

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(2019)100310】

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/2019年6月21日

前次跟踪: 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	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	4.50	3.63	4.75	3.69
刚性债务	0.02	0.00	4.60	3.90
所有者权益	16.09	17.03	19.72	21.12
经营性现金净流入量	2.25	0.69	1.54	-0.49
合并口径数据及指标:				
总资产	17.72	19.76	26.42	26.85
总负债	1.52	2.46	6.82	5.90
刚性债务	0.17	0.15	4.76	4.04
所有者权益	16.20	17.29	19.60	20.95
营业收入	8.36	9.02	9.19	1.86
净利润	2.23	1.60	0.79	0.23
经营性现金净流入量	2.22	1.39	1.13	0.04
EBITDA	3.14	2.41	1.80	--
资产负债率[%]	8.59	12.47	25.82	21.97
权益资本与刚性债务 比率[%]	9674.70	11566.07	412.04	518.28
流动比率[%]	738.49	468.71	809.62	793.07
现金比率[%]	488.33	318.16	432.69	522.59
利息保障倍数[倍]	462.42	157.20	6.04	3.89
净资产收益率[%]	14.53	9.56	4.28	1.15
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	160.06	77.70	57.64	--
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-72.60	-11.37	-96.25	--
EBITDA/利息支出[倍]	543.54	201.19	9.00	--
EBITDA/刚性债务[倍]	18.61	15.16	0.73	--

注:根据三力士经审计的2016-2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com
何婕妤 hejieyu@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2018年以来三力士在橡胶V带细分市场领域竞争力、财务杠杆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、多元化战略发展及橡胶期货套保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。
- **债务负担小轻,财务弹性较好。**截至2019年3月末,三力士资产负债率为21.97%。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。
- **盈利下滑风险。**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材料价格波动的影响,跟踪期内公司主业盈利能力持续弱化,并对子公司路博橡胶全额计提商誉减值损失,导致公司盈利同比大幅下滑。
- **多元化发展跨行业运营风险。**三力士多元化发展方向包括智能装备制造、量子通信、药用大麻等,多元化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,同时公司面临一定的资本支出压力。
- **橡胶期货套保风险。**跟踪期内三力士在橡胶期

货套期保值业务方面产生亏损，对公司盈利产生不利影响。

- **汇兑风险。**三力士因出口业务及采购原材料等原因形成了一定规模的外币资产与负债，且尚未采取措施规避汇兑风险，对公司盈利产生影响。
- **本次债券未转股风险。**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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 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），转股价格为 5.83 元/股¹。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。公司于 2019 年 6 月 10 日按面值支付第一年利息，每 10 张“三力转债”（面值 1,000 元）利息为 3.00 元（含税）。截至 2019 年 6 月 3 日，本次债券剩余可转债余额为 28,099.05 亿元，占发行总量的 45.32%。如果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. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	当前余额 (亿元)	期限	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	2.81	6 年	累进利率，目前 0.3%	2018/6/8	—	正常付息

资料来源：三力士（截至 2019 年 6 月 3 日）

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”。公司于 2018 年 6 月 8 日公开发行可转换公司债券，募集资金净额 60,436.60 万元。截至 2019 年

¹本次可转债的初始转股价格为 7.38 元/股，截至 2018 年 7 月 24 日，公司 A 股收盘价已经出现任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日低于“三力转债”当期转股价格的 85%（7.38 元/股×85%=6.27 元/股），已满足“三力转债”转股价格向下修正的条件。2018 年 8 月 10 日，公司 2018 年第二次临时股东大会审议通过了《关于向下修正可转换公司债券转股价格的议案》，“三力转债”转股价格向下修正为 5.84 元/股。2018 年权益分派后（每 10 股派发现金红利 0.15 元（含税）），公司转股价格于 2019 年 6 月 4 日起由原来的 5.84 元/股调整为 5.83 元/股。

3月末，本次债券募集资金共使用 2.50 亿元（如图表 2 所示），自有资金购置凤凰创新园土地款 0.51 亿元，土地面积为 181,586 平方米。凤凰创新园为年产 150 台智能化无人潜水器项目和智能仓储配送中心建设项目的经营用地，实施主体为浙江三力士智能装备制造有限公司。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有待市场检验。同时关注到，大型无人潜水器预测销售均价为每台三千万元左右，能否成功销售尚存在一定不确定性。截至本报告出具日，公司凤凰创新园厂房基本建设完成，生产设备陆续购置，生产线在组织铺设过程中，但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。全自动控制系统项目实施主体为公司本部，目前系统处于研发测试阶段。公司计划于 2019 年末达到预定可使用状态。截至 2019 年 3 月末，公司尚未投入的募集资金为 3.54 亿元，其中 3 亿元购买了银行结构性存款。期限均从 2018 年 6 月 29 日至 2019 年 6 月 28 日。其中兴业银行 2 亿，收益率为 3.21%+基于上海黄金交易所之上海金上午基准价的浮动收益²；浙商银行 1 亿，收益率为基于 3M Shibor 的浮动收益³。

图表 2. 本次债券所涉募投项目的投资计划（亿元）

项目名称	总投资	2019年3月末已投资	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	2.29	4.00	1.78
智能仓储配送中心建设项目	1.85	0.58	1.60	0.58
全自动控制系统项目	0.61	0.14	0.44	0.14
总计	8.32	3.01	6.04	2.50

资料来源：根据三力士所提供数据整理

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况

² 若观察日任意一天观察日价格的表现小于 50 元/克，则不再观察，观察期结束后，浮动收益=本金额*1.78%*产品存续天数/365；若观察日任意一天观察日价格的表现大于 50 元/克且小于 700 元/克，则观察期结束后，浮动收益=本金额*1.79%*产品存续天数/365；若观察日任意一天观察日价格的表现大于等于 700 元/克，则不再观察，观察期结束后，浮动收益=本金额*1.82%*产品存续天数/365。

³ 到期收益率=5.0%*M/N+1.95%*P/N。其中 M=从初始评价日（并包含）至最终评价日（不包含）观察标的大于等于 2.0%的工作日天数；N=从初始评价日（并包含）至最终评价日（不包含）的总工作日天数；P=从初始评价日（并包含）至最终评价日（不包含）观察标的小于等于 2.0%的工作日天数。

下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度

提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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。

(2) 行业因素

目前，该公司主要从事橡胶 V 带的生产与销售，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

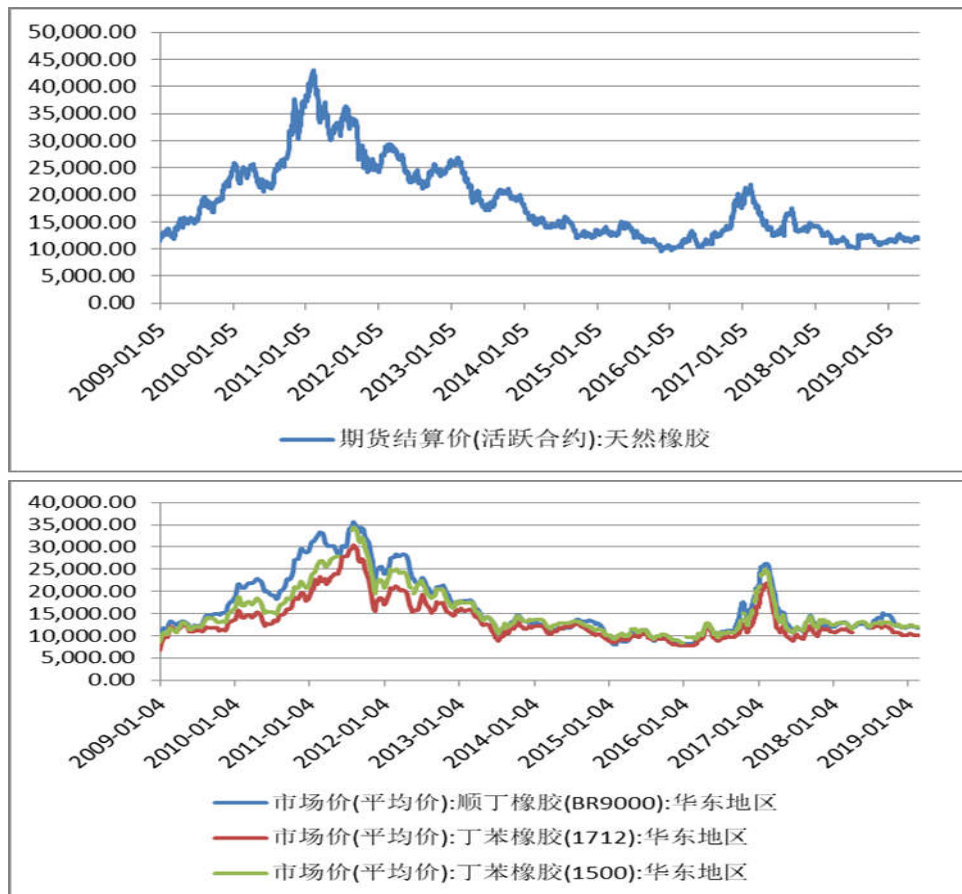
胶管胶带行业包括胶带与胶管两个细分行业。根据使用功能的不同，胶带又可分为传动带和输送带两大类。橡胶 V 带是传动带中产量最大、品种最多、用途最广泛的产品，是各种机械装置动力传动的主要器材，与实体经济运行情况相关性很强。

传动带是重要的机械功率传递部件，广泛地应用于汽车、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、用途最广泛的产品，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%。我国天然橡胶对外依存度较高，2018年受中美贸易摩擦影响，我国天然橡胶进口数量同比下降7.07%，为259.59万吨。同期国内需求量为341.96万吨，天然橡胶对外依存度为75.91%。2016年以来天然橡胶价格呈现冲高回落的态势。2016年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，天然橡胶价格稳步攀升，到2017年2月橡胶价格达到高点后，开始高位回落。受到全球天然橡胶增产以及游资炒作等影响，此后虽然有过几次小幅反弹，但价格仍处在低位震荡运行。合成橡胶主要包括顺丁橡胶、丁苯橡胶等，其原料为丁二烯、丙烯、乙烯、苯乙烯等烯烃产品，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。2018年我国合成橡胶产量为559.00万吨，已成为最大的合成橡胶生产国，但高性能产品却依然依靠进口。受下游橡胶制品产业发展的影响，近年来我国合成橡胶产品进口依存度快速回升，从2014年的22.44%攀升至2018年的45.5%。

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。根据工信部的统计数据显示，胶管胶带 51 家重点企业 2018 年 1-11 月份完成现价工业总产值 218.30 亿元，同比增长 5.21%；完成销售收入 206.95 亿元，增长 6.35%。主要产品输送带产量 2.80 亿平方米，降低 0.79%；V 型带产量 11.18 亿米，降低 5.05%；胶管产量 2.09 亿米，增长 9.87%。实现出口交货值 24.64 亿元，增长 13.97%；出口率（值）11.29%，上升 0.87 个百分点。实现利税 28.52 亿元，增长 25.62%；实现利润 19.80 亿元，增长 14.46%；销售收入利润率 9.57%，上升 0.68 个百分点。行业效益看似较上年增长，实则为少数龙头企业拉动作用，行业内多数企业的利润总额与上年基本持平或有所下降。

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	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
2	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
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	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
5	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
6	关于调整部分产品出口退税率的通知	轮胎、管带等橡胶产品的出口退税率提高到 13%（增加 4%），天然橡胶及合成胶等原材料该项提高到 10%（增加 5%）	2018 年
7	2019 年进出口暂定关税等调整方案	从 2019 年 1 月 1 日起对部分商品的进出口关税进行调整，天然橡胶及合成橡胶等原材料对部分国家的进口关税继续降低，部分大尺寸轮胎的进口关税大幅降低。	2018 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；（5）提高出口退税，有利于出口型企业获得更多资金支持。

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。2018 年 10 月 22 日，国家财政部联合税务总局发布了“关于调整部分产品出口退税率的通知”，轮胎、管带等橡胶产品的出口退税率提高到 13%（增加 4%），天然橡胶及合成胶等原材料该项税率提高到 10%（增加 5%），行业内出口型企业将得到国家更多的资金支持，有利于企业的未来发展，新的政策从 2018 年 11 月 1 日起正式实施。同年 12 月 25 日，国家发布了《2019 年进出口暂定关税等调整方案》，将从 2019 年 1 月 1 日起对部分商品的进出口关税进行调整，天然橡胶及合成橡胶等原材料对部分国家的进口关税继续降低，部分大尺寸轮胎的进口关税大幅降低。我国对加入亚太贸易协定的国家其天然橡胶烟胶片、其他初级形态的天然橡胶只征收 17%的进口关税；对于合成胶生产大国韩国来说，其丁苯橡胶、丁二烯橡胶等进口关税将从 7.5%降低至 5%。

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（2018 年/末）

核心样本企业名称	核心经营指标（V 带）				核心财务数据			
	产品销售收入（亿元）	销售毛利率（%）	产量（亿 Am）	销量（亿 Am）	总资产（亿元）	资产负债率（%）	净利润（亿元）	经营性现金流净额（亿元）
三力士	8.14	34.30	3.40	3.39	26.42	25.82	0.83	1.13
三维股份	2.89	23.69	1.36	1.34	18.38	33.53	0.82	0.21

资料来源：公开信息，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，且面临跨行业运行等风险。

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。2018 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 带行业中位居国内第一。

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-胶带胶管子行业	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 2019 年 3 月末，公司共获得 80 项与橡胶 V 带相关的专利。其中，12 项发明专利，68 项国家实用新型专利。2018 年，公司研发投入 0.29 亿元，占营业收入的 3.18%，主要用于恒粘橡胶和功能母胶在三角带中的开发应用、“绿色”挂胶帆布的开发应用、环保高效型 EPDM 农机齿形带的开发、高寿命胶套胶板的设计开发、低 VOCs 包布带配方的储备开发、杜仲胶及 TPI 共混工艺优化及应用、宽分布石墨烯的宏量制备及其在多功能三角带中的应用研发、自主导航自避障水下潜航器、渔业潜水器、机械臂橡胶皮带切割机、载人潜航器及水上休闲用品等研究开发项目。

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

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	8.36	9.02	9.19	1.86	1.80
其中：核心业务收入（亿元）	8.01	8.55	8.14	1.61	1.49
在营业收入中所占比重（%）	95.86	94.79	88.51	86.72	82.56
其中：橡胶 V 带（亿元）	8.01	8.55	8.14	1.61	1.49
毛利率	43.20	36.19	32.26	38.54	35.88
其中：橡胶 V 带	43.25	36.91	34.30	41.07	41.04

资料来源：三力士

2016~2018 年，该公司营业收入分别为 8.36 亿元、9.02 亿元和 9.19 亿元，综合毛利率分别为 43.20%、36.19%和 32.26%。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 95.86%、94.79%和 88.51%。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。其他业务为公司下属西双版纳路博橡胶有限公司（简称“路博橡胶”）销售橡胶和浙江环能传动科技有限公司（简称“环能科技”）销售输送带所产生的收入。

2016~2018 年，该公司橡胶 V 带收入分别为 8.01 亿元、8.55 亿元和 8.14 亿元。橡胶 V 带的销售价格会根据原材料价格有所波动，但存在一定的滞后性。2018 年公司 V 带收入同比下降 4.80%，一方面系下游需求减少，销量有所下降；另一方面系 V 带销售价格受橡胶价格低位运行承压，较 2017 年有所下降。同期橡胶 V 带的毛利率分别为 43.25%、36.91%和 34.30%，呈现逐年下行态势。其中，2017 年毛利率呈明显下滑，主要系原材料橡胶采购成本增加所致；2018 年棉纱、原丝、炭黑价格均存在不同程度的上涨，公司生产成本增加，导致毛利率较 2017 年继续下滑。

2019 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 1.61 亿元，占营业收入的 86.72%。公司综合毛利率为 38.54%，其中橡胶 V 带毛利率为 41.07%，明显上升主要系原材料棉纱、原丝、炭黑价格均较 2018 年有所下降，且橡胶价格继续维持低位运行。

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，2018 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，2016-2018 年产能利用率略高于 80%，2018 年为 80.02%。2019 年第一季度，公司产能利用率为 62.71%，产能利用率偏低主要与春节放假导

致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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
产能 ⁴	4.25	4.25	4.25	1.06
产量	3.43	3.51	3.40	0.67
产能利用率	80.69	82.70	80.02	62.71

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，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 2018 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 39.95%，第一大供应商采购金额占 11.91%，供应商集中度较高。2019 年第一季度，公司前五大供应商采购金额合计为 0.23 亿元，占采购总额的 39.33%。

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。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。2018 年及 2019 年一季度，橡胶价格维持低位，棉纱、原丝、炭黑价格有所波动，公司采购均价的变化基本与市场情况保持一致。在结算方式上，公司采用电汇或者银行承兑汇票。橡胶采购在货到后一周内支付货款，其他原材料采购一般货到后次月 20 日支付。

图表 9. 公司近三年一期主要原料采购情况（单位：亿元、万吨、万元/吨）

项目	2016 年度			2017 年度			2018 年度			2019 年第一季度		
	金额	采购量	采购均价	金额	采购量	采购均价	金额	采购量	采购均价	金额	采购量	采购均价
橡胶	1.47	1.37	1.07	1.76	1.40	1.26	1.43	1.40	1.02	0.19	0.18	1.06
棉纱	1.11	0.94	1.18	1.12	0.88	1.27	0.60	0.43	1.40	0.12	0.09	1.33

⁴ 产能采取加权平均产能

项目	2016 年度			2017 年度			2018 年度			2019 年第一季度		
	金额	采购量	采购均价	金额	采购量	采购均价	金额	采购量	采购均价	金额	采购量	采购均价
原丝	0.24	0.26	0.92	0.29	0.27	1.07	0.38	0.31	1.23	0.06	0.06	1.00
炭黑	0.25	0.72	0.35	0.42	0.84	0.50	0.46	0.72	0.64	0.08	0.14	0.57
合计	3.07	--	--	3.59	--	--	2.87	--	--	0.56	--	--

注：根据三力士提供的数据绘制

为对冲橡胶价格波动风险，该公司通过期货市场操作对冲风险，根据橡胶实际用量以及发展新业务需要，2018 年套期保值业务的期货品种为天然橡胶，总规模不超过 4,000 万元。2016-2018 年公司因期货套保获得投资收益分别为 0.21 亿元、-0.03 亿元和-0.21 亿元。2018 年公司橡胶套保业务产生的亏损对盈利影响较大。

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。2016-2018 年，公司橡胶 V 带产品前五大客户销售占比分别为 17.75%、18.24%和 16.30%，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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
销量（亿 Am）	3.39	3.48	3.39	0.66
产销率（%）	98.94	99.20	99.70	99.39
销售均价（元/Am）	2.36	2.45	2.40	2.43

资料来源：三力士

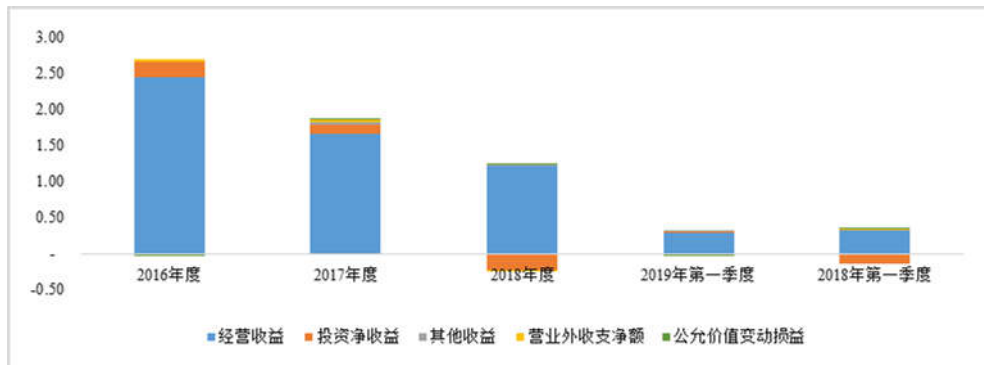
2016-2018 年，该公司橡胶 V 带产品销售量呈现先增后减变化。2017 年，受益于经济回暖，下游需求增长，橡胶 V 带销量有所上升，且销售价格受橡胶价格支撑，V 带收入实现增长，达 8.55 亿元。2018 年，橡胶价格低位运行，下游需求减弱，橡胶 V 带量价齐跌，收入降至 8.14 亿元。

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 60 天左右；此外，每年 12 月 31 日前，

公司统一进行贷款催收。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。

(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 2016-2018 年实现经营收益、投资净收益、其他收益、营业外收支净额和公允价值变动损益合计分别为 2.67 亿元、1.87 亿元和 1.01 亿元，主要为经营收益（如图表 11 所示）。主要受原材料价格波动影响，公司经营收益呈下滑趋势，2018 年为 1.21 亿元（上年为 1.67 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 2018 年期货套保损失为 0.21 亿元；公司营业外净收入很小，对其盈利贡献较为有限，2018 年为-17.96 万元。2019 年第一季度，受下游需求减弱影响，公司的经营收益为 0.29 亿元，同比减少 14.71%。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	8.36	9.02	9.19	1.86	1.80
毛利（亿元）	3.61	3.26	2.97	0.72	0.65
期间费用率（%）	12.48	15.63	14.24	20.51	15.47
其中：财务费用率（%）	-2.68	0.77	-1.08	7.93	4.11
全年利息支出总额（亿元）	0.01	0.01	0.20	0.10	--
其中：资本化利息数额（亿元）	--	--	--	--	--

资料来源：根据三力士所提供数据整理

2016-2018 年，该公司期间费用分别为 1.04 亿元、1.41 亿元和 1.31 亿元；同期，期间费用率分别为 12.48%、15.63%和 14.24%。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%，2018 年管理费用为 0.93 亿元，同比减少 4.48%，其中研发费用由上年 0.41 亿元减至 0.29 亿元。但是，

公司因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，对公司盈利产生一定影响。2016-2018 年汇兑损益分别为-0.12 亿元、0.15 亿元和-0.16 亿元。2019 年第一季度，公司期间费用率为 20.51%，主要系计提可转债利息支出导致财务费用大幅增加所致。整体上，公司持续发生较大的技术开发费用及新增可转债融资，使得公司期间费用率处于较高的水平。

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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 第一季度
投资净收益（亿元）	0.22	0.13	-0.23	0.02	-0.13
其他收益（亿元）	--	0.03	0.02	0.01	--
营业外收支净额（亿元）	0.05	0.03	-0.002	0.000001	0.01
公允价值变动损益（亿元）	-0.03	0.01	0.01	-0.03	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。2016-2018 年和 2019 年第一季度，公司利润总额分别为 2.67 亿元、1.87 亿元、1.01 亿元和 0.29 亿元；净利润分别为 2.23 亿元、1.60 亿元、0.79 亿元和 0.23 亿元。公司盈利水平有所下滑，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的不利影响，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。2017 年公司收购路博橡胶，根据公司 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。2018 年末公司对橡胶林根据收购时公司及评估师估计的其寿命期限、橡胶产量、预计销售价格（13.87 元/kg）等预测未来受益期内的现金流，并用 9.7683% 的投资报酬率进行折现。公司对路博橡胶商誉全额计提减值准备 0.28 亿元。总的来看，公司受棉纱、原丝、炭黑价格上涨、橡胶期货套保损失及商誉减值等因素影响，2018 年公司利润总额和净利润均出现较大下降。2016-2018 年公司总资产报酬率分别为 15.95%、10.04% 和 5.24%，净资产收益率分别为 14.53%、9.56% 和 4.28%，公司盈利能力有所弱化。

（3）运营规划/经营战略

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，主要方向包括智能装备制造、量子通信、药用大麻等。

智能装备制造和量子通信方面，该公司将积极落实募投项目及凤凰创新园的建设，完善产业链布局，发挥协同效应，并通过人才引进、自建团队和战略合作协议等方式，整合行业优质资源，以期实现战略转型。

药用大麻方面，该公司于 2019 年 5 月 3 日与老挝丰沙里省政府签订了《谅解备忘录》，达成了初步合作意向。2019 年 5 月 11 日，公司孙公司丰沙里省荣

泰橡胶有限公司（以下简称“荣泰橡胶”）药用大麻种植及提炼事业部举行了正式的挂牌仪式。成立药用大麻种植及提炼事业部，负责药用大麻的种植、加工和研究开发工作。2019年5月26日，公司及荣泰橡胶与老挝当地的纳帕莱发展（老挝）有限公司（简称“纳帕莱老挝”）签署了《药用大麻项目申报服务协议》。根据老挝政府的规定，需要专业的公司对药用大麻项目进行申报及翻译工作，纳帕莱老挝是老挝政府认可的专业服务公司。纳帕莱老挝负责为公司项目申报提供专业的翻译、咨询与申报服务。但老挝政府对合法种植大麻和使用大麻的法律尚未通过，公司获得种植大麻和使用大麻资质时间尚不确定。

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。实际控制人参与公司的重大经营决策，对公司日常经营及战略发展形成重大影响。

该公司自2008年上市以来股权结构基本保持稳定，截至2019年3月末，吴培生先生及其女儿吴琼瑛女士合计持有公司股权36.41%，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，经营范围为企业企业管理咨询、商务信息咨询（除商品中介）、品牌策划与管理。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，由于上述企业规模不大，公司是实际控制人体系内最重要的公司。

截至2019年3月末，吴培生先生持有该公司股份230,112,000股，占公司总股本的33.65%。其所持有公司股份累计被质押的数量为82,400,000股，占其所持股份比例35.81%，占公司总股本的12.05%。截至本评级报告出具日，吴培生先生所质押股份暂时不存在平仓风险，但新世纪评级仍将持续关注其质押风险情况。

近三年该公司关联交易规模不大。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（简称“集乘科技”）销售商品0.08亿元。2018年，集乘科技于2018年9月22日不再是公司关联方，于2018年1-9月，公司向集乘科技销售三角带、输送带等商品1,326.61万元，采购机物料、劳保用品等62.84万元。此外，2018年公司向浙江匠心智能科技有限公司关联采购浆轴、浆叶、大齿轮、驱动轴、导架、齿轮毂等249.73万元。截至2018年末，公司未被合并范围之外的关联方占用资金。

跟踪期内，该公司逐步改善法人治理结构，并进一步健全治理制度。根据公司出具的《三力士股份有限公司2018年度内部控制自我评价报告》，根据相关财务报告内部控制缺陷的认定标准，报告期内公司不存在财务报告内部控制重大、重要缺陷，也未发现内部控制重大、重要缺陷。保荐机构中天

国富证券有限公司对公司填写的《内部控制规则落实自查表》无异议。

根据该公司提供的 2019 年 5 月 13 日的《企业信用报告》，2016 年以来公司本部无债务违约情况。

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

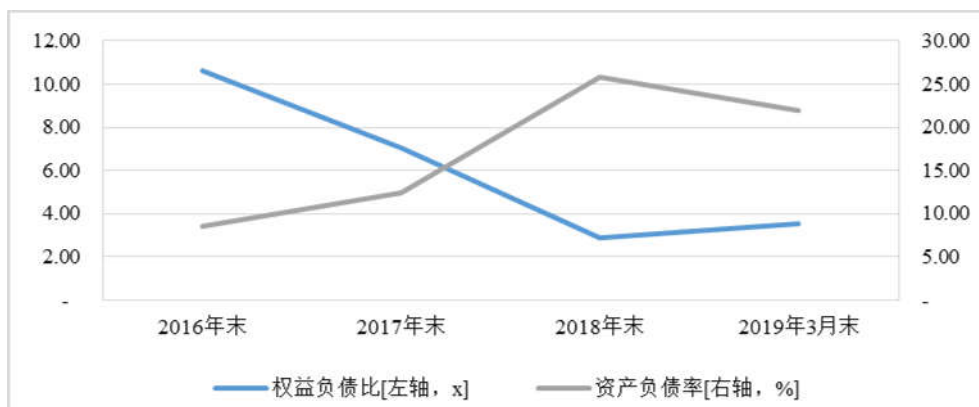
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016-2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、应用指南及其他相关规定，并按照财政部颁布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）的规定编制财务报表。

合并范围变化方面，2018 年，该公司纳入合并范围的子公司共 12 户，比上年度减少 2 户，分别为浙江三力士耕微量子网络工程有限公司（简称“耕微量子”）和山西三力士量子通信网络有限公司（简称“山西量子”）。截至注销前，耕微量子和山西量子未开展具体业务。上述合并范围的变化对公司的财务状况不构成实质影响。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 14. 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

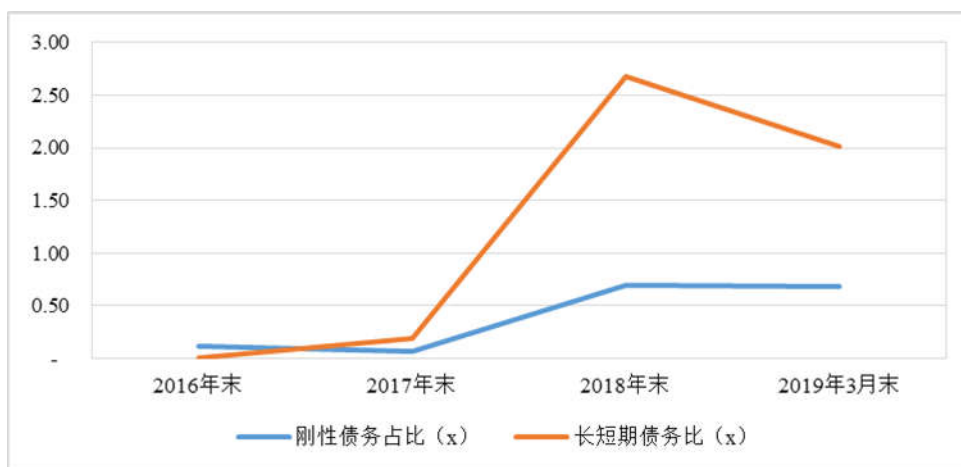
2016年以来，该公司负债规模增长较快，2016-2018年末分别为1.52亿元、2.46亿元和6.82亿元，分别较上年末增长22.17%、61.82%和176.85%，2018年末大幅增长主要系公司公开发行可转换公司债券所致。2016-2018年末，公司所有者权益分别为16.20亿元、17.29亿元和19.60亿元。公司经营积累增加及可转债转股是其净资产平稳增长的主要原因。截至2019年3月末，公司股本及资本公积合计9.29亿元，占净资产的44.36%；未分配利润为8.42亿元，占净资产的40.17%。2016-2018年公司分别支付股利0.66亿元、0.66亿元和0.33亿元。公司权益资本稳定性较易受股利分配政策的影响。

2016-2018年末，该公司资产负债率分别为8.59%、12.47%和25.82%，受到公司新增可转换债券影响，公司负债经营程度有所上升，但仍处于低水平。截至2019年3月末，公司总负债为5.90亿元，较年初减少13.52%，主要系可转债转股所致；所有者权益为20.95亿元，较年初增长6.90%，同期末资产负债率小幅降至21.97%。

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。公司目前在建项目为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，三力转债自2018年12月进入转股期后，截至2019年3月末，三力转债因转股减少147,652,300元（1,476,523张），转股数量为25,282,506股，剩余可转债余额为468,974,800元（4,689,748张）。随着可转换债券转股，公司财务杠杆将仍处于较低水平。

(2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
刚性债务 (亿元)	0.17	0.15	4.76	4.05
应付账款 (亿元)	0.77	1.04	1.11	0.75
其他应付款 (亿元)	0.05	0.29	0.06	0.13
应交税金 (亿元)	0.28	0.29	0.17	0.19

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
刚性债务占比 (%)	11.00	6.07	69.74	68.73
应付账款占比 (%)	50.44	42.07	16.31	12.72
其他应付款占比 (%)	3.37	11.64	0.92	2.17
应交税金占比 (%)	18.36	11.76	2.49	3.22

资料来源：根据三力士所提供数据绘制

2018 年以来，该公司刚性债务规模大幅增加，2018 年末占负债总额的 69.74%。同期末，公司应付账款为 1.11 亿元，较上年末增长 7.35%，主要系棉纱、原丝、炭黑等原料采购成本上升所致；年末应交税金为 0.17 亿元，主要系应付企业所得税 0.12 亿元；其他应付款为 0.06 亿元，主要为押金及保证金。从债务期限结构来看，公司于 2018 年发行可转换公司债券，长期债务规模有所上升。截至 2018 年末，公司长短期债务比由 2017 年末的 19.24% 升至 268.35%，即期债务偿付压力仍较小。

截至 2019 年 3 月末，受春节与供应商结算影响，应付账款较年初减少 0.36 亿元至 0.75 亿元，其他应付款较年初增加 0.07 亿元至 0.13 亿元。同期末，受益于公司可转换债券转股，刚性债务降至 4.05 亿元，截至 3 月末公司长短期债务比降至 200.81%。

(3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	0.17	0.15	0.19	0.51
其中：短期借款	0.15	0.15	0.15	0.15
应付票据	--	--	0.03	0.33
中长期刚性债务合计	0.00	0.00	4.57	3.54
综合融资成本 (%)	3.42	4.27	4.33	--

资料来源：根据三力士所提供数据整理

2018 年三力转债发行后，该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 2019 年 3 月末该公司银行借款 0.15 亿元，为子公司环能科技以房地产作为抵押物，向中国银行天台支行行的短期借款。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 2019 年 3 月末承债主体为公司本部。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 17. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业周期（天）	128.97	141.99	166.47	--
营业收入现金率（%）	105.90	101.71	100.09	68.77
业务现金收支净额（亿元）	2.65	1.75	1.71	0.16
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.44	-0.36	-0.58	-0.12
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.22	1.39	1.13	0.04
EBITDA（亿元）	3.14	2.41	1.80	--
EBITDA/刚性债务（倍）	18.61	15.19	0.73	--
EBITDA/利息支出（倍）	543.54	201.19	9.00	--

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。

该公司营业周期自 2016 年以来有所延长，主要系下游需求减弱，公司存货增加所致。2016-2018 年，公司营业收入现金率分别为 105.90%、101.71% 和 100.09%，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，2016-2018 年分别为 2.22 亿元、1.39 亿元和 1.13 亿元。公司经营性净现金流呈现下行趋势，2017 年主要系销售现金收入波动及原材料采购现金支出扩大等所致。2018 年公司支付路博橡胶股权投资款，导致支付的其他与经营活动的现金流上升，经营性现金流净额较同期有所下降。2019 年第一季度，公司营业收入现金率为 68.77%，主要系公司应收账款受季节性因素影响，一季度末相对较高；同期公司经营性净现金流为 0.04 亿元。

近三年该公司 EBITDA 以利润总额为主，随利润总额的减少而有所下降。2016-2018 年 EBITDA 分别为 3.14 亿元、2.41 亿元和 1.80 亿元。2018 年公司刚性债务规模增长较快，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖能力减弱，分别为 0.73 和 9.00。

(2) 投资环节

图表 18. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.50	-0.78	-4.25	-1.49
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.72	-0.84	-1.35	-0.82
投资环节产生的现金流量净额	-3.22	-1.62	-5.60	-2.31

资料来源：根据三力士所提供数据整理。

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。2016-2018 年，公司投资性净现金流分别为-3.22 亿元、-1.62 亿元和-5.60 亿元。其中，公司 2018 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 1.35 亿元。同期公司为了战略转型发展需要，参股杭州隐石网络科技有限公司、湖州长兴华晟投资合伙企业（有限合伙）和杭州谐云科技有限公司，投资支出增加。另外，2018 年，公司购买银行结构性存款 3 亿元，使得回收投资与投资支付净流出 4.25 亿元。

2019 年第一季度，该公司投资性净现金流为-2.31 亿元，主要系股权投资和参与设立产业基金的出资所致。

（3）筹资环节

图表 19. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一 季度
权益类净融资额	-0.58	-0.63	-0.14	0.00
债务类净融资额	-0.02	-0.01	6.04	-0.01
其中：现金利息支出	0.00	0.01	0.01	0.01
筹资环节产生的现金流量净额	-0.60	-0.65	5.90	-0.01

资料来源：根据光华科技所提供数据整理

2016-2018 年及 2019 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为 0.60 亿元、0.65 亿元、5.90 亿元和-0.01 亿元。2016-2018 年公司分配股利支出的现金分别为 0.66 亿元、0.66 亿元和 0.33 亿元。2018 年公司公开发行可转换公司债券，募集资金净额 6.04 亿元，使得公司当年债务类净融资额大幅上升。总的来看，公司目前筹资主要为可转换债券，新世纪将持续关注募投项目进展及可转换债券转股情况。2019 年第一季度，公司筹资性净现金流为-0.01 亿元，金额较小。

4. 资产质量

图表 20. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	11.24	9.68	14.99	15.55
	63.46	49.02	56.74	57.92

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
其中：货币资金（亿元）	7.22	6.15	7.79	5.61
应收账款（亿元）	0.51	0.56	0.64	1.23
存货（亿元）	1.56	2.23	2.63	2.59
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	6.48	10.07	11.43	11.30
	36.54	50.98	43.26	42.08
其中：固定资产（亿元）	4.19	4.19	4.01	3.92
在建工程（亿元）	0.08	0.82	1.90	1.89
无形资产（亿元）	1.63	1.74	1.67	1.65
生产性生物资产（亿元）	-	1.94	1.88	1.86
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.84	0.74	0.14	0.72
期末抵押融资余额（亿元）	0.15	0.15	0.15	0.15
受限资产账面余额/总资产（%）	4.74	3.75	0.53	2.68

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，随着募投项目的推进，公司非流动资产规模有所增长，但由于可转债资金一次性到账，流动资产规模更快增长，2018 年末公司非流动资产为 11.43 亿元，占总资产的比重为 43.26%，比上年末有所下降 7.72%。

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。2016-2018 年末固定资产基本稳定。截至 2018 年末，公司在建工程为 1.90 亿元，主要系凤凰创新园、绍兴三达厂区项目（年末余额分别为 1.78 亿元、0.09 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%。2018 年末公司将生物性资产的可回收金额与账面价值进行比较，生物性资产需计提减值损失 133.52 万元。

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。2018 年末，公司货币资金 7.79 亿元，不可动用货币资金为 0.14 亿元（期货保证金）。2018 年末，公司存货为 2.63 亿元，较上年末增长 18.01%，其中库存商品账面余额 1.76 亿元，较上年末增长 10.00%，主要系子公司路博橡胶生胶增加所致。因主要原材料价格波动，公司每年计提了存货跌价准备，2018 年计提 7.55 万元。另外，公司赊销规模小，应收账款规模较为稳定，2018 年末为 0.64 亿元。

截至 2019 年 3 月末，该公司总资产为 26.85 亿元，较年初增长 1.63%。其中受限资产总计 0.72 亿元，占资产总额的 2.68%。受限资产包括货币资金受限 0.22 亿元，固定资产受限 0.31 亿元，无形资产受限 0.20 亿元。总的来看，公司资产受限程度较低，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 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	738.49	468.71	809.62	793.07
速动比率 (%)	621.50	355.47	655.77	611.12
现金比率 (%)	488.33	318.16	432.69	522.59

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。2018 年末，公司流动比率为 809.62%，处于较好的水平。公司受限资金规模小，2018 年末速动比率和现金比率分别为 655.77%和 432.69%。

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 2019 年 3 月末，该公司有未决诉讼一起，系 2016 年 1 月 10 日，公司与中轩城乡建设有限公司签订《凤凰创新园项目策划及概念规划设计协议书》，约定由中轩城乡建设有限公司负责完成凤凰创新园项目策划及概念规划设计，合同总金额为 1,720.00 万元，公司根据协议约定支付了首期款 688 万元。因中轩城乡建设有限公司提交的策划成果未达公司预期，公司遂对其提起诉讼。2017 年 9 月 18 日，绍兴市柯桥区人民法院对该诉讼做出判决，判决结果为：冻结被申请人中轩城乡建设有限公司银行存款 700 万元或查封、扣押其相应价值的财产。后中轩城乡建设有限公司不服判决，遂提起上诉，截止 2019 年 3 月末尚无二审判决结果。公司对该笔款项单项计提了坏账准备 344 万元。除此之外，公司无需要披露的未决诉讼。

截至 2018 年末，该公司未对合并范围之外的公司提供担保。

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 2019 年 3 月末，公司合并口径的授信总额 1.20 亿元，其中宁波银行授信 1 亿元，中国银行授信 0.20 亿元。公司已使用授信额度 0.36 亿元，尚可使用授信额度为 0.85 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

本评级报告跟踪的可转换公司债券转股期限自可转债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，在可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债。此外，本次债券还设置了有条件赎回条款和回售条款以及附加回售条款。附转股价格向下修正条款、有条件回售条款、附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司有权决定按照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可转债：（1）在转股期内，公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。（2）未转股余额不足 3,000 万元时。

关于有条件回售条款，在本次可转债最后两个计息年度，如果该公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次可转债存续期内，若本次可转债募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

本次可转债一旦面临不能转股风险，相应会增加该公司本息支出压力，同时基于上述赎回和回售条款，本次可转债还可能面临存续期缩短的风险。

跟踪评级结论

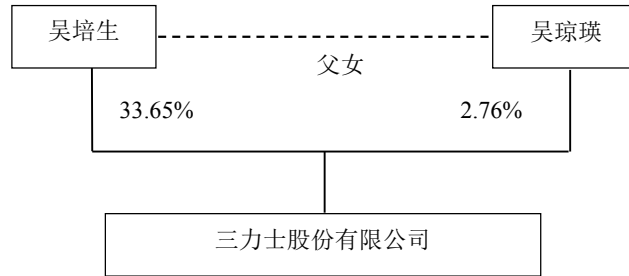
橡胶 V 带本身市场容量不大，需求增长较为有限，但该公司在橡胶 V 带市场地位稳固，产品市场占有率持续处于领先地位。近年来，受下游需求行业去产能、产业结构调整等影响，公司橡胶 V 带产销量有所下滑。公司业务结构单一，V 带业务面临一定的成长性压力，且盈利易受橡胶等原料价格波动的影响。同时，关注到公司已经开始涉足智能装备制造行业，其中无人潜器项目投资规模较大，何时实现批量化生产存在较大的不确定性；新业务与公司原有业务差异较大，跨行业运营将增加公司总部的管理压力。

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、原材料成本上涨压力，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)本次债券未转股风险。

附录一：

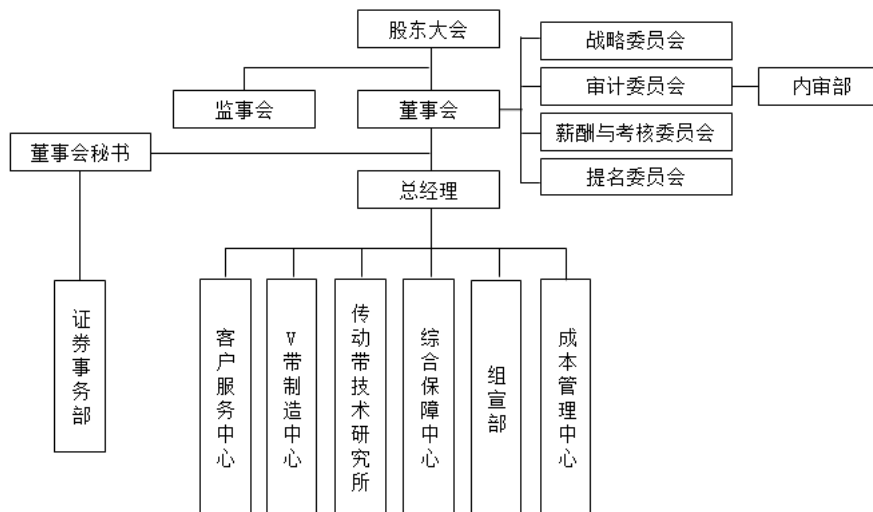
公司与实际控制人关系图



注：根据三力士提供的资料绘制（截至 2019 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 2019 年 3 月末）。

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 (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)	经营环节现金净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
三力士股份有限公司	三力士	-	-	橡胶 V 带	4.60	19.72	8.17	1.36	1.54	--	母公司口径
浙江三达工业用布有限公司	三达公司	子公司	100.00	线绳	--	2.09	0.60	0.02	-0.18	0.07	
西双版纳路博橡胶有限公司	路博橡胶	子公司	92.22 ⁵	橡胶	--	0.35	1.45	-0.11	0.02	--	
浙江环能传动科技有限公司	环能科技	子公司	67.71 ⁶	输送带	0.15	0.68	0.50	0.01	0.002	0.07	

注：根据三力士 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

⁵ 直接持股比例 49.72%，间接持股比例 42.50%

⁶ 直接持股比例 43.70%，间接持股比例 24.01%

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	17.72	19.76	26.42	26.85
货币资金 [亿元]	7.22	6.15	7.79	5.61
刚性债务[亿元]	0.17	0.15	4.76	4.05
所有者权益 [亿元]	16.20	17.29	19.60	20.95
营业收入[亿元]	8.36	9.02	9.19	1.86
净利润 [亿元]	2.23	1.60	0.79	0.23
EBITDA[亿元]	3.14	2.41	1.80	--
经营性现金净流入量[亿元]	2.22	1.39	1.13	0.04
投资性现金净流入量[亿元]	-3.22	-1.62	-5.60	-2.31
资产负债率[%]	8.59	12.47	25.82	21.97
权益资本与刚性债务比率[%]	9674.70	11566.07	412.04	516.79
流动比率[%]	738.49	468.71	809.62	793.07
现金比率[%]	488.33	318.16	432.69	522.59
利息保障倍数[倍]	462.42	157.20	6.04	3.89
担保比率[%]	--	--	--	--
营业周期[天]	128.97	141.99	166.47	--
毛利率[%]	43.20	36.19	32.26	38.54
营业利润率[%]	31.52	20.38	11.01	15.48
总资产报酬率[%]	15.95	10.04	5.24	--
净资产收益率[%]	14.53	9.56	4.28	--
净资产收益率*[%]	14.96	9.80	4.60	--
营业收入现金率[%]	105.90	101.71	100.09	68.77
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	160.06	77.70	57.64	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-72.60	-11.37	-96.25	--
EBITDA/利息支出[倍]	543.54	201.19	9.00	--
EBITDA/刚性债务[倍]	18.61	15.19	0.73	--

注：表中数据依据三力士经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 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 级、CCC 级（含）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（含）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。在被评债券存续期内，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。

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。