

三力士股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2017)010727】

评级对象: 三力士股份有限公司公开发行可转换公司债券(本次债券/债项)

主体信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁻(未安排增级)

评级时间: 2017年8月21日

计划发行: 不超过6.40亿元

本次发行: 不超过6.40亿元

存续期限: 6年

增级安排: 无

发行目的: 项目投资

偿还方式: 按年付息,到期转股或赎回

主要财务数据及指标

项 目	2014年	2015年	2016年	2017年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	4.49	6.81	4.50	4.84
刚性债务	—	—	0.02	0.06
所有者权益	12.20	14.35	16.09	16.40
经营性现金净流入量	3.08	3.92	2.22	-0.47
合并数据及指标:				
总资产	13.96	15.80	17.72	17.74
总负债	1.16	1.25	1.52	1.32
刚性债务	0.20	0.17	0.17	0.21
所有者权益	12.80	14.56	16.20	16.42
营业收入	9.70	9.31	8.36	4.15
净利润	1.98	2.44	2.23	0.84
经营性现金净流入量	3.08	3.92	2.22	-0.38
EBITDA	2.69	3.28	3.14	—
资产负债率[%]	8.31	7.89	8.59	7.44
权益资本与刚性债务 比率[%]	6389.04	8548.72	9674.70	7941.95
流动比率[%]	828.55	870.95	738.49	864.02
现金比率[%]	544.18	693.62	474.14	586.06
利息保障倍数[倍]	213.48	300.63	462.42	—
净资产收益率[%]	16.84	17.86	14.53	—
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	281.86	325.82	160.06	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	192.15	255.61	-72.60	—
EBITDA/利息支出[倍]	248.68	344.13	543.54	—
EBITDA/刚性债务[倍]	13.46	17.72	18.61	—

注:根据三力士经审计的2014~2016年及未经审计的2017年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

刘云 liuyun@shxsj.com
周文哲 zww@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势/机遇:

● **橡胶V带业务优势较显著。**三力士在橡胶V带市场地位稳固,市场占有率持续处于领先地位,近年来产品销售均价保持稳定,业务盈利性较好,且资金回笼能力较强。

● **债务负担小,财务弹性较好。**截至2016年末,三力士资产负债率仅为8.59%,目前刚性债务规模小,债务负担很小。公司融资渠道畅通,财务弹性较好。

主要风险/关注:

● **细分市场容量偏小,主业成长性压力大。**橡胶V带本身市场容量不大,需求增长较为有限;近三年,受下游行业去产能等影响,三力士橡胶V带产销量有所下滑,公司主业面临一定的成长性压力。

● **盈利波动风险。**三力士目前业务结构单一,主营收入主要来自橡胶V带,盈利亦易受橡胶等原料价格波动的影响。

● **无人潜水机项目风险。**三力士开始涉足智能装备制造行业,其中无人潜水机项目何时实现批量化生产存在较大的不确定性;同时新业务与原有业务差异较大,跨行业运营将增加公司总部的管理压力。

● **资本性支出较大。**三力士围绕提升主业效率及智能装备制造行业规划了数个投资项目,计划投资规模较大。多个项目同时上马或使公司面临较大的资本性支出压力,或将导致公司债务规模扩大。

➤ 未来展望

通过对三力士及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券违约风险安全性很强，并给予本次债券AA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《工商企业信用评级方法》及《基础化工行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

三力士股份有限公司公开发行可转换公司债券

信用评级报告

一、公司概况

三力士股份有限公司（简称“三力士”、“该公司”或“公司”）原名浙江三力士橡胶股份有限公司，2013年更名为现名。公司是由吴培生等11名自然人于2002年11月共同出资发起设立的股份公司，初始注册资本为5,000万元，吴培生先生以货币出资3,190万元，持有公司63.80%的股权，为公司的控股股东。公司成立时无经营性资产，分别于2002年12月、2003年6月、12月收购了绍兴三力士橡胶有限公司（“绍兴三力士”）、绍兴县惠尔胶带制造有限公司（简称“惠尔公司”）和绍兴县管带厂的主要经营性资产，从而承继了上述三家公司原有业务¹。

吴培生先生于2006年12月以货币形式向该公司增资1,035万元（其中500万元用以增加公司股本），公司股本增至5,500万元。2008年4月，经中国证监会核准，公司首次公开发行股票（A股）1,900万股（股票简称“三力士”、股票代码002224.SZ），发行完成后公司股本增至7,400万元，吴培生先生持股比例49.87%。公司于2009~2011年通过三次资本公积转增注册资本使得股本增至15,984万元。2013~2014年，公司非公开发行人民币普通股（A股）5,838.32万股，并以资本公积转增资本，股本增至65,466.97万元。2015~2017年6月末，公司股票期权激励对象分次行权，注册资本小幅增加，截至2017年6月末，公司股本65,806.57万元，吴培生先生直接持有公司34.97%的股权，其女吴琼瑛女士直接持有公司2.87%的股权，二人合计持有公司37.84%的股权，共同构成公司的实际控制人。

该公司主营业务为非轮胎橡胶制品的研发、生产与销售，主要产品

¹收购前，上述三家公司均为该公司发起人实际控制的企业。其中，绍兴三力士于1998年3月4日由绍兴县柯桥镇经济实业总公司和绍兴县柯桥镇集体资产管理公司（简称“柯桥集体资产公司”）共同出资设立。1999年10月三力士公司进行改制，吴培生先生通过现金102.50万元以及作为管理层量化所得的价值131.88万元的原三力士公司净资产出资，占改制后46.07%的股权，第二大股东柯桥集体资产公司持股比例12.14%；后经多次股权变更，截至收购日前，集体股已全部退出，吴培生先生持有三力士公司66.04%的股权，为三力士公司的控股股东。惠尔公司成立于1999年9月29日，注册资本为60万元，经营范围为生产三角胶带、特种胶带及其他橡胶制品。经增资扩股，截至收购日前，惠尔公司注册资本338万元，吴琼瑛女士出资326万元，持股比例96.45%。绍兴县管带厂成立于1979年4月23日，为集体所有制企业，经营范围为橡胶三角胶带、胶管，注册资本为228万元。

为橡胶 V 带，报告期内，公司为全国最大的橡胶 V 带制造商。截至 2017 年 6 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 9 家，子公司详情见附录三。

二、债项概况

（一）本次债券概况

本次债券的发行经该公司 2017 年 4 月 11 日召开的第五届董事会第三十一次会议和 2017 年 5 月 8 日召开的 2017 年第一次临时股东大会审议通过，调整后的发行方案已经 2017 年 8 月 10 日召开的第五届董事会第三十五次会议审议通过。本次债券的发行尚需获得中国证监会核准。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	三力士股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过 6.40 亿元人民币
本次发行规模:	不超过 6.40 亿元人民币
本次债券期限:	6 年期
债券利率:	票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定
还本付息方式:	按年付息
转换标的:	该公司 A 股股票（002224.SZ）
转股期限:	自本次债券发行结束日满 6 个月后的第 1 个交易日起至本次债券到期日止
转股价格:	<p>本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日该公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价，具体转股价格由股东大会授权董事会在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定。</p> <p>本次债券发行后，若该公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，将进行转股价格的调整</p> <p>本次债券存续期间，当该公司股票在任意 30 个连续交易日中至少 15 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85% 时，董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决，该方案须经出席会议股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。</p>
赎回条款:	<p>①到期赎回</p> <p>本次债券到期后 5 个交易日内，该公司将赎回未转股的本次债券，具体</p>

	<p>赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人(主承销商)协商确定。</p> <p>②有条件赎回</p> <p>在转股期内,当下述任意一种情形出现时,该公司有权决定按照以债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次债券:</p> <p>(1)公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价格不低于当期转股价格的 130%;</p> <p>(2)当本次债券未转股余额不足 3,000 万元时。</p> <p>当期应计利息的计算公式为: $IA=B \times i \times t / 365$</p> <p>IA: 指当期应计利息;</p> <p>B: 指本次债券持有人持有的将赎回的本次债券票面总金额;</p> <p>i: 指当年票面利率;</p> <p>t: 指计息天数,即从上 1 个付息日起至赎回日止的实际日历天数(算头不算尾)。</p> <p>若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形,则调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算,调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p>
<p>回售条款</p>	<p>①有条件回售</p> <p>在本次债券最后两个计息年度内,如果该公司 A 股股票任何连续 30 个交易日收盘价格低于当期转股价格的 70%,本次债券持有人有权将其持有的全部或部分本次债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形,则调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算,调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况,则上述连续 30 个交易日须从转股价格向下修正之后的第 1 个交易日起重新计算。在本次债券最后 2 个计息年度内,本次债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次;若首次满足回售条件而本次债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的,该计息年度不应再行使回售权,本次债券持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p>②附加回售</p> <p>若该公司本次债券募集资金投资项目实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化,根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的,本次债券持有人享有一次回售权利。本次债券持有人有权将其持有的全部或部分本次债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后,可以在公司公告后的申报期内回售;申报期内不实施回售的,不应再行使附加回售权。</p>
<p>定价方式:</p>	<p>按面值发行</p>
<p>还本付息方式:</p>	<p>按年付息</p>
<p>增级安排:</p>	<p>无</p>

资料来源:三力士

截至 2017 年 6 月末,该公司未发行债券或债务融资工具。

(二) 本次债券募集资金用途

本次债券发行的募集资金总额不超过人民币 6.40 亿元，扣除发行费用后，预计募集资金净额 6.20 亿元，将投资于年产 150 台智能化无人潜水器新建项目、智能仓储物流配送中心建设项目和全自动控制系统项目的建设。在不改变募集资金投资上述三个募投项目的前提下，该公司董事会可根据项目的实际需求，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整。若本次债券发行实际募集资金净额低于拟投入项目的资金需求额，不足部分由公司自筹解决。募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自有资金或其它方式筹集的资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。

图表 2. 募投项目计划投资情况 (单位: 万元)

实施单位	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
浙江三力士智能装备制造有限公司(简称“三力士智能装备”)	年产 150 台智能化无人潜水器新建项目	58,575.00	40,000.00
	智能仓储配送中心建设项目	18,500.00	16,000.00
公司本部	全自动控制系统项目	6,148.00	6,000.00
合计		83,233.00	62,000.00

资料来源: 三力士

1. 年产 150 台智能化无人潜水器新建项目

我国是海洋大国，有着约 300 万平方公里管辖海域和 18000 公里海岸线，面积 500 平方米以上的海岛 5000 多个。在潜水器研究方面，2002 年中国科技部将深海载人潜水器研制列为国家高技术研究发展计划(863 计划)重大专项，启动“蛟龙号”研制，2009 年至 2012 年“蛟龙号”取得了 1000 米级、3000 米级、5000 米级、7000 米级海试成功。但是，目前国内尚未研发出深度深，有航程远的水下潜水器。

根据道格拉斯威斯特伍德公司所出版的《水下机器人投资市场预测》(第六版)，认为 2013~2017 年的工作级水下机器人总投资额将达 97 亿美元，较过去 5 年的投资额增长将近 80%，其中钻井服务投资额将占水下机器人总投资额的四分之三，每年的投资额增长幅度为 13%²。可见，无人潜水器的市场前景较好。

该公司于 2017 年 2 月启动了年产 150 台智能化无人潜水器新建项目，建设期 18 个月。项目计划总投资额为 5.86 亿元，其中项目新增固定资

² 上述内容摘自公司所提供的年产 150 万台智能化无人潜水器新建项目的可行性研究报告。

产投资约 5.26 亿元，铺底流动资金约 0.60 亿元；拟安排募集资金投入 4.00 亿元。根据项目可研报告，项目建成后，主要产品大、中、小型智能化无人潜水器年产能分别为 10 台套、20 台套和 100 台套，项目建成后第三年完全达产，完全达产后预计年销售收入 5.80 亿元，投资利润率达 19.20%。其中，所预计的年销售收入 5.80 亿元主要来自 10 台大型潜水器。按单台大型潜水器销售均价 3300 万元预计，销售额合计 3.30 亿元，占比为 56.90%。

三力士智能装备收购取得了 46 项推进系统的专利技术，且通过自主研发取得 7 项实用新型专利技术。另外，“新型自助式水下潜器”、“新型轮缘推进器”已申请国家发明专利，并在 2016 年 8 月进入国家知识产权局发明专利申请及实质审核阶段。但是，项目尚处于启动建设初期，公司所产的无人潜水器产品在技术先进性、成熟度、批量化生产能力等方面均将有待市场检验。同时还关注到，大型潜水器产品单套售价很高，项目收入主要依赖于大型潜水器销售成功与否。截至目前，公司尚未公告关于大型潜水器的销售渠道筹建、大客户订单获取等信息。

2. 智能仓储配送中心建设项目

项目的总投资 1.85 亿元，本次债券募集资金拟投资金额为 1.60 亿元。本项目通过新建仓储配送中心，加大仓储面积、实施集中管理并提高自动化水平，提高该公司的仓储配送能力。此外，也有助于原材料及时供应和产成品就近仓储，提高生产运作效率，降低配送成本。项目计划于 2017 年 9~10 月间开始施工，至 2018 年末全面投入生产。根据项目可研报告，该项目投产后，预计完全达产后每年可节省生产经营成本 0.41 亿元。

3. 全自动控制系统项目

全自动控制系统项目总投资 0.61 亿元，募集资金拟投资金额为 0.60 亿元。本项目建设完成后，全自动控制系统通过对该公司提供的数据库（采购数据、销售数据、生产派单数据）中有价值的信息进行重整重构建模，为公司提供数据可视化、销售预测分析建模、供应链金融风控建模等服务，提升公司经营效率。项目建设周期 18 个月，根据项目可研报告，该项目投产后每年可有效节省公司生产经营成本。

三、宏观经济和政策环境

2017年上半年，在消费稳定增长及外贸表现强劲带动下，我国经济整体表现出稳中向好态势，全球经济亦持续复苏，同时伴随全球流动性紧缩预期及地缘政治对全球经济增长的重大不确定性影响。随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进，我国的经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大和区域协调发展，因此我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速稳定增长态势。

2017年上半年，全球经济持续复苏，但各经济体表现不一，全球流动性紧缩预期及地缘政治仍是影响全球经济增长的重大不确定性因素。在发达经济体中，美国经济在持续回升中存在放缓迹象，需关注美联储6月再次加息及即将开启缩表对美国经济快速复苏势头的影响；欧盟经济复苏势头进一步增强，其中德国经济表现强劲，法国大选尘埃落定为欧洲大选开启良好序幕；日本经济转向缓慢增长中通胀水平仍较低迷。在新兴经济体中，印度经济仍保持中高速增长，巴西经济亦在朝复苏迈进；俄罗斯经济正在逐步摆脱经济负增长状态，南非经济仍低速增长。

2017年上半年，我国在消费稳定增长及外贸表现强劲带动下，物价水平呈温和上涨，就业规模扩大，经济整体表现出稳中向好态势。居民收入稳步增长，为消费增长提供支撑；制造业投资和民间投资回暖，基建对总体投资形成支撑；进出口贸易表现强劲，净出口对GDP增长贡献率回稳向好。在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧改革的深入推进下，传统强周期性、产能过剩行业利润持续改善，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用明显，工业生产稳步向好。房地产调控“因城施策”，从供给侧及需求侧两方面同时出发，抑泡沫和去库存并行，调控效果明显。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略和自贸区建设等持续推进，区域协同发展效应逐步显现。

2017年上半年，我国继续实施积极的财政政策。在全年财政赤字率维持3%的预算安排下，上半年我国财政赤字规模近万亿元，达到历史同期最高值，财政支出投放力度整体较去年有所加大；财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和创新，有序推进地方政府债务置换，加强地方政府债务管理，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，我国地方政府债务风险总体可控。

2017年上半年我国央行实行稳健中性的货币政策对经济平稳增长、

结构调整和风险防范营造了良好的货币金融环境。随着上半年宏观经济稳中向好及资本外流压力有所下降，同时，人民币兑美元中间价报价模型中引入逆周期因子，人民币兑美元汇率稳中有升，中长期内亦将在合理区间运行。

根据第五次全国金融工作会议，未来五年我国金融工作将围绕服务实体经济、防控金融风险和深化金融改革三大任务开展，持续促进直接融资发展、改善间接融资结构、降低实体经济融资成本、推动经济去杠杆、加强金融监管协调、补齐监管短板、扩大金融对外开放、坚决守住不发生系统性风险的底线，无疑对我国经济金融的稳定和健康发展具有重大的积极意义。

在开放、包容、共享和合作原则下，我国对外开放水平继续提高。“一带一路”建设深入推进，我国与沿线国家经济往来明显提升，有利于发挥我国对全球经济发展的促进作用。在人民币纳入SDR货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产配置需求不断提升，国际地位继续增强。随着“债券通”中“北向通”正式上线，我国金融对外开放进一步扩大。

2017年是实施“十三五”规划的重要一年，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速稳定增长态势。同时，在国际经济、金融仍面临较大不确定性因素的外部环境下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司主营产品为橡胶V带，是工农业生产中必要的消耗品，与实体经济运行情况相关性很强。

四、公司所处行业及区域环境

该公司主要产品橡胶V带是传动带中产量最大、品种最多、用途最广泛的产品，是各种机械装置动力传动的主要器材。公司所属行业为胶管胶带行业。

近年来，受实体经济下行以及下游行业去产能政策持续推进等影响，橡胶V带下游需求增速趋缓，加之主要原料天然橡胶价格自2016年下

半年起快速上涨，综合导致行业经营压力有所加大。中长期来看，随着去产能、调结构政策的持续推进，橡胶 V 带行业的经营压力仍将持续。

我国胶管胶带行业的市场化程度较高，行业集中度也很高。根据中国橡胶工业协会胶管胶带分会的统计数据，我国 V 带行业前十名企业产量占全国总产量 90% 以上。但受产品差别化程度不高影响，低端产品竞争非常激烈；性能、规格较高的产品竞争激烈程度稍低；部分技术含量较高的产品，得益于较高的技术壁垒，竞争程度最低。

中国橡胶工业协会 2017 年 3 月发布的“2017 年度中国橡胶工业百强企业”中，三力士位居橡胶 V 带企业的销售收入排名第一（如下图所示）。

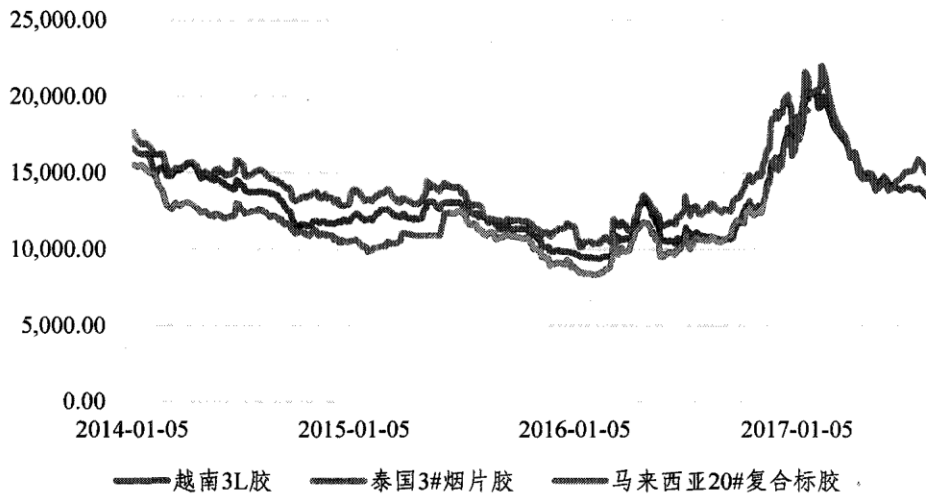
图表 3. 橡胶 V 带销售收入排名

排名	公司名称
1	三力士股份有限公司
2	尉氏县久龙橡塑有限公司
3	宁波丰茂远东橡胶有限公司
4	河南省金久龙实业有限公司
5	浙江奋飞橡塑制品有限公司

资料来源：中国橡胶工业协会 2017 年 3 月发布的“2017 年度中国橡胶工业百强企业”

橡胶 V 带的主要原料为天然橡胶，供给量主要来源于进口。2014 年至 2016 年初，天然橡胶价格处于缓慢下跌阶段，至 2016 年 2 月初，马来西亚 20# 复合标胶跌至 8,300 元/吨的历史低价，较 2014 年初下跌 7,250 元/吨，跌幅 46.62%。2016 年下半年以来，轮胎、汽车制造行业需求快速增加，加之原油、煤炭价格上涨使合成橡胶（天然橡胶的替代品）价格上涨等因素综合导致天然橡胶价格出现较快上涨。至 2017 年 2 月末，马来西亚 20# 复合标胶最高涨至 19,450 元/吨，较上年同期上涨 11,150.00 元/吨，涨幅 134.34%。此后，天然橡胶价格开始下跌，至 6 月份企稳回升，但价格仍处于近年来的较高水平。

图表 4. 华东地区天然橡胶市场平均价 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind 资讯

胶管胶带行业的下游行业范围广泛, 遍布国民经济各个部门和领域, 主要包括煤炭、钢铁、水泥、港口、矿山、汽车、机械等行业。作为必需的消耗品, 上述行业景气度变化对胶管胶带行业有较大影响。

近年来, 随着去产能政策持续推进, 钢铁、水泥、煤炭、港口等行业整体经营规模均有所减小, 胶带胶管行业下游需求明显减少。经中国橡胶工业协会统计, 2016年胶带胶管行业内企业工业总产值、工业销售产值同比降幅在3%左右, 产品销售收入同比降幅超过7%; 除胶管产量呈现微弱上升态势外, 输送带、V带产量均呈下降之势, 其中V带产量降幅较大, 超过24%; 利润总额跌幅超过6%, 行业协会统计的54家企业中有8家亏损, 较去年同期增加2家。

行业政策方面, 2015年10月, 围绕《中国制造2025》和《中国橡胶工业强国发展战略研究》的总目标, 中国橡胶工业协会发布了《中国橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》(简称“纲要”)。纲要提出, 力争在“十三五”末(2020年)实现橡胶工业强国初级阶段的目标; 全行业销售额年增长7%左右, 生胶消耗年增长6%左右; 涉及到胶带胶管行业, 主要包括发展智能制造, 输送带全自动化生产线、切割V带全自动化生产线等。

整体看, 2016年以来, 受需求减少以及橡胶价格高速上涨影响, 胶带胶管行业经营压力有所加大。长期来看, 去产能、调结构政策的持续推进必然导致作为生产消耗品的胶带胶管行业持续面临需求萎缩, 行业竞争将有所加剧。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

自上市以来，该公司产权结构保持稳定，吴培生先生及其女儿吴琼瑛女士持续为公司的实际控制人。

该公司自 2008 年上市以来股权结构基本保持稳定，吴培生先生及其女儿吴琼瑛女士持续持有公司 35% 以上的股权，共同构成公司的实际控制人（详见附录一）。

该公司实际控制人之一吴琼瑛女士持有智乘企业咨询有限公司（简称“智乘咨询”）60% 的股权。智乘咨询注册资本 5,000 万元，经营范围为企业管理咨询、商务信息咨询（除商品中介）、品牌策划与管理。此外，吴琼瑛女士持有浙江奥博卫星通信技术有限公司（简称“奥博卫星”）60.00% 的股权，其注册资本 1,000 万元。除此之外，新世纪评级未发现公司实际控制人控制其他企业的情形，由于上述两家企业规模均不大，公司是实际控制人体系内最重要的公司。

截至 2017 年 6 月末，吴培生先生质押其所持有该公司股份 5,050.00 万股，占其所持股份的 21.95%，占公司总股本的 7.67%。

（二）公司法人治理结构

该公司法人治理结构日趋完善，并按照相关规定建立并完善内部控制度。实际控制人参与公司的重大经营决策，并对公司日常经营及战略发展形成重大影响。

该公司上市以来，法人治理结构日趋完善，已设立了股东大会、董事会、监事会和在总经理领导下的经理层。同时，董事会下设战略委员会、审计委员会等四个专门委员会。公司修订和完善了内部控制制度，基本能符合证监会的相关要求。

该公司具有独立完整的业务和自主经营能力。公司所有重大经营及事项均按照有关规定通过经理层、董事会和股东大会讨论决定。

该公司高管层相对稳定，近三年变化不大，保证了公司日常经营稳定及战略可持续性。公司高级管理人员普遍具有多年相关行业的从业经历，经营管理经验较丰富，能满足公司日常管理需求。

该公司的实际控制人吴培生先生自公司上市至今担任公司董事长，

吴琼瑛女士自 2013 年 3 月至今担任公司总经理,2015 年 9 月起兼任公司董事至今。公司实际控制人参与公司的重大经营决策,并对公司日常经营及战略发展形成重大影响。

该公司制订了《关联交易公允决策制度》,对关联人、关联交易的范围、关联交易的决策程序和披露规则做出了规定。公司关联交易不大,2014~2015 年,公司未发生关联销售和采购;2016 年公司发生的关联交易为向西双版纳路博橡胶有限公司³(简称“路博橡胶”)采购橡胶,金额 5,356.38 万元。关联方往来主要是应付路博橡胶采购款 243.83 万元。

(三) 公司管理水平

该公司建立并逐步完善管理制度体系,已基本覆盖财务管理、产供销、对外担保等环节,管理基础得到进一步夯实。

该公司按照《公司法》、《证券法》和有关监管部门的要求及《三力士股份有限公司章程》(简称“《公司章程》”)的规定,设立了股东大会、董事会、监事会,在公司内部建立了与业务性质和规模相适应的组织机构,各部门有明确的管理职能,部门之间相互牵制监督。总经理按《总经理工作细则》全面主持公司日常生产经营和管理工作,副总经理、财务总监、董事会秘书协助总经理开展工作,各部门负责人按各自的分工对总经理负责。公司内设机构有财务部、证券融资部、人力资源部、质量管理部、营销部、市场部、采购部、技改办公室、生产管理部、内部审计部、传动带技术研究所等部门,聘用的高级管理人员和业务骨干均具备一定的学历、管理经验,能确保控制措施有效执行。公司组织架构详见附录二。

该公司通过《公司章程》、《财务管理制度》、《募集资金管理制度》、《境内期货套期保值内部控制制度》等规范公司的项目投资和对外投资行为,明确了股东大会、董事会对重大投资的审批权限及相应审批程序。

该公司实施全面预算管理,根据《公司章程》、《预算管理办法》和《公司财务授权审批表》对公司年度预算按季度与月度分解进行审定后下达实施,公司每季度对预算执行情况进行回顾,并根据回顾情况进行预算执行偏差管理。公司制订了《资金管理办法》、《现金管理实施细则》等制度,规范公司的货币资金管理工作。

该公司主要通过派驻董事对子公司实施管理。公司日常生产主体为

³2016 年公司董事、副总经理兼财务总监郭利军兼任路博橡胶董事,因而路博橡胶属于公司关联方。

公司本部，按照《现场作业管理办法》、《生产异常处理办法》、《成品仓储管理办法》、《生产计划管理办法》等相关制度规范生产和制造环节，并通过ERP系统完成标准成本制订等工作，并将安全生产、产品质量、生产效率和成本管理目标纳入相关管理层的年度考核目标。

该公司在《公司章程》、《财务管理制度》中明确股东大会、董事会关于对外担保事项的审批权限。公司在对外担保过程中，对被担保人的经营和信誉情况进行调查。董事会认真审议分析被担保方的财务状况、营运状况、行业前景和信用情况，依法并审慎做出决定。公司独立董事在董事会审议对外担保事项时发表独立意见。

该公司制定了《客户管理手册》，详细规定销售业务的资质管理、分类管理、市场管理、内部管理、信用管理和成长管理等六个方面。公司根据客户年度考核结果与客户分类标准，调整现有客户的类别，分别给予相应的销售政策，并采用客户信用评价模型进行信用评级，据此给予不同的信用政策。此外，公司对销售团队和各级客户提供相应的培训，以提高自身的销售管理水平。

该公司通过开展套期保值稳定公司原材料价格，降低原材料价格波动对公司经营业绩的影响，套期保值的交易品种为天然橡胶。公司制定了《境内期货套期保值内部控制制度》，对套期保值业务作了明确规定，并制定了相关风险控制措施。

（四）公司经营状况

现阶段，该公司业务单一，收入及利润主要来源于橡胶V带；受下游需求减少影响，公司V带产销量有所下滑，业务面临一定的成长性压力。公司已涉足智能装备制造行业，经营风险或得到一定的分散，但无人潜水器项目处于筹建阶段，技术先进程度、批量化生产能力、投产时机等均面临不确定性，还面临跨行业运行等风险。

2014~2016年，该公司营业收入分别为9.70亿元、9.31亿元和8.36亿元，综合毛利率分别为36.83%、42.68%和43.20%。同期，公司营业收入主要来源于橡胶V带业务，业务收入占营业收入的比重分别为91.68%、95.59%和95.83%。公司营业收入及毛利率主要受橡胶V带业务波动的影响，其他业务占比很小，对营业收入及毛利率影响较小。

图表 5. 公司近三年一期营业收入及毛利率变化分析

业务类别/金额 (亿元)	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 上半年度
橡胶 V 带	8.89	8.90	8.01	3.96
其他业务	0.81	0.41	0.35	0.20
营业收入	9.70	9.31	8.36	4.15
毛利率 (%)	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 上半年度
橡胶 V 带	37.62	42.90	43.25	39.34
其他业务	28.13	37.75	42.13	40.78
综合毛利率	36.83	42.68	43.20	39.41

注：根据三力士提供的数据整理

2014~2016 年，该公司橡胶 V 带业务收入分别为 8.89 亿元、8.90 亿元和 8.01 亿元。近年来，橡胶 V 带销售价格基本稳定，公司营业收入波动主要受其销量变化影响，其中 2016 年受下游需求减少影响，公司营业收入出现明显下滑。由于橡胶 V 带销售均价基本稳定，相应的业务毛利率主要受原料（主要是天然橡胶）成本波动影响，2014-2016 年业务毛利率分别为 37.62%、42.90%和 43.25%，保持上升态势。其中，2016 年上半年橡胶 V 带主要原料橡胶价格在跌至近三年最低点后开始缓慢上升，导致 2016 年橡胶 V 带平均单位成本变动不大，加上销售价格变动不大，故与上年相比毛利率基本保持稳定。

2017 年上半年度，橡胶 V 带仍为该公司最主要的收入来源，业务收入 3.96 亿元，占营业收入的比重为 95.25%。受天然橡胶采购价格上涨影响，公司橡胶 V 带生产成本有所上升，业务毛利率较上年同期下降 4.59 个百分点至 39.34%，综合毛利率也降至 39.41%。

1. 生产

该公司生产主体为公司本部，主要生产各类橡胶 V 带，包括包布 V 带、切割 V 带、联组带、农机带、汽车 V 带等。截至 2017 年 6 月末，公司橡胶 V 带产能合计 4.24 亿 A 米/年。公司采取以销定产的生产模式，产能利用率受订单数量影响有所波动，近年来产能利用率呈下降趋势。

图表 6. 该公司橡胶 V 带产能及产量情况（单位：亿 A 米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 上半年度
产能	4.24	4.24	4.25	2.12
产量	3.85	3.57	3.43	1.68
产能利用率	90.72%	84.21%	80.69%	79.27%

注：根据三力士提供的数据绘制

该公司已通过 ISO/TS16949: 2009 和 ISO14001: 2004 质量管理体系认证, 建立了产品质量控制制度。公司严格按质量管理体系对内部生产及各项运作进行控制, 各项标准已在日常经营中得到严格执行, 体系指标运行良好。

该公司生产过程中产生一定的废气(包括粉尘)、废水和废渣, 公司为此建立了严格的污染物排放标准, 并已取得环保部门颁发的相关排污许可证。此外, 公司根据相关法律法规要求, 取得了相关部门核发的《安全生产许可证》。公司安环工作取得了较好的效果, 近三年未发生重大安全、环保事故。

2. 采购

该公司原材料主要采购自国内经销商、部分直接采购自生产商, 小部分橡胶直接从海外市场进口。公司已建立了完善的供应商管理体系和质量保证体系, 在对供应商进行严格的评审考核后, 方与其签订采购合同。根据 2016 年年报显示, 公司前五大供应商合计采购金额占年度采购总额的 34.61%, 第一大供应商采购金额占 12.64%, 供应商集中度较高。

图表 7. 2016 年及 2017 年第一季度公司前五大供应商情况 (单位: 万元)

时间	供应商名称	采购商品	采购金额	占采购总额的比例
2017 年 1-6 月	路博橡胶	橡胶	4,398.17	20.04%
	杭州市土特产集团有限公司	橡胶	2,327.93	10.60%
	杭州铭源橡胶科技有限公司	橡胶	2,018.20	9.19%
	江苏恒力化纤股份有限公司	原丝	1,138.29	5.19%
	信阳丽彤纺织有限公司	棉纱	1,083.59	4.94%
	小计		10,966.18	49.96%
2016 年	路博橡胶	橡胶	5,356.38	12.64%
	杭州市土特产集团有限公司	橡胶	3,332.73	7.86%
	绍兴柯桥中国轻纺城管道燃气有限公司	天然气	2,504.35	5.91%
	杭州铭源橡胶科技有限公司	橡胶	1,944.92	4.59%
	上海川巷棉纺有限公司	棉纱	1,531.63	3.61%
	小计		14,670.01	34.61%

注: 根据三力士提供的数据绘制

该公司生产涉及的原材料包括橡胶、棉纱、炭黑及原丝等, 其中橡胶和棉纱在公司的产品成本中占比最高, 相应的采购规模也很大(如图表 8 所示)。公司各原料采购量变化与产成品的产量变化总体上保持一致性, 但在某些年份某些原料也会出现背离。2016 年, 公司在预期到橡胶价格将上涨时, 在价格低位明显增大了橡胶采购量, 从而出现了 2016 年 V 带产量减少时, 橡胶采购量反而较上年增加的现象。价格相对低位时增加库存, 也使得公司生产成本得到一定的控制, 2016 年橡胶 V 带毛利

率在橡胶市场价格上涨时未出现下滑。公司在主要原料价格研判能力、采购时机、原料库存等上有一定的把控能力，且对公司 V 带盈利能力构成有利影响。

图表 8. 公司近三年一期主要原料采购情况 (单位: 亿元、万吨)

项目	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年上半年度	
	金额	采购量	金额	采购量	金额	采购量	金额	采购量
橡胶	1.56	1.26	1.11	1.12	1.47	1.37	1.13	0.87
棉纱	1.38	0.95	1.17	0.92	1.11	0.94	0.53	0.42
原丝	0.31	0.31	0.26	0.31	0.24	0.26	0.13	0.12
炭黑	0.35	0.72	0.24	0.62	0.25	0.72	0.17	0.35
合计	3.61	-	2.77	-	3.07	-	1.96	-

注: 根据三力士提供的数据绘制

为对冲橡胶价格波动风险, 该公司自 2015 年起通过期货市场操作对冲风险, 2015~2016 年, 公司橡胶期货买入总额分别为 0.05 亿元和 0.24 亿元, 年内分别累计获得投资收益-0.01 亿元和 0.21 亿元。

3. 销售

该公司产品销售主要采取经销商模式, V 带产品主要通过地区经销商销售给最终用户。公司直接把产品销售给经销商后, 与商品所有权相关的风险和报酬亦转移给经销商。此后, 在限定底价基础上, 由经销商自主定价销售给用户。

该公司设有客户服务中心、国际业务部, 分别负责国内、国际市场的开拓与产品销售。公司与国内经销商建立了长期稳定的业务关系, 并统一协调管理, 对全国经销商分别划定销售区域, 对海外市场则基本采用一个国家(或地区)一个总经销商的做法。目前, 公司市场网络遍布全国各省区和海外 70 多个国家和地区。由于采用经销商销售模式, 公司产品销售分散度较高, 除零售外, 终端客户主要是港口、钢铁等大型企业。2014~2016 年, 公司橡胶 V 带产品前五大客户销售占比分别为 18.13%、17.67%和 17.75%。

图表 9. 近三年一期公司 V 带的产销量及产销率变化

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年度
销量(亿 A 米)	3.72	3.71	3.39	1.66
产销率	96.63%	103.78%	98.94%	98.74%
销售均价(元/A 米)	2.39	2.40	2.36	2.38

资料来源: 三力士

2014~2015 年, 该公司橡胶 V 带产品销售量基本保持稳定。2016 年

以来,受下游需求减少影响,公司橡胶 V 带销量较上年减少 8.57%至 3.39 亿 A 米,销售均价小幅下降 0.02 元/A 米,销售额相应减至 8.01 亿元。

该公司对应收账款管理较为严格,将销售回款情况作为销售人员的重要考核指标。对经销商则实施严格的销售回款制度,按照供应商的级别给予不同的付款期限,最长付款期限为销售后次月 25 日;此外,每年 12 月 31 日前,公司统一进行货款催收。外贸业务中,公司主要采用远期信用证结算方式,使得公司外贸销售应收款项具有较好的流动性和安全性。

4. 技术研发

2016 年,该公司研发投入 0.34 亿元,研发投入占营业收入的比重为 4.09%。公司 2016 年研发投入主要用于橡胶废料的再利用、橡胶配方优化等方面。此外,还进行了无人潜水器的设计开发项目。

近年来,该公司在无人潜水器方面通过持续研发积累大量相关技术,目前已完成了无人潜水器的样机,技术先进程度较高。2015 年 12 月,该公司“无缆遥控自避障多功能无人潜航器”技术方案通过了国防科技大学吕梁军民融合协同创新研究院(简称“吕梁研究院”)的总体技术方案评审。2016 年 1 月,吕梁研究院与公司签署了《战略合作协议》,将协助公司从事无人潜器、无人飞机、无人驾驶等智能控制平台研究。2016 年,公司研发的具有自主避障、自主导航、水下作业、远程数据采集以及人工智能数据分析等功能的新一代水下潜航器已设计定型,并已完成了潜器各配套系统的采购定制和组装工作,对其命名为“自主航行自避障潜航器——剑鱼 II 号”。公司在无人潜器方面已取得七项实用新型专利技术。同时,由公司自主研发的“新型自主式水下潜器”、“新型轮缘推进器”已申请国家发明专利,并于 2016 年 8 月进入国家知识产权局发明专利申请公布及实质审核阶段。

5. 发展规划

目前,该公司在建项目主要是年产 5,000 吨特种橡胶骨架材料和 600 万 A 米农机带项目,拟投入资金 21,500 万元,截至 2017 年 6 月 30 日该项目实际投入资金金额 4,094.51 万元,尚需投入 17,405.49 万元,目前该项目正在建设中,项目预计于 2018 年 1 月 30 日达到预定可使用状态。项目建成后,预计公司在专用橡胶 V 带行业竞争力进一步提升。

该公司橡胶 V 带业务目前主要的经营风险在于橡胶价格波动以及下游需求减少。为此,公司制定了多个投资计划:(1)拟通过收购路博橡

胶股权以减小原材料价格波动影响；（2）子公司三力士智能装备拟建设年产 136 台（套）全自动橡胶专用装备生产线项目及年产 150 台智能化无人潜水器项目，打造新的利润增长点；（3）公司本部拟建设智能仓储配送中心建设项目及全自动控制系统项目，进一步提升主业生产效率，提升主业竞争力。

具体而言，路博橡胶是公司的主要橡胶供应商，该公司计划通过股权收购对路博橡胶实现控股并纳入合并范围，具体交易价格将以评估值作为参考依据。截至 2017 年 6 月末，路博橡胶注册资本 360 万元，公司合营企业长兴华脉投资管理合伙企业（有限合伙）（简称“长兴华脉”）认缴 153 万元，持股比例 42.50%，为路博橡胶的实际控制人。

该公司子公司三力士智能装备拟建设“年产 136 台（套）全自动橡胶专用装备生产线项目”。根据项目的可行性研究报告，项目总投资为 1.80 亿元，资金由公司自筹解决。该项目需占用自有土地 41.65 亩，形成年产 136 台（套）全自动橡胶专用装备生产能力。截至目前，该项目已完成立项和环评备案流程。

年产 150 台智能化无人潜水器项目、智能仓储配送中心建设项目及全自动控制系统项目均为本次债券募投项目，详见前文分析。

整体看，随着橡胶 V 带下游需求减少，该公司经营压力有所加大。公司一方面计划通过向上延伸产业链及提升经营效率以增强主业竞争力；另一方面，计划通过投资智能装备制造行业打造新的利润增长点。但上述投资规模较大，多个项目同时上马将为公司带来较大的资本支出压力，负债规模必将随之扩大。同时，智能装备制造行业与公司原有主业差异较大，公司将持续面临业务整合风险，相关项目投产后还将面临产能释放风险。

（五）公司财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2014~2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》，以及中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并报表口径的资产总计 17.72 亿元，所有者权益合计 16.20 亿元（其中归属于母公司所有者的所有者权益 15.93 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 8.36 亿元，净利润 2.23 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 2.26 亿元）。截至 2017 年 6 月末，

公司未经审计的合并报表口径的资产总计 17.74 亿元，所有者权益合计 16.42 亿元（其中归属于母公司所有者的所有者权益 16.12 亿元）；2017 年上半年度，公司实现营业收入 4.15 亿元，净利润 0.84 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.85 亿元）。

近年来，该公司主业总体盈利情况较好，但 2016 年以来 V 带产品销售规模下滑、橡胶成本上涨，使得公司经营压力加大。公司保持了较低的资产负债率，目前债务负担较轻。但 2016 年以来，受着 V 带业务收入下滑影响，公司经营性现金流有所弱化，资本性支出规模也有所扩大，使得非筹资环节出现资金缺口。随着多个在建、拟建项目的开工建设，公司筹资需求将有所增加，未来财务杠杆水平或将上升。

六、公司财务分析

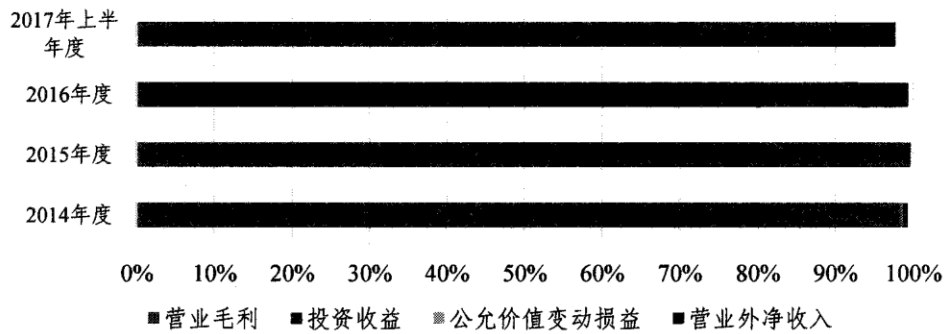
（一）公司盈利能力

该公司主业总体盈利情况较好，主要得益于核心产品 V 带保持较好的毛利率水平。但是，受下游需求低迷影响，2016 年以来公司 V 带产品销售规模下滑，加之橡胶成本上涨压力，公司经营压力有所加大。

该公司盈利主要来源于营业毛利，2014~2016 年，营业毛利分别为 3.57 亿元、3.97 亿元和 3.61 亿元，波动主要受 V 带产品销售情况及原料采购价格影响。投资净收益、公允价值变动损益及营业外净收入规模均不大，对公司盈利影响较小。

图表 10. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 上半年度
营业毛利	3.57	3.97	3.61	1.64
投资净收益	-0.03	-0.01	0.22	0.14
公允价值变动损益	0.01	-0.00	-0.03	-0.04
营业外净收入	0.02	0.03	0.03	0.01
合计	3.58	3.99	3.83	1.74



资料来源：根据三力士所提供数据整理、绘制。

具体而言，2014~2016年，该公司营业收入分别为9.70亿元、9.31亿元和8.36亿元，2016年降幅较大，主要系V带产品销量减少所致。同期，公司毛利率分别为36.83%、42.68%和43.20%，2016年下半年起，尽管天然橡胶价格快速上涨，但由于提前加大了采购数量，锁定了采购价格，当年毛利率基本保持稳定。2014~2016年，公司期间费用率分别为12.31%、11.23%和12.48%，期间费用主要由管理费用和销售费用构成，由于负债规模很小，财务费用主要为利息收入。具体而言，2016年，公司管理费用0.91亿元，较上年增长3.33%；销售费用较上年减少4.47%至0.36亿元；财务费用-0.22亿元，较上年增长7.63%。2016年，公司通过期货投资（天然橡胶套期保值）获得投资净收益0.22亿元，但由于毛利润下滑，当年营业利润仍较上年有所减少。2014~2016年，公司营业利润分别为2.28亿元、2.83亿元和2.63亿元。

该公司每年均能获得一定规模的各项政府补贴收入，2014~2016年，营业外净收入分别为0.02亿元、0.03亿元和0.03亿元；净利润分别为1.98亿元、2.44亿元和2.23亿元。

2017年上半年度，该公司实现营业收入4.15亿元，较上年同期增长5.09%。橡胶价格自2016年下半年快速上涨，导致公司2017年上半年度毛利率较上年同期下降4.31个百分点至39.41%，期间费用率16.53%，较上年同期上升1.16个百分点。同期，公司继续通过期货投资（天然橡胶套期保值）获得投资净收益0.14亿元，但由于毛利润下滑，利润总额较上年同期减少12.42%至0.99亿元，净利润0.84亿元，较上年同期减少13.77%。

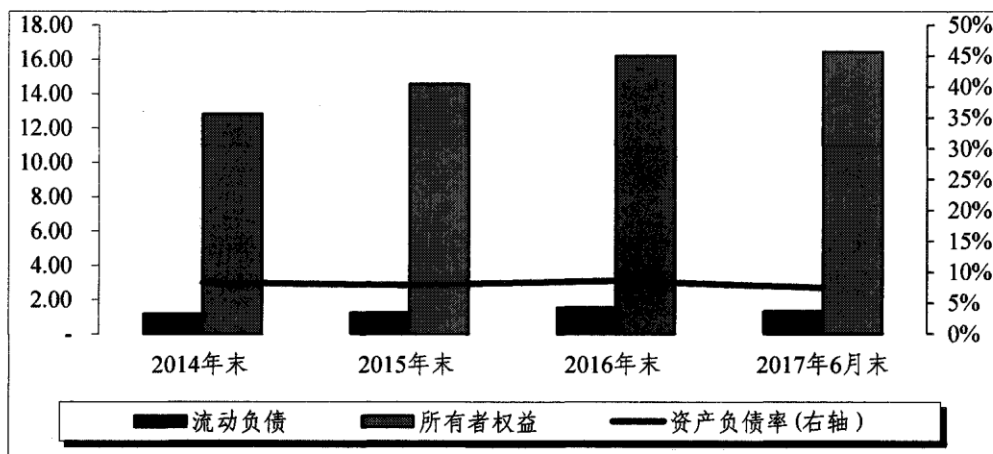
（二）公司偿债能力

该公司保持了较低的资产负债率，目前债务负担较轻；公司主业资金回笼能力较强，经营环节保持现金净流入，但2016年经营性现金流开

始弱化，同时资本性支出规模扩大，使得非筹资环节开始出现资金缺口。公司筹资需求预计随在建、拟建项目的推进而有所增加，未来财务杠杆水平或将有所上升。

1. 债务分析

图表 11. 公司财务杠杆水平变化趋势



资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 6 月末
流动负债 (亿元)	1.16	1.25	1.52	1.32
所有者权益 (亿元)	12.80	14.56	16.20	16.42
资产负债率 (%)	8.31	7.89	8.59	7.44

资料来源：根据三力士所提供资料整理、绘制。

2014~2016 年及 2017 年 6 月末，该公司负债总额分别为 1.16 亿元、1.25 亿元、1.52 亿元和 1.32 亿元，资产负债率分别为 8.31%、7.89%、8.59%和 7.44%。公司负债全部为流动负债，规模较小，负债水平很低。

该公司负债主要由应付账款、应交税费、应付职工薪酬及短期借款构成。其中，2016 年末，公司应付账款余额 0.77 亿元，较上年末增长 38.03%；应交税费和应付职工薪酬分别为 0.28 亿元和 0.20 亿元；短期借款余额 0.15 亿元，较上年末减少 12.35%。

2014~2016 年及 2017 年 6 月末，该公司刚性债务规模持续保持很低水平，分别为 0.20 亿元、0.17 亿元、0.17 亿元和 0.21 亿元，由短期借款和应付利息构成，借款全部采用抵押方式。同期末，公司无对外担保。

整体看，该公司负债规模很小，刚性债务主要是少量的短期借款，偿债压力很小。

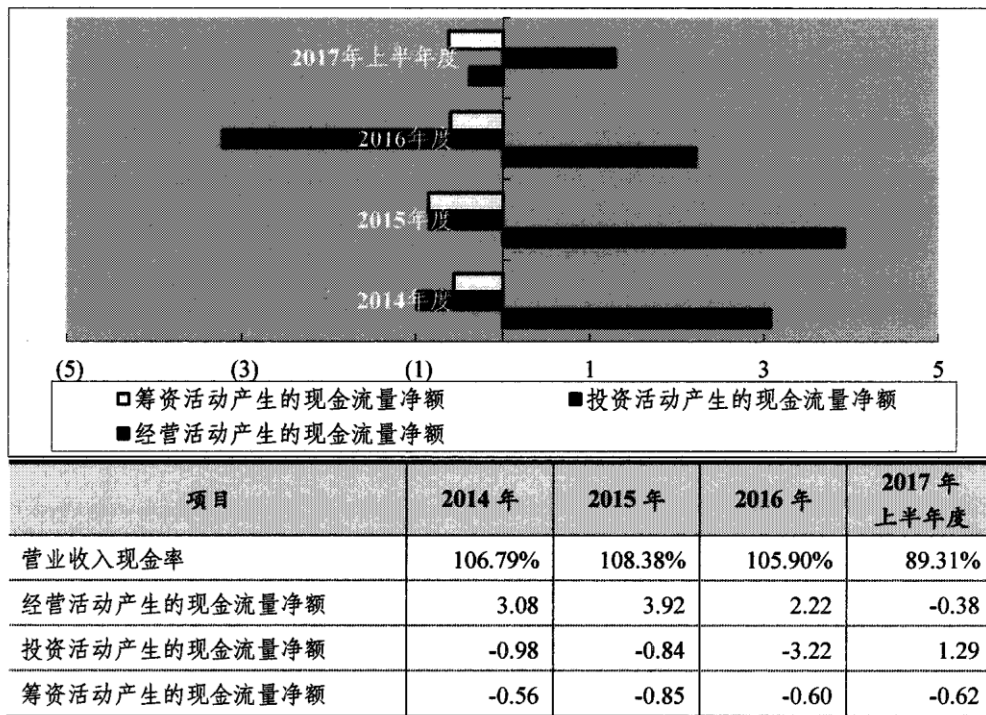
公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2017 年 8 月 4 日的《企业信用报告》，公司无债务违约情况。

2. 现金流分析

2014~2016 年，该公司营业收入现金率分别为 106.79%、108.38%和 105.90%，保持了较强的主业现金回笼能力。公司经营活动每年均能保持一定规模的现金净流入，加之 2014~2015 年投资活动现金净流出较小，非筹资环节处于现金结余状态。2016 年，受公司理财投资扩大及在建项目推进，投资环节出现了较大的现金净流出，非筹资环节开始出现资金缺口。

图表 12. 公司现金流量分析 (单位: 亿元)



资料来源：根据三力士所提供资料整理、绘制。

2014~2016 年，该公司经营活动现金净流量有所波动，分别为 3.08 亿元、3.92 亿元和 2.22 亿元，受销售收入及原材料采购支出波动影响，2016 年经营活动现金净流入有所减少。同期，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.98 亿元、-0.84 亿元和-3.22 亿元，2016 年公司因进行理财产品投资以及固定资产投资导致投资环节资金净流出规模较上年同期增长 281.29%。主要依赖经营积累及 2013 年定增的募集资金，公司筹资规模较小，同期筹资性现金净流量分别为-0.56 亿元、-0.85 亿元和-0.60 亿元。

2017 年上半年度，橡胶价格持续下跌但仍高于上年同期水平，该公司加大了原材料采购规模（2017 年 6 月末存货较年初增长 30.04%），进而使得公司发生经营性现金净流出 0.38 亿元（上年同期为净流入 0.56 亿元）。同期，公司投资性现金净流入 1.29 亿元（上年同期为净流出 2.33 亿元），主要系理财产品到期收回资金所致；筹资活动现金净流出 0.62 亿元，净流出较上年同期减少 2.26%。公司未来拟建项目涉及橡胶装备制造、无人潜水器等项目，计划投资规模较大，预计未来公司非筹资环节将面临一定的资金需求，现金流平衡将对筹资活动有所依赖，或将导致公司负债规模上升。

3. 资产质量分析

2014~2016 年末，该公司所有者权益合计分别为 12.80 亿元，14.56 亿元和 16.20 亿元，增长主要来源于利润留存，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益资本稳定性偏弱。其中股本变动不大，分别为 6.55 亿元、6.56 亿元和 6.57 亿元；未分配利润分别为 4.10 亿元、5.66 亿元和 7.03 亿元。

2014~2016 年末，该公司资产总计分别为 13.96 亿元、15.80 亿元和 17.72 亿元。公司资产中以货币及等价物为代表的流动资产占比较高且受限金额不大，非流动资产规模增幅有限。公司整体资产流动性较好，流动比率分别为 828.55%、870.95%和 738.49%。

图表 13. 公司核心资产分布及变化趋势（亿元，%）

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.29	45.06	8.60	54.44	7.22	40.74	7.49	42.20
应收票据	0.30	2.14	0.26	1.63	0.24	1.35	0.25	1.39
应收账款	0.63	4.50	0.47	2.97	0.51	2.87	1.13	6.38
预付款项	0.71	5.08	0.20	1.24	0.22	1.23	0.22	1.25
存货	1.65	11.81	1.24	7.82	1.56	8.82	2.03	11.46
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	1.42	8.00	0.04	0.25
固定资产	3.32	23.79	3.41	21.57	4.19	23.67	4.03	22.73
无形资产	0.78	5.58	0.95	6.01	1.63	9.23	1.60	9.00
其他	0.28	2.04	0.68	4.32	0.73	4.09	0.95	5.34
资产总计	13.96	100.00	15.80	100.00	17.72	100.00	17.74	100.00

资料来源：根据三力士所提供资料整理。

截至 2016 年末，该公司流动资产合计 11.24 亿元。其中，公司货币资金规模较大，主要系经营积累及 2013 年定增所获得募集资金尚未全

部使用完毕⁴，年末货币资金余额为 7.22 亿元(受限货币资金 0.11 亿元)，较上年末减少 16.10%，主要系增加理财投资所致；公司其他流动资产增至 1.42 亿元，主要系未到期的保本型理财产品。同期末，公司存货余额 1.56 亿元，较上年末增长 26.45%，主要是原材料价格上涨导致新购入的原材料账面价值较高所致。整体看，公司流动资产中货币及等价物占比较高，存货规模受原料价格波动小幅变化，资产流动性较好。

该公司非流动资产规模小，构成变化集中体现在固定资产、在建工程及无形资产等上。截至 2016 年末，公司非流动资产合计 6.48 亿元，主要是固定资产和无形资产。其中，固定资产 4.19 亿元，较上年末增长 23.05%，主要系在建工程中的环能科技 2#炼胶车间、环能科技 4#车间等建筑物转入固定资产所致；无形资产 1.63 亿元，较上年末增长 72.02%，新增无形资产中 0.23 亿元系年内收购的专利权，0.51 亿元为三力士智能装备为建设厂房而购入的土地使用权。

截至 2016 年末，该公司所有权或使用权受限的资产合计 0.84 亿元，其中货币资金、固定资产和无形资产分别为 0.11 亿元、0.57 亿元和 0.16 亿元。

截至 2017 年 6 月末，该公司资产总计 17.74 亿元，较上年末增长 0.11%。公司资产结构未发生重大变化，流动资产占比较上年末上升 0.81 个百分点至 64.26%。

七、公司抗风险能力/外部支持

(一) 自身抗风险能力

该公司橡胶 V 带业务优势较显著，细分市场排名靠前，近三年主业盈利状况较好，且现金回笼能力较强。公司资产流动性较好，货币资金较充裕，债务负担小，加之融资渠道较畅通，。整体而言，公司自身抗风险能力较强。

该公司橡胶 V 带业务在国内处于领先地位，每年均能保证一定规模的收入和现金回笼，对债务的偿付提供较好的保障。2014~2016 年，公司营业收入分别为 9.70 亿元、9.31 亿元和 8.36 亿元；同期净利润分别为 1.98 亿元、2.44 亿元和 2.23 亿元；经营性净现金流分别为 3.08 亿元、3.92 亿元和 2.22 亿元。

⁴公司 2013 年共募集资金 3.75 亿元，截至 2017 年 6 月末募集资金账户余额为 1.84 亿元。

截至 2016 年末，该公司负债合计 1.52 亿元，其中刚性债务 0.17 亿元，资产负债率很低。同时，公司资产流动性较好，货币资金较为充裕（2016 年末为 8.36 亿元），为公司债务的偿付提供有力保障。

（二）外部支持

截至 2017 年 6 月末，该公司合计获得各银行授信 1.12 亿元，已使用授信额度 0.15 亿元。

八、结论

橡胶 V 带本身市场容量不大，需求增长较为有限，但该公司在橡胶 V 带市场地位稳固，产品市场占有率持续处于领先地位。近年来，受下游需求行业去产能、产业结构调整等影响，公司橡胶 V 带产销量有所下滑，公司业务结构单一，V 带业务面临一定的成长性压力，且盈利亦易受橡胶等原料价格波动的影响。同时，关注到，公司已经开始涉足智能装备制造行业，其中无人潜水器项目投资规模较大，何时实现批量化生产存在较大的不确定性；新业务与公司原有业务差异较大，跨行业运营将增加公司总部的管理压力。

近年来，该公司主业总体盈利情况较好，但 2016 年以来 V 带产品销售规模下滑、橡胶成本上涨压力，使得公司盈利能力弱化的风险将有所上升。公司保持了较低的资产负债率，目前债务负担较轻；公司主业资金回笼能力较强，经营环节保持现金净流入，但 2016 年经营性现金流开始弱化，同时资本性支出规模扩大，使得非筹资环节开始出现资金缺口。预期，公司筹资需求随着 2013 年定增项目推进及募投项目将有所增加，未来财务杠杆水平或将上升。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

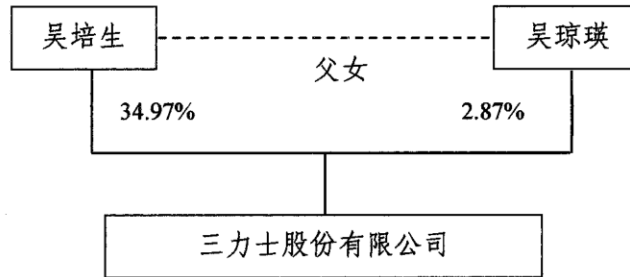
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

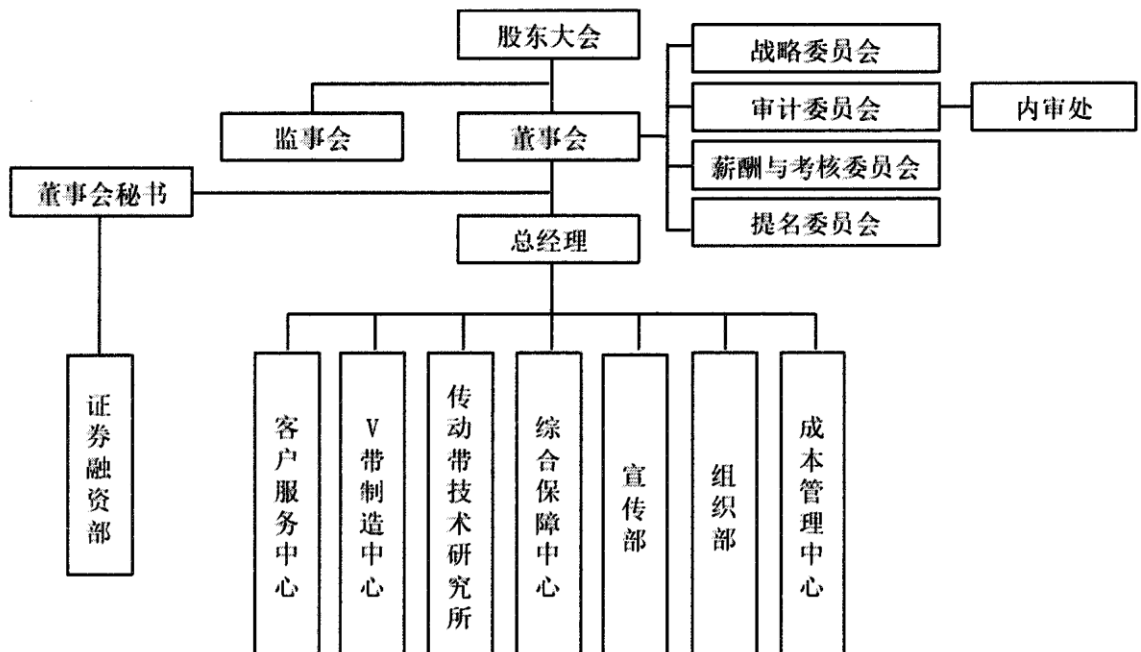
公司与实际控制人关系图



注：根据三力士提供的资料绘制（截至2017年6月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据三力士提供的资料绘制（截至2017年6月末）

附录三:

公司主业涉及的主要经营主体及其概况

名称		2016年(末)主要财务数据(万元)					
全称	简称	持股比例(%)	业务性质	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润
三力士股份有限公司	公司本部	-	工业	-	16.09	80,561.33	23,423.08
浙江凤颐创业投资有限公司	凤颐投资	100.00	投资	-	3,050.23	-	-7.09
浙江三达工业用布有限公司	浙江三达	100.00	工业	-	1,9917.51	5,584.67	862.88
集乘科技有限公司	集乘科技	95.00	商业	-	8,000.89	70.93	-57.42
浙江环能传动科技有限公司	环能科技	67.71	工业	1,490.00	7,097.25	2,588.39	-725.03
绍兴三达新材料有限公司	绍兴三达	100.00	工业	-	21,567.33	-	94.90
浙江凤凰军民融合技术创新研究院	凤凰研究院	100.00	研发	-	481.61	-	-18.41

注: 根据三力士提供的资料整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半 年度
资产总额 [亿元]	13.96	15.80	17.72	17.74
货币资金 [亿元]	6.29	8.60	7.22	7.49
刚性债务[亿元]	0.20	0.17	0.17	0.21
所有者权益 [亿元]	12.80	14.56	16.20	16.42
营业收入[亿元]	9.70	9.31	8.36	4.15
净利润 [亿元]	1.98	2.44	2.23	0.84
EBITDA[亿元]	2.69	3.28	3.14	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.08	3.92	2.22	-0.38
投资性现金净流入量[亿元]	-0.98	-0.84	-3.22	1.29
资产负债率[%]	8.31	7.89	8.59	7.44
长期资本固定化比率[%]	33.95	34.00	39.98	38.61
权益资本与刚性债务比率[%]	6,389.04	8,548.72	9,674.70	7,941.95
流动比率[%]	828.55	870.95	738.49	864.02
速动比率 [%]	625.39	756.11	621.50	693.19
现金比率[%]	544.18	693.62	474.14	586.06
利息保障倍数[倍]	213.48	300.63	462.42	—
有形净值债务率[%]	9.67	9.17	10.46	8.91
营运资金与非流动负债比率[%]	—	—	—	—
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	17.58	16.97	17.10	—
存货周转速度[次]	3.90	3.70	3.39	—
固定资产周转速度[次]	3.23	2.77	2.20	—
总资产周转速度[次]	0.75	0.63	0.50	—
毛利率[%]	36.83	42.68	43.20	39.41
营业利润率[%]	23.51	30.40	31.52	23.64
总资产报酬率[%]	17.98	19.27	15.95	—
净资产收益率[%]	16.84	17.86	14.53	—
净资产收益率*[%]	17.31	18.62	14.96	—
营业收入现金率[%]	106.79	108.38	105.90	89.31
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	281.86	325.82	160.06	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	281.86	325.82	160.06	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	192.15	255.61	-72.60	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	192.15	255.61	-72.60	—
EBITDA/利息支出[倍]	248.68	344.13	543.54	—
EBITDA/刚性债务[倍]	13.46	17.72	18.61	—

注：表中数据依据三力士经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年上半年度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

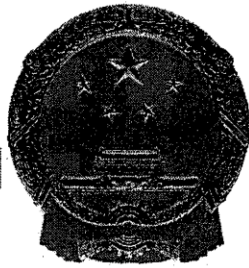
等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。



营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U
证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币3000.0000万元整
 成立日期 1992年7月30日
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供
 投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2016年08月18日

仅限评级项级用

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 上海新世纪资信评级投资服务有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 朱荣恩

注册地址: 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

编号: ZPJ003

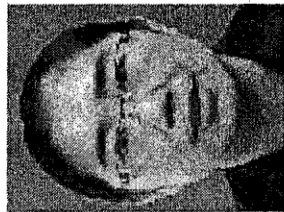
中国证监会(公章)



2012年11月2日

中国证券业执业证书

执业注册记录

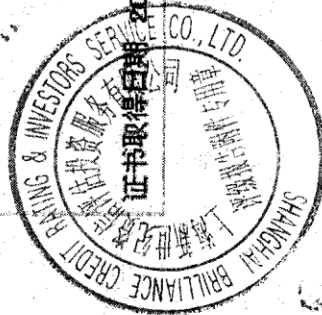


姓名：刘云
性别：女

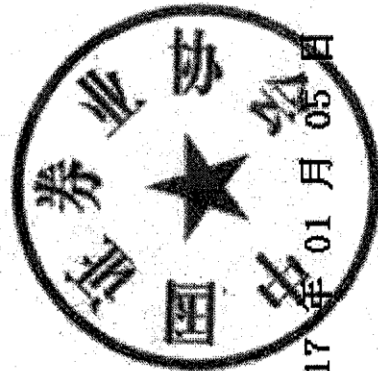
执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070214020001



证书有效截止日期 2018-12-31



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 周文哲

性别: 女

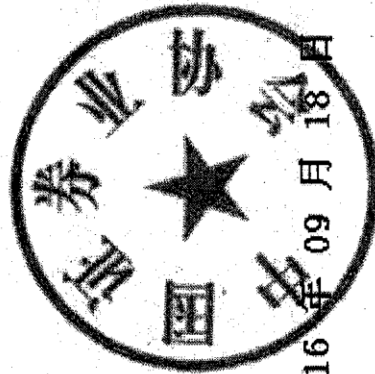
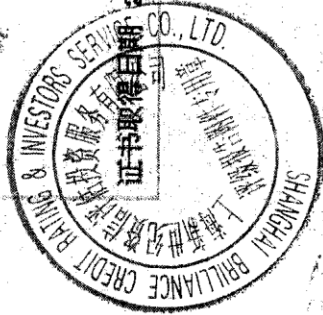
执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070216080004

证书有效截止日期 2018-12-31

证书取得日期 2016-08-31



2016年09月18日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。