

固收点评 20240822

恒辉转债：手部安全防护领域的领跑者

2024年08月22日

事件

- **恒辉转债(123248.SZ)于2024年8月21日开始网上申购**：总发行规模为5.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于提升高性能纤维生产应用水平。
- **当前债底估值为116.5元，YTM为2.61%**。恒辉转债存续期为6年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为AA-/AA-，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的112.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率0.00%（2024-08-21）计算，纯债价值为116.50元，纯债对应的YTM为2.61%，债底保护较好。
- **当前转换平价为96.33元，平价溢价率为3.81%**。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27日至2030年08月20日。初始转股价18.26元/股，正股恒辉安防8月20日的收盘价为17.59元，对应的转换平价为96.33元，平价溢价率为3.81%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为15.85%**。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18.26元计算，转债发行5.00亿元对总股本稀释率为15.85%，对流通盘的稀释率为33.30%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计恒辉转债上市首日价格在114.00~127.00元之间，我们预计中签率为0.0020%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到恒辉转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在25%左右，对应的上市价格在114.00~127.00元之间。我们预计网上中签率为0.0020%，建议积极申购。
- **江苏恒辉安防股份有限公司是江苏省科技厅、财政厅、国税局、地税局联合认定的高新技术企业**。公司专注于手部安全防护用品的研发、生产及销售，主要产品为具有防切割、高耐磨、抗穿刺、耐高/低温、防化、防油污、防震等功能的各类功能性安全防护手套，以及少量普通安全防护手套及其他防护用品。经过多年持续地研发投入和工艺改进，公司掌握了数十种高性能涂层配方和浸渍工艺，以及高性能纤维新材料制备技术、包覆及针织技术、专用设备适应性改造技术等一系列核心技术。
- **2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为44.88%**。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率倒“V型”波动，2019-2023年复合增速为44.88%。2023年，公司实现营业收入48.34亿元，同比增加8.54%。
- **恒辉安防营业收入主要来源于安全防护手套业务，产品结构年际变化**。2021年以来，旭升集团功能性安全防护手套业务收入逐年增长，2021-2023年功能性安全防护手套业务收入占主营业务收入比重分别为98.10%、98.90%和96.55%。同时，产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定。
- **恒辉安防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上升** 2019-2023年，公司销售净利率分别为16.74%、13.51%、10.27%、14.08%和11.36%，销售毛利率分别为28.83%、26.65%、22.97%、25.05%和25.13%。
- **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

《债市波动之后如何走？》

2024-08-18

《转债化债正在进行时》

2024-08-18

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	10

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: 功能性安全防护用品下游应用图示	10
表 1: 恒辉转债发行认购时间表	4
表 2: 恒辉转债基本条款	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: 相对价值法预测恒辉转债上市价格 (单位: 元)	7

1. 转债基本信息

表1：恒辉转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024-08-19	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2024-08-20	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2024-08-21	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 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	2024-08-22	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	2024-08-23	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2024-08-26	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	2024-08-27	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：恒辉转债基本条款

转债名称	恒辉转债	正股名称	恒辉安防
转债代码	123248.SZ	正股代码	300952.SZ
发行规模	5.00 亿元	正股行业	纺织服饰-服装家纺-鞋帽及其他
存续期	2024 年 08 月 21 日至 2030 年 08 月 20 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	18.26 元	转股期	2025 年 02 月 27 日至 2030 年 08 月 20 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.60%,1.50%,1.80%,2.00%.		
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 112% (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 4,800 吨超高分子量聚乙烯纤维项目	54,551.81	45,000.00
补充流动资金	5,000.00	5,000.00
合计	296,960.63	280,000.00

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	92.02 元	转换平价 (以 2024/06/13 收盘价)	96.33 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	8.68%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	3.81%
纯债到期收益率 YTM	2.61%		

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

当前债底估值为 116.5 元，YTM 为 2.61%。恒辉转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面价值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 0.00%（2024-08-21）计算，纯债价值为 116.50 元，纯债对应的 YTM 为 2.61%，债底保护较好。

当前转换平价为 96.33 元，平价溢价率为 3.81%。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 27 日至 2030 年 08 月 20 日。初始转股价 18.26 元/股，正股恒辉安防 8 月 21 日的收盘价为 17.59 元，对应的转换平价为 96.33 元，平价溢价率为 3.81%。

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 15.85%。按初始转股价 18.26 元计算，转债发行 5.00 亿元对总股本稀释率为 15.85%，对流通盘的稀释率为 33.30%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计恒辉转债上市首日价格在 114.00~127.00 元之间。按恒辉安防 2024 年 8 月 20 日收盘价测算，当前转换平价为 96.33 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的裕兴转债（转换平价 38.03 元，评级 AA-，发行规模 6.00 亿元）、明新转债（转换平价 48.55 元，评级 AA-，发行规模 6.73 亿元）、嘉诚转债（转换平价 65.90 元，评级 AA-，发行规模 8.00 亿元），8 月 20 日转股溢价率分别为 123.32%、80.67%、47.74%。

2) 参考近期上市的振华转债（上市日转换平价 103.09 元）、合顺转债（上市日转换平价 85.09 元）、奥锐转债（上市日转换平价 90.96 元），上市当日转股溢价率分别为 17.66%、43.96%、27.69%。

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，纺织服饰行业的转股溢价率为 21.97%，中债企业债到期收益为 4.07%，2024 年一季报显示恒辉安防前十大股东持股比例为 73.36%，2024 年 8 月 20 日中证转债成交额为 43,852,620,649 元，取对数得 24.50。因此，可以计算出恒辉转债上市首日转股溢价率为 24.54%。综合可比标的以及实证结果，考虑到恒辉转债的债底保护性较好，评级尚可和规模较小，我们预计上市首日转股溢价率在 35%左右，对应的上市价格在 123.34~136.92 元之间。

表5：相对价值法预测恒辉转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		30.00%	32.00%	35.00%	38.00%	40.00%
-5%	16.71	118.97	120.80	123.54	126.29	128.12
-3%	17.06	121.47	123.34	126.15	128.95	130.82
2024/06/13 收盘价	17.59	125.23	127.16	130.05	132.94	134.86
3%	18.12	128.99	130.97	133.95	136.92	138.91
5%	18.47	131.49	133.51	136.55	139.58	141.61

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 **72.01%**。恒辉安防的前十大股东合计持股比例为 73.36%（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 72.01%。

我们预计中签率为 **0.0020%**。恒辉转债发行总额为 5.00 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 72.01%，剩余网上投资者可申购金额为 1.40 亿元。恒辉转债仅设置网上发行，近期发行的万凯转债（评级 AA，规模 27.00 亿元）网上申购数约 723.61 万户，远信转债（评级 A，规模 2.86 亿元）733.14 万户，集智转债（评级 A，规模 2.546 亿元）689.94 万户。我们预计恒辉转债网上有效申购户数为 715.56 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0020%。

3. 正股基本面分析

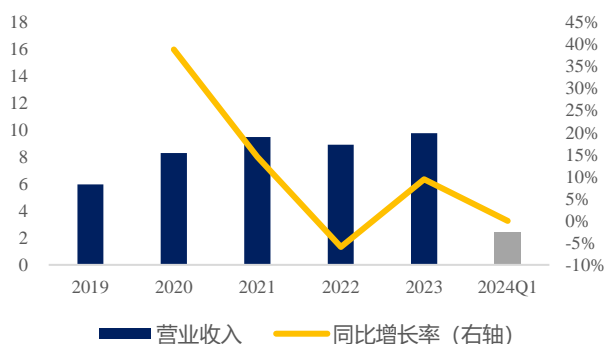
3.1. 财务数据分析

江苏恒辉安防股份有限公司是江苏省科技厅、财政厅、国税局、地税局联合认定的**高新技术企业**。公司专注于手部安全防护用品的研发、生产及销售，主要产品为具有防切割、高耐磨、抗穿刺、耐高/低温、防化、防油污、防震等功能的各类功能性安全防护手套，以及少量普通安全防护手套及其他防护用品。经过多年持续地研发投入和工艺改进，公司掌握了数十种高性能涂层配方和浸渍工艺，以及高性能纤维新材料制备技术、包覆及针织技术、专用设备适应性改造技术等一系列核心技术和工艺。凭借持续的技术开发、严格的质量控制和稳定的产品性能，公司通过了 ISO9001:2008 质量管理体系认证、BSCI 认证，多项产品通过了欧盟 CE 认证、美国 ANSI 认证、日本 JIS 认证或 OEKO-TEX Standard100 认证等严格的国际级认证，产品销售区域覆盖全球 50 多个国家和地区，并赢得了美国 MCR Safety、美国 PIP、英国 Arco、日本绿安全等国际知名品牌商的认可和信赖，建立了长期稳定的合作关系。

2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 **13.09%**。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 13.09%。2023 年，公司实现营业收入 9.77 亿元，同比增加 9.39%。与此同时，归

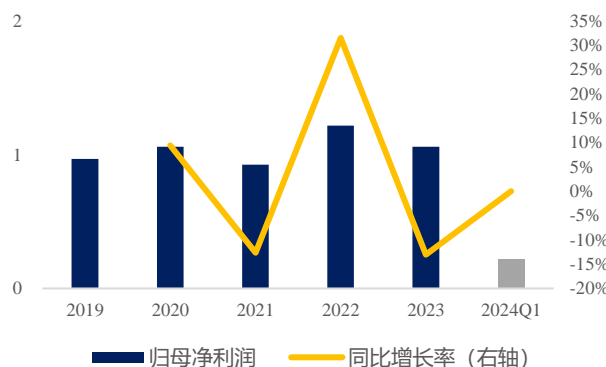
母净利润也不断浮动，2019-2023 年复合增速为 2.24%。2023 年实现归母净利润 1.06 亿元，同比减少 13.05%。

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

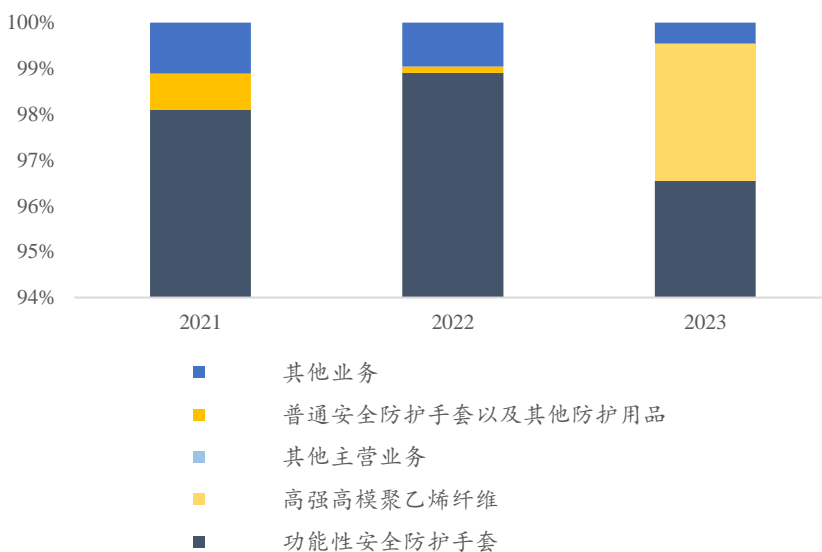
图2：2019-2024Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

恒辉安防营业收入主要来源于安全防护手套业务，产品结构年际变化。2021 年以来，旭升集团功能性安全防护手套业务收入逐年增长，2021-2023 年功能性安全防护手套收入分别为 93,146.66、88,333.26 和 94,322.45，项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 98.10%、98.90%和 96.55%。同时，产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定。

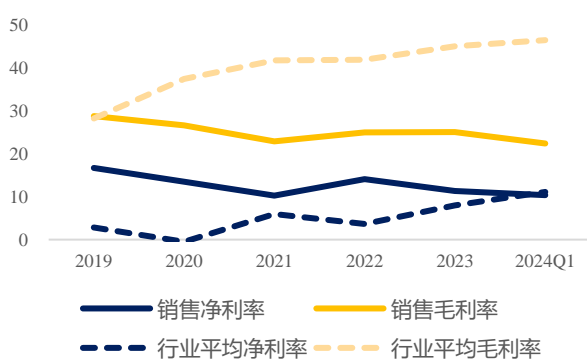
图3：2021-2023 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

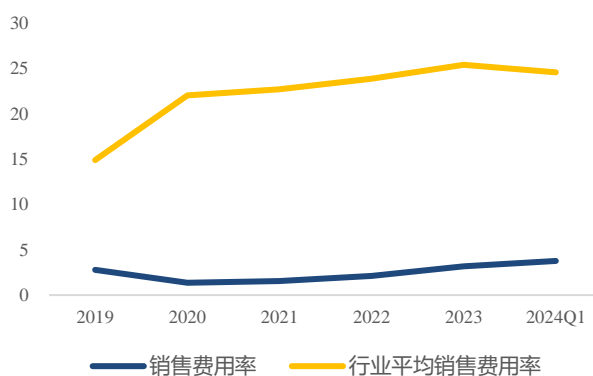
恒辉安防销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率上升。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 16.74%、13.51%、10.27%、14.08%和 11.36%，销售毛利率分别为 28.83%、26.65%、22.97%、25.05%和 25.13%。报告期各期，公司管理费用率略低于同行业可比上市公司平均水平，主要系公司主要销售与生产平台位于境内，管理半径及难度较小，此外，因管理人员数量相对较少，公司管理费用中职工薪酬低于同行业上市公司。2021 年-2023 年，公司销售费用率略低于同行业可比上市公司平均水平，主要系公司客户主要为长期合作的稳定客户，客户开拓和维护费用相对较低，此外，公司销售人员数量相对较少，职工薪酬费用相对较低。2024 年 1-3 月，公司销售费用率略高于同行业可比上市公司均值，主要系公司加强了境内外市场的开拓。

图4：2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



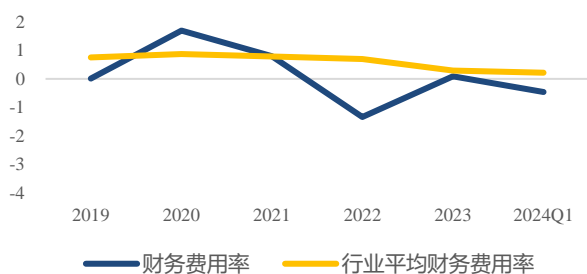
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q1 销售费用率水平（%）



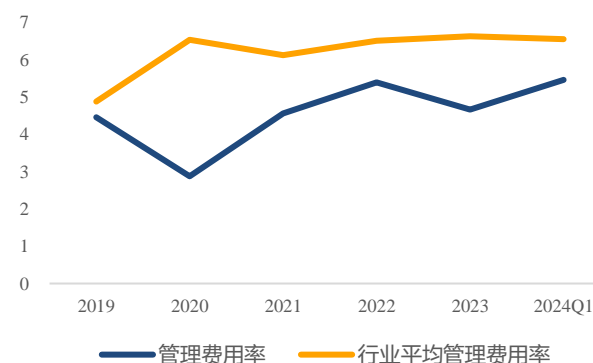
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2024Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2024Q1 管理费用率水平（%）



数据来源：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

恒辉安防通过了 ISO 9001:2015 质量管理体系认证、BSCI 认证，多项产品通过了欧盟 CE 认证、美国 ANSI 认证、日本 JIS 认证或 OEKO-TEX Standard 100 认证等严格的国际级认证，符合欧盟、美国、日本等国家或地区相关规范标准或要求，产品销售区域覆盖全球 50 多个国家和地区，并赢得了英国 Bunnings、美国 MCR Safety、美国 PIP、日本绿安全等众多国际知名品牌商的认可和信赖，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，进一步扩大公司的市场影响力。

图8：功能性安全防护用品下游应用图示



数据来源：公司年报，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>