



# 江苏恒辉安防股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 3613 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2024 年 10 月 24 日





## 本次跟踪发行人及评级结果

江苏恒辉安防股份有限公司

## 本次跟踪债项及评级结果

“恒辉转债”

AA-

## 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。

## 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，产能规模扩大同时产业链向上游延伸有助于提升竞争力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及汇率变化、存货及应收款增长对资金占用增加、新投产线对市场拓展和经营管理以及债务控制能力提出更高要求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

**可能触发评级上调因素：**资本实力显著增强，业务多元化且能明显分散经营风险，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。

**可能触发评级下调因素：**经营恶化，收入和利润水平大幅下降且短期内难以恢复；产销渠道明显受阻，产品市场占有率大幅下滑；杠杆水平持续攀升，流动性压力持续加大等。

## 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
- 产能规模扩大同时产业链逐步向上游延伸，有助于竞争力提升
- 公司系A股上市公司，具有资本市场直接融资渠道，可转债成功发行扩充资金储备

## 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，需对未来新产线产品市场消纳和经营效益以及债务控制情况保持关注
- 存货及应收账款增长较快，对公司资金占用增加

项目负责人：肖瀚 hxiao@ccxi.com.cn  
项目组成员：熊攀 pxiong@ccxi.com.cn  
李路易 lyli01@ccxi.com.cn

评级总监：



电话：(027)87339288

## 财务概况

恒辉安防（合并口径）	2021	2022	2023	2024.6/2024.1-6
资产总计（亿元）	12.40	15.12	18.71	20.18
所有者权益合计（亿元）	9.54	10.68	11.75	12.10
负债合计（亿元）	2.86	4.44	6.96	8.08
总债务（亿元）	0.81	1.10	2.83	4.28
营业总收入（亿元）	9.50	8.93	9.77	5.14
净利润（亿元）	0.98	1.26	1.11	0.54
EBIT（亿元）	0.98	1.50	1.32	--
EBITDA（亿元）	1.39	2.06	2.05	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.07	1.91	1.04	-0.39
营业毛利率（%）	22.97	25.05	25.13	24.75
总资产收益率（%）	7.87	10.93	7.80	--
EBIT 利润率（%）	10.28	16.84	13.51	--
资产负债率（%）	23.09	29.37	37.20	40.04
总资本化比率（%）	7.83	9.33	19.39	26.12
总债务/EBITDA（X）	0.58	0.53	1.38	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	78.52	139.59	99.53	--
FFO/总债务（X）	1.68	1.61	0.67	--

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 2022~2023 年审计报告及未经审计的 2024 年半年度财务报表整理。其中，2021 年及 2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年及 2024 年半年度财务数据分别采用 2023 年审计报告和 2024 年半年度财务报表期末数；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。

## 本次跟踪情况

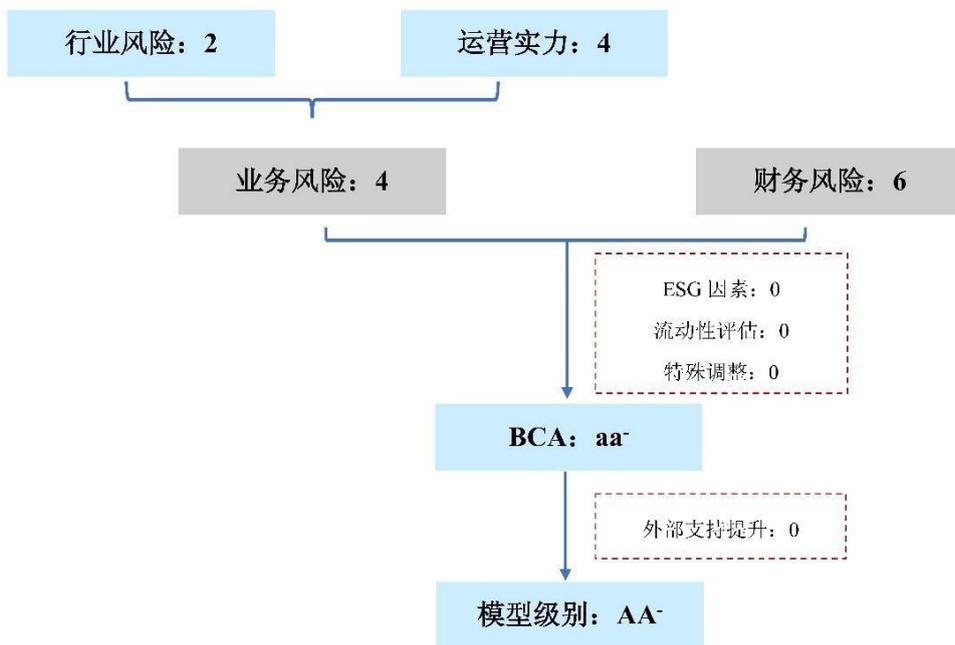
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评 级结果	上次评级有效 期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
恒辉转债	AA-	AA-	2023/12/6 至 本报告出具日	5/5	2024/8/21~2030/8/20	转股价格向下修正、有条件 赎回和回售

注：债项余额统计时点为 2024 年 9 月末。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
恒辉安防	AA/稳定	AA/稳定	2023/12/6 至本报告出具日

## ● 评级模型

江苏恒辉安防股份有限公司评级模型打分(TY\_2024\_04\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**方法论:** 中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY\_2024\_04

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年二季度中国经济呈现出边际放缓趋势，内需趋弱的压力仍待缓解，但稳增长政策效应持续释放或将支撑下半年经济边际回升，深化改革有利于中长期经济增长中枢的稳定和提升。

详见《2024 年二季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11296?type=1>

## 业务风险

受法规及安全防护意识等因素影响，功能性安全防护手套消费市场仍以欧洲、美国和日本等发达国家为主，中国作为主要生产供应国，生产厂家多且分散。近年来安全防护手套向高端化发展，同时国际贸易环境仍然复杂，对相关企业经营提出了更高的要求

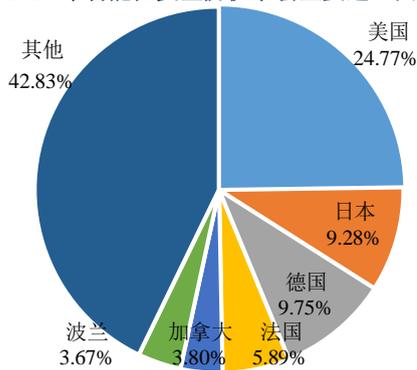
功能性安全防护手套为特种纤维或通用纤维针织手芯并与丁腈胶、PU 胶、天然乳胶等涂层结合而成的安全防护手套，随着涂层配方及浸渍工艺水平不断升级，行业内生产企业逐步实现了防切割、高耐磨、抗穿刺、耐高/低温、防化、防油污、防震、油性环境下摩擦系数高等防护性能和柔软、轻薄、透气、佩戴贴合度高等舒适程度的有效结合，且产品性价比较高。随着对劳动者安全生产保护意识的加强，功能性安全防护手套的市场规模整体呈扩大趋势。其中，欧洲、美国、日本等发达国家和地区劳动保护体系健全、安全防护意识强，功能性劳动防护手套得到了广泛应用并且属于企业日常经营中的易耗品，因此系功能性安全防护手套的主要消费市场，而中国功能性安全防护手套市场起步较晚，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。

功能性安全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安全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。根据联合国商品贸易统计数据库 UN Comtrade 统计数据显示，2023 年针织类功能性劳动防护手套全球出口总额为 43.04 亿美元，较上年下降 16.46%。中国大陆出口额仍占据全球出口重要份额，约为 56.94%。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，功能性安全防护手套中，特种纤维类手套正逐步替代通用纤维手套。其中，特种纤维主要为以芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等为代表的高性能纤维新材料，其高强度、防切割、防撕裂、耐高/低温、耐化学腐蚀、抗冲击、电磁波透射率高等物理机械及化学性能突出，因此，特种纤维功能性安全防护手套的防护性能明显优于棉纱、涤纶等通用纤维功能性安全防护手套。特种纤维主要为进口材料，来源于美国杜邦公司、荷兰 DSM（超高分子量聚乙烯纤维业务已被美国 Avient 收购）、日本东洋纺、美国 Honeywell 等国际知名公司，该产品市场供应量相对有限，其价格亦约为通用纤维价格的 5-30 倍，因此，特种纤维类功能性安全防护手套产品产能较小、单位价格较高，终端市场需求仍处于培育过程中。我国高度重视高性能纤维材料的研发及产业化，近年来，国产高性能纤维材料已逐步形成了一定的市场竞争力，随着特种纤维材料市场供应逐步扩充，特种纤维类功能性安全防护手套市场需求将得到持续释放，逐步实现对通用纤维类功能性安全防护手套的替代。

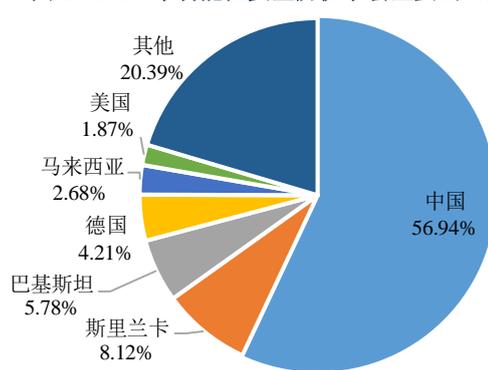
2024 年以来，随着前期库存逐步消化、全球需求回暖以及原材料价格波动的影响，功能性安全防护手套行业市场有所回暖，但当前国际贸易环境仍较为复杂，政治局势、经济政策等变动均会对产品出口销售带来一定的挑战，以外销为主的企业经营仍面临一定的压力。

图 1：2023 年功能性安全防护手套主要进口国家



资料来源：UN Comtrade，中诚信国际整理

图 2：2023 年功能性安全防护手套主要出口国家



资料来源：UN Comtrade，中诚信国际整理

### 近年来超高分子量聚乙烯纤维产能规模迅速增长，同时需求领域不断拓展，市场格局呈供不应求态势，我国作为后发国家，将超高分子量聚乙烯纤维定义为关键战略材料，行业前景较为广阔

近年来，超高分子量聚乙烯纤维在产品性能逐渐提升、应用领域稳步拓展，产能规模不断加码三重因素带动的背景下，其需求在全球范围内稳定增长。除传统特种防护、军事装备用纤维外，超高分子量聚乙烯纤维在民用安防、海洋产业等领域需求也表现出高速增长趋势，在民用安防领域，超高分子量聚乙烯纤维具有良好的纺织加工性能，由该纤维制成的面料兼顾透气、舒适、耐磨、寿命长等优势；在海洋产业，超高分子量聚乙烯纤维与钢丝缆绳相比具有轻质、高强、不吸水、绝缘性好等优势。至 2025 年来源于安全防护与海洋产业的需求占比亦有望分别提升至 20% 以上，为整体行业快速扩容奠定坚实基础。广泛应用于军事装备、海洋产业、安全防护、纺织、体育器械、建筑、生物医药等众多领域。

根据前瞻产业研究院发布的数据，2020 年全球超高分子量聚乙烯纤维需求量为 9.80 万吨，产能为 6.56 万吨，产能缺口达 33.06%，预计 2020-2025 年全球超高分子量聚乙烯纤维需求量将维持 10%-15% 的增长速度，到 2025 年需求量将达到 16.50 万吨。同时，根据中商研究院发布的数据，2022 年全球超高分子量聚乙烯纤维的需求量约为 12.68 万吨，2020 年至 2022 年复合增长率达 13.75%，到 2026 年需求量将达到 22.72 万吨。我国超高分子量聚乙烯纤维的产业化时间晚于国际市场，但市场需求量逐年攀升，由 2015 年的约 2 万吨攀升至 2022 年的 6.76 万吨，期间增速约 19%。我国于 2019 年在《重点新材料首批次应用示范指导目录》中将超高分子量聚乙烯纤维定义为关键战略材料。2022 年中国超高分子量聚乙烯纤维需求量为 6.76 万吨，产能为 4.78 万吨。在国内外需求快速增长的背景下，超高分子量聚乙烯纤维近年在国内产能缺口有所扩大。

**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，多元化持续拓展。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、新建产能释放和产品市场拓展情况、应收账款和库存周转情况以及债务控制情况保持关注。**

*2023 年以来公司产权结构无较大变化，两会一层变动较小，新投资越南生产基地将有助于巩固和拓宽海外市场，而合资成立新材料公司进一步拓展公司产业链。*

截至 2024 年 6 月末，王咸华和姚海霞夫妇、其子王鹏先生为一致行动人，通过直接和间接合计持有公司 68.70% 的股份，是公司的控股股东和实际控制人。

2023 年公司新设子公司恒辉（香港）投资发展有限公司（以下简称“恒辉香港”）和江苏恒诺新材料科技有限公司（以下简称“恒诺材料”）。其中，恒辉香港主要负责推动在越南年产 1,600 万打功能性安全防护手套项目的投资建设，截至 2024 年 6 月末，项目运营公司恒辉（越南）安全防护用品有限公司已经注册成立，项目已经取得越南投资注册许可及境内 ODI 备案，整个厂区基础已经完工，办公楼、生产车间已经初具雏形。恒诺材料系公司与北京化工大学以及华南理工大学等组建的合资公司，公司持股比例为 55%，主要承接并开展“年产 11 万吨生物可降解聚酯橡胶新材料项目”，推动生物可降解聚酯橡胶产业化及绿色橡胶材料在手套、轮胎、鞋材等各领域的应用，进一步完善公司在可降解创新材料领域的产业布局。

*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；公司产品以外销为主，客户稳定性较高且与第一大客户粘度很高，需关注应收账款和库存周转情况以及宏观经济波动等对公司出口业务的影响。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。2023 年以来，公司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。安全防护手套业务方面，公司产品主要为“特种纤维类手套”和“通

<sup>1</sup> 公司独立董事俞书宏先生因个人原因辞职，公司于 2023 年 8 月 23 日召开《2023 年第四次临时股东大会》补选王朝生为公司独立董事；公司独立董事陈海泉先生因任职时间满 6 年离职，公司于 2023 年 12 月 29 日召开《2023 年第六次临时股东大会》补选浦敏敏女士为公司独立董事；公司副总经理石祥峰劳动合同到期离职。

用纤维类手套”<sup>2</sup>两大类，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。公司采用以销定产的生产模式，2023 年，公司通过优化产线调整两大类产品产能，受此影响，通用纤维类手套产能和产能利用率有所下降，但高附加值的特种纤维类手套产能保持增长态势且占比逐年提升，并带动总产能增长至 1,465.22 万打，总体产能利用率为 94.28%，保持在行业较高水平。2024 年，公司加速推进 7,200 万打功能性安全防护手套项目建设，首批 4 条丁乳生产线、8 条 PU 生产线按既定计划进度在推进安装调试，其中第 4 条 PU 生产线已经投入量产，总产能进一步提升，产能利用率为 94.58%。随着年产 7,200 万打功能性安全防护手套项目产能持续爬坡，公司未来产能规模有望继续扩大，但需关注新增产能的消纳情况。

销售方面，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。2023 年以来在新增产能以及产线调整的带动下，公司积极拓展客户，销量持续增长，产销率保持在较高水平。从产品价格来看，2023 年以来，公司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有所变化，其中特种纤维类手套整体呈波动增长态势，通用纤维类手套呈下降态势。销售区域方面，2023 年公司产品的外销占比接近 90%<sup>3</sup>，其中，北美、欧洲、日本等发达国家和地区是公司外销的主要市场。2023 年，公司前五大客户占当年销售总额的比例超过 40%，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<sup>4</sup>。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。跟踪期内，随着公司业务规模扩大，公司应收账款周转率有所下降，需持续关注公司账期和回款情况；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。中诚信国际关注到，近年来中美贸易不确定性加大，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需关注。

表 1：公司主要产品产量、产能利用以及产销情况

产品类别	指标	2021	2022	2023	2024.1~6
特种纤维类手套	产能（万打/年）	274.60	295.72	357.36	203.76
	产量（万打）	267.54	295.13	320.79	196.44
	销量（万打）	282.85	285.73	334.77	184.73
	销售均价（元/打）	125.57	113.29	135.50	127.40
	产能利用率（%）	97.43	99.80	89.77	96.41
	产销率（%）	105.72	96.82	104.36	94.04
通用纤维类手套	产能（万打/年）	1,225.40	1,125.53	1,107.87	635.77
	产量（万打）	1,192.16	1,147.09	1,060.61	597.60
	销量（万打）	1,390.37	1,194.26	1,218.78	598.31
	销售均价（元/打）	45.13	44.35	43.75	38.53
	产能利用率（%）	97.29	101.92	95.73	94.00
	产销率（%）	116.63	104.11	114.91	100.12

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 2023 年，境外市场占比 87.41%，境内市场占比较上年提升 4.62 个百分点至 12.20%，其中境内销售额含终端为国外客户的经销商客户。

<sup>4</sup> 公司与 MCR Safety Asia Company Limited（以下简称“MCR”）合资成立恒劭安防，其中 MCR 持有恒劭安防 20% 股权。MCR 为公司客户英国 Bunzl 的子公司。

超高分子量聚乙烯纤维	产能（吨/年）	--	--	1,650.00	1,240.80
	产量（吨）	--	--	1,511.56	845.81
	销量（吨）	--	--	383.27	152.24
	自用量（吨）	--	--	607.20	508.54
	销售均价（元/吨）	--	--	--	79,187
	产能利用率 <sup>5</sup> （%）	--	--	91.61	68.17
	产销率（含自用，%）	--	--	65.53	78.12

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

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%；2023 年除特种手套芯及 PU 胶外，其他主要原材料价格呈下降趋势，主要原材料采购金额呈同比下降态势。2023 年，公司前五大供应商占当年采购总额的比例为 16.10%，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。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，需关注原材料价格变化对公司成本控制压力的影响。

多元化布局方面，2023 年公司高性能聚乙烯纤维产能开始释放，其年产能 1,650 吨，产量为 1,511.56 吨，大部分自用，对外销量为 383.27 吨，产能利用率为 91.61%，2024 年高性能聚乙烯纤维产能进一步攀升，半年产量达到 845.81 吨，除大部分自用外，还产生 0.12 亿元对外销售收入，且毛利率由负转正。此外，可转债募投项目“年产 4,800 吨超高分子量聚乙烯纤维项目”若建成投产，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，目前该项目处于厂房建设阶段。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。

**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，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。截至 2024 年 6 月末，公司在建、拟建工程计划总投资 25.86 亿元，尚需投资 22.04 亿元，待投资规模较大。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 2：截至 2024 年 6 月末公司主要在建、拟建项目情况（亿元）

<sup>5</sup> 超高分子量聚乙烯纤维产能测算生产品种以普通 400D 和 800D 为主进行测算，实际的产品会有所不同，因此本处产能利用率为粗略估算。

主要在建及拟建项目名称	总投资	截至 2024 年 6 月末 累计投资	资金来源	计划投产运营 时间
年产 7200 万打功能性安全防护手套建设项目	7.00	3.01	自筹	2024 年 4 月
年产 1,600 万打功能性安全防护手套项目 (越南)	3.40	0.50	自筹	2025 年 10 月
年产 4,800 吨超高分子量聚乙烯纤维项目 <sup>6</sup>	5.46	0.00	自筹+可转债募集资金 4.5 亿元	2027 年 5 月
年产 11 万吨生物可降解聚酯橡胶项目 <sup>7</sup>	10.00	0.31	自筹	2025 年 12 月
<b>合计</b>	<b>25.86</b>	<b>3.82</b>	--	--

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，2023 年，恒辉安防盈利能力保持在较好水平，业务规模扩大以及投资项目持续推动下资产规模明显上升，同时应收账款及存货明显增加，经营活动净现金流同比减少，在建项目持续融资推动公司杠杆水平有所上升，偿债指标有所走弱，需关注后续应收账款及存货对资金的占用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

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，2023 年产能持续提升同时公司积极拓展国内外客户，营业收入有所回升，在高附加值特种纤维类产品销售占比上升同时主要原材料采购金额有所下降的影响下，公司毛利率亦有所上升。期间费用方面，2023 年，公司积极参加海外展会，拓展新客户，销售费用明显上升，从而带动期间费用较上年有所上升，对利润侵蚀增加，同期公司收到政府补助规模有所下降。综合影响下，2023 年公司经营性业务利润规模、利润总额、EBITDA 等盈利指标较上年均有所下降，整体盈利能力有所下降但仍保持在较好水平。2024 年上半年，公司主要产品需求延续 2023 年下半年以来的增长趋势，叠加恒越安防年产 7,200 万打功能性安全防护手套项目部分投产以及公司切换高效率产品线的影响，公司产销量同比进一步上升，营业收入较上年同期增长 16.51%，在业务规模持续扩大，经营性业务利润同比增长带动下，公司利润总额较上年同期有所上升。

### 资产质量

在业务规模扩大以及投资驱动下，公司资产规模呈增长态势。2023 年，公司持续拓展新客户，在收入规模扩大同时期末应收款项和存货规模较上年末明显增长。应收账款周转率和存货周转率均较上年有所下降，需关注后续业务规模持续扩大下应收账款及存货对资金的占用情况。2023 年，在纤维材料项目投入转固以及恒越安防年产 7,200 万打功能性安全防护手套项目持续投入带动下，期末固定资产及在建工程均同比增长。2024 年 6 月末，公司资产规模较上年末进一步上升，主要系在建项目持续投入以及新项目投产带来的存货铺底增加所致。负债方面，2023 年末，公司负债规模大幅上升，主要系业务规模扩大带来经营性应付账款增加以及项目持续投入下新增融资所致。总债务方面，同期末公司长短期借款均较上年末有所上升，但短期债务占比有所下降，

<sup>6</sup> “年产 4,800 吨超高分子量聚乙烯纤维项目”根据规划建设，预计 2025 年年底前投产第一条生产线。

<sup>7</sup> “年产 11 万吨生物可降解聚酯橡胶项目”计划分三期建设，其中一期 10,000 吨已经开工建设，预计 2025 年年底前可建成投产，后续项目将视一期项目产出效益情况决定是否续建。

债务结构有所优化。受益于利润累积以及新设立恒诺材料公司带来少数股东权益增加的影响，公司所有者权益规模保持增长趋势。综合影响下，公司财务杠杆延续上升趋势，但整体仍保持在相对较低水平。2024 年 8 月 21 日，“恒辉转债”成功发行，年内公司财务杠杆将进一步上升。

### 现金流及偿债情况

2023 年，公司经营活动净现金流入规模较上年有所下降，主要系手套业务规模扩大同时纤维项目投产，存货及应收账款对经营性资金形成占用所致；项目持续投入下公司投资活动净现金流出规模较上年有所扩大，同时带动融资规模扩大。2024 年上半年公司经营活动净现金流由正转负，主要系恒越部分产线投产以及纤维产能持续爬坡，带动存货铺底明显上升所致。偿债指标方面，因有息债务明显上升，2023 年总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数以及 FFO/总债务等偿债指标均有所弱化。公司未来仍有较大规模的项目投资需求，部分资金需求通过“恒辉转债”进行匹配，需持续关注现金流与债务的变化情况。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.6/2024.1~6
营业收入	9.50	8.93	9.77	5.14
营业成本	7.31	6.69	7.31	3.87
营业毛利率	22.97	25.05	25.13	24.75
期间费用合计	1.16	1.03	1.27	0.64
其他收益	0.03	0.40	0.27	0.06
经营性业务利润	1.00	1.51	1.36	0.64
利润总额	1.05	1.49	1.30	0.62
EBIT	0.98	1.50	1.32	--
EBITDA	1.39	2.06	2.05	--
货币资金	1.17	1.51	1.66	1.04
应收账款	1.60	1.71	2.25	2.19
存货	1.85	2.14	3.04	4.04
固定资产	4.87	6.01	6.99	7.95
在建工程	0.44	1.78	2.19	1.75
<b>资产总计</b>	<b>12.40</b>	<b>15.12</b>	<b>18.71</b>	<b>20.18</b>
应收账款周转率	5.93	5.39	4.93	4.62*
存货周转率	3.95	3.35	2.82	2.18*
短期借款	0.17	0.40	1.05	1.95
应付账款	1.40	2.19	3.04	2.78
长期借款	0.15	0.32	1.51	2.15
<b>负债合计</b>	<b>2.86</b>	<b>4.44</b>	<b>6.96</b>	<b>8.08</b>
<b>股本</b>	<b>1.45</b>	<b>1.45</b>	<b>1.46</b>	<b>1.46</b>
未分配利润	2.66	3.59	4.27	4.40
少数股东权益	0.28	0.36	0.61	0.78
<b>所有者权益合计</b>	<b>9.54</b>	<b>10.68</b>	<b>11.75</b>	<b>12.10</b>
<b>总债务</b>	<b>0.81</b>	<b>1.10</b>	<b>2.83</b>	<b>4.28</b>
短期债务/总债务	81.08	68.16	45.77	49.37
经营活动产生的现金流量净额	1.07	1.91	1.04	-0.39
投资活动产生的现金流量净额	-3.24	-1.75	-2.60	-1.35
筹资活动产生的现金流量净额	3.15	0.13	1.72	1.05
资产负债率	23.09	29.37	37.20	40.04
总资本化比率	7.83	9.33	19.39	26.12
总债务/EBITDA	0.58	0.53	1.38	--
EBITDA 利息保障倍数	78.52	139.59	99.53	--
FFO/总债务	1.68	1.61	0.67	--

注：带\*指标已经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年 6 月末，公司受限资产合计为 3.55 亿元，占当期末总资产的 17.59%，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 2024 年 6 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 2024 年 6 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，2020~2024 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<sup>8</sup>

### 假设

——预计 2024 年受益于新增超高分子量聚乙烯纤维业务以及年产 7,200 万打功能性安全防护手套项目部分投产，同时考虑到当前市场需求回暖，公司收入规模和利润规模将较上年有所增长，但考虑到新项目需要一定规模的存货铺底，预计经营活动净现金流入规模同比有所下降。

——预计 2024 年随着在建项目建设推进，公司资本支出规模将有所上升。

——随着“恒辉转债”成功发行，预计 2024 年末公司债务规模将明显上升。

### 预测

表 4：预测情况表（%、X）

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率	9.33	19.39	32.00~36.00
总债务/EBITDA	0.53	1.38	3.00~3.40

资料来源：中诚信国际预测

### 调整项

**ESG<sup>9</sup>**表现方面，作为生产企业，公司在生产过程中产生的废水、废气、噪声等经过处理后能够达到相应的排放标准，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染事故受到环保行政处罚。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。

<sup>8</sup> 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其他事项和假设因素，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。

<sup>9</sup> 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。

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。**流动性评估方面**，公司货币资金保持一定规模，同时，公司系 A 股上市公司，具有资本市场融资渠道，可转债成功发行，进一步扩大资金储备，截至 2024 年 6 月末，公司授信总额为 6.92 亿元，未使用授信额度为 2.77 亿元，未使用授信额度尚可。公司资金流出主要用于债务还本付息及外部投资，现金对债务本息的保障程度高。公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 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。

## 跟踪债券信用分析

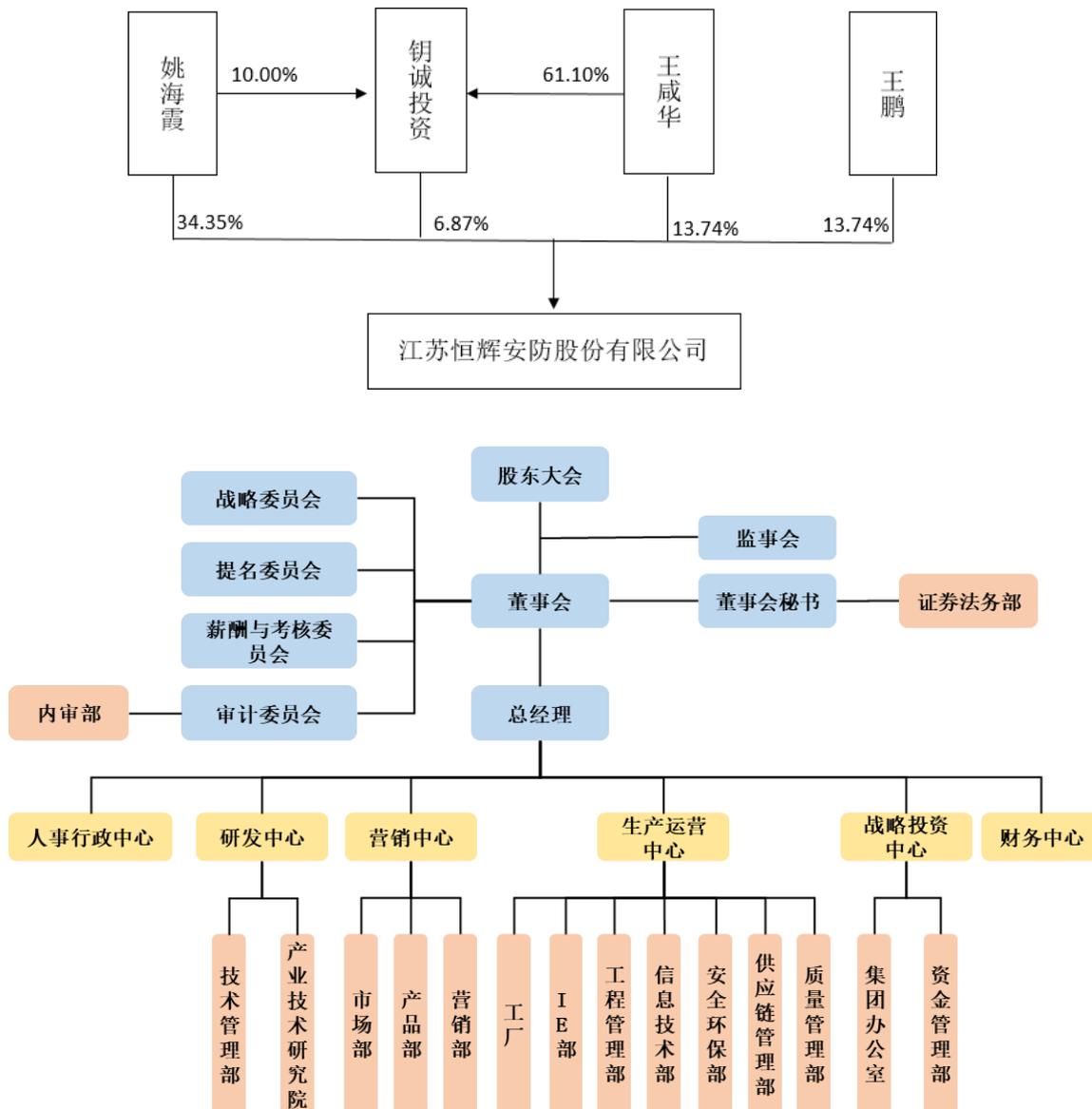
经中国证监会“证监许可〔2024〕1063 号”文同意注册，公司于 2024 年 8 月 21 日向不特定对象发行可转换公司债券，期限为自发行之日起 6 年，债券代码为“123248”，发行规模为 50,000.00 万元，目前票面利率为 0.20%，初始转股价格为 18.26 元/股，截至 2024 年 10 月 15 日收盘，公司前 20 个交易日公司股票交易均价为 18.10 元/股。

“恒辉转债”设置回售条款、赎回条款及转股价格修正条款。未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司保持较好的盈利能力，同时货币资金及货币等价物保持一定规模，虽然公司部分业绩指标出现阶段性下滑，但随着市场需求改善以及新增产能逐步释放，公司经营活动净现金流有望持续改善，同时目前公司再融资渠道顺畅，对债务的保障能力较好。目前跟踪债券信用风险未发生明显不利变化。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持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；维持“恒辉转债”的信用等级为 **AA-**。

### 附一：江苏恒辉安防股份有限公司股权结构图<sup>10</sup>及组织结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

<sup>10</sup> 钥诚投资为南通钥诚股权投资中心（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）	2021	2022	2023	2024.6/2024.1~6
货币资金	11,669.22	15,079.44	16,569.13	10,362.49
应收账款	16,025.39	17,137.54	22,501.60	21,945.12
其他应收款	524.80	854.13	645.57	491.09
存货	18,531.17	21,448.75	30,432.65	40,442.06
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	48,684.38	60,067.34	69,945.17	79,485.98
在建工程	4,366.94	17,808.50	21,926.66	17,528.35
无形资产	3,806.50	11,311.56	10,857.19	14,579.00
资产总计	124,031.20	151,192.66	187,131.71	201,826.15
其他应付款	173.90	167.43	811.95	706.04
短期债务	6,571.15	7,492.73	12,933.09	21,121.36
长期债务	1,533.33	3,500.57	15,326.43	21,663.96
总债务	8,104.48	10,993.30	28,259.52	42,785.32
净债务	-3,564.75	-4,086.14	11,690.39	32,422.84
负债合计	28,644.75	44,408.36	69,621.22	80,812.27
所有者权益合计	95,386.45	106,784.30	117,510.49	121,013.88
利息支出	177.48	147.93	205.86	261.38
营业总收入	94,951.63	89,311.97	97,695.72	51,374.56
经营性业务利润	10,034.22	15,134.57	13,587.33	6,396.94
投资收益	205.66	182.20	12.67	48.56
净利润	9,752.12	12,578.26	11,093.98	5,385.92
EBIT	9,762.89	15,039.42	13,202.93	--
EBITDA	13,936.49	20,648.91	20,490.19	--
经营活动产生的现金流量净额	10,745.99	19,071.67	10,368.72	-3,937.50
投资活动产生的现金流量净额	-32,449.68	-17,548.15	-26,000.59	-13,459.62
筹资活动产生的现金流量净额	31,475.22	1,277.09	17,176.24	10,500.51
财务指标	2021	2022	2023	2024.6/2024.1~6
营业毛利率（%）	22.97	25.05	25.13	24.75
期间费用率（%）	12.24	11.48	13.01	12.48
EBIT 利润率（%）	10.28	16.84	13.51	--
总资产收益率（%）	7.87	10.93	7.80	--
流动比率（X）	2.72	1.74	1.69	1.58
速动比率（X）	1.94	1.10	1.05	0.82
存货周转率（X）	3.95	3.35	2.82	2.18*
应收账款周转率（X）	5.93	5.39	4.93	4.62*
资产负债率（%）	23.09	29.37	37.20	40.04
总资本化比率（%）	7.83	9.33	19.39	26.12
短期债务/总债务（%）	81.08	68.16	45.77	49.37
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	1.28	1.71	0.35	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	1.58	2.51	0.76	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	60.55	128.92	50.37	--
总债务/EBITDA（X）	0.58	0.53	1.38	--
EBITDA/短期债务（X）	2.12	2.76	1.58	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	78.52	139.59	99.53	--
EBIT 利息保障倍数（X）	55.01	101.67	64.13	--
FFO/总债务（X）	1.68	1.61	0.67	--

注：1、2024 年半年报未经审计；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	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	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	
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
EBIT 利润率	EBIT/营业收入	
现金流	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：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 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：[1]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。[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

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