

2024年08月20日

恒辉转债（123248.SZ）申购分析

主题报告

我国功能性安全防护手套领域第一梯队

投资要点

- ◆ 恒辉转债本次发行规模 5 亿元，期限 6 年，发行与主体评级为 AA-/AA-（中诚信）。转股价为 18.26 元，到期补偿利率为 10%，属较高水平。下修条款 15/30，85%和强赎条款 15/30，130%均为市场化条款。以 2024 年 8 月 19 日中债 6YAA-企业债到期收益率 4.0885%贴现率计算，纯债价值 91.91 元，对应 YTM 为 2.61%，债底保护性充足。总股本稀释率为 15.85%、流通股本稀释率 33.3%，有一定摊薄压力
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 800 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0017%。
- ◆ 截至 2024 年 8 月 19 日，公司市盈率 PE(TTM)为 22.77，高于同行业可比公司平均值（剔除负值）；同时处于自上市以来 19.46%分位数，估值弹性较高。净资产收益率 ROE 为 1.99%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 9.48%。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 37.73%，公司现有限售股 9052.78 万股，占总股本的比例为 62.27%，公司限售股下次解禁时间为 2025 年 3 月 10 日，存在一定的解禁风险。
- ◆ 年初至今公司股价下降 15.97%，行业指数（纺织服饰-申万一级）下降 23.06%，公司跑赢行业指数。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 20%左右，对应价格为 114 元~126 元。
- ◆ 风险提示：
 - 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
 - 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
 - 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
 - 4、正股股价波动风险。
 - 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

分析师

牛逸

SAC 执业证书编号：S0910523040001
niuyi@huajinsec.cn

相关报告

- 累积胜率的长期主义投资者 - 华商基金童立先生投资分析报告 2024.8.19
- 债市调整，信用表现如何 2024.8.16
- 国内领先聚酯材料研、产、销企业-万凯转债（123247.SZ）申购分析 2024.8.15
- 全自动平衡机高新企业 - 集智转债（123245.SZ）申购分析 2024.8.14
- 阀门行业优质企业-伟隆转债（127106.SZ）申购分析 2024.8.12



内容目录

一、恒辉转债分析	3
(一) 转债分析	3
(二) 中签率分析	4
二、正股分析	4
(一) 公司简介	4
(二) 行业分析	5
1、手部安全防护用品行业	5
2、超高分子量聚乙烯纤维行业	6
(三) 财务分析	8
(四) 估值表现	10
(五) 募投项目分析	11
三、定价分析	12
四、风险提示:	12

图表目录

图 1: 2012-2021 年全球手部安全防护用品市场容量 (进口额)	6
图 2: 2017-2026 年我国手部安全防护用品行业市场规模及预测	6
图 3: 2015 -2022 年全球超高分子量聚乙烯纤维产能及理论需求量	7
图 4: 2015-2022 年中国超高分子量聚乙烯纤维产能及理论需求量	7
图 5: 2024 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元)	8
图 6: 营业收入情况	9
图 7: 归母净利润情况	9
图 8: 公司经营现金流情况 (万元)	10
图 9: 近一年行业指数及恒辉安防股价走势	11
图 10: 盛泰转债及正股表现情况 (%)	12
图 11: 开润转债正股表现情况 (%)	12
表 1: 恒辉转债基本要素	3
表 2: 募集资金用途 (万元)	3
表 3: 主营业务收入分产品构成 (万元, %)	5
表 4: 公司主要财务指标	9
表 5: 期间费用情况 (万元)	10
表 6: 同行业可比上市公司 (亿元, %)	10

一、恒辉转债分析

（一）转债分析

恒辉转债本次发行规模 5 亿元，期限 6 年，发行与主体评级为 AA-/AA-（中诚信）。转股价为 18.26 元，到期补偿利率为 10%，属较高水平。下修条款 15/30，85%和强赎条款 15/30，130%均为市场化条款。以 2024 年 8 月 19 日中债 6YAA-企业债到期收益率 4.0885%贴现率计算，纯债价值 91.91 元，对应 YTM 为 2.61%，债底保护性充足。总股本稀释率为 15.85%、流通股本稀释率 33.3%，有一定摊薄压力。

表 1：恒辉转债基本要素

基本要素			
债券简称	恒辉转债	债券代码	123248.SZ
正股简称	恒辉安防	正股代码	300952.SZ
发行/主体信用评级	AA-/AA-（中诚信）	认购代码	370952
发行金额（亿元）	5.00	发行期限（年）	6
转股价（元/股）	18.26	起息日	2024-08-21
转股起始日	2025-02-27	转股结束日	2030-08-20
下修条款	15/30，85%	强赎条款	15/30，130%
回售条款	最后两个计息年度，70%	补偿利率	10.0%
利率	0.2%、0.4%、0.6%、1.5%、1.8%、2%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	3.439
总股本稀释率	15.85%	流通股本稀释率	33.30%
主要指标			
转股价（元）	18.26	折现率（2024/08/19）	4.0885%
债券面值（元）	100	平价溢价率	7.79%
正股收盘价（元）（2024/8/20）	17.59	转股溢价率	0.94%
纯债价值（元）	91.91	纯债溢价率	8.80%
平价（元）	99.07	纯债 YTM	2.61%
总股本	145,380,454.00		
非限售流通股	54,852,653.00		

资料来源：iFinD，华金证券研究所

表 2：募集资金用途（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1	年产 4,800 吨超高分子量聚乙烯纤维项目	54,551.81	45,000.00
2	补充流动资金项目	5,000.00	5,000.00
	合计	59,551.81	50,000.00

资料来源：可转债募集说明书，华金证券研究所

（二）中签率分析

根据公司最新一季报，恒辉安防前十大股东持股比例合计 **73.36%**，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 **80%**，剩余股东参与比例为 **50%**，则股东优先配售比例为 **58.69%**。网上申购额度为 **1.4 亿元**。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 **800 万户**，单户申购上限金额 **100 万元**，则中签率预计为 **0.0017%**。

二、正股分析

（一）公司简介

姚海霞直接持有公司 **34.35%** 股份，为公司控股股东。姚海霞、王咸华、王鹏分别直接持有公司 **34.35%**、**13.74%**、**13.74%** 的股份，王咸华通过钥诚投资间接控制公司 **6.87%** 的表决权，姚海霞、王咸华、王鹏合计控制公司 **68.70%** 的表决权，系公司实际控制人。截至 **2024 年 3 月末**，公司控股股东、实际控制人所持公司股份不存在质押、冻结或其他有争议的情况。

近三年及 **2024 年 Q1**，公司主营业务收入构成较为稳定，其中功能性安全防护手套业务收入在主营业务收入中的占比均超过 **95%**，为公司的主要收入来源。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，而普通安全防护手套为我国工业生产中常见的普通纱线手套。

近三年及 **2024 年 Q1**，公司主营业务收入以外销为主，外销收入占比分别为 **94.93%**、**92.43%**、**87.80%** 和 **91.87%**。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。

公司主要原材料包括手芯、纱线、化工材料等。近三年及 **2024 年 Q1**，公司原材料成本占产品成本比重约 **70%**，占比相对较高，原材料价格波动对公司生产成本、盈利能力影响较大。受市场需求和宏观环境的影响，公司主要原材料价格有所波动，导致公司营业成本、毛利率产生波动。如未来原材料价格出现大幅上涨，而公司不能有效地将原材料价格上涨的压力进行转移，将对公司经营业绩产生较大影响。

采购模式方面，公司制定了《物资采购业务集中归口管理制度》，由采购部门严格按照上述采购管理制度进行供应商评定和原辅材料采购，并由法务部门、质量部门及财务部门联合参与。**生产模式方面**，公司主要为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/OEM** 等贴牌产品，采用“以销定产”的生产模式，结合在手订单情况、生产能力及库存情况制定生产计划并组织生产。**销售模式方面**，公司手部安全防护用品的客户主要集中在美国、欧洲、日本等安全防护要求较高、意识较强的地区，销售模式以直销为主。公司设有专门的销售部门负责市场推广和产品销售，主要通过参加展会、客户拜访及引荐、合作开发等方式获取客户初步合作意向，通过对客户需求进行技术指标转化、设计打样、样品检测、验厂等合格后，与客户最终建立合作关系，实现产品销售。

表 3: 主营业务收入分产品构成 (万元, %)

项目	2024 年 1-3 月		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
功能性安全防护手套	23,150.55	97.67%	93,969.98	96.63%	88,333.26	99.86%	93,146.66	99.20%
其中: 特种纤维类	11,745.15	49.55%	45,530.20	46.82%	37,497.34	42.39%	33,929.27	36.13%
通用纤维类	11,405.40	48.12%	48,439.78	49.81%	50,835.91	57.47%	59,217.39	63.06%
普通安全防护手套以及其他防护用品	53.76	0.23%	352.48	0.36%	123.01	0.14%	752.42	0.80%
超高分子量聚乙烯纤维	499.36	2.11%	2,929.53	3.01%	-	-	-	-
合计	23,703.68	100.00%	97,251.98	100.00%	88,456.27	100.00%	93,899.07	100.00%

资料来源: 发行可转债并在创业板上市募集说明书, 华金证券研究所

(二) 行业分析

1、手部安全防护用品行业

手部安全防护用品主要为各类手套, 如安防手套、运动手套、普通手套等, 并以安全防护手套为主。安全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, 从而在可能遭遇撞压、擦割、高温、低温、电磁辐射、电离辐射、化学物质、微生物等劳动伤害的工作环境中保护手部免受或减轻伤害。安全防护手套因其应用领域丰富、场景多样及应用人群巨大等, 使手部安全防护用品在劳动防护用品领域中市场份额占比最高。根据联合国商品贸易统计数据库数据显示, 手部安全防护用品全球进口额超过 190 亿美元。

我国手部安全防护用品市场发展态势良好。我国是手部安全防护用品的主要出口国之一, 手部安全防护用品出口额从 2012 年的 64.49 亿美元增长至 2021 年的 143.35 亿美元, 增幅达 122.28%, 近年来我国手部安全防护用品出口额均在 60 亿美元以上, 2021 年我国手部安全防护用品出口额占全球总进口额的 32.38%。我国手部安全防护用品市场规模逐年增长, 2021 年市场规模达 341 亿元, 同比增长 12.0%; 预计至 2026 年, 我国手部安全防护用品细分市场规模可达 566 亿元, 2021 年至 2026 年, 市场规模的复合增长率将达到 10.7%。**功能性安全防护手套成为我国手部安全防护用品的重要发展方向。**功能性安全防护手套的广泛应用是在经济水平持续发展、法律体系不断健全和人们安全防护意识逐步加强的背景下, 消费升级的表征体现, 其对普通防护手套的替代并广泛应用是必然趋势。

图 1：2012-2021 年全球手部安全防护用品市场容量（进口额）



资料来源：发行可转债并在创业板上市募集说明书，UN Comtrade，华金证券研究所

注：因部分国家尚未更新 2022 年完整数据，故此处未予列示；2020 年、2021 年上述进口额大幅提升，主要系受医用手部安全防护用品需求大幅提升所致。

图 2：2017-2026 年我国手部安全防护用品行业市场规模及预测



资料来源：发行可转债并在创业板上市募集说明书，中国纺织品商业协会《中国劳动防护用品行业大数据》，华金证券研究所

注：2022 年至 2026 年数据为预测值

凭借持续的技术开发、严格的质量控制和稳定的产品性能，公司功能性安全防护手套的销售及出口规模逐年增长，市场影响力不断扩大，已跻身于我国功能性安全防护手套领域的第一梯队。我国功能性安全防护手套领域已逐步形成了相对稳定的竞争格局，能够生产高技术含量、高附加值的高性能功能性安全防护手套如特种纤维类或高性能通用纤维类手套产品的大中型企业数量较少，生产一般性能的功能性安全防护手套、普通安全防护手套的小型企业数量众多。其中，第一梯队企业主要通过从事高性能功能性安全防护手套的研发及产业化，在产品的设计开发、品质管理、规模化生产等方面具有领先优势，主要面向欧洲、美国、日本等发达地区消费市场，虽尚未形成全球知名的自主品牌，但在全球市场具有不可替代地位，未来随着国内需求的逐步爆发，发展潜力巨大；第二梯队企业主要从事普通安全保护手套及部分高性能功能性安全防护手套的生产经营，主要面向国内市场和部分国际市场，拥有一定的创新能力，积极尝试向高端产品及高端市场的转型；第三梯队企业主要从事普通安全保护手套和一般性能的功能性安全防护手套的生产经营，产品以低档产品为主、同质化程度较高，市场竞争激烈。

2、超高分子量聚乙烯纤维行业

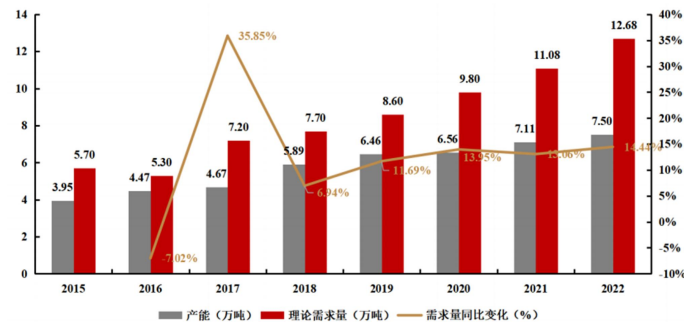
超高分子量聚乙烯纤维是目前世界上比强度与比模量最高的纤维，是采用平均相对分子量在 100 万以上的聚乙烯作为原料，通过特殊纺丝工艺制造的一种高性能纤维，是继碳纤维、硼纤维和芳纶纤维之后出现的第四大特种纤维。超高分子量聚乙烯纤维具有高取向度，高结晶度，微纤沿拉伸方向排列规整度高，此结构赋予其良好的机械性能例如高比强度与高比模量、耐磨损、耐低温、柔韧性好等诸多优异性能。

近年来，超高分子量聚乙烯纤维在产品性能逐渐提升、应用领域稳步发展，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。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

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。

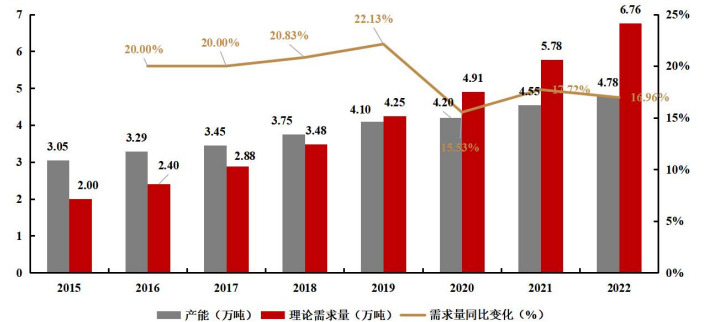
我国超高分子量聚乙烯纤维的产业化时间晚于国际市场，但市场需求量逐年攀升，由 2015 年的约 2 万吨攀升至 2022 年的 6.76 万吨，期间增速约 19%。我国于 2019 年在《重点新材料首批次应用示范指导目录》中将超高分子量聚乙烯纤维定义为关键战略材料；同年，国内超高分子量聚乙烯纤维的理论需求量 4.25 万吨首次超越了国内产能 4.10 万吨，并在 2020 年显现出差距扩大的趋势，未来国内整体行业的供需关系将更加显现出供不应求的趋势。2022 年中国超高分子量聚乙烯纤维需求量为 6.76 万吨，产能为 4.78 万吨。

图 3: 2015-2022 年全球超高分子量聚乙烯纤维产能及理论需求量



资料来源：发行可转债并在创业板上市募集说明书，前瞻产业研究院、中商产业研究院，华金证券研究所

图 4: 2015-2022 年中国超高分子量聚乙烯纤维产能及理论需求量

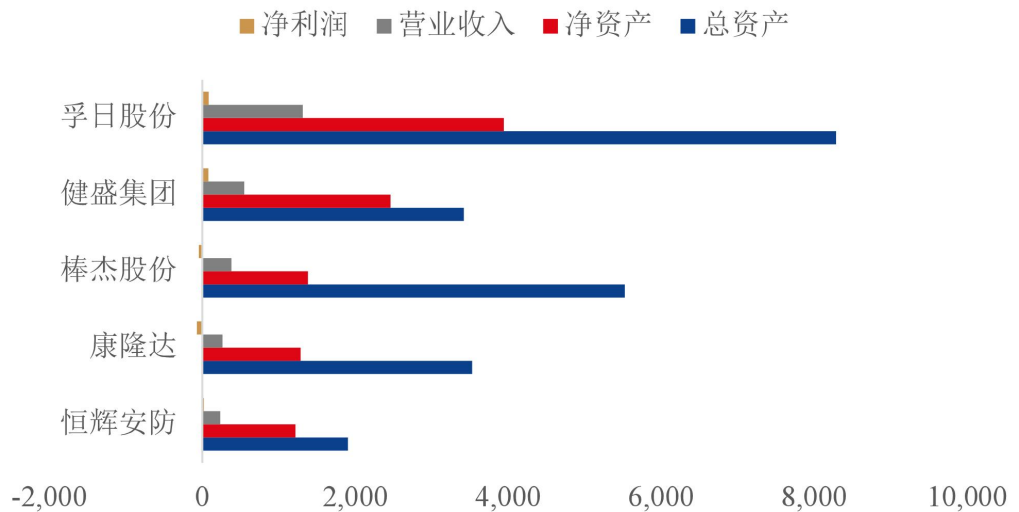


资料来源：发行可转债并在创业板上市募集说明书，前瞻产业研究院、中商产业研究院，华金证券研究所

超高分子量聚乙烯纤维行业竞争格局可按照企业产能大致分为三个主要级。首先是国际化工行业巨头，例如美国 Avient、美国 Honeywell、日本东洋纺。这些巨头的技术产业化时间较早、规模较大，高端产能较为丰富，产业协同效应较强。其次，处在超高分子量聚乙烯纤维行业第二梯队的企业主要为年产能在 3,000 吨及以上的国内厂家，例如同益中、九州星际、山东爱地、仪征化纤等。这些生产厂商中以同益中为代表，在 20 世纪末实现初代国产工艺突破，九九久、千禧龙纤等其他国内厂商亦在 2010 年之前完成产能布局；这些厂家在国内较早完成投产与扩产，相对于其它规模较小的厂家取得了一定的规模优势，也具备一定生产经验与技术积淀优势。最后，处于第三梯队的厂家大致年产能在 3,000 吨以下，主要包括镛尼玛（已更名为“璟邦”）、千禧龙纤以及公司控股子公司恒尚材料。随着行业对于超高分子量聚乙烯纤维的需求逐年提升，应用领域迅速拓展，预计未来几年整体行业订单将保持充足。近年来，国内企业扩产迅速，市场竞争激烈，但是我国超高分子量聚乙烯纤维行业形成规模化生产的企业相对较少，行业集中度有待提升，产品的稳定性、单线产能有待进一步提高，生产成本有待进一步降低。（相关资料来源可转债募集说明书）。

国内可比上市公司则包括康隆达、棒杰股份、健盛集团、孚日股份。

图 5：2024 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）



资料来源：iFinD，华金证券研究所

（三）财务分析

2021 年至 2023 年，公司主营业务收入的年均复合增长率为 1.77%。其中，2022 年公司主营业务收入有所下降，主要系：①受欧美经济不景气及国内特定因素暂时性影响，2022 年第四季度境外收入订单有所减少；②通用纤维类功能性安全防护手套销售收入较上年同期下降 5,308.11 万元，主系公司将产能优先供给毛利率较高的特种纤维类手套所致。近三年及 2024 年 Q1，公司安全防护手套以功能性安全防护手套为主。其中，2021 年至 2024 年 Q1，各期特种纤维类手套的销售金额分别为 33,929.27 万元、37,497.34 万元、45,530.20 万元和 11,745.15 万元，占主营业务收入的比例分别为 36.13%、42.39%、46.82%和 49.55%，占比逐年上升，是公司主营业务收入的重要来源。2021 年至 2024 年 Q1，各期通用纤维类手套的销售金额分别为 59,217.39 万元、50,835.91 万元、48,439.78 万元和 11,405.40 万元，占主营业务收入的比例分别为 63.06%、57.47%、49.81%和 48.12%，占比有所下降，主要系公司优先分配产能发展特种纤维类手套产品所致。近三年及 2024 年 Q1，各期普通安全防护手套以及其他防护用品销售金额分别为 752.42 万元、123.01 万元、352.48 万元和 53.76 万元，占主营业务收入的比例较低，2021 年金额较高，主要系公司 2021 年受外部环境及暂时性市场需求影响加大了普通防护用品的生产，此后公司结合未来发展规划进行业务结构调整所致。随着公司超纤维新材料及功能性安全防护用品开发应用项目建成并逐步投产，公司于 2023 年开始，主营业务收入中新增超高分子量聚乙烯纤维的对外销售业务，占当期主营业务收入比例为 3.01%，预计随着本次募投项目的投产，超高分子量聚乙烯纤维业务将成为公司主营业务收入的新兴增长点，其收入占比将进一步提升。

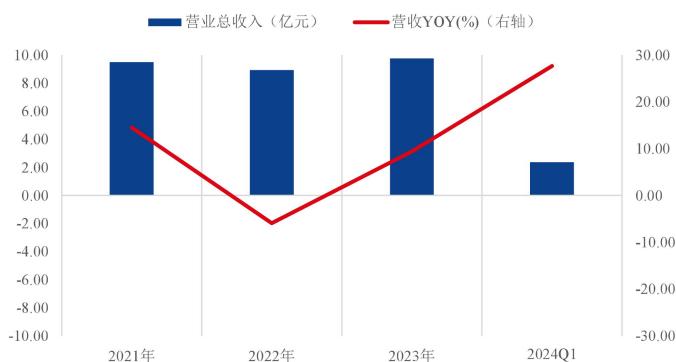
近三年及 2024 年 Q1，总体而言，公司的流动比率和速动比率较为稳定，且处于合理区间内，短期内偿债压力较小。2021 年，公司首次公开发行股票募集资金到位后资产流动性提升显著，随着募集资金投资项目的建设，公司的流动比率和动比率有所回落。公司资产负债率（合并）总体较为平稳。2021 年，公司首次公开发行股票募集资金到位后资产负债率处于较低水平，公

司财务状况总体较为稳健。近三年及 2024 年 Q1，公司应收账款周转率略低于行业平均水平，2022 年应收账款周转率下降主要系当期营业收入同比下降 5.94%，且应收账款余额同比增长 6.95%；2023 年应收账款周转率下降主要系当期营业收入同比增长 9.39%，尤其是第四季度营业收入同比增长 35.51%导致期末应收账款余额同比上升 31.43%。近三年及 2024Q1，公司存货周转率与行业平均水平不存在较大差异，2022 年及 2023 年，存货周转率有所下降，主要系随着子公司恒尚材料 HPPE 及手套芯业务投产，公司储备原材料于 2022 年末和 2023 年末分别同比增长 83.92%和 105.06%。

公司销售费用主要由销售人员薪酬、折旧与摊销费、认证检测费、佣金、办公费、业务宣传费、业务招待费等组成。近三年及 2024 年 Q1，公司销售费用分别占当期营业收入的占比较低。2022 年，公司销售费用较 2021 年增长 419.13 万元，主要系公司加大内销市场开拓力度，上海销售中心租赁费、物业管理费、销售人员差旅交通费增加所致；2023 年，公司销售费用较 2022 年增长 1,190.00 万元，主要系：随着内外部经济环境逐步向好，公司为开拓市场而发生的业务宣传费、业务招待费和差旅费合计较上年增长 619.02 万元，此外，公司新增股份支付费用 76.91 万元。公司研发费用主要由研发人员原材料、职工薪酬等构成。近三年及 2024 年 Q1，公司研发费用金额及占比较高，主要系子公司恒尚材料在募投项目建设过程中加大了超纤维新材料及功能性安全防护用品的研发力度，此外，公司加大了围绕纱线及涂层开展的研发项目投入。

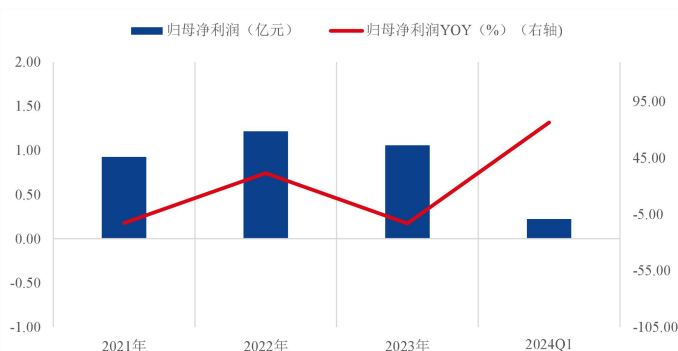
近三年及 2024 年 Q1，公司经营活动现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出主要用于购买商品、接受劳务支付的现金及支付给职工以及为职工支付的现金。2022 年，公司经营活动产生的现金流量净额较上年增加 8,325.68 万元，一方面，公司实际收到的政府补助增加 3,798.70 万元，另一方面，公司购买商品、接受劳务的现金支出减少 8,302.32 万元，主要系受外部环境影响，2022 年末的部分款项于 2023 年一季度支付。2024 年 Q1，公司经营活动产生的现金流量净额较小，主要系截至 2024 年 3 月末公司在手订单金额达 32,902.94 万元，较 2023 年末增长 34.54%，公司相应备货导致购买商品、接受劳务的现金支出同比增加 7,790.40 万元。

图 6：营业收入情况



资料来源：iFinD，华金证券研究所

图 7：归母净利润情况



资料来源：iFinD，华金证券研究所

表 4：公司主要财务指标

财务指标	2024 年 Q1	2023 年	2022 年	2021 年
流动比率	1.79	1.69	1.74	2.72
速动比率	1.05	1.05	1.10	1.94

财务指标	2024年 Q1	2023年	2022年	2021年
资产负债率（合并）	35.87%	37.2%	29.37%	23.09%
应收账款周转率	4.35	4.67	5.10	5.91
存货周转率	2.23	2.69	3.18	4.24

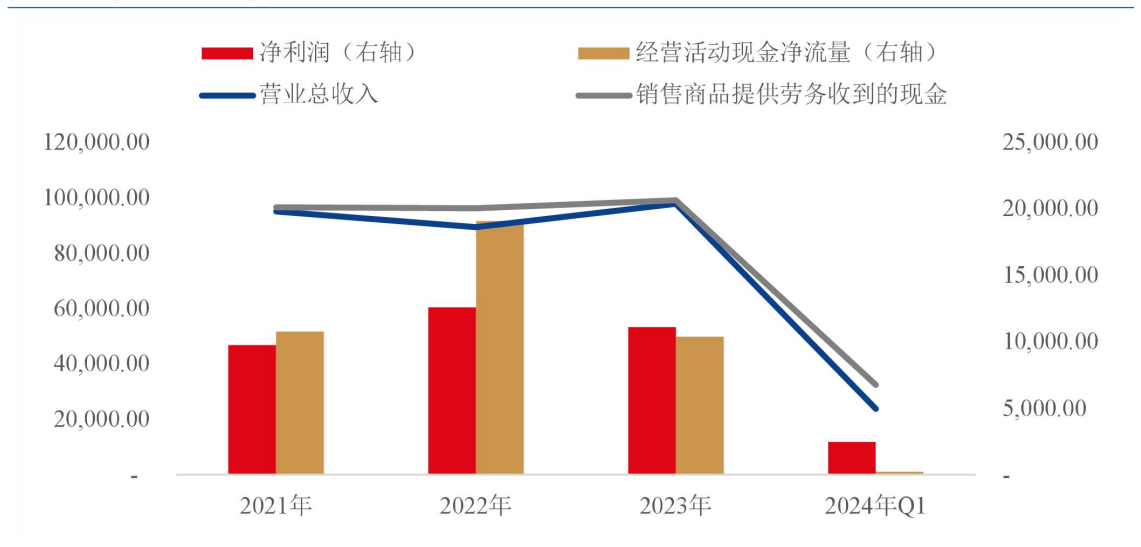
资料来源：iFinD，发行可转债并在创业板上市募集说明书，华金证券研究所

表 5：期间费用情况（万元）

项目	2024年 Q1	2023年	2022年	2021年
销售费用	894.62	3,084.82	1,894.82	1,475.69
管理费用	1,296.96	4,553.92	4,816.11	4,323.97
研发费用	782.26	4,983.02	4,742.71	5,069.37
财务费用	-110.45	88.24	-1,196.85	754.70
期间费用率	12.05%	13.01%	11.48%	12.24%

资料来源：iFinD，华金证券研究所

图 8：公司经营现金流情况（万元）



资料来源：iFinD，华金证券研究所

（四）估值表现

截至 2024 年 8 月 19 日，公司市盈率 PE(TTM)为 22.77，高于同行业可比公司平均值（剔除负值）；同时处于自身上市以来 19.46%分位数，估值弹性较高。净资产收益率 ROE 为 1.99%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 9.48%。

公司流通市值占总市值比例为 37.73%，公司现有限售股 9052.78 万股，占总股本的比例为 62.27%，公司限售股下次解禁时间为 2025 年 3 月 10 日，存在一定的解禁风险。

年初至今公司股价下降 15.97%，行业指数（纺织服饰-申万一级）下降 23.06%，公司跑赢行业指数。

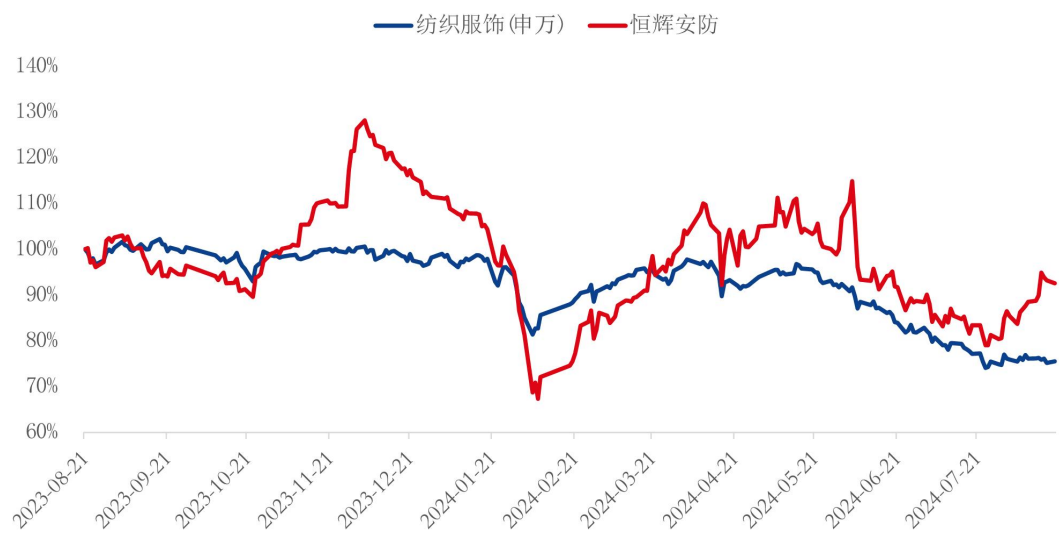
表 6：同行业可比上市公司（亿元，%）

代码	名称	流通市值	总市值	PE (TTM)	近 1 月涨跌幅	近 3 月涨跌幅	近 6 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅	ROE
----	----	------	-----	----------	----------	----------	----------	----------	-----

代码	名称	流通市值	总市值	PE (TTM)	近1月涨跌幅	近3月涨跌幅	近6月涨跌幅	近1年涨跌幅	ROE
300952.SZ	恒辉安防	9.92	26.30	22.77	13.49	-11.41	28.39	-6.46	1.99
603665.SH	康隆达	21.98	22.23	-8.51	-42.93	-30.11	-22.70	-52.56	-5.66
002634.SZ	棒杰股份	12.46	12.82	-10.62	-16.22	-42.47	-39.22	-67.18	-2.62
603558.SH	健盛集团	32.81	32.81	10.51	0.68	-24.85	-8.07	6.72	3.34
002083.SZ	孚日股份	36.07	36.08	9.45	3.82	-7.04	18.77	-1.49	2.30

资料来源: iFinD, 华金证券研究所

图9: 近一年行业指数及恒辉安防股价走势



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(五) 募投项目分析

本次募集资金投资项目情况如下:

- 1、年产4,800吨超高分子量聚乙烯纤维项目。项目投资总额54,551.81万元,其中拟使用募集资金45,000.00万元,投资内容包括厂房及建筑物、硬件设备购置及安装、基本预备费、铺底流动资金。项目建成后,将拥有年产4,800吨超高分子量聚乙烯纤维的生产能力。本项目建设期为2.5年,包括工程前期工作、工程建设、设备购置及安装调试、系统运行、竣工验收等工作。项目完全达产后,预计可实现年均营业收入42,480.00万元;本项目预计税后内部收益率为20.33%,税后静态投资回收期为6.64年(含建设期),具有良好的经济效益。
- 2、补充流动资金项目。为保障公司未来发展战略在能够有效落实,公司在满足募集资金投资项目资金需求的同时,拟补充流动资金5,000.00万元,以更好地满足公司业务发展和对运营资金的需求。为确定未来需要补充的流动资金数额,公司采用销售百分比法进行测算,假设未来三年公司收入按10%增长,并假定未来三年公司经营性资产和经营性负债占营业收入的比例为2021年至2023年的均值。经测算,公司未来三年流动资金缺口(即新增流动资金占用额)超过5,000万元,高于本次拟用于补充公司流动资金的募

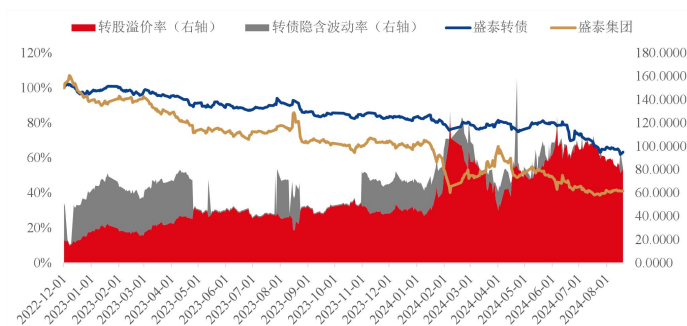
集资金额。因此，“补充流动资金”项目 5,000 万元有利于进一步提高公司财务结构的稳健性、提高抗风险能力，为公司的持续、快速发展奠定良好基础。

三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下：

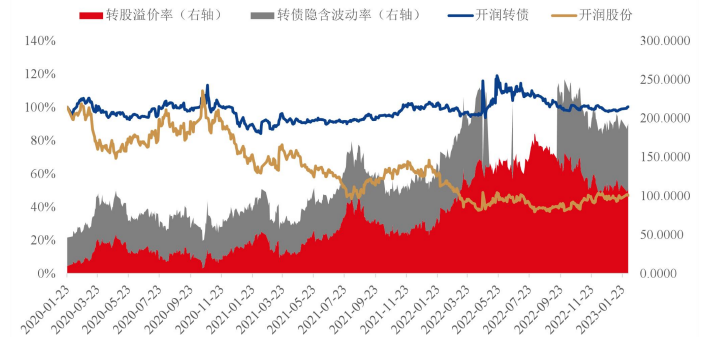
(1) 同行业可比券参考盛泰转债（2022 年 12 月 1 日上市，规模 7.01 亿，期限 6 年，评级为 AA/AA，上市后首日收盘价 128.467 元，转股溢价率为 20.4%），开润转债（2020 年 1 月 23 日上市，规模 2.23 亿，期限 6 年，评级为 A+/A+，上市后首日收盘价 116.65 元，转股溢价率为 9.46%）。

图 10：盛泰转债及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：开润转债正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

(2) 选取 2019 年 8 月 15 日至 2024 年 8 月 15 日已上市的 669 只可转债数据进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率 y ，自变量分别为初始转股价格的倒数 (x_1)、起息前 2 日中证转债收盘价 (x_2)、起息前 1 日行业日涨跌幅 (x_3)。模型通过 F 检验，各自变量 t 检验均显著。回归结果显示，初始转股价格的倒数 (x_1) 在 1% 的显著性水平下显著，起息前 1 日行业日涨跌幅 (x_2) 在 5% 的显著性水平下显著，转股价格的倒数 (x_3) 在 5% 的显著性水平下显著，表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型：

$$y = -68.59x_1 + 0.08x_2 - 1.22x_3$$

通过模型计算出恒辉转债上市当日的转股溢价率为 28.29%。由于恒辉转债的债底保护性较好，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 20% 左右，对应价格为 114 元~126 元。

四、风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。

- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

分析师声明

牛逸声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn