

2018 年三力士股份有限公司

可转换公司债券

# 跟踪评级报告



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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)101097】

**评级对象:** 2018年三力士股份有限公司可转换公司债券

### 三力转债

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2018年8月1日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2017年8月21日

### 主要财务数据及指标

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	6.81	4.50	3.63	3.15
刚性债务	-	0.02	-	-
所有者权益	14.35	16.09	17.03	17.24
经营性现金净流入量	3.25	2.25	0.69	-0.05
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	15.80	17.72	19.76	19.88
总负债	1.25	1.52	2.46	2.22
刚性债务	0.17	0.17	0.15	0.15
所有者权益	14.56	16.20	17.29	17.66
营业收入	9.31	8.36	9.02	1.80
净利润	2.44	2.23	1.60	0.18
经营性现金净流入量	3.92	2.22	1.39	-0.26
EBITDA	3.28	3.14	2.40	-
资产负债率[%]	7.89	8.59	12.47	11.17
权益资本与刚性债务 比率[%]	8,549	9,675	11,566	12,074
流动比率[%]	870.95	738.49	468.71	533.38
现金比率[%]	712.44	488.33	318.16	301.10
利息保障倍数[倍]	300.63	462.42	277.24	-
净资产收益率[%]	17.86	14.53	9.56	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	325.82	160.06	77.70	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	255.61	-72.60	-11.37	-
EBITDA/利息支出[倍]	344.13	543.54	355.02	-
EBITDA/刚性债务[倍]	17.72	18.61	15.16	-

注:根据三力士经审计的2015~2017年及未经审计的2018年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

刘云 liuyun@shxsj.com  
胡颖 huying@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>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对三力士股份有限公司(简称“三力士”、发行人、该公司或公司)及其发行的三力转债的跟踪评级反映了2017年以来三力士在橡胶V带细分市场领域竞争力、债务规模小等方面继续保持优势,同时也反映了公司在主业成长性、盈利波动、无人潜水器项目投资及资本性支出等方面继续面临压力。

#### 优势:

- **V带业务优势较显著。**三力士在橡胶V带市场地位稳固,持续处于领先地位,公司在规模、技术及品牌等方面有一定的优势。
- **债务负担小,财务弹性较好。**截至2018年3月末,三力士资产负债率仅为11.17%。发行三力转债后,公司财务杠杆水平仍较低,且即期债务很小,公司保持较好的财务弹性。

#### 风险:

- **主业成长性压力。**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。**三力士业务结构单一,主营收入来自橡胶V带,盈利亦易受橡胶等原料价格波动的影响,2016年以来公司主业盈利能力弱化。
- **无人潜水器项目风险。**三力士开始涉足智能装备制造行业,其中无人潜水器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。
- **资本性支出压力。**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，多个项目同时上马将使得公司面临一定的资本性支出压力。

- **融资渠道较为单一。**三力士融资渠道主要为股权直接融资，截至 2018 年 3 月末公司合并银行授信额度为 0.20 亿元。
- **本次债券转股风险。**本次债券发行规模较大，一旦转股期内股价持续低迷等导致转股情况不理想，则三力士将需承担本次债券未转股部分本息偿付义务。

#### ➤ 未来展望

通过对三力士及其发行的三力转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为三力转债还本付息安全性很强，并维持三力转债 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 2018 年三力士股份有限公司可转换公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2018 年三力士股份有限公司可转换公司债券（简称“三力转债”、本次债券）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据三力士提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对三力士的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司公开发行可转换公司债券已获得中国证券监督管理委员会“证监许可[2018]285 号”文核准。本次债券的债券期限为 6 年，起息日为 2018 年 6 月 8 日，债券简称“三力转债”，债券代码为 128039.SZ。本次债券采取了累进利率，第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 1%、第四年 1.3%、第五年 1.5% 和第六年 2%，采用每年付息一次，到期归还本金及最后一年利息。本次债券的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（2018 年 12 月 14 日至 2024 年 6 月 7 日）。本次债券扣除发行费用后的募集资金通过专项账户运作，与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。截至本报告出具日，本次债券尚未到付息兑付日，尚未进入转股期，债券余额为 6.20 亿元。如果因公司股票价格走势持续低迷或本次债券持有人的投资偏好等原因导致本次债券到期未能实现转股，公司必须对未转股部分偿还本息，将会相应增加公司的财务负担。

**图表 1. 截至本报告出具日公司存续期内债券概况**

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	起息时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
三力转债	6.20	6 年	累进利率， 目前 0.3%	2018/6/8	—	尚未到 付息期

资料来源：三力士

**图表 2. 本次债券所涉募投项目的投资计划（亿元）<sup>1</sup>**

项目名称	总投资	2017 年末已投 资	拟投入募集资 金	募集资金已使 用额
年产 150 台智能化无人潜水器新建项目	5.86	0.99	4.00	0.78
智能仓储配送中心建设项目	1.85	0.26	1.60	0.13
全自动控制系统项目	0.61	0.09	0.60	0.12

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

<sup>1</sup> 募集资金已使用额的截至日为 2018 年 6 月 14 日。该公司根据立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《关于三力士股份有限公司以自筹资金预先投入募投项目的鉴证报告》，使用募集资金对此日期之前的自有资金投入进行了置换。

本次债券所涉及募投项目包括“年产 150 台智能化无人潜水器新建项目”、“智能仓储配送中心建设项目”和“全自动控制系统项目”。截至 2018 年 6 月 14 日，本次债券募集资金共使用 1.03 亿元（如图表 2 所示）。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下

降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，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冲击因素的风险。

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，主营产品橡胶 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。

## (2) 行业因素

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 带下游需求疲弱，加之主要原料天然橡胶价格波动风险有所扩大，V 带企业普遍经营压力有所加大。中长期来看，随着去产能、调结构政策的持续推进，橡胶 V 带行业将呈现分化发展，综合竞争力强的企业仍将有一定的发展空间。

### A. 行业概况

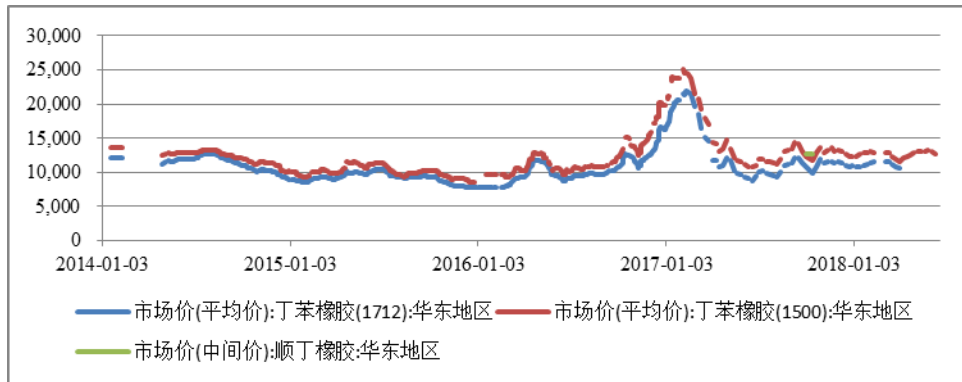
胶管胶带行业包括胶带与胶管两个细分行业。根据使用功能的不同，胶带又可分为传动带和输送带两大类。

传动带是重要的机械功率传递部件，广泛地应用于电子通讯、汽车、火车、农机等需要传动、变速的领域。传动带品种较多，主要有 V 带（包括包布 V 带、汽车 V 带、农业机械 V 带、窄 V 带等）、平板带、圆形带、同步带、多楔带、金属带等。其中 V 带是传动带中产量最大、品种最多、用途最广的产品，已成为世界各种机械装置动力传动和变速的主要器材。

橡胶 V 带原材料成本占比在 70% 左右，主要原料橡胶的价格变化对行业生产运营构成重大影响。天然橡胶主产地在东南亚，其产量约占世界的 93%，我国天然橡胶进口依赖度高，2017 年进口 2,790 万吨，累计同比增长 11.70%。2014-2015 年天然橡胶价格总体呈现下行趋势，主要系全球经济增速开始放缓，天然橡胶供给过剩等所致。2016 年天然橡胶价格整体上涨，主要受不利天气导致供给减少，以及国际原油价格回暖等影响。2017 年一季度橡胶价格达到高点后，开始暴跌，主要与全球天然橡胶增产以及游资炒作等，此后价格开始低位震荡运行。合成橡胶主要指顺丁橡胶、丁苯橡胶等，其原料为石化产品，因此价格与原油价格关联度高，同时合成橡胶的价格走势与天然橡胶较为一致。我国合成橡胶自给率相对较高，主要由中石化、中石油下属公司供给。

图表 3. 我国天然橡胶、合成橡胶价格走势（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疲弱。根据中国橡胶协会胶管胶带分会的统计数据显示，2017 年胶带胶管行业内企业工业总产值完成 296.80 亿元，同比增长 8.93%，其中管带产值完成 138.73 亿元，同比增长 12.73%；工业销售产值完成 286.43 亿元，同比增长 12.87%，其中 V 带完成 14.09 亿元，同比下降 9.85%。2017 年行业利润总额 25.48 亿元，同比增长 20.43%；实现利税总额 33.34 亿元，同比增长 22.21%，行业效益看似较上年大幅增长，实则少数企业拉动作用，行业内多数企业的利润总额与上年基本持平或有所下降。<sup>2</sup>

## B. 政策环境

图表 4. 2010 年以来行业主要法律法规

序号	政策名称	核心内容	发布时间
1	中国橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要	智能制造；轮胎、摩托车胎、自行车胎、输送带及切割 V 带全自动化生产线等。	2015 年
2	2017 年关税调整方案	天然橡胶、部分轮胎及橡胶制品等最惠国税率和站定税率调整。	2016 年
3	当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011 版）	先进制造，工业自动化，智能化工业控制部件、控制器等。	2011 年
4	橡胶行业产业结构调整指导意见	胶管胶带产品向安全、节能、环保方向发展，向集团化和国家化方向发展。	2010 年
5	关于加快培育和发展战略新兴产业决定	立足我国国情和科技、产业基础，现阶段重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业。	2010 年

资料来源：新世纪评级整理。

行业的政策导向主要体现为：（1）重点培育品牌，扶持大公司、大企业集团；（2）倡导转变增长方式，提倡技术创新、产品创新、效益创新；（3）鼓励增加国内天然橡胶的种植，保证行业的原材料供给；（4）降低天然橡胶的进口关税，保障国内对原材料的需求等。

<sup>2</sup> 本段数据来源于《中国橡胶工业协会胶管胶带分会企业交换资料汇编（2017 年第四季度）》，数据口径为 98 家会员企业。



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。

税收方面，2017年1月，国务院关税税则委员会开始实施《2017年关税调整方案》，其中天然橡胶、部分轮胎及橡胶制品、鞋靴产品最惠国税率及暂定税率调至天然橡胶10%或900元/吨、技术分类天然橡胶20%或1500元/吨，以上两者均从低征收，并且天然胶乳及天然橡胶仍实行选择税，这有利于胶管胶带企业降低原材料采购成本。

### C. 竞争格局/态势

我国胶管胶带行业市场化程度较高，已形成了全国化统一的市场体系。在技术、市场等因素推动下，行业市场集中度较高。根据中国橡胶工业协会胶管胶带分会的统计数据显示，我国橡胶V带行业前十名企业产量占全国总产量90%以上。随着V带行业发展，行业内不同产品的竞争开始分化，中低端产品因差异化程度不高，竞争非常激烈；高端产品（高性能、高规格）的竞争激烈程度稍低；部分技术产品含量高的产品，因技术壁垒较高，竞争激烈程度最低。

我国胶管胶带企业家数较多，但受到资金、技术、人力资源和研发能力等限制，除少数领先民营企业外，大部分企业经营规模小，主要生产中高端产品。近年来，世界级胶管胶带企业纷纷在国内独资或合资设厂，并形成一定的产能，其产品在中高端市场占有优势。当前，国内胶管胶带产品市场已形成国内民营企业与外商独资、合资企业占据主导地位的竞争格局。

图表 5. 橡胶V带行业内主要企业基本数据概览（2017年/末）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）					核心财务数据		
	产品销售收入（亿元）	销售毛利率（%）	生胶消耗量（万吨）	产量		总资产（亿元）	资产负债率（%）	利润总额（亿元）
				V带（亿Am）	汽车专用V带（万条）			
三力士股份有限公司	8.55	36.91	1.37	3.51	160.06	19.76	12.47	1.87
浙江三维橡胶制品股份有限公司	9.62	17.76	2.68	1.31	306.40	14.01	19.22	0.80
宁波丰茂远东橡胶有限公司	5.07	26.50	0.07	-	1587.45	3.26	63.60	0.43
尉氏县九龙橡塑有限公司	4.67	20.24	0.97	2.60	-	4.56	45.01	0.37
河南省金久龙实业有限公司	3.19	76.01	0.06	0.96	-	3.15	36.01	0.15

资料来源：三力士2017年年报、中国橡胶工业协会胶管胶带分会企业交换资料汇编（2017年第四季度），新世纪评级整理。

### D. 风险关注

**橡胶等主要原材料价格波动风险。**胶管胶带企业的橡胶成本约占总成本的30-40%。天然橡胶受到天气、病虫害等自然因素影响，价格波动较为频繁。合

成橡胶生产上游主要原材料为原油，原油价格波动对合成橡胶价格影响很大。天然橡胶与合成橡胶之间有较强的替代性，价格具有传导效应，加大了价格波动。此外，橡胶作为大宗商品具有金融属性，国际投机资本往往利用原油价格、天气等因素进行炒作，加大了橡胶价格波动幅度。

**市场竞争压力加大。**全球橡胶工业的生产中心向亚太地区转移。伴随着产业转移，部分生产胶管胶带的外国企业来华设厂，实现本土化经营，这类外资企业往往在技术、规模、资金等方面处于优势地位，加剧了国内胶管胶带企业的竞争压力。

## 2. 业务运营

现阶段，公司业务单一，收入及利润主要来自橡胶 V 带。近三年受下游需求低迷影响，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，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，且还面临跨行业运行等风险。2017 年，公司完成路博橡胶的并购，将有利于减少关联采购及缓解橡胶价格波动风险。

该公司是一家专门从事各类橡胶 V 带的研发、生产、销售的上市公司。公司生产的橡胶 V 带连续多年产销量、出口量位居全国同行首位。2017 年以来，公司主营业务无重大变化。据中国橡胶工业协会胶管胶带分会统计数据显示，公司在橡胶 V 带行业中继续保持领跑地位。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
橡胶 V 带	橡胶和塑料制造业-胶管胶带管子行业	全球/国内	规模/技术/品牌等

资料来源：三力士

除规模外，该公司还具有一定的技术、品牌等优势。技术研发方面，公司始终将技术创新作为保持其核心竞争力的重要方面。公司自主开发了国产首套聚酯线绳橡胶 V 带生产装备，率先在国内同行中实现橡胶 V 带的聚酯化、线绳化等。研发组织架构设置方面，公司设有三力士传动技术研究院。该研究院作为“省级企业技术研究中心”，主持并参与修改《一般传动用普通 V 带》等 7 项国家标准或行业标准。截至 2017 年末，公司共获得与橡胶 V 带有关的 6 项发明专利、23 项国家实用新型专利、9 项外观专利。2017 年，公司研发投入 0.41 亿元，占营业收入的 4.58%，主要用于水性胶黏剂浸浆帆布在“绿色”三角带中的应用、高速节能型包布带的开发等 V 带研发领域，还用于无人潜水器之剑鱼 2 号、轮缘驱动推进器等研究开发项目等。

品牌方面，经过多年的市场开拓和培育，该公司的“三力士”品牌已经成为国内传动带行业知名品牌，在国内外传动带市场上建立起了较好的声誉，拥

有较稳定的客户群。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	9.31	8.36	9.02	1.80	1.55
其中：核心业务收入	8.90	8.01	8.55	1.49	1.44
在营业收入中所占比重	95.58	95.86	94.79	82.56	93.03
其中：橡胶 V 带	8.90	8.01	8.55	1.49	1.44
在核心业务收入中所占比重	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
毛利率	42.68	43.20	36.19	35.88	34.95
其中：橡胶 V 带	42.90	43.25	36.91	41.04	37.54

资料来源：三力士

2015~2017 年，该公司营业收入分别为 9.31 亿元、8.36 亿元和 9.02 亿元，综合毛利率分别为 42.68%、43.20% 和 36.19%。同期，公司营业收入主要来源于橡胶 V 带业务，核心业务收入占营业收入的比重分别为 95.58%、95.86% 和 94.79%。公司营业收入及毛利率主要受橡胶 V 带销量及主要原料价格波动等的影响。其他业务规模很小，对营业收入及毛利率影响很小。

2015~2017 年，该公司橡胶 V 带收入分别为 8.90 亿元、8.01 亿元和 8.55 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 带的毛利率主要受原料（主要是天然橡胶）成本波动影响，2015-2017 年橡胶 V 带的毛利率分别为 42.90%、43.25% 和 36.91%，呈现波动下行态势。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 年毛利率呈明显下滑，主要系原材料橡胶采购成本上升所致。

2018 年第一季度，橡胶 V 带仍为该公司最主要的收入来源，贡献收入 1.49 亿元，占营业收入的 82.56%。主要受橡胶采购价格低位盘整影响，橡胶 V 带毛利率略高于较上年同期，为 41.04%。

#### A. 生产

该公司主要经营主体为公司本部，主要产品包括工业 V 带、农业 V 带、汽车 V 带、输送带和工业同步带等。近年来，公司橡胶 V 带产能稳定，2017 年为 4.25 亿 Am/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，2015-2017 年产能利用率略高于 80%，2017 年为 82.70%。2018 年一季度，公司产能利用率为 65.04%，产能利用率偏低主要与春节放假、公司产量普遍较低有关。

**图表 8. 该公司橡胶 V 带产能及产量情况（单位：亿 Am）**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
产能	4.24	4.25	4.25	1.06
产量	3.57	3.43	3.51	0.69
产能利用率	84.21%	80.69%	82.70%	65.04%

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。

### B. 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。2017 年及 2018 年第一季度，公司前五大供应商采购金额合计分别为 1.31 亿元、0.54 亿元，分别占采购总额的 27.31%、43.87%。

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 9 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。2017 年上半年，公司为防止原材料价格继续上涨，加大了橡胶的采购量，但下半年橡胶价格下行，使得公司橡胶采购平均成本较高。

该公司 2017 年 11 月完成了西双版纳路博橡胶有限公司（简称“路博橡胶”）的并购，将有望在一定程度上缓解橡胶价格波动风险。路博橡胶是一家集橡胶树种植、天然橡胶加工和贸易的公司，在老挝拥有二万余亩橡胶林（拥有 52.71 万株橡胶树）和占地四十余亩的橡胶加工厂，原为公司的关联方和天然橡胶主要供应商。2017 年公司及其全资子公司以现金方式直接和间接收购路博橡胶的股权，并将其纳入合并范围。自收购日（2017 年 11 月 3 日）至 2017 年末，路博橡胶因阶段性需求减少，期间内未能实现销售，发生实际亏损 0.03 亿元。从产量估算看，第五年后每株产 4.5 千克干胶，路博橡胶估计可产干胶约 237.20

吨。据 2016-2017 年年报显示，公司从路博橡胶采购橡胶的交易总额为 0.54 亿元、0.44 亿元，约占当年橡胶采购额的 30% 左右。从路博橡胶及其子公司丰沙里省荣泰橡胶有限公司的 2017 年财务数据看，当年两者净利润分别为 -49 万元、923.59 万元，从产业链角度能为公司节约一定的采购成本。

**图表 9. 公司近三年一期主要原料采购情况（单位：亿元、万吨）**

项目	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年第一季度	
	金额	采购量	金额	采购量	金额	采购量	金额	采购量
橡胶	1.11	1.12	1.47	1.37	1.76	1.40	0.14	0.18
棉纱	1.17	0.92	1.11	0.94	1.12	0.88	0.25	0.19
原丝	0.26	0.31	0.24	0.26	0.29	0.27	0.13	0.11
炭黑	0.24	0.62	0.25	0.72	0.42	0.84	0.12	0.17
合计	2.77	-	3.07	-	3.59	-	0.64	-

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，2015~2017 年公司因期货套保获得投资收益分别为 -0.01 亿元、0.21 亿元和 -0.03 亿元。

### C. 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，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。2015~2017 年，公司橡胶 V 带产品前五大客户销售占比分别为 17.67%、17.75% 和 18.24%，不存在大客户依赖风险。

**图表 10. 近三年一期公司 V 带的销量及产销率变化**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
销量（亿 Am）	3.71	3.39	3.48	0.63
产销率	103.78%	98.94%	99.20%	91.65%
销售均价（元/Am）	2.40	2.36	2.45	2.36

资料来源：三力士

2015~2017 年，该公司橡胶 V 带产品销售量呈现先减后增变化。2016 年，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 Am，销售均价小幅下降 0.04 元/Am，销售额相应减至 8.01 亿元。2017 年，橡胶 V 带销量略有恢复，且销售价格反弹，V 带收入实现恢复性增长，达 8.55 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。公司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。另外，公司应收账款也会受季节性因素影响而呈现一定的波动，通常情况下，年末应收账款较低，一季度末相对较高，半年度末最高。

#### D. 其他业务

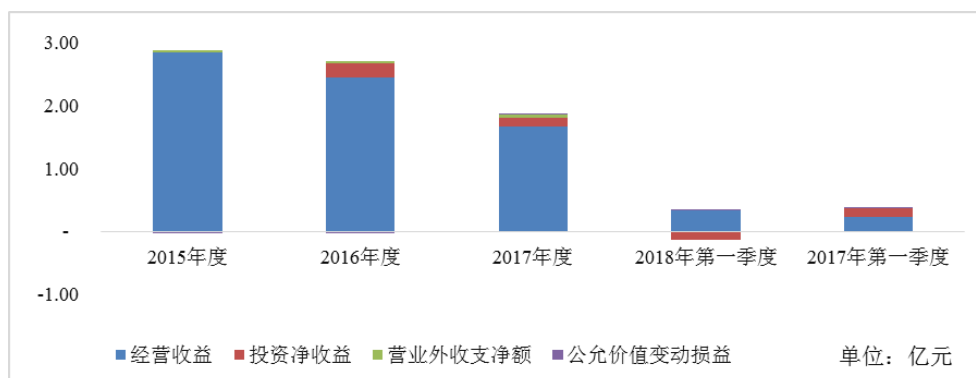
为应对橡胶 V 带行业增长空间受限，解决成长性问题，该公司已经启动了多元化发展战略，主要方向包括无人潜器、量子通信等。

该公司在无人潜水器方面通过持续研发积累一些技术，已完成了无人潜水器的样机。2015 年 12 月，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。

该公司还计划进入量子通信领域，目前公司已成立山西三力士量子通信网络有限公司（注册资本 1 亿元，资金尚未到位，持股 100%）、如般量子科技有限公司（注册资本 1.5 亿元，资金尚未到位，持股比例 51%）等，逐步进入该领域。据 2017 年年报显示，上述子公司均尚未实际开展业务。

## (2) 盈利性

图表 11. 公司盈利来源结构



资料来源：根据三力士所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司 2015-2017 年实现经营收益、投资净收益、营业外收支净额和公允价值变动损益合计分别为 2.86 亿元、2.67 亿元和 1.87 亿元，主要为经营收益（如图表 11 所示）。主要受橡胶采购价格波动影响，公司经营收益呈下滑趋势，2017 年为 1.67 亿元（上年为 2.44 亿元），主业盈利能力有所弱化。公司投资收益的波动主要与期货套保收益有关，其中 2017 年期货套保损失为 0.03 亿元；公司营业外净收入很小，对其盈利贡献较为有限，2017 年为 0.06 亿元。2018 年一季度，主要受橡胶的采购价格低于上年同期等影响，公司的经营收益为 0.34 亿元，同比增长 48.74%，但期货套保损失扩大导致公司投资净收益为-0.13 亿元。

**图表 12. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	9.31	8.36	9.02	1.80	1.55
毛利（亿元）	3.97	3.61	3.26	0.65	0.54
期间费用率（%）	11.23	12.48	15.63	15.47	17.26
其中：财务费用率（%）	-2.23	-2.68	0.77	4.11	-0.47
全年利息支出总额（亿元）	0.01	0.01	0.01	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.00	0.00	0.00	-	-

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

2015~2017 年，该公司期间费用合计分别为 1.05 亿元、1.04 亿元和 1.41 亿元；同期，期间费用率分别为 11.23%、12.48%和 15.63%。公司期间费用支出规模相对较大，且期间费用率呈上升趋势。从费用结构看，以研发支出为主的管理费用占期间费用的比例大于 50%，2017 年管理费用为 0.97 亿元，同比增长 7.27%，其中技术与开发费由上年 0.34 亿元增至 0.41 亿元。但是，公司因进出口业务及采购橡胶等原因形成了一定规模的外币资产与负债，尽管外汇净头寸规模可控，但未采取措施规避汇兑风险，因此面临一定的汇兑风险，2016-2017 年汇兑损益分别为-0.12 亿元、0.15 亿元。2018 年第一季度，公司期间费用率为 15.47%。整体上，公司持续发生较大的技术开发费用，使得近年来管理费用规模大，进而期间费用率也处于较高的水平。

**图表 13. 影响公司盈利的其他关键因素分析**

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	-0.01	0.22	0.13	-0.13	0.14
营业外收入（亿元）	0.04	0.05	0.03	0.01	0.00
公允价值变动损益（亿元）	-0.00	-0.03	0.01	0.00	0.00

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

该公司除主业贡献盈利外，其他盈利来源较有限，2017 年投资净收益、营业外收入和公允价值变动损益分别为 0.13 亿元、0.03 亿元和 0.01 亿元。2015-2017 年和 2018 年第一季度，公司利润总额分别为 2.86 亿元、2.67 亿元、

1.87 亿元和 0.22 亿元；净利润分别为 2.44 亿元、2.23 亿元、1.60 亿元和 0.18 亿元。公司盈利水平有所下滑，尤其是 2017 年公司利润总额及净利润大幅减少，主要系公司 2017 年上半年橡胶价格经历暴涨阶段，为控制原料成本上涨得不利影响，公司 2017 年上半年采购较多的橡胶，但此后橡胶价格迅速回调并处于低位盘整，因此公司橡胶 V 带的采购成本较高。2015~2017 年公司总资产报酬率分别为 19.27%、15.95%和 10.01%，净资产收益率分别为 17.86%、14.53%和 9.56%。主要受原料采购成本波动影响，公司盈利能力有所弱化。

### (3) 运营规划/经营战略

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增长放缓乃至减少等方面。为此，公司制定和实施了多个投资计划：(1) 2017 年完成收购路博橡胶的股权，有望缓解原材料价格波动影响；(2) 计划建设年产 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) 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。

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，调增后投资总额 2.15 亿元，截至 2017 年末累计投入资金 0.46 亿元（当年投入 0.11 亿元），投资进度 21.31%，项目预计于 2018 年 12 月末可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（农机用带）竞争力进一步提升。

三力转债共涉及三个募投项目（如图表 14 所示），包括年产 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。(1) 150 台智能化无人潜水器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。截至本报告出具日，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，有利于公司加大仓储面积、实施集中管理并提高自动化水平，提高其整体仓储配送能力。(3) 全自动控制系统项目，项目建成后将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。

除上述募投项目，该公司的重大在建项目还包括年产 5000 吨特种橡胶骨架材料和 600 万 Am 农机带项目；项目总投资 2.15 亿元，截至 2017 年末累计投资 0.46 亿元，计划 2018 年末完工投产。



图表 14. 公司主要在建项目投资情况（亿元）

项目名称	总投资	2017 年末 已投资	年计划投资		备注
			第一年	第二年	
年产 150 台智能化无人潜水器新建项目	5.86	0.99	2.70	3.16	三个项目建设期和完工时间是一致的，即均为 18 个月，预计 2019 年 12 月达到预定可使用状态
智能仓储配送中心建设项目	1.85	0.26	0.40	1.45	
全自动控制系统项目	0.61	0.09	0.60	0.01	

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

## 管理

跟踪期内，该公司产权结构稳定，管理制度等未发生较大变化。新世纪评级持续关注，实际控制人参与公司的重大经营决策，及其对公司日常经营及战略发展形成影响。

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合计持有公司股权比例略高于 35%，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 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 2018 年 6 月 19 日，吴培生先生共持有该公司股份 230,112,000 股，占公司现有总股本的 34.97%。其所持有公司股份累计被质押的数量为 77,400,000 股，占其所持股份比例 33.64%，占公司现有总股本的 11.76%。截至本评级报告出具日，吴培生先生所质押股份不存在平仓风险，但新世纪评级仍将持续关注其质押情况及质押风险情况。

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。新世纪评级关注到，公司的实际控制人吴培生先生（年龄 70 岁）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可形成重大影响。

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。但新世纪评级关注到 2017 年董事兼董事会秘书因个人原因变动较频繁。

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。公司关联交易规模不大，2015~2016年，公司未发生关联销售和采购。2017年11月，收购上游原料供应商路博橡胶股权，并将其纳入合并报表范围后，公司关联采购额达0.44亿元，当年获批交易额度为0.90亿元。另外，2017年，公司新增了关联销售交易，系向浙江集乘网络科技有限公司销售商品0.08亿元。截至2017年末，公司未被合并范围之外的关联方占用资金。

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。公司内设机构有证券融资部、V带制造中心、传动带技术研究所、成本管理中心、客户服务中心等部门，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。

根据该公司本部于 2018 年 7 月 5 日查询的《企业信用报告》、2017 年年报及其所提供的其他信息显示，2017 年以来公司本部无逾期贷款或其他信贷不良记录。

## 财务

该公司银行债务规模小，后续还本付息压力主要取决于三力转债的转股情况。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 年以来经营性现金流有所弱化，非筹资环节存在一定的资金缺口。现阶段，公司非筹资环节资金缺口已通过三力转债的发行得到缓解。公司整体债务偿付能力较强。

### 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，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（2006 版）及其补充规定。2017 年，公司会计政策变更包括《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修改印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号），上述会计政策变更对公司 2017 年财务影响较小。

截至 2017 年末，该公司纳入合并报表范围的子公司共 14 家，其中公司及重要子公司如附录三所示。2017 年，因非同一控制下企业合并新增了 2 家子公司，即长兴华脉投资管理合伙企业（有限合伙）（简称“长兴华脉”）（持股比例直接 52.94%、间接 47.06%）、路博橡胶（持股比例直接 49.72%、间接 42.50%）。上述合并范围的变化对公司的财务信息形成一定的影响，具体表现为存货、生产性生物资产和商誉等资产增加，及负债及权益项目也相应增加；对合并利润表影响不明显，以内部关联购销交易为主，已做合并抵消；对合并现金流量表的影响主要系 2017 年取得子公司及其他营业单位支付的现金净额增至 1.41 亿元。

图表 15. 2017 年公司收购标的的主要财务影响（亿元）

合并成本	长兴华脉	路博橡胶
——现金	0.51	1.12

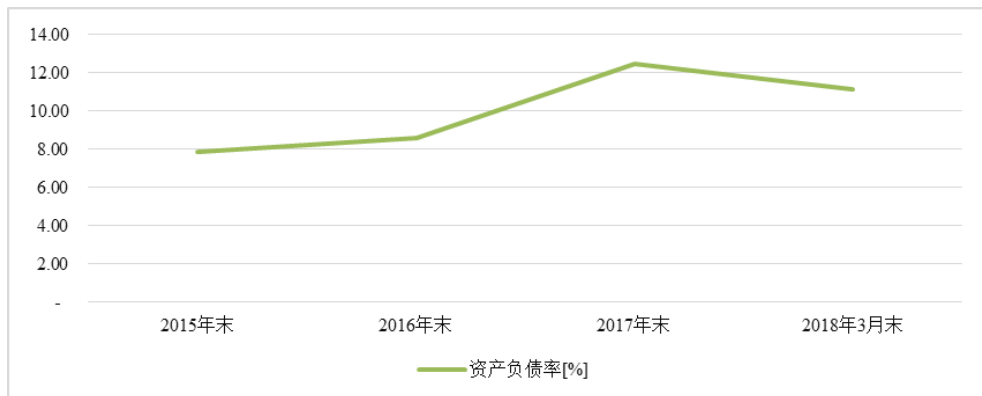
合并成本	长兴华脉	路博橡胶
——购买日之前持有的股权于购买日的公允价值	0.38	-
合并成本合计	0.88	1.12
减：取得的可辨认净资产公允价值份额	0.80	0.92
商誉/合并成本小于取得的可辨认净资产公允价值份额的金额	0.08	0.20
购买日	2017/11/3	2017/11/3
购买日至期末被购买方的收入	0.00	0.00
购买日至期末被购买方的净利润	-0.01	-0.03

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据三力士所提供数据绘制。

2015 年以来，该公司负债总额规模较小，但呈增长态势，2015-2017 年末分别为 1.25 亿元、1.52 亿元和 2.46 亿元，分别较上年末增长 7.42%、22.17% 和 61.82%，2017 年大幅增长主要系合并范围扩大所致。2015-2017 年末，公司所有者权益分别为 14.56 亿元、16.20 亿元和 17.29 亿元。公司经营积累增加是其净资产平稳增长的主要原因。截至 2018 年 3 月末，公司股本及资本公积合计 7.75 亿元，占净资产的 43.87%；未分配利润为 8.01 亿元，占净资产的 45.33%。公司权益资本稳定性较易受股利分配政策的影响。

2015-2017 年末，该公司资产负债率分别为 7.89%、8.59% 和 12.47%，近年来负债经营程度较低。截至 2018 年 3 月末，公司总负债为 2.22 亿元，所有者权益为 17.66 亿元，分别较年初减少 9.89%、增长 2.15%，同期末资产负债率小幅降至 11.17%。

该公司尽管主业盈利能力有所弱化，但仍能保持一定的经营积累能力，权益资本实力持续有所增强。同时，上市后，公司融资渠道畅通，股权融资能力有所增强。公司重大投资的在建项目多数为 2013 年定增方案或三力转债所涉及的募投项目，项目资金来源较为保障。新世纪评级关注到，三力转债

2018年6月发行后，将推动公司财务杠杆水平有所升高，但预计仍处于偏低的水平。

## (2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	0.17	0.17	0.15	0.15
应付账款 (亿元)	0.56	0.77	1.04	0.53
其他应付款 (亿元)	0.04	0.05	0.29	0.31
应交税金 (亿元)	0.25	0.28	0.29	0.36
刚性债务占比 (%)	13.66	11.00	6.07	6.59
应付账款占比 (%)	44.65	50.44	42.07	23.94
其他应付款占比 (%)	3.40	3.37	11.64	14.01
应交税金占比 (%)	19.95	18.36	11.76	16.02

资料来源：根据三力士所提供数据绘制。

2015年以来，该公司核心债务规模较小，主要为应付账款、其他应付款、应交税金及刚性债务等。2017年末，公司应付账款为1.04亿元，较上年末增长34.96%，主要系主要原料采购平均成本上升及合并范围扩大等所致；年末应交税金为0.29亿元，主要系应付企业所得税0.24亿元；其他应付款也为0.29亿元；刚性债务规模和变化均较小，2017年末0.15亿元。

整体来看，近三年该公司刚性债务规模及占比较小，即期债务偿付压力小。

## (3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	0.17	0.17	0.15	0.15
其中：短期借款	0.17	0.15	0.15	0.15
中长期刚性债务合计	0.00	0.00	0.00	0.00
综合融资成本 (%)	5.15	3.42	4.27	-

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

2015~2018年3月末，该公司刚性债务规模及占比较小，债务偿付压力较小。三力转债的发行后，公司刚性债务有所上升，债务结构以长期为主，整体偿债压力不大。

从债务构成看，截至2018年3月末该公司刚性债务全部为短期借款，且为抵押方式融资。公司直接融资渠道较为畅通，后续仍有债务融资空间。

该公司承债主体因三力转债发行出现较大的变化。三力转债未发行时，

公司承债主体主要为下属子公司。因三力转债发行规模为 6.20 亿元，截至 2018 年 6 月末承债主体为公司本部。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
营业周期(天)	120.10	117.04	151.43	-
营业收入现金率(%)	108.38	105.90	101.71	96.25
业务现金收支净额(亿元)	4.25	2.65	1.75	-0.22
其他因素现金收支净额(亿元)	-0.33	-0.44	-0.36	-0.04
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	3.92	2.22	1.39	-0.26
EBITDA(亿元)	3.28	3.14	2.40	-
EBITDA/刚性债务(倍)	17.72	18.61	15.16	-
EBITDA/利息支出(倍)	344.13	543.54	355.02	-

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司营业周期在 2017 年有所延长，主要系合并范围扩张所致。2015-2017 年，公司营业收入现金率分别为 108.38%、105.90% 和 101.71%，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，2015-2017 年分别为 3.92 亿元、2.22 亿元和 1.39 亿元。公司经营性净现金流呈现下行趋势，主要与销售现金收入波动及原材料采购现金支出扩大等有关，其中，2017 年公司销售商品等获得现金收入为 9.17 亿元，同比增长 3.67%，当年采购类现金支出为 5.64 亿元，同比增加 32.99%，主要系 2017 年上半年橡胶价格上涨使得公司增加橡胶的采购力度所致。

2018 年第一季度，该公司营业收入现金率为 96.25%、经营性净现金流为 -0.26 亿元。公司本期增加原料采购现金支出，达 1.61 亿元，同比增长 12.42%。

#### (2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.11	-1.50	0.63	-0.12
其中：理财产品投资回收与支付净额	-	-1.40	1.40	-
其中：与主业有关的投资净额	-0.11	-0.10	-0.77	-0.12
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期	-0.71	-1.72	-0.84	-0.33

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产形成的净流入额				
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.02	-	-1.41	-0.08
投资环节产生的现金流量净额	-0.84	-3.22	-1.62	-0.54

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

主要受持续在建项目资金投入影响，该公司投资性现金流始终处于现金净流出状态。2015~2017年，公司投资性净现金流分别为-0.84亿元、-3.22亿元和-1.62亿元。其中，公司2017年购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金净流出额为0.84亿元。另外，2016年以来，公司理财投资也对投资环节现金流产生一定影响。

2018年第一季度，该公司投资性净现金流为-0.54亿元，而2017年同期为1.42亿元，主要系2017年第一季度理财项目收回投资所致。

### (3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
筹资环节产生的现金流量净额	-0.85	-0.60	-0.65	0.19

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

2015-2017年，该公司筹资性净现金流分别为-0.85亿元、-0.60亿元和-0.65亿元。公司在2013年成功实施定增方案，此后整体资金面较为宽松，近三年银行融资很小，筹资环节处于现金净流出，主要与现金分红等有关。截至2018年第一季度，公司筹资性净现金流为0.19亿元。总体上，股权融资是公司的重要融资方式，公司近年来对银行融资渠道依赖度较低。

## 4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015年末	2016年末	2017年末	2018年 3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	10.85	11.24	9.68	9.73
	68.68%	63.46%	49.02%	48.94%
其中：货币资金（亿元）	8.60	7.22	6.15	5.49
应收账款（亿元）	0.47	0.51	0.56	1.02
存货（亿元）	1.24	1.56	2.23	2.58
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	4.95	6.48	10.07	10.15
	31.32%	36.54%	50.98%	51.06%
其中：固定资产（亿元）	3.41	4.19	4.19	4.23
在建工程（亿元）	0.33	0.08	0.82	0.74
无形资产（亿元）	0.95	1.63	1.74	1.72
生产性生物资产（亿元）	-	-	1.94	1.93

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.22	0.84	0.74	-
期末抵质押融资余额（亿元）	0.17	0.15	0.15	-
受限资产账面余额/总资产（%）	1.39%	4.74%	3.76%	-

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

该公司主业具有一定的重资产运行特征，其非流动资产保持较快增长趋势，流动资产规模呈先增后减变化。其中，2017 年资产形态变化主要与并购导致的合并报表范围扩大有关。

2015-2016 年末，该公司的非流动资产主要分布于固定资产、在建工程 and 无形资产等，2017 年 11 月路博橡胶纳入合并范围后，非流动资产构成上新增了生产性生物资产。2016-2017 年末固定资产账面价值基本不变，但账面原值有所增长，主要系购置（在建工程转固）、企业合并范围扩大。截至 2017 年末，公司在建工程为 0.82 亿元，主要系凤凰创新城、绍兴三达厂区项目（年末余额分别为 0.67 亿元、0.11 亿元）。2017 年末，新增的生产性生物资产主要为路博橡胶的 52.71 万株橡胶树以资产评估价入账 1.94 亿元，增值率 789.33%。根据 2018 年 6 月 21 日《关于回复深圳证券交易所年报问询函的公告》显示，公司收购时未对路博橡胶的业绩进行预测，2017 年经测算上述生物性资产可回收金额，确认当年不存在商誉减值问题。

从流动资产构成看，该公司以货币资金、存货和应收账款等为主。2017 年末，公司货币资金 6.15 亿元，不可动用货币资金为 0.04 亿元（期货保证金）。2017 年末，公司存货随着合并范围扩大而增长显著，2017 年末为 2.23 亿元，较上年末增长 42.82%，其中库存商品账面余额 1.60 亿元，较上年末增长 94.06%，主要系路博橡胶纳入合并范围、包布带库存余额增长（主要系包布带结存价格上升）。因主要原材料价格波动，公司每年计提了存货跌价准备，2017 年末累计跌价准备为 0.01 亿元，库存商品余额大幅增长与跌价准备变动趋势不一致主要系 2017 年合并范围扩大、包布带结存单价上升等所致。另外，公司赊销规模小，应收账款规模较为稳定，2017 年末为 0.56 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司总资产为 19.88 亿元，较年初增长 0.65%。其中，货币资金为 5.49 亿元，较年初减少 10.69%，主要因采购环节现金支出扩大及在建工程持续投入；应收账款为 1.02 亿元，较年初增长 80.98%，主要原因系销售回款季节性因素所致；存货为 2.58 亿元，较年初增长 15.47%，主要系采购活动及产成品引起的自然波动所致。

总体上，该公司资产组合及占用形式较为合理，公司固定资产中机器设备占比不高，资产受限程度较低，其他资产均有一定的可变现能力，有利于保障和增强公司的债务偿付能力。



## 5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率	870.95%	738.49%	468.71%	533.38%
现金比率	712.44%	488.33%	318.16%	301.10%

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

该公司资产运营效率较高，加之公司短期债务规模小，公司资产流动性很好。2017 年末，公司流动比率为 468.71%，虽呈持续下降，但仍处于较好的水平。公司受限资金规模小，2017 年末现金比率为 318.16%。

总体上，该公司资产流动性好，目前货币资金充裕，即期债务偿债能力较强。

## 6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司未对合并范围之外的客户提供担保。

2017 年以来，据公告显示，该公司无重大未决诉讼，也不存在重大资产减值待计提问题，也未查阅到公司存在可能对其信用质量造成的负面影响的其他重大表外事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司业务资产主要集中于公司本部，本部短期债务规模小，三力转债发行后，公司本部债务规模有所上升，但预计财务杠杆仍处于较低水平。若股价长期低迷无法顺利转股或触发回售条款，公司本部将需承担本次债券本息偿付义务。

## 外部支持因素

该公司股权融资较为便利。银行授信方面，截至 2018 年 6 月末，公司合并口径的授信总额 0.20 亿元。

## 跟踪评级结论

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

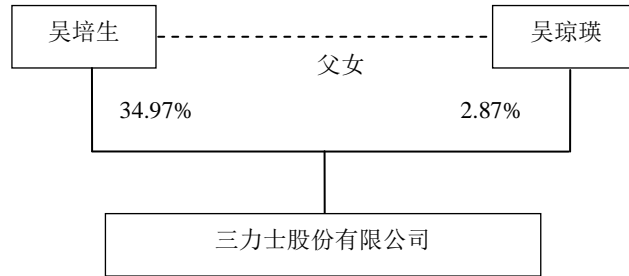
人潜器项目投资规模较大，何时实现批量化生产存在较大的不确定性；新业务与公司原有业务差异较大，跨行业运营将增加公司总部的管理压力。

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 年以来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。三力转债的发行，公司长期项目资金得到落实，但需关注本次债券的转股风险。

本评级机构仍将持续关注：(1)宏观经济环境及下游行业的需求变化；(2)该公司原材料价格波动及其对盈利影响；(3)无人潜器等项目推进及项目产出风险；(4)期货套保、外汇损益其他因素对公司盈利影响；(5)本次债券进入转股期后是否实现预期的转股等。

附录一：

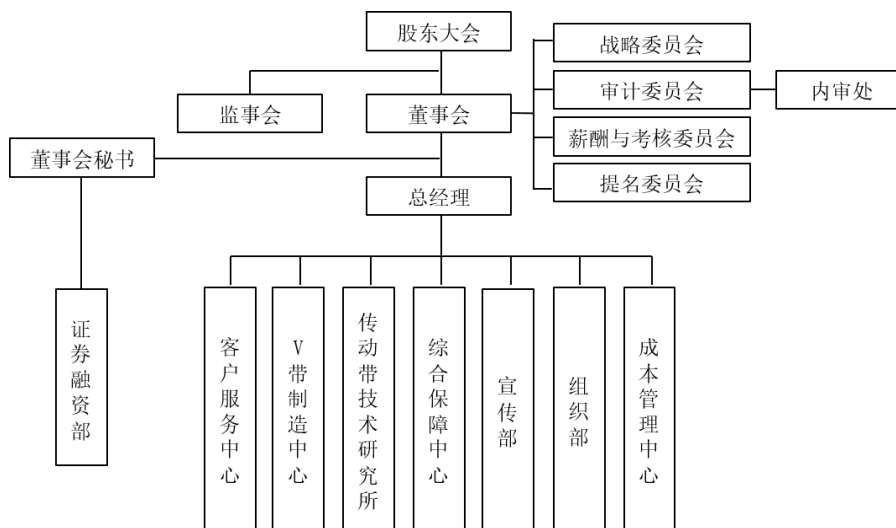
公司与实际控制人关系图



注：根据三力士提供的资料绘制（截至 2018 年 3 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（截至本报告出具日）。

## 附录三：

## 相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年第一季度 (末) 主要财务数据 (亿元)						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
三力士股份有限公司	三力士	-	-	橡胶 V 带	0	17.24	1.50	0.21	1.31	0.33	母公司数据
浙江三达工业用布有限公司	三达公司	子公司	100	线绳	0	2.08	0.09	0.01	-0.41	0.02	

注：根据三力士 2018 年第一季度财务报告及所提供的其他资料整理。

**附录四：**
**主要数据及指标**

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	15.80	17.72	19.76	19.88
货币资金 [亿元]	8.60	7.22	6.15	5.49
刚性债务[亿元]	0.17	0.17	0.15	0.15
所有者权益[亿元]	14.56	16.20	17.29	17.66
营业收入[亿元]	9.31	8.36	9.02	1.80
净利润[亿元]	2.44	2.23	1.60	0.18
EBITDA[亿元]	3.28	3.14	2.40	-
经营性现金净流入量[亿元]	3.92	2.22	1.39	-0.26
投资性现金净流入量[亿元]	-0.84	-3.22	-1.62	-0.54
资产负债率[%]	7.89	8.59	12.47	11.17
权益资本与刚性债务比率[%]	8,548.72	9,674.70	11,566.07	12,074.12
流动比率[%]	870.95	738.49	468.71	533.38
现金比率[%]	712.44	488.33	318.16	301.10
利息保障倍数[倍]	300.63	462.42	277.24	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	120.10	117.04	151.43	-
毛利率[%]	42.68	43.20	36.19	35.88
营业利润率[%]	30.40	31.52	20.38	11.79
总资产报酬率[%]	19.27	15.95	10.01	-
净资产收益率[%]	17.86	14.53	9.56	-
净资产收益率*[%]	18.62	14.96	9.80	-
营业收入现金率[%]	108.38	105.90	101.71	96.25
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	325.82	160.06	77.70	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	255.61	-72.60	-11.37	-
EBITDA/利息支出[倍]	344.13	543.54	355.02	-
EBITDA/刚性债务[倍]	17.72	18.61	15.16	-

注：表中数据依据三力士经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

**指标计算公式**

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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

**附录五：**

## 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。

## 评级声明

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在评级有效期内，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。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《基础化工行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。