



2023 年江苏恒辉安防股份有限公司 创业板向不特定对象发行可转换公司 债券信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20234346D-01

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注评级对象的政策环境、行业风险、经营策略、财务状况等因素的重大变化，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后3个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起7个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023年12月6日





发行人及评级结果	江苏恒辉安防股份有限公司
-----------------	---------------------

本次债项评级结果	AA
-----------------	-----------

发行要素	拟发行金额不超过 5.00 亿元（含），期限为自发行之日起 6 年，每年付息一次、到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。募集资金拟用于年产 4,800 吨超高分子量聚乙烯纤维项目建设以及补充流动资金。
-------------	--

评级观点	中诚信国际肯定了江苏恒辉安防股份有限公司（以下简称“恒辉安防”或“公司”）为国内安全防护手套生产的上市公司之一，在细分领域具有一定的技术和渠道优势，债务规模和财务杠杆维持在较低水平及资本市场直接融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到宏观经济波动、在建、拟建项目投资规模较大或将推升债务规模，新建项目产能释放及市场拓展情况等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。
-------------	---

评级展望	中诚信国际认为，江苏恒辉安防股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
-------------	---

调级因素	<p>可能触发评级上调因素：资本实力显著增强，资源禀赋明显加强，产品市场地位和产能规模显著提升，盈利能力和经营获现水平显著提升且具有持续性等。</p> <p>可能触发评级下调因素：收入和利润水平大幅下降；公司产品市场占有率大幅下滑；债务水平持续攀升，流动性压力持续加大等。</p>
-------------	--


正面

- 公司为国内功能性安全防护手套生产的上市公司之一，在细分领域具有一定的技术和渠道优势
- 公司债务规模和财务杠杆维持在较低水平
- 公司作为A股上市公司，资本市场直接融资渠道畅通

关注

- 宏观经济波动及汇率变化对公司产品出口及盈利情况的影响
- 在建、拟建项目投资规模较大，或将推升公司债务规模，需对未来项目进度及资金安排情况保持关注
- 未来公司将拓展国内市场并向纤维等上游领域延伸，需持续关注经营效率及新产品市场消纳情况

项目负责人：肖瀚 hxiao@ccxi.com.cn 项目组成员：杜志英 zhydu@ccxi.com.cn 梁子秋 zqliang@ccxi.com.cn	
--	---

评级总监：
 电话：(027)87339288



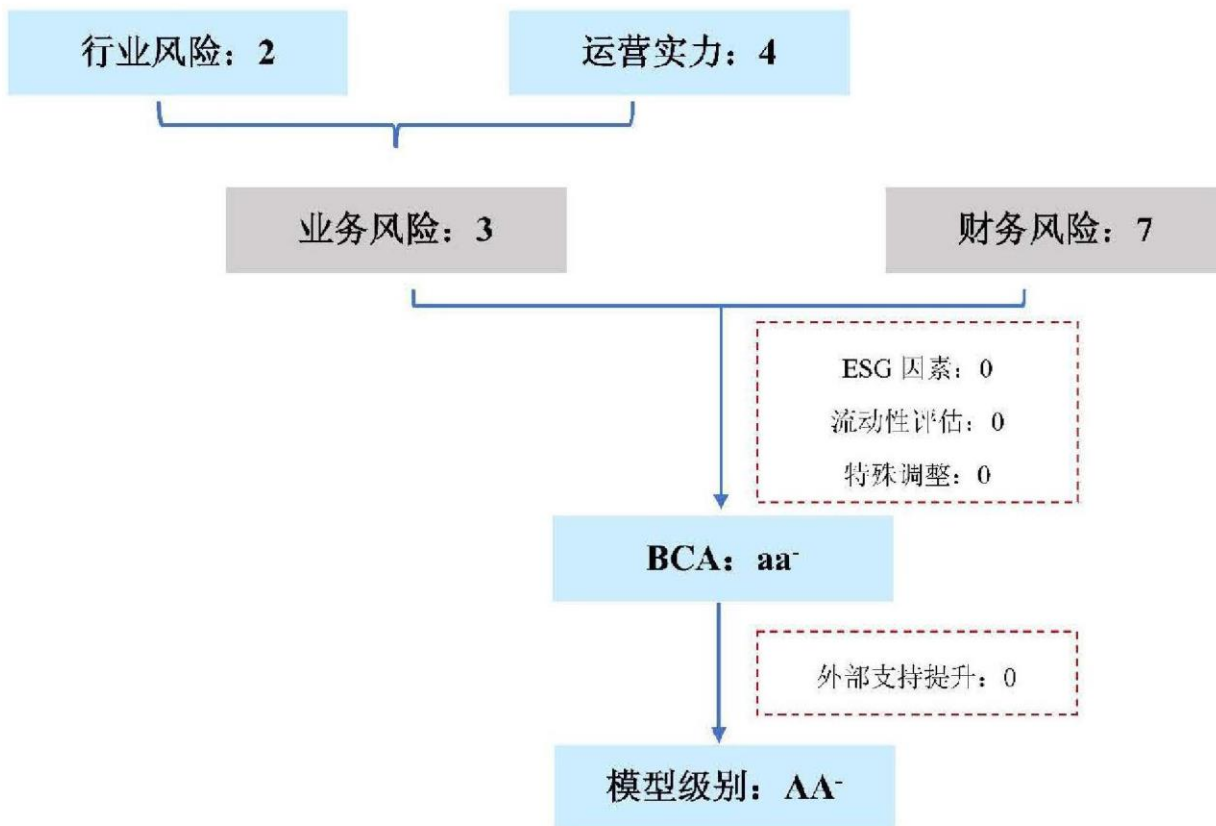
财务概况

恒辉安防（合并口径）	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
资产总计（亿元）	8.60	12.40	15.12	17.67
所有者权益合计（亿元）	5.17	9.54	10.68	11.42
负债合计（亿元）	3.43	2.86	4.44	6.25
总债务（亿元）	1.12	0.81	1.10	2.39
营业总收入（亿元）	8.29	9.50	8.93	6.95
净利润（亿元）	1.12	0.98	1.26	0.97
EBIT（亿元）	1.36	0.98	1.50	--
EBITDA（亿元）	1.64	1.39	2.06	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.07	1.07	1.91	0.67
营业毛利率（%）	26.65	22.97	25.05	26.77
总资产收益率（%）	15.83	9.30	10.93	--
EBIT 利润率（%）	16.41	10.28	16.84	--
资产负债率（%）	39.89	23.09	29.37	35.37
总资本化比率（%）	17.79	7.83	9.33	17.31
总债务/EBITDA（X）	0.68	0.58	0.53	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	88.97	78.52	139.59	--
FFO/总债务（X）	1.33	1.68	1.61	--

注：1、中诚信国际根据恒辉安防提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021~2022年审计报告及未经审计的2023年三季度财务报表整理。其中，2020年及2021年财务数据分别采用了2021年、2022年审计报告期初数，2022年及2023年三季度财务数据分别采用2022年审计报告和2023年三季度财务报表期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

评级模型

江苏恒辉安防股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2022_03

■ 业务风险:

恒辉安防属于轻工制造行业，中诚信国际对轻工制造行业风险评估为较高；恒辉安防业务多样性一般，客户稳定性较强但集中度较高，业务风险评估为较高。

■ 财务风险:

恒辉安防盈利能力保持在较好水平，资产规模持续增长，财务杠杆水平较低，偿债指标良好，但需关注未来投资进度对公司财务杠杆的影响，财务风险评估为极低。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对恒辉安防个体基础信用等级无影响，恒辉安防具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其较高的业务风险和极低的财务风险。

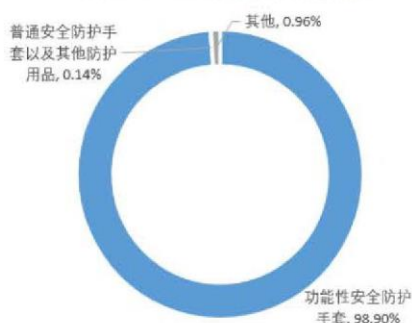
■ 外部支持:

公司作为实际控制人下属最主要的经营实体和核心资产，对实际控制人具有战略重要性，实际控制人对其在业务拓展、资金支持、资源调配等方面均具有很强的支持意愿。但同时，公司实控人为自然人，可实际调配或协调的资源相对较少。综上，外部支持不进行调整。

发行人概况

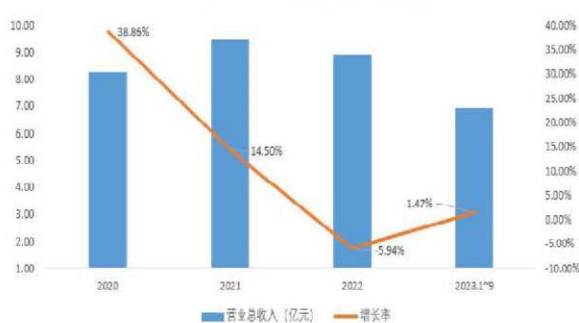
公司前身是成立于2004年的南通恒辉手套有限公司，2017年整体改制为股份有限公司并更为现名。2021年3月，公司公开发行3,623.20万股普通股，并于深圳证券交易所创业板实现整体上市，募集资金净额为3.71亿元，证券代码为300952.SZ。目前，公司主要从事手部安全防护用品的研发、生产及销售，主要产品为各类功能性安全防护手套。2022年和2023年前三季度公司分别实现营业总收入8.93亿元和6.95亿元。

图 1：2022 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产权结构：经过一系列股权转让、增资及上市和股票激励计划，截至2023年9月末，公司股本为1.46亿元，其中自然人姚海霞女士持股34.35%，是公司的控股股东；王威华和姚海霞夫妇、其子王鹏先生合计控制公司68.70%的表决权¹，系公司实际控制人。上述股东所持股权均处于限售期，无质押、标记或冻结情况。

表 1：公司主要子公司财务情况（亿元）

全称	简称	持股比例	2023年9月末		2022年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
恒励安全防护用品（南通）有限公司	恒励安防	80.00%	3.08	1.87	4.00	0.27
南通恒尚新材料科技有限公司	恒尚材料	100.00%	6.20	2.03	1.46	-0.20
恒越安全防护用品（南通）有限公司	恒越安防	100.00%	2.96	1.17	--	-0.005

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

本次债券概况

公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过5.00亿元（含），发行期限6年，每年付息一次、到期归还所有未转股的可转债本金和支付最后一年利息，发行结束之日起满6个月可转股，募集资金拟用于年产4,800吨超高分子量聚乙烯纤维项目建设以及补充流动资金。

含权发行条款或投资人保护条款：转股价格向下修正条款、回售条款、赎回条款。

由于公司存量债务规模较小，本次可转换公司债券发行后，公司负债规模和财务杠杆或将有所上

¹ 王威华先生、王鹏先生分别持有公司13.74%和13.74%的股份，并且王威华先生通过南通钥诚股权投资中心（有限合伙）间接控制公司6.87%的表决权。

升，有息债务中长期债务占比将会提高，若后续完成转股，公司资本实力有望增强。

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023年三季度中国经济筑底回升的趋势得到巩固，相较上半年经济“弱复苏”的状况显著改善，为实现全年5%的增速目标提供了有力支撑，但也应当看到供需失衡的矛盾仍待缓解，宏观经济政策仍需坚持宽松取向。

2023年以来中国经济延续复苏态势，前三季度GDP同比增长5.2%，其中三季度同比增长4.9%，环比增长、两年复合增长相较二季度分别加快0.8、1.1个百分点至1.3%与4.4%。因二季度经济出现修复节奏的暂时放缓，前三季度经济整体呈现出“波浪式”复苏，但产出缺口逐季收窄，服务业与最终消费的增长贡献率持续处于高位，宏观经济筑底回升的趋势得以巩固。

中诚信国际认为，服务消费的回暖，基建投资的支撑，以及出口降幅的收窄是推动三季度经济筑底回升的主要原因。但是，经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，全球地缘冲突进一步加剧，欧美加息的紧缩效应并未完全释放，外部环境更加严峻复杂；从供需结构看，供需失衡的格局依然延续，且短期内较难纠正；从微观主体看，居民部门风险偏好整体偏低，企业部门利润收缩幅度依然较大；从债务压力看，宏观债务风险持续处于高位，地方政府的结构性、区域性债务压力依然突出。从资产负债表看，居民收入、企业利润、政府财政相较常态水平仍有一定缺口，资产负债表的复苏并不能一蹴而就。

中诚信国际认为，今年7月以来稳增长政策组合拳先后落实，一揽子化债方案逐步落地，国债增发与赤字率上调措施及时出台，支撑了经济企稳回升，但内生增长动能依然不足，宏观经济政策仍需保持宽松取向。财政政策仍有“加力提效”空间，财政支出有必要继续加大力度，准财政政策工具仍可形成接续。货币政策更加注重“精准有力”，持续引导实体经济融资成本下行，更好发挥总量和结构双重功能。

综合以上因素，中诚信国际维持2023年全年GDP增速为5.3%左右的判断。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023年三季度宏观经济与政策分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10715?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，国内功能性安全防护手套整体市场集中度较低，且外销产品占比大。2022年，国际贸易环境仍然复杂，以外销为主的企业经营压力凸显，但未来国内市场刚性需求或将随着相关法律法规的完善而增加。

劳动防护手套根据使用材料和生产工艺的不同，可以分为针织类劳动防护手套、皮革类劳动防护手套和面料缝制类劳动防护手套等，其中针织类劳动防护手套因其较高的制造水平和生产效率以及出色的产品性能已成为劳动防护手套的主流产品。根据防护功能的不同，针织类劳动防护手套可分为功能性和非功能性两类。功能性防护手套通过使用不同的材料及生产工艺，实现不同的防

护功能，从而有效降低手部意外伤害的发生率。功能性安全防护手套广泛应用于机械加工、汽车制造、建筑工程、以及军用装备等众多领域，且功能性安全防护手套属于易耗品，其需求量与下游应用领域的从业人数直接相关，市场刚性需求量较大，市场需求随下游行业发展持续增长。

随着对劳动者安全生产保护意识的加强，功能性防护手套的市场规模逐步扩大。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 统计数据显示，针织类功能性劳动防护手套全球进口额²合计从 2013 年的 29.43 亿美元增长至 2022 年的 44.35 亿美元。其中，欧洲、美国、日本等发达国家和地区劳动保护体系健全、安全防护意识强，功能性劳动防护手套得到了广泛应用并且属于企业日常经营中的易耗品，因此系功能性防护手套的主要消费市场，而中国功能性安全防护手套市场起步较晚，且劳动保护体系尚在不断完善中，安全防护意识亦需逐步培养，功能性劳动防护手套行业整体集中度不高，且呈现区域相对集中的特点，目前市场规模与发达国家有一定差距，但未来增长空间较大。

功能性防护手套行业经过多年发展，已形成相对成熟稳定的竞争格局。其中，欧洲、美国和日本的功能性防护手套国际知名品牌企业，比如美国 MCR Safety、美国 PIP、英国 Arco、日本 Showa、日本绿安全，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。在此背景下，经过多年发展，中国劳动防护手套行业逐步成为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。2022 年，针织类功能性劳动防护手套全球出口总额为 42.61 亿美元。其中，中国大陆出口额占全球出口总额的 64.07%。国内安全防护手套制造聚集区主要为山东、江苏，且一般性能的功能性劳动防护手套和普通劳动防护手套领域因为进入门槛较低、小型企业众多，造成产品同质化及产能过剩等状况，市场竞争激烈，利润水平维持在相对较低水平。生产高技术含量、高附加值的功能性劳动防护手套的大型企业较少，高端市场竞争环境相对稳定。

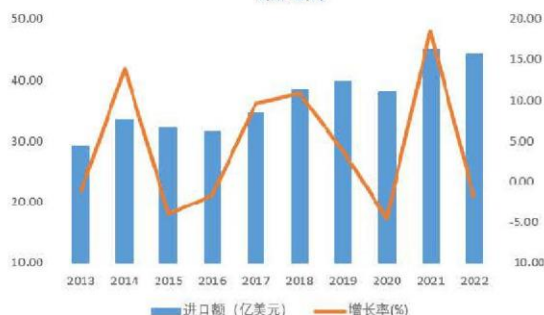
目前，国内功能性安全防护手套行业处于普通安全防护手套到功能性安全防护手套转变，以及一般性能的功能性安全防护手套向高性能功能性安全防护手套转变的过程中，国内功能性安全防护手套仍以出口外销为主。**中诚信国际认为**，2023 年以来国际贸易环境仍较为复杂，政治局势、经济政策等变动均会对产品出口销售带来一定的挑战，以外销为主的企业经营压力有所加大。国内市场方面，未来随着国内安全防护意识的不断增强、法律法规体系及行业标准不断完善，将推动劳动防护手套行业的发展，或将奠定稳定的国内市场刚性需求；同时，国内低端产品市场竞争激

² 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，而并非全部。



烈，对企业运营效率及成本控制能力提出较大的挑战。

图 3：2013~2022 年全球针织类功能性劳动防护手套进口
额走势



资料来源：UN Comtrade，中诚信国际整理

图 4：2022 年全球针织类功能性安防手套主要出口国



资料来源：UN Comtrade，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，恒辉安防作为国内功能性安全防护手套生产上市公司之一，近年来产销规模持续扩大，在中高端安全防护手套行业具有一定规模优势，下游客户较为稳定且与第一大客户粘度很高，同时产业链逐步向上游延伸，有多元化趋势。但原材料价格受宏观经济环境影响易产生波动，且在建、拟建项目待投资规模大，需对其在建项目进展、新建产能释放、未来库存周转情况、资金平衡和国内市场拓展情况保持关注。

公司是国内功能性安全防护手套生产上市公司之一，在中高端安全防护手套行业具有一定的规模优势；近年来随着产能逐步扩张且向产业链上游延伸，业务逐步多元化。

公司是国内功能性安全防护手套生产的上市公司之一，主要产品为具有“纤维+涂层”双重防护作用的功能性安全防护手套，既可以有效保护手部安全，又可以在特殊工作环境下手部功能的有效提升，可广泛应用于多个领域，同时公司近年来逐步布局手套上游行业，陆续投资特种纤维和生物可降解聚酯橡胶领域，业务逐步多元化。

安全防护手套业务方面，公司生产基地位于江苏省南通市如东县，产品主要为“特种纤维类手套”和“通用纤维类手套”³两大类。目前公司在中高端细分市场产品覆盖全面，产品品种丰富，可为客户提供多样化、定制化的服务，有利于提高客户粘性。目前公司业务模式为“以 OEM/ODM 产品为主，OBM 产品为辅”，主要向功能性安全防护手套、个人防护用品等品牌商或品牌代理商提供 ODM 和 OEM 贴牌服务；再辅以“Bestgrip”、“拳胜”等自有品牌产品的研发、设计、生产与销售。公司目前生产模式主要系“以销定产”，主要根据客户需求进行定制化生产，且自主生产为主，少量外协生产为辅。公司总体生产规模在细分业内位列前茅，具有一定规模优势，生产线大多具有通用性，经调整可适应不同型号和用途产品的生产需求，且产线、设备先进程度处于行业前列。近年来，随着公司持续优化并新增产线，特种纤维类手套产能保持增长态势。2020 年以来受市场需求变化和新产能投放的综合影响，高附加值的特种纤维类产线产能逐年提升，产能利用率呈波动态势，但始终维持在较高水平。近年来产能扩张、产线自动化升级改造及上游产业链

³ 特种纤维类手套主要由 HPPE、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等特种纤维及特种包覆纱加工而成，抗切割、防撕裂、阻燃烧、耐高温、耐化学腐蚀等性能突出的手套。通用纤维类手套主要为全棉纱、全涤纱、涤棉纱、腈纶纱、棉纶丝、涤纶丝、氨纶等通用纤维及普通包覆纱等加工而成的手套，并浸渍丁腈胶、PU 胶、天然乳胶等涂层的功能性安全防护手套。

延伸有利于提升公司的行业话语权，未来公司还将继续扩大产能，新增产能将主要采用标准化生产的模式，重点拓展国内市场和境外新兴市场，但新增产能的释放以及市场拓展情况需保持关注。

表 2：公司功能性安全防护手套产量及产能利用情况（万打、%）

产品类别	指标	2020	2021	2022	2023.1~9
特种纤维类	产能	187.07	274.60	295.72	295.37
	产能利用率	101.36	97.43	99.80	92.08
通用纤维类	产能	1,102.93	1,225.40	1,125.53	777.12
	产能利用率	100.33	97.29	101.92	93.92

注：公司生产主要包括前道包覆、中道针织和后道浸胶三道工序。后涂层浸渍作为核心生产工序，其对生产工艺、核心技术等方面均要求较高，系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

特种纤维业务方面，公司为用户提供防切割功能性安全防护手套产品的核心原材料来源于超高分子量聚乙烯纤维材料，近年来，公司逐步向产业链上游延伸，新拓展高性能聚乙烯纤维及其复合纤维的研发、生产及应用开发，公司已开发防切割手套专用、绳网带专用、防弹防刺防割防爆、高端家纺专用的四大产品系列矩阵。其中，超纤维新材料及功能性安全防护用品开发引用项目为公司 IPO 募投项目（以下简称“IPO 募投纤维项目”），项目总投资 4.33 亿元，可使用 IPO 募集资金 2.25 亿元，其余资金为公司自筹。项目实施主体为全资子公司南通恒尚新材料科技有限公司（以下简称“恒尚材料”），2022 年 IPO 募投纤维项目一期正式投入运营，主要用于公司高性能防切割手套产品的生产制作原料。2023 年公司加速推进 IPO 募投纤维项目建设及产线磨合，2023 年 1~9 月，高性能聚乙烯纤维理论产能为 1,050 吨，产量为 1,060.48 吨，对外销量为 341.05 吨，产能利用率为 101.00%。若可转债募投项目“年产 4,800 吨超高分子量聚乙烯纤维项目”建成投产，公司特种纤维业务规模将进一步提升，但中诚信国际关注到公司特种纤维业务尚处于起步阶段，未来产能提升情况以及产品消纳情况还需保持关注。

橡胶业务方面，公司计划分阶段进行年产 11 万吨生物可降解聚酯橡胶项目的投资建设，投资总额拟为 10 亿元，其中首期拟投资建设年产 1 万吨生产线，目前该项目尚在筹备建设中。项目实施主体为新设立子公司江苏恒诺新材料科技有限公司（以下简称“恒诺材料”），公司于 2023 年 9 月 20 日通过与相关合作方⁴共同出资设立恒诺材料，公司以现金方式出资 1.11 亿元，持股比例为 55.00%。

特种纤维及橡胶均为公司产品的主要原材料构成，能与手套业务产生较好的协同作用，且产业链的向上延伸将降低公司主要产品生产成本，进一步加强产品市场竞争力。同时，在产业协同的基础上，推进产业化应用并对外销售，形成公司新的业务增长点。

公司建立了完善的技术和研发体系，研发实力处于同行业较强水平；产品以外销为主，客户稳定性较高且与第一大客户粘度很高，需关注库存周转情况以及宏观经济波动等对公司出口业务

⁴ 如东亿能企业管理咨询合伙企业（有限合伙）以现金出资 0.20 亿元，对其持股比例为 10.00%，如东亿能为公司关联法人；深圳立鑫低碳科技有限公司以现金出资 0.20 亿元，对其持股比例为 10.00%；北京北大投资有限公司、广州华南理工大学资产经营有限公司、彤程新材料集团股份有限公司、自然人王朝和唐征海均以专利技术进行出资，出资金额分别为 0.09 亿元、0.01 亿元、0.15 亿元、0.21 亿元和 0.04 亿元，对恒诺材料的持股比例分别为 4.50%、0.51%、7.47%、10.51%和 2.02%。

的影响。此外，公司主要原材料化工原料和纱线等大宗商品价格易受经济环境影响产生较大波动，需关注原材料价格变化对公司成本控制压力的影响。

公司功能性安全防护手套经过纱线包覆、手芯针织、涂层浸渍、包装检测等环节生产，其中，纱线包覆、涂层浸渍等环节对生产企业相应的核心技术、生产工艺、专用设备及专业人才等的要求较高。经过多年积累和投入，公司建立了较为完善的技术研发体系，研发实力在国内同行业处于较强水平，自2021年以来公司研发费用占营业收入比重均在5.0%以上。公司先后获评“江苏省省级工程技术研究中心”、“江苏省省级企业技术中心”、“2023年国家知识产权优势企业”等称号，子公司恒励安防分析检测中心获CNAS实验室认证⁵，同时为进一步提升产品的生产工艺，公司先后与东华大学、北京化工大学、江南大学和南京航空航天大学等高校建立产学研深度合作关系。2023年以来，以公司为具体实施单位、张立群院士为首席科学家组成的开发团队、以中国化工学会、江苏省化学化工学会等为支撑的“江苏省绿色弹性体材料产业院士协同创新中心”、与江南大学合作共建的“江苏省研究生工作站”先后在公司挂牌设立，截至2023年9月末，公司共拥有121项专利，其中发明专利17项，45件注册商标（24件国际注册商标）。

公司采用以销定产的生产模式，近年来，受益于公司产能释放，公司特种纤维类手套产品产销量保持良好的增长态势，但通用纤维类产品产销量以及产销率受市场需求和产品交付周期影响略有波动，但总体保持良好水平。从产品价格来看，近年来主要产品销售价格受市场竞争、产品结构调整和汇率波动的影响呈下降趋势，需对手套产品价格变化情况及对公司的影响保持关注。

表3：近年来公司主要产品产销情况（万打、元/打、%）

产品类别	指标	2020	2021	2022	2023.1-9
特种纤维类	销量	183.96	282.85	285.73	223.74
	产量	189.61	267.54	295.13	271.98
	产销率	97.02	105.72	96.82	82.26
通用纤维类	销量	1,070.54	1,390.37	1,194.26	842.30
	产量	1,106.59	1,192.16	1,147.09	729.85
	产销率	96.74	116.63	104.11	115.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售模式方面，公司产品定制化程度较高，OEM/ODM销售模式以直销为主。此外，公司积极开展OBM自主品牌产品的推广，采用直销与经销相结合的模式进行产品销售。公司下游客户以品牌商或品牌代理商为主。近年来经过多年的国际市场拓展，公司已与英国Bunzl及其关联公司、上海绿安全贸易有限公司及其关联公司、美国Radians等众多全球知名的安全防护品牌商建立了长期稳定的合作关系。近年来，公司前五大客户占当年销售总额的比例均超过45%，客户集中度较高，其中公司对第一大客户英国Bunzl及其关联公司粘度很高⁶。

表4：近年来公司前五大客户情况（万元、%）

2022年前五大销售客户	是否属于关联企业	金额	占营业收入的比例
英国Bunzl及其关联公司	否	24,940.53	27.93

⁵ CNAS国家实验室认证是指国家认可委员会（China National Accreditation Service for Conformity Assessment，简称CNAS）对实验室进行资格审查、认可和监督的一系列过程。

⁶ 公司与MCR Safety Asia Company Limited（以下简称“MCR”）合资成立恒励安防，其中MCR持有恒励安防20%股权。MCR为公司客户英国Bunzl的子公司。

美国 Uline	否	6,104.21	6.83
上海绿安全贸易有限公司及其关联公司	否	4,693.12	5.25
加拿大 BBH	否	3,512.70	3.93
美国 Pyramex	否	3,213.06	3.60
合计	--	42,463.62	47.55
2021 年前五大销售客户	是否属于关联企业	金额	占营业收入的比例
英国 Bunzl 及其关联公司	否	31,845.39	33.54
上海绿安全贸易有限公司及其关联公司	否	4,491.45	4.73
美国 Uline	否	3,893.86	4.10
马来西亚 AGTC 及其关联公司	否	3,466.21	3.65
美国 Radians 及其关联公司	否	3,218.10	3.39
合计	--	46,915.01	49.41
2020 年前五大销售客户	是否属于关联企业	金额	占营业收入的比例
英国 Bunzl 及其关联公司	否	26,149.04	31.53
上海绿安全贸易有限公司及其关联公司	否	4,661.98	5.62
美国 Uline	否	3,508.85	4.23
马来西亚 AGTC 及其关联公司	否	2,371.09	2.86
香港 Euro Pacific	否	2,356.96	2.84
合计	--	39,047.92	47.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，近年来公司产品的外销占比在 90%左右，海外各区域市场的销售收入受市场需求和产品结构调整呈波动态势。其中，北美、欧洲、日本等发达国家和地区的安全防护水平较高，手部安全防护用品使用广泛，是公司外销的主要市场。**中诚信国际关注到**，近年来中美贸易的不确定性，加之局部冲突延续，宏观经济波动及关税政策变化对公司出口业务的影响值得关注。国内市场方面，公司正在逐步加大内销市场开拓力度，近年来销售收入整体呈波动上升态势。

表 5：近年来公司分区域的营业收入情况（万元）

按区域	2020	2021	2022	2023.1-9
境外市场	73,495.06	89,139.79	81,756.19	60,284.76
北美	38,518.53	46,491.44	41,985.20	28,889.44
欧洲	19,182.60	29,890.89	27,034.45	19,237.68
日本	8,362.96	6,298.91	6,905.53	5,850.09
其他	7,430.97	6,458.55	5,831.02	6,307.55
境内市场	5,490.48	4,759.28	6,700.08	8,935.92
合计	78,985.54	93,899.07	88,456.27	69,220.67

注：各区域统计的收入均为主营业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，公司通常给予客户 30~120 天不等的销售信用期，内贸客户以款到发货为主，外贸客户执行货到付款，其中公司给予个别新客户的账期在 120 天，货款主要以电汇（TT）方式结算。

中诚信国际关注到，公司整体账款结算速度一般，且给予新客户的账期相对较长，账期和回款情况均需持续关注；且海外销售主要以美元结算，公司面临一定的汇率波动风险。

库存方面，公司产品主要根据订单生产，库存规模主要随客户需求波动而波动，一般保有 1~3 个月的库存。此外，公司于 2022 年新成立全资子公司恒越安全防护用品(南通)有限公司（以下简称“恒越安防”），计划建设年产 7,200 万打功能性安全防护手套项目，项目建成后将以标准化产品为主，并主要销往国内市场。中诚信国际认为，标准化产品的生产模式不同于公司原有“以销定产”的生产模式，标准化产品项目投产后或将抬高公司的库存，会对公司资金形成一定占用，公司库存周转情况需持续关注；同时亦需关注投产后行业景气度下降或下游需求不及预期的风险。

原材料供应方面，公司主要原材料为 HPPE、芳纶等特种纤维类纱线、棉纶丝等通用纤维类纱线、手芯、以及丁腈胶、PU 胶等化工材料，约占采购总额 80%；在生产过程中所需的能源主要为水、电和蒸汽，随着公司产销量的变动及公司特种纤维项目的产能释放，公司采购总额呈波动下降态势。原材料供应商主要位于周边地区，采购周期较短，但由于手芯的定制化需求，其采购周期一般在 30 天以内。中诚信国际关注到，公司主要原材料化工原料和纱线等大宗商品价格易受经济环境影响产生较大波动，2020 年以来，公司所采购特种纱线和特种手芯等产品均价呈增长态势，需关注原材料价格变化对公司成本控制压力的影响。

表 6：近年来公司主要原材料采购额和占比情况（万元、元/kg、元/打）

原材料	2020		2021		2022		2023.1-9	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
特种纱线	6,600.77	17.22	8,262.22	15.84	4,756.54	11.86	3,464.90	10.40
通用纱线	3,597.35	9.39	4,409.99	8.45	3,420.66	8.53	2,267.51	6.81
通用手芯	14,967.20	39.05	16,522.59	31.67	13,112.85	32.70	11,149.62	33.46
特种手芯	3,079.01	8.03	7,922.56	15.19	6,938.35	17.30	8,095.24	24.30
丁腈胶	3,161.02	8.25	5,936.67	11.38	3,541.72	8.83	2,240.75	6.73
化工辅料-DMF	1,318.82	3.44	2,405.10	4.61	1,815.32	4.53	758.44	2.28
化工辅料-甲醇	748.77	1.95	1,489.95	2.86	1,449.03	3.61	864.01	2.59
化工辅料-其他	4,856.73	12.67	5,217.43	10.00	5,066.14	12.63	4,478.60	13.44
合计	38,329.67	100.00	52,166.51	100.00	40,100.61	100.00	33,319.07	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司建立了合格供应商管理体系，并实行供应商名单动态管理。2022 年，公司前五大供应商占当年采购总额的比例为 18.93%，集中度一般。结算方面，公司采购以现汇结算为主，并在收到货物且取得发票后 30~60 天内付款。

表 7：近年来公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

2022 年前五大供应商	采购品类	是否属于关联企业	金额	占年度采购占比
Synthomer Sdn Bhd	化工原料	否	2,130.27	4.34
上海玺美橡胶制品有限公司	化工原料	否	2,102.31	4.28
中国石化仪征化纤有限责任公司	特种纱线	否	1,778.98	3.62
常州普菲特化工有限公司	化工原料	否	1,650.73	3.36
南通化工轻工股份有限公司	化工原料	否	1,640.81	3.34

合计	—	—	9,303.11	18.93
2021年前五大供应商	采购品类	是否属于关联企业	金额	占年度采购占比
Synthomer Sdn Bhd	化工原料	否	3,568.22	5.76
南通欣诚氨纶制品有限公司	通用、特种纱线	否	2,288.61	3.70
常州普菲特化工有限公司	化工原料	否	1,819.82	2.94
南通新友化纤有限公司	手芯	否	1,631.25	2.63
如东瀚德森工贸有限公司	手芯	否	1,436.94	2.32
合计	—	—	10,744.84	17.35
2020年前五大供应商	采购品类	是否属于关联企业	金额	占年度采购占比
Synthomer Sdn Bhd	化工原料	否	2,419.45	5.36
东营九洲奥华化工有限责任公司	化工原料	否	1,956.70	4.34
南通欣诚氨纶制品有限公司	通用、特种纱线	否	1,446.04	3.21
南通新友化纤有限公司	手芯	否	1,140.45	2.53
江苏九九久科技有限公司	特种纱线	否	1,116.78	2.48
合计	—	—	8,079.42	17.91

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司存在将少量手芯针织生产环节委外加工的情况。在委外加工模式下，产品所用的原材料由公司统一提供，受托加工厂商仅收取加工费。总体来说公司对委外加工依赖不大，产品质量风险较为可控。

公司在国际市场有一定品牌影响力，并且拥有技术创新等持久优势，不断拓展国内市场占有率。

经过多年持续地研发投入和工艺改进，公司掌握了一系列核心技术和工艺，并且通过了多项严格的国际级认证，产品符合欧盟、美国、日本等国家或地区相关规范标准或要求，与众多全球知名的安全防护品牌商建立了长期稳定的合作关系。同时，公司以美国、日本为试点，积极加快公司自主品牌的推广，进一步扩大公司的国际市场影响力，出口产品市场占有率方面，公司已跻身我国功能性安全防护手套领域第一梯队。目前公司在国内市场的市场份额占比较低，但中国功能性安全防护手套潜在市场空间广阔，未来公司或将依托于产品创新及成本控制逐步提升自身竞争力，扩大内销占比。

在建及拟建项目主要对功能性安防手套产能及其上游超高分子量聚乙烯纤维、生物可降解聚酯橡胶原材料进行布局，项目投产后将进一步扩大产能规模优势及对上游原材料的议价能力，同时，在产业协同的基础上，推进产业化应用，但投资额较大，需对未来项目进展及资金平衡情况保持关注。

公司在建、拟建项目主要为对功能性安全防护手套产能及其向上游超高分子量聚乙烯纤维、生物可降解聚酯橡胶原材料延伸的布局，项目投产后将进一步扩大产能规模优势及对上游原材料价格的议价能力，同时，在产业协同的基础上，推进产业化应用。其中，年产4800吨超高分子量聚乙烯纤维项目为本次可转换公司债券募集资金投资项目，实施主体为子公司恒越安全防护用品（南通）有限公司（以下简称“恒越安防”），拟投入募集资金4.5亿元，该项目建成后，公司将

新增年产4,800万吨超高分子量聚乙烯纤维的生产能力，在满足自用的同时亦可对外销售。截至2023年9月末，公司在建、拟建工程计划总投资25.86亿元，尚待投资23.65亿元。公司将根据战略规划、综合市场环境及资金情况分步实施，但其规划建设项目待投资额较大，仍需对未来项目进展、资金平衡和新增产能释放情况保持关注。

表8：截至2023年9月末公司主要在建、拟建项目情况（亿元）

主要在建及拟建项目名称	总投资	资金来源	截至2023年9月末累计投资	计划建设期	2023年10-12月预计投资	2024年预计投资
在建项目						
年产7200万打功能性安全防护手套建设项目	7.00	自筹	2.21	2.75年	0.90	2.02
小计	7.00	--	2.21	--	0.90	2.02
拟建项目						
年产1,600万打功能性安全防护手套项目（越南）	3.40	自筹	--	21个月	0.15	1.22
年产4,800吨超高分子量聚乙烯纤维项目	5.46	自筹+募集资金	--	2.5年	0.05	1.45
年产11万吨生物可降解聚酯橡胶项目	10.00	自筹	--	1.5年	0.06	1.02
小计	18.86	--	--	--	0.26	3.69
合计	25.86	--	2.21	--	1.16	5.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，恒辉安防盈利能力保持在较好水平，公司资产规模持续扩大，上市后所有者权益大幅增加，杠杆水平较低，公司偿债指标良好；但需关注后续应收账款及存货周转情况和未来建设项目投资带来的债务规模扩张对公司财务杠杆、偿债能力的影响。

盈利能力

公司利润水平呈波动增长态势，以经营性业务利润为主的利润结构较优，受益于稳定的经营模式，公司盈利能力保持在较好水平。

功能性安全防护手套销售是公司的主要收入来源，近年来占营业收入比重保持在90%以上，且境外销售占比均在90%左右，其中2021年受益于产能释放及境外客户需求增长，营业收入随之有所增长；2022年受国内外复杂的政治经济形势影响，境外下游市场对公司产品的需求有所下滑，加之部分第四季度发货商品因未完成报关而未确认收入，综合导致全年营业收入同比有所下降。近年来营业毛利率呈波动态势，其中2021年营业毛利率下滑，主要系受原材料涨价、人力成本上升及汇率波动导致销售价格下降的综合影响所致；2022年以来，在超纤维新材料产能释放的背景下原材料采购成本下降，同时手套产线升级，生产自动化、智能化程度提高，且汇率波动，以上因素共同导致公司营业毛利率增长。2023年前三季度，受益于超纤维新材料板块销售收入的新增，营业收入同比增长1.47%，毛利率同步增长至26.77%。

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和研发费用构成。2021年期间费用随着业务规模的增长而有所增长；2022年受当期部分研发项目验收结案影响，研发费用同比略有下降，而随

随着公司业务规模的扩大，管理费用保持增长；同期，财务费用由正转负，主要系受益于美元汇率波动上升使得当年汇兑收益增加。受上述因素的影响，2022年公司的期间费用同比减少，期间费用率亦有所下降。公司利润以经营性业务利润为主，利润结构较优，但资产减值受存货跌价损失计提影响对利润总额形成一定侵蚀，2022年其他收益大幅增长，主要系收到政府补助增加所致。近年来经营性业务利润规模呈波动增长态势，其中2022年，在公司营业成本控制优化、汇兑收益、政府补助增加等因素的影响下，经营性业务利润同比有所增长。整体来看，公司利润总额及相关盈利指标呈波动上涨态势，盈利能力保持在较好水平。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1-9
营业总收入	8.29	9.50	8.93	6.95
营业毛利率	26.65	22.97	25.05	26.77
销售费用	0.11	0.15	0.19	0.22
管理费用	0.24	0.43	0.48	0.35
研发费用	0.27	0.51	0.47	0.35
财务费用	0.14	0.08	-0.12	0.01
期间费用率	9.20	12.24	11.48	13.33
经营性业务利润	1.42	1.00	1.51	1.11
资产减值损失	0.04	0.02	0.02	-0.02
其他收益	0.02	0.03	0.40	0.25
利润总额	1.33	1.05	1.49	1.11
EBITDA	1.64	1.39	2.06	--
EBIT 利润率	16.41	10.28	16.84	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司资产规模随业务发展呈持续扩大态势，上市后所有者权益持续增加，财务杠杆水平较低，债务结构持续优化；但需关注后续应收账款、存货周转情况以及财务杠杆可能面临的上升压力。

公司资产规模近年来呈逐年增长态势，其中货币资金、应收账款和存货在流动资产中占比较高；固定资产在非流动资产中占比较高，2023年9月末非流动资产占总资产比重为60.61%。货币资金规模近年来持续增长，其中2021年末货币资金同比增幅较大，主要系公司首次公开发行股票募集资金到账及销售回款增加所致；2022年末同比增长29.22%，主要系收到政府补助大幅增加所致。应收账款随业务规模扩大持续增加，2022年末公司应收账款前五名客户占总应收账款比例为33.00%，因当期公司拓展部分新客户，集中度同比略有下降但仍处于较高水平，虽然公司下游客户行业知名度较高且付款状况良好，但仍需关注未来应收账款周转情况。存货规模随业务规模的增长而小幅增加，2022年以来存货周转率有所下降，主要由于公司内销业务规模扩大，产成品量增多所致。整体来看，公司未来存货规模或将随着标准化手套产销规模的增长而持续增加，或对资金形成一定占用，需持续关注其运营效率。非流动资产主要以固定资产、在建工程和以土地使用权为主的无形资产为主，近年来公司推进项目投资建设，固定资产、在建工程以及无形资产合计数持续增长。2023年9月末，公司资产规模进一步增长，资产结构保持稳定。

负债方面，近年来公司负债规模整体呈上升态势，其中以应付账款、有息债务为主的流动负债占

负债总额比重在 70%以上。2022 年随着业务规模的扩大，公司向供应商的采购规模有所增加，加之公司投资规模增长、资金需求上升，综合带动公司应付账款和有息债务规模上升。债务期限结构方面，公司债务以短期债务为主，但近年来短期债务占比持续下滑；截至 2023 年 9 月末，短期债务占总债务的比重为 35.30%，债务结构持续优化。

受益于利润累积及 2021 年公司实现 A 股上市，近年来公司所有者权益持续增长。2022 年以来，债务规模上升推升公司财务杠杆，但整体仍保持在较低水平，公司后续仍有一定规模融资需求，财务杠杆或将面临上升压力。

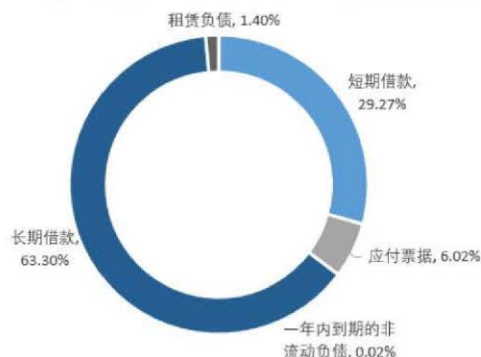
表 10: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%、X)

	2020	2021	2022	2023.9
货币资金	0.21	1.17	1.51	0.86
应收账款	1.44	1.60	1.71	1.84
存货	1.42	1.85	2.14	2.77
固定资产	3.56	4.87	6.01	6.51
在建工程	0.84	0.44	1.78	2.43
无形资产	0.32	0.38	1.13	1.10
资产合计	8.60	12.40	15.12	17.67
短期借款	0.55	0.17	0.40	0.70
应付票据	0.32	0.22	0.18	0.14
应付账款	2.01	1.40	2.19	2.76
长期借款	0.20	0.15	0.32	1.51
负债合计	3.43	2.86	4.44	6.25
短期债务	0.92	0.66	0.75	0.84
总债务	1.12	0.81	1.10	2.39
股本	1.09	1.45	1.45	1.46
资本公积	1.47	4.82	4.82	4.92
未分配利润	2.14	2.66	3.59	4.25
所有者权益合计	5.17	9.54	10.68	11.42
资产负债率	39.89	23.09	29.37	35.37
总资本化比率	17.79	7.83	9.33	17.31
存货周转率	4.28	4.47	3.35	2.77*
应收账款周转率	5.75	6.24	5.39	5.22*

注：加*为年化指标

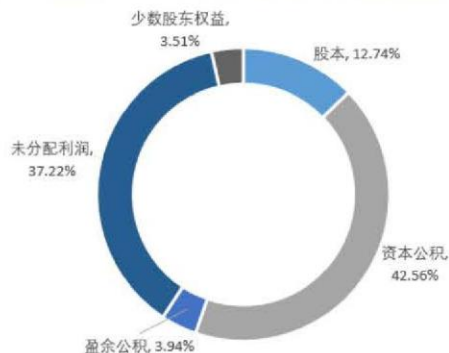
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 5: 截至 2023 年 9 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 6: 截至 2023 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

公司经营获现能力良好；上市后资金压力有所缓解，偿债指标良好；未来建设项目投资带来的债务规模扩张对公司偿债能力的影响值得关注。

近年来公司经营活动产生的现金流净流入规模整体呈上升态势，其中 2022 年同比大幅增加，主要系当期同比增加政府补助 0.38 亿元至 0.77 亿元，以及应付账款增加从而购买商品、接受劳务支付的现金同比减少所致，2023 年前三季度经营活动净现金流保持净流入态势，经营获现能力良好。投资活动产生的现金流持续净流出，主要系公司产能扩张、在建项目持续投入所致。筹资活动现金流保持净流入态势，其中 2021 年净流入规模大幅增加，主要系首次公开发行股票募集资金到账所致。

偿债指标方面，公司有息债务虽呈上升态势，但规模仍较小。近年来 EBITDA 和 FFO 对债务本息的覆盖能力有所波动，但整体水平良好。此外，2021 年公司上市后，货币资金对期末短期债务形成有效覆盖，资金压力有所缓解。但公司未来仍有较大规模的在建项目投资需求，且计划以债务融资方式获取部分资金，未来债务增长对公司偿债能力的影响有待关注。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~9
经营活动净现金流	1.07	1.07	1.91	0.67
投资活动净现金流	-1.47	-3.24	-1.75	-2.41
筹资活动净现金流	0.38	3.15	0.13	1.08
收现比	0.98	1.02	1.08	1.16
非受限货币资金/短期债务	0.23	1.78	2.01	1.02
总债务/EBITDA	0.68	0.58	0.53	--
EBITDA 利息保障倍数	88.97	78.52	139.59	--
FFO/总债务	1.33	1.68	1.61	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2023 年 9 月末，公司受限资产合计为 2.12 亿元，占当期末总资产的 13.11%，主要为用于获得银行授信的固定资产、无形资产抵押。

或有负债方面，截至 2023 年 9 月末，公司无对合并范围以外的对外担保。未决诉讼方面，截至 2023 年 9 月末，公司无对运营产生影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2023 年 10 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁷

假设

——预计 2023 年受益于新增超高分子量聚乙烯纤维业务，公司收入规模保持增长态势，考虑到

⁷ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

新增产能未完全释放，且转产后折旧摊销增加，同时政府补助规模可能下降，净利润同比下降，经营活动净现金流入规模同比有所收窄。

——预计 2023 年随着在建项目建设推进，公司资本支出将保持一定规模。

——考虑到在建项目资金缺口仍需要融资解决，预计 2023 年末公司债务规模将有所上升。

预测

表 12：预测情况表（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率	7.83	9.33	15.00~22.00
总债务/EBITDA	0.58	0.53	0.60~1.00

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，恒辉安防短期内流动性来源较充裕，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

公司经营获现能力良好，拥有一定规模的资金储备和备用流动性。公司经营活动净现金流逐年增加，截至 2023 年 9 月末，公司货币资金为 0.86 亿元；同期末公司共获得银行授信额度 4.80 亿元，其中尚未使用额度 2.65 亿元，拥有一定的备用流动性。同时，公司为深圳证券交易所创业板上市公司，具有股权融资渠道。综合来看，短期内公司流动性来源较充裕。

公司资金流出主要用于业务的开展、在建项目的投入和债务的还本付息。目前公司正处于产能扩张阶段，随着在建项目推进及后续业务拓展，未来公司资本支出将保持在一定规模。此外，2020~2022 年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出合计 0.57 亿元⁸，且短期内债务集中到期压力可控。综上所述，公司短期资金平衡状况尚可，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

表 13：截至 2023 年 9 月末公司债务到期分布情况（亿元）

合并口径	1 年内到期	1~2 年内到期	2~3 年内到期	3 年以上到期
银行融资	0.943	0.40	1.014	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁹

中诚信国际认为，公司治理结构较完善，上市后内部控制制度持续优化，员工激励机制较健全，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，作为生产企业，公司在生产过程中会产生废水、废气、固废、危废污染。公司废水、废气、噪声等经过处理后能够达到相应的排放标准；公司拥有约 50 平米危险固废仓库和约 300 平米的一般固废仓库，所有固废、危废均委托有资质的单位合法合规处置，未因发生重大环境污

⁸ 根据公司 2022 年度利润分配预案，预计 2022 年现金分红金额为 0.22 亿元，占归属上市公司股东净利润的 17.86%。

⁹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

染事故受到环保行政处罚。截止目前，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，且管理、研发人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，根据公司章程，公司设立股东大会、董事会、监事会和经营管理层等决策机构、监督机构和经营团队，法人治理结构较为完善；董事会由9名董事构成，其中独立董事3名。管理制度方面，公司建立有较完善的采购、生产和销售管理体系及货币资金、内审、投资、担保等方面的内部控制制度，上市以来根据最新法律法规及相关政策、规章制度等，公司对《公司章程》及其他相关内控制度进行了修订和优化。资金管理方面，公司资金由集团统一管理，但尚未实现子公司资金的完全归集。公司战略方面，公司制定了以“功能性安全防护手套+超纤维新材料”为核心的双轮驱动发展战，通过超纤维新材料业务推动功能性安全防护手套业务的发展，通过功能性安全防护手套业务带动超纤维新材料业务的成长。

外部支持

作为实际控制人下属主要经营实体和核心资产，公司对实际控制人具有战略重要性，作为自然人控股股东，实际控制人对公司具有很强的支持意愿，但实际调配或协调的资源相对有限。

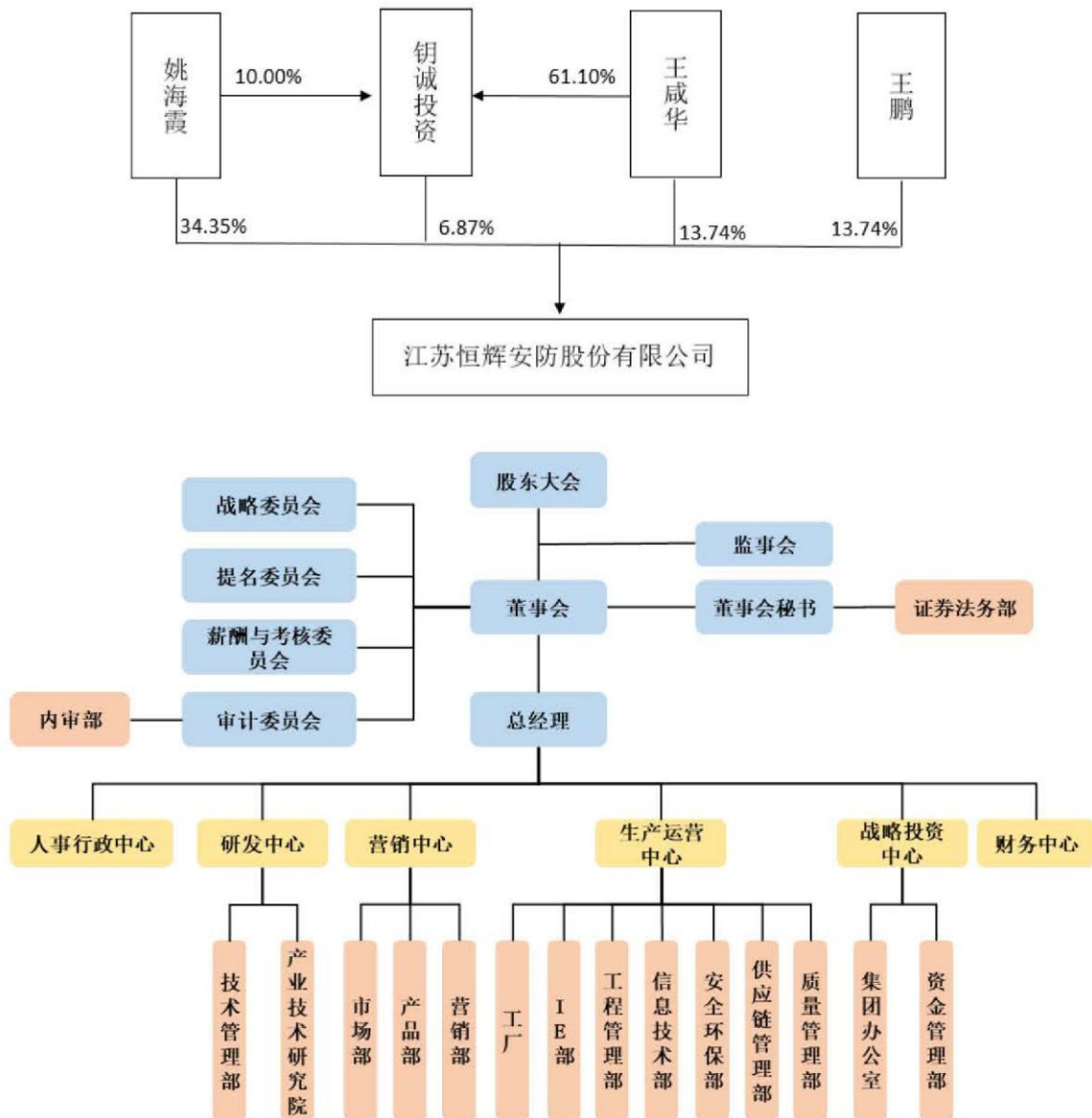
公司的实际控制人王咸华和姚海霞夫妇、其子王鹏先生对公司的实际控制能力很强。公司作为实际控制人下属最主要的经营实体和核心资产，对实际控制人具有战略重要性，实际控制人对其在业务拓展、资金支持、资源调配等方面均具有很强的支持意愿，但其作为自然人，相比于国企及政府类控股股东，实际调配或协调的资源相对有限。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定江苏恒辉安防股份有限公司主体信用等级为 **AA**⁻，评级展望为稳定；评定“2023年江苏恒辉安防股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券”的信用等级为 **AA**⁻。

中诚信国际
信用评级公司

附一：江苏恒辉安防股份有限公司股权结构图¹⁰及组织结构图（截至2023年9月末）



资料来源：公司提供

¹⁰ 键诚投资为南通键诚股权投资中心（有限合伙）的简称，系公司员工持股平台。

附二：江苏恒辉安防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）	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
货币资金	2,131.82	11,669.22	15,079.44	8,635.61
应收账款	14,420.10	16,025.39	17,137.54	18,380.84
其他应收款	787.12	524.80	854.13	866.37
存货	14,203.06	18,531.17	21,448.75	27,652.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	35,580.05	48,684.38	60,067.34	65,101.17
在建工程	8,420.67	4,366.94	17,808.50	24,274.17
无形资产	3,170.67	3,806.50	11,311.56	10,953.53
资产总计	85,989.22	124,031.20	151,192.66	176,738.48
其他应付款	51.97	173.90	167.43	554.22
短期债务	9,188.89	6,571.15	7,492.73	8,443.20
长期债务	2,000.00	1,533.33	3,500.57	15,474.46
总债务	11,188.89	8,104.48	10,993.30	23,917.66
净债务	9,057.07	-3,564.75	-4,086.14	15,282.05
负债合计	34,297.31	28,644.75	44,408.36	62,514.20
所有者权益合计	51,691.91	95,386.45	106,784.30	114,224.28
利息支出	184.43	177.48	147.93	118.47
营业总收入	82,926.04	94,951.63	89,311.97	69,541.16
经营性业务利润	14,181.04	10,034.22	15,134.57	11,101.13
投资收益	3.61	205.66	182.20	15.35
净利润	11,200.49	9,752.12	12,578.26	9,721.32
EBIT	13,612.24	9,762.89	15,039.42	--
EBITDA	16,409.49	13,936.49	20,648.91	--
经营活动产生的现金流量净额	10,716.83	10,745.99	19,071.67	6,727.31
投资活动产生的现金流量净额	-14,656.12	-32,449.68	-17,548.15	-24,064.82
筹资活动产生的现金流量净额	3,762.78	31,475.22	1,277.09	10,782.00
财务指标	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
营业毛利率（%）	26.65	22.97	25.05	26.77
期间费用率（%）	9.20	12.24	11.48	13.33
EBIT 利润率（%）	16.41	10.28	16.84	--
总资产收益率（%）	15.83	9.30	10.93	--
流动比率（X）	1.10	2.72	1.74	1.75
速动比率（X）	0.65	1.94	1.10	1.06
存货周转率（X）	4.28	4.47	3.35	2.77*
应收账款周转率（X）	5.75	6.24	5.39	5.22*
资产负债率（%）	39.89	23.09	29.37	35.37
总资本化比率（%）	17.79	7.83	9.33	17.31
短期债务/总债务（%）	82.13	81.08	68.16	35.30
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.94	1.28	1.71	0.19*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	1.14	1.58	2.51	0.55*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	58.11	60.55	128.92	--
总债务/EBITDA（X）	0.68	0.58	0.53	--
EBITDA/短期债务（X）	1.79	2.12	2.76	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	88.97	78.52	139.59	--
EBIT 利息保障倍数（X）	73.81	55.01	101.67	--
FFO/总债务（X）	1.33	1.68	1.61	--

注：1、2023年三季度报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、“--”表示不适用或数据不可比。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	经营效率	应收账款周转率
存货周转率		营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
现金周转天数		营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号银河SOHO5号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn





营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
 类型 有限责任公司(中外合资)
 住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币3266.67万元
 成立日期 1999年08月24日
 营业期限 1999年08月24日至2024年08月23日
 经营范围 证券市场资信评级业务; 债券、基金金融机构评级业务及相关
 信息服务(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准
 的内容开展经营活动)



此件与原件一致, 仅限2023年江苏恒辉安防股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券使用, 再次复印无效。



在线扫码获取详细信息

登记机关



2017年08月01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

此件与原件一致，仅限2023年江苏恒辉
安防股份有限公司创业板向不特定对象
发行可转换公司债券信用评级报告再

次复印无效



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：闫衍
注册地址：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)
2020年2月13日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



肖瀚, 证件号码:429005198412088278, 于2020年08月09日发布证券研究报告业务考试, 成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



202008420100115719130420100

2020年08月09日



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



肖瀚, 证件号码:429005198412088278, 于2019年03月02日金融市场基础知识考试, 成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



201903420100101193130420100

2019年03月02日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



肖瀚，证件号码:429005198412088278，于2019年03月02日证券市场基本法律法规考试，成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



20190342010099992940420100

2019年03月02日

中诚信国际信用评级有限责任公司关于与江苏恒辉安防
股份有限公司股权关系与其他重大利害关系的说明

截至说明文件出具日，中诚信国际信用评级有限责任公司（“本公司”）、本公司法定代表人、高级管理人员、本次发行（指 2023 年江苏恒辉安防股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券）的项目经办人员与江苏恒辉安防股份有限公司（“发行人”）之间无直接或间接的股权关系或其他重大利害关系。

本公司承诺上述信息真实、准确。

中诚信国际信用评级有限责任公司

