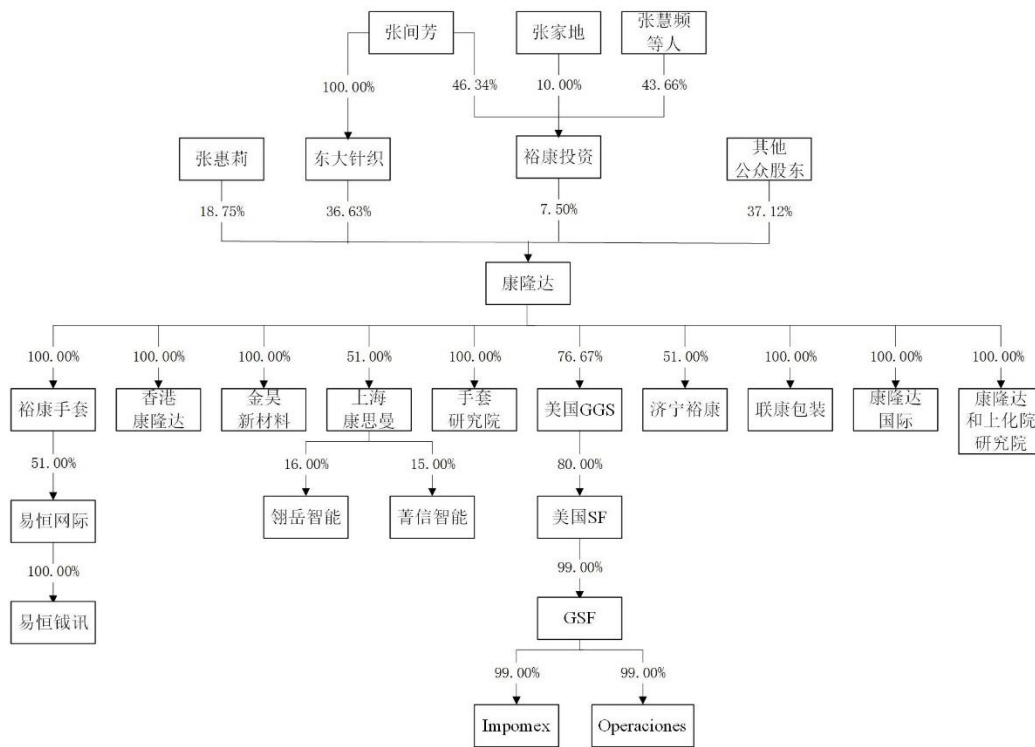
截至报告出具日，公司尚未出现需要出质人追加担保物情形，亦未出现出质人请求对部分质押股

票通过解除质押方式释放的情形。

评级结论

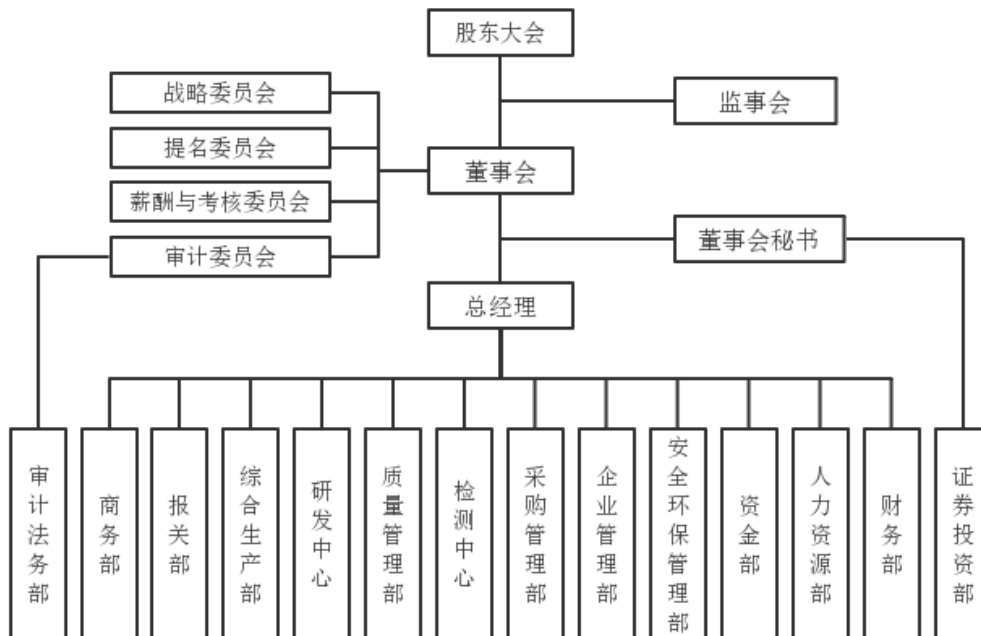
综上所述，中诚信国际维持浙江康隆达特种防护科技股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“康隆转债”的信用等级为 **AA⁻**。

附一：浙江康隆达特种防护科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至2020年3月末）



注：美国GGS分别持有GSF、Impomex、Operaciones 剩余1%股权。

注：截至2020年3月末，公司注册资本为10,000.00万元，张间芳先生、张惠莉女士（张间芳先生之妻）及张家地先生（张间芳先生之子）为公司实际控制人，以上三人通过直接或间接方式合计持有公司62.88%的股份。



资料来源：公司提供

附二：浙江康隆达特种防护科技股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	15,977.32	23,053.64	23,208.19	24,679.91
应收账款净额	8,587.75	11,371.14	11,733.64	7,462.46
其他应收款	662.77	755.32	1,409.17	1,363.57
存货净额	22,037.09	30,857.86	30,874.77	43,114.45
长期投资	560.94	512.28	280.00	280.00
固定资产	30,936.04	30,886.68	35,150.94	36,302.98
在建工程	936.05	10,997.12	8,220.72	9,059.75
无形资产	9,948.77	11,006.65	11,213.52	11,104.11
总资产	114,643.61	133,417.75	143,233.58	154,635.35
其他应付款	616.50	798.44	2,366.83	4,176.29
短期债务	4,312.14	11,460.82	17,809.24	26,030.76
长期债务	2,026.91	1,899.47	1,710.19	3,760.81
总债务	6,339.04	13,360.28	19,519.43	29,791.57
净债务	-9,638.28	-9,693.36	-3,688.76	5,111.66
总负债	20,990.38	32,467.73	38,902.91	49,385.50
费用化利息支出	370.80	468.75	643.61	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	93,653.23	100,950.02	104,330.68	105,249.85
营业总收入	76,726.69	90,539.62	98,682.74	19,544.98
经营性业务利润	9,089.67	10,500.93	9,181.03	1,440.29
投资收益	474.45	0.00	778.02	235.55
净利润	7,373.71	8,523.54	5,109.26	1,315.11
EBIT	9,014.69	10,338.27	6,647.49	--
EBITDA	12,272.48	14,115.05	10,575.51	--
经营活动产生现金净流量	7,647.77	5,794.29	9,256.97	-3,549.45
投资活动产生现金净流量	-24,878.05	-1,953.03	-13,933.36	-4,916.38
筹资活动产生现金净流量	26,979.89	1,063.52	2,854.84	10,276.23
资本支出	5,582.09	16,011.13	11,592.88	5,122.15
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	30.99	28.90	28.89	26.51
期间费用率(%)	18.42	16.73	19.09	20.49
EBITDA 利润率(%)	16.00	15.59	10.72	--
总资产收益率(%)	9.36	8.34	4.81	--
净资产收益率(%)	11.20	8.76	4.98	5.02
流动比率(X)	3.64	2.30	1.92	1.74
速动比率(X)	2.48	1.27	1.08	0.79
存货周转率(X)	2.77	2.43	2.27	1.55*
应收账款周转率(X)	9.86	9.07	8.54	8.15*
资产负债率(%)	18.31	24.34	27.16	31.94
总资本化比率(%)	6.34	11.69	15.76	22.06
短期债务/总债务(%)	68.03	85.78	91.24	87.38
经营活动净现金流/总债务(X)	1.21	0.43	0.47	-0.48*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.77	0.51	0.52	-0.55*
经营活动净现金流/利息支出(X)	20.62	12.36	14.38	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	107.00	28.72	34.77	--
总债务/EBITDA(X)	0.52	0.95	1.85	--
EBITDA/短期债务(X)	2.85	1.23	0.59	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	33.10	30.11	16.43	--
EBIT 利息保障倍数(X)	24.31	22.05	10.33	--

注：2020年一季报未经审计；带*指标已经年化处理；由于缺失数据，部分指标无法计算

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。