

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(2020)100728】

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/负面/AA/2020年6月28日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2019年6月21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	2017年	2018年	2019年	2020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	3.63	4.75	5.28	5.19
刚性债务	-	4.61	2.41	2.20
所有者权益	17.03	19.72	23.99	24.48
经营性现金净流量	0.69	1.54	2.26	-0.10
合并口径数据及指标:				
总资产	19.76	26.43	28.02	28.05
总负债	2.46	6.82	4.91	4.50
刚性债务	0.15	4.76	2.56	2.35
所有者权益	17.29	19.61	23.12	23.55
营业收入	9.02	9.19	9.46	1.53
净利润	1.60	0.80	1.29	0.19
经营性现金净流量	1.39	1.13	2.56	-0.19
EBITDA	2.41	1.81	2.39	--
资产负债率[%]	12.47	25.81	17.51	16.04
权益资本与刚性债务 比率[%]	11,566.07	412.17	901.70	1003.12
流动比率[%]	468.71	849.86	660.65	663.05
现金比率[%]	318.16	432.69	402.91	379.64
利息保障倍数[倍]	157.20	6.07	7.64	--
净资产收益率[%]	9.56	4.32	6.05	--
经营性现金净流量与 流动负债比率[%]	69.96	24.32	43.73	--
非筹资性现金净流量 与负债总额比率[%]	-11.37	-96.25	32.09	--
EBITDA/利息支出[倍]	201.19	9.03	10.16	--
EBITDA/刚性债务[倍]	15.19	0.74	0.65	--

注:根据三力士经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。2018年数据根据2019年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

分析师

何婕妤 hejieyu@shxsj.com
覃斌 qb@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。

主要优势:

- **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。**截至2020年3月末,三力士资产负债率为17.51%。公司财务杠杆水平较低,即期偿债压力较小。

主要风险:

- **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;跟踪期内,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。
- **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。
- **内控制度存在缺陷。**三力士存在实际控制人以投资方式、以提前支付工程款方式实质上占用公司资金,公司的内部控制未能防止或及时发现并纠正实际控制人的上述资金占用行为,构成财务报告内部控制重大缺陷。
- **后续融资压力。**2019年三力士审计报告被出具带强调事项段无保留意见,可能对公司后续融资带来不利影响。截至2020年3月末,公司

无银行授信额度，后续融资面临一定压力。

- 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，汇兑损失对公司盈利产生不利影响。
- 本次债券未转股风险。截至 2020 年 6 月 5 日，本次可转债已有 67.31% 转为公司股票，但若后续转股情况不理想，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，本评级机构给予公司主体信用等级为 AA⁻，但是考虑到公司内部控制存在重大缺陷、2019 年带强调事项段的审计报告可能对公司后续融资产生不利影响以及截至 2020 年 3 月末公司无银行授信额度等因素，决定调整评级展望为负面；认为三力转债还本付息安全性很强，并给予三力转债 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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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 1.0%、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。截至 2020 年 6 月 4 日，本次债券剩余可转债余额为 202,706,600 元，占发行总量的 32.69%。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	2.03	6 年	累进利率，目前 1.0%	2018/6/8	—	正常付息

资料来源：三力士（截至 2020 年 6 月 21 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”。该公司于 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。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司截至 2019 年 12 月 31 日止的《关于募集资金年度存放与使用情况的专项报告》进行鉴证，并出具《募集资金年度存放与使用情况鉴证报告》（信会师报字[2020]第 ZF10523 号），报告显示，截至 2019 年末，本次债券募集资金已使用 2.76 亿元（如图表 2 所示）。

¹本次可转债的初始转股价格为 7.38 元/股，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。

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（简称“智能装备”）。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该公司本部，原计划于 2019 年末达到预定可使用状态，但实际执行过程中，受项目建设基建条件未达到要求等因素影响，公司对相关设备的选型、采购的周期均有所延长，不能如期达到可使用状态。公司于 2020 年 6 月 6 日公告，将本项目预计完成时间延期至 2020 年 9 月 30 日前完成。目前系统处于研发测试阶段。

2019 年，该公司及子公司智能装备存在 7,418.00 万元募集资金被实际控制人违规占用的情况。截至 2019 年末，被占用的资金余额（含利息）为 7,254.13 万元。截至 2020 年 5 月末，上述被占用资金中 3,230.98 万元已用于募集资金项目，剩余金额 4,138.52 万元（含 2019 年度计提利息 254.73 万元，2020 年 1-5 月利息 115.37 万元）还回募集资金账户。此外，2019 年 11 月，公司使用募集资金支付非募投资项目固定资产购买款项 956.20 万元。截至 2020 年 5 月末，该部分款项已归还至募集资金账户。由于公司募投资金被违规使用，截至 2019 年末，公司募投资项目投资进度较低，随着被占用的募投资金归还募投账户，募投资项目投资进度加快。

图表 2. 截至 2019 年末本次债券所涉募投项目的投资计划（亿元、%）

项目名称	实施主体	总投资	2019 年末已投资	拟投入募集资金	募集资金已使用额	截至 2019 年末投资进度	达到预定可使用状态日期
年产 150 台智能化无人潜水器新建项目	智能装备	5.86	2.11	4.00	2.11	52.66	2021 年 6 月末
智能仓储配送中心建设项目		1.85	0.51	1.60	0.51	31.65	2020 年 6 月末
全自动控制系统项目	公司本部	0.61	0.15	0.44	0.15	33.27	2020 年 9 月末
总计	--	8.32	2.76	6.04	2.76	--	--

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

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已

进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中

外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

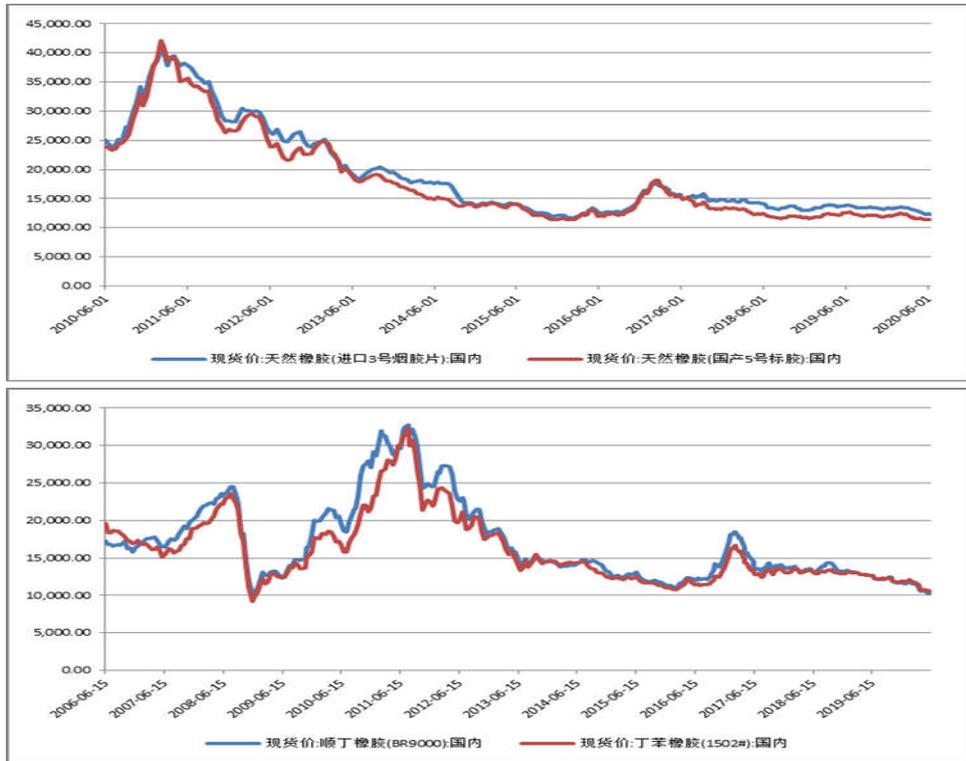
胶管胶带行业包括胶带与胶管两个细分行业。根据使用功能的不同，胶带又可分为传动带和输送带两大类。橡胶V带是传动带中产量最大、品种最多、用途最广泛的产品，是各种机械装置动力传动的主要器材，与实体经济运行情况相关性很强。

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，2019年我国商用车产销量出现了增长停滞甚至下滑，进而轮胎消费受到影响，下游需求低迷导致我国天然橡胶进口数量同比下降5.50%，为245.00万吨。2019年天然橡胶价格小幅上升。2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，天然橡胶市场价格总体下行。价格低迷、需求不旺、库存高企等多重压力导致现货市场交易平淡、期货市场做空情绪蔓延。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。2019 年国内合成橡胶产量逾 3700kt，同比增长 2.5%，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。受益于下游橡胶制品产业发展，跟踪期内我国合成橡胶产品进口依存度下降，从 2018 年的 42.35% 降至 34.08%。

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

2019 年橡胶工业销售收入较 2018 年同比下滑 0.8%，出口交货值同比下滑 1.98%，净利润同比增长 13.19%。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。2019 年 1-12 月胶管胶带主要下游行业产品生产整体呈现同比增长态势。其中，水泥 233,036 万吨，增长 6.1%；钢材 120,477 万吨，增长 9.8%；十种有色金属 5,842 万吨，增长 3.5%；发电量 71,422 亿千瓦时，同比增长 3.5%；原油加工量 65,198 万吨，增长 7.6%。但 2019 年汽车行业景气度下滑，全年汽车生产 2,552.8 万辆，同比减少 8%。其中轿车生产 1,018.2 万辆，同比减少 12.7%。新能源汽车生产 119 万辆，同比减少 0.6%。

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	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
4	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
5	对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分提高加征关税税率	自2019年6月1日0时起，部分胶带产品被列入加征25%关税商品清单。	2019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。

2020年是“十三五”规划检验的关键一年，根据《中国橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》要求，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%。2020年执行税率未发生变化。

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（2019 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	7.88	38.50	3.34	3.24	28.02	17.51	1.29	2.56
三维股份	2.67	26.37	1.22	1.25	44.38	34.74	2.19	1.50

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

跟踪期内该公司业务单一，收入及利润主要来自橡胶 V 带。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 带行业中产量、销量、市场占有率位居国内第一。

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-胶管胶带行业	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。2019 年，公司研发投入 0.35 亿元，占营业收入的 3.72%。

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。根据中国橡胶工业协会胶管胶带分会统计数据，公司的“三力士”商标、“三力士及图形”商标、“三力士 SANLUX 及图形”商标的品牌系列产品覆盖全国，其产量、销量、市场占有率等经济指标位居同行业第一。

(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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	9.02	9.19	9.46	1.53	1.86
其中：橡胶 V 带（亿元）	8.55	8.14	7.88	1.35	1.61
在营业收入中所占比重（%）	94.79	88.51	83.30	88.57	86.72
毛利率	36.19	32.26	35.08	32.69	38.54
其中：橡胶 V 带	36.91	34.30	38.50	37.82	41.07

资料来源：三力士

2017~2019 年，该公司营业收入分别为 9.02 亿元、9.19 亿元和 9.46 亿元，综合毛利率分别为 36.19%、32.26%和 35.08%。公司营业收入主要来源于橡胶 V 带业务，2019 年占营业收入的比重为 83.30%。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。

2019 年该公司橡胶 V 带实现收入 7.88 亿元，同比减少 3.19%，主要系下游需求减少，销量有所下降所致。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。同期橡胶 V 带的毛利率 35.08%，较上年增加 2.82 个百分点，主要系公司销售价格上升，同时公司生产所用原材料价格较低。

2020 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 1.35 亿元，占营业收入的 88.57%。公司综合毛利率为 32.69%，其中橡胶 V 带毛利率为 37.82%，较 2019 年小幅下降，主要系销售价格随原材料价格出现小幅下跌。

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，2019

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，受下游需求下降影响，2019 年产能利用率为 78.60%，较上年减少 1.42 个百分点。2020 年第一季度，公司产能利用率为 44.06%，产能利用率偏低主要受新冠疫情影响，开工不足所致。

图表 8. 该公司橡胶 V 带产能及产量情况（单位：亿 Am，%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
产能 ²	4.25	4.25	4.25	1.06
产量	3.51	3.40	3.34	0.47
产能利用率	82.70	80.02	78.60	44.06

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。2019 年及 2020 年一季度公司前五大供应商合计采购金额占年度采购总额分别为 28.71% 和 28.11%，供应商集中度尚可。

该公司生产涉及的原材料包括橡胶、棉纱、炭黑及原丝等，受下游需求减少影响，公司原材料采购量有所减少。跟踪期内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	2017 年度			2018 年度			2019 年度			2020 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	1.76	1.40	1.26	1.43	1.40	1.02	1.03	0.95	1.09	0.08	0.08	1.05
棉纱	1.12	0.88	1.27	0.60	0.43	1.40	0.66	0.43	1.53	0.10	0.07	1.45
原丝	0.29	0.27	1.07	0.38	0.31	1.23	0.21	0.18	1.17	0.01	0.01	0.95
炭黑	0.42	0.84	0.50	0.46	0.72	0.64	0.44	0.67	0.66	0.05	0.09	0.54

² 产能采取加权平均产能

项目	2017 年度			2018 年度			2019 年度			2020 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
合计	3.59	3.39	--	2.87	2.86	--	2.34	2.23	--	0.24	0.25	--

注：根据三力士提供的数据绘制

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，经销商在限定底价基础上，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，分散度较高，终端客户主要是港口、钢铁等大型企业。2019 年和 2020 年一季度，公司橡胶 V 带产品前五大客户销售占比分别为 16.46%和 19.75%。

图表 10. 近三年一期公司 V 带的销量及产销率变化

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
销量（亿 Am）	3.48	3.39	3.24	0.57
产销率（%）	99.20	99.70	97.21	121.78
销售均价（元/Am）	2.45	2.40	2.43	2.37

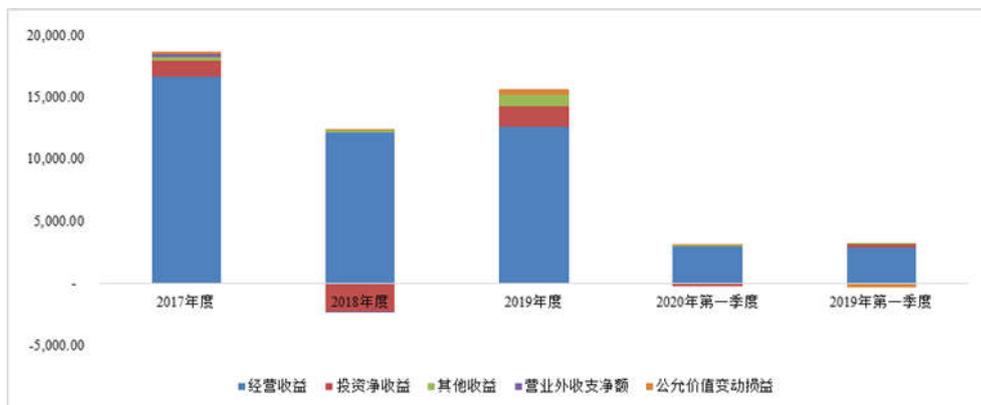
资料来源：三力士

2019 年受下游需求减弱影响，该公司橡胶 V 带产品销售量同比减少 4.42%。但同期橡胶价格小幅上涨，带动橡胶 V 销售均价同比增长 1.25%。2020 年一季度，由于开工不足，产销率偏高。跟踪期内公司橡胶 V 带出口销售额占比 15%左右，主要向香港、日本等经销商销售。

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，按照经销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。

(2) 盈利性

图表 11. 公司盈利来源结构（单位：万元）



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

2017-2019年，该公司毛利分别为3.26亿元、2.97亿元和3.32亿元。2019年，公司毛利较上年上升，主要系橡胶V带销售价格上涨，提升公司综合毛利水平。2020年第一季度，公司毛利为0.50亿元，受新冠疫情影响，橡胶V带量价齐跌，导致毛利有所下降。

2017-2019年，该公司期间费用率分别为15.63%、14.24%和16.02%。2019年，公司期间费用率较上年增加1.84个百分点，一方面系公司收入规模有所下降，另一方面系研发支出增加。从期间费用结构看，以研发支出为主的管理费用占期间费用的比例为73.99%，2019年管理费用为1.12亿元，同比增长20.49%，其中研发费用由上年0.29亿元增至0.35亿元。此外，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。2019年汇兑损益为-0.07亿元。2020年第一季度，公司期间费用率为12.14%，受益于利息收入的增加，公司期间费用率有所下降。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年第一季度
营业收入合计（亿元）	9.02	9.19	9.46	1.53
毛利（亿元）	3.26	2.97	3.32	0.50
期间费用率（%）	15.63	14.18	16.02	12.14
其中：财务费用率（%）	0.77	-1.14	-0.54	-3.23
全年利息支出总额（亿元）	0.01	0.20	0.23	0.05
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

2017-2019年，该公司净利润分别为1.60亿元、0.80亿元和1.29亿元。公司利润主要来自营业毛利，2019年投资收益主要来源于公司理财产品收益，投资收益较上年大幅改善，主要系公司通过期货市场操作对冲橡胶价格波动风

险，2018 年公司因期货套保投资亏损 2,071.16 万元，2019 年期货套保亏损减至 175.06 万元。由于近年来公司在橡胶期货交易持续亏损，未来将不再从事橡胶期货交易；2019 年公司其他收益 896.84 万元，包括人才开发专项基金、社保返还、项目资金补助等；公司公允价值变动损益主要系投资杭州谐云科技有限公司股权导致的损益变动。2020 年 1-3 月，公司实现净利润 0.19 亿元，主要是受新冠疫情影响，下游需求减弱所致。

图表 13. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
投资净收益	1,291.15	-2,268.77	1,643.22	-262.64
其他收益	281.51	184.01	896.84	89.22
营业外收支净额	311.28	-17.96	-3.07	22.28
公允价值变动损益	139.18	100.75	429.33	14.25

资料来源：根据三力士所提供数据整理

（3）运营规划/经营战略

未来公司将在稳固原有主业的基础上，拓展智能装备制造领域和量子通信领域，实现公司战略转型。

2020 年 6 月根据公司公告，因业务发展需要，该公司全资子公司浙江三力士智能传动科技有限公司（以下简称“智能传动”）拟在台州市天台县苍山产业集聚区新建产业园行政办公楼，橡胶 V 带、传动带生产车间及仓储等厂房，实施年产 5 亿 A 米橡胶传动带智能化产业园建设项目。项目预计总投资 91,650 万元，项目资金拟由公司自筹，具体融资计划尚未确定。该建设项目总建筑面积约 25 万平方米。项目建设期约为 2 年，计划于 2020 年 9 月开工。该项目的开展将一定程度上增加公司的资本支出，公司刚性债务将有所上升，且考虑到近年来橡胶 V 带需求放缓，项目投入面临产出风险，新世纪评级将持续关注项目的投资进展。

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。

管理

跟踪期内，该公司产权结构稳定，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。截至 2019 年末，实际控制人占用公司资金 2.78 亿元，公司内部控制存在重大缺陷。截至本报告出具日，公司对公司章程、募集资金管理制度、授权管理制度、防范大股东及关联方占用公司资金制度均进行了修订，新世纪评级将持续关注公司内控制度完善情况。

截至 2020 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 34.13%，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，吴琼瑛女士为长兴德铭企业管理咨询合伙企业（有限合伙）（简称“长兴德铭”）的执行事务合伙人，并通过长兴德铭投资众乘（青岛）科技服务集团有限公司（简称“众乘科技”）。众乘科技经营范围包括传动系统集成研发、商业经营管理服务、品牌策划与管理、企业管理咨询等。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。

截至 2020 年 3 月末，吴培生先生持有该公司股份 23,011.20 万股，占公司总股本的 31.54%。其所持有公司股份累计被质押的数量为 8,800 万股，占其所持股份比例 38.24%，占公司总股本的 12.06%。股权质押平均成本在 2.84 元/股，资金用于个人投资及消费需求。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。

2019 年 10 月该公司实际控制人之一的吴培生先生因公司经营发展需要，辞去公司董事长、战略委员会主任委员、提名委员会委员、审计委员会委员的职务。吴培生的女儿吴琼瑛为公司董事长、战略委员会主任委员、提名委员会委员与审计委员会委员。同年 11 月，公司法定代表人由吴培生变更为吴琼瑛。此外，2020 年 2 月公司生产总监吴琼明和独立董事徐文英辞职。跟踪期内，公司高管发生一定变动，公司称对其生产经营运作不造成重大影响。

跟踪期内该公司关联采购规模较小。2019 年公司向浙江匠心智能科技有限公司关联采购桨轴、桨叶、大齿轮、驱动轴、导架、齿轮毂等 111.75 万元。

跟踪期内，根据立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《三力士股份有限公司内部控制鉴证报告》（信会师报字【2020】第 ZF10522 号），该报告对公司内部控制有效性出具了否定意见。主要基于公司财务报告内部控制存在如下重大缺陷：公司及其子公司存在被实际控制人以投资方式实质上占用公司资金、以提前支付工程款方式实质上占用公司资金的情况。公司的内部控制未能防止或及时发现并纠正实际控制人的上述资金占用行为，构成财务报告内部控制重大缺陷。截至 2019 年末，公司被实际控制人吴琼瑛女士占用资金 27,847.60 万元。截至 2019 年审计报告出具日，资金占用余额（含利息）已全部收回。

跟踪期内，该公司对公司章程、募集资金管理制度、授权管理制度、防范大股东及关联方占用公司资金制度均进行了修订，完善了公司内部控制制度。

《公司章程》方面，对董事长职权进行了修订，在董事会闭会期间，董事长对外投资、收购出售资产、资产抵押、委托理财、委托贷款等事项决策的权力方面，新增需经董事会授权；若公司资产负债率不超过 70%，经董事

会授权，董事长有权决定的贷款及财产或所有者权益的抵押、质押事项，单笔金额由原先的占最近一期公司经审计净资产 10%降至 5%以下。

《募集资金管理制度》方面，该公司在募集资金存储、募集资金使用、募集资金用途变更、募集资金管理与监督等方面做了规定。

《授权管理制度》方面，该公司完善了公司股东大会对董事会的授权、董事会对董事长、总经理的授权及公司在具体经营管理过程中的必要授权。

《防范大股东及关联方占用公司资金制度》方面，该公司设立防范大股东及关联方资金占用领导小组，领导小组由公司董事长、总经理、财务负责人、董事会秘书及具有财务专业背景的独立董事组成。公司总经理负责公司日常资金管理工作，财务负责人协助总经理加强对公司财务过程的控制，监控大股东及关联方与公司的资金、业务往来。公司财务部门定期对下属各公司进行检查，并及时上报与大股东及关联方非经营性资金往来的审查情况，杜绝大股东及关联方的非经营性占用资金的情况发生。公司内部审计部门负责关联方资金占用情况的定期专项核查或不定期抽查，并向董事会审计委员会做出书面报告。公司董事会按照权限和职责审议批准公司与大股东及关联方通过采购和销售等生产经营环节开展的关联交易事项，其资金审批和支付流程，必须严格执行关联交易协议和资金管理有关规定。公司下属各子公司与公司控股股东及关联方开展采购、销售等经营性关联交易事项时，必须签订有真实交易背景的经济合同。由于市场原因，致使已签订的合同无法如期执行的，应详细说明无法履行合同的实际情况，经合同双方协商后解除合同，作为已预付款退回的依据。

根据该公司提供的 2020 年 6 月 10 日的《企业信用报告》，跟踪期内公司本部无债务违约情况。

财务

跟踪期内随着该公司可转债转股，刚性债务规模下降。公司主业资金回笼能力较强，负债经营程度较低，短期内公司即期偿债压力较小。公司货币资金充足，资产受限比例较低，但公司 2019 年审计报告被出具带强调事项段的无保留意见，对公司后续融资将带来不利影响。截至 2020 年 3 月末，公司无银行授信额度。本次可转债一旦面临不能转股，公司面临较大的本息支出压力。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年财务报表进行了审计，其中，2017-2018 年均出具了标准无保留意见的审计报告；2019 年出具带强调事项段的无保留意见的审计报告。带强调事项段主要基于以下事项：公司存在实际控制人以投资方式实质上占用公司资金、以提前支付工程款方式实质上占用公司资金，2018 年度、2019 年度本息合计分别为 7,452.56 万元和 25,748.75 万元的情况。截至 2019 年审计报告出具日，上

述被占用的资金已经收回。

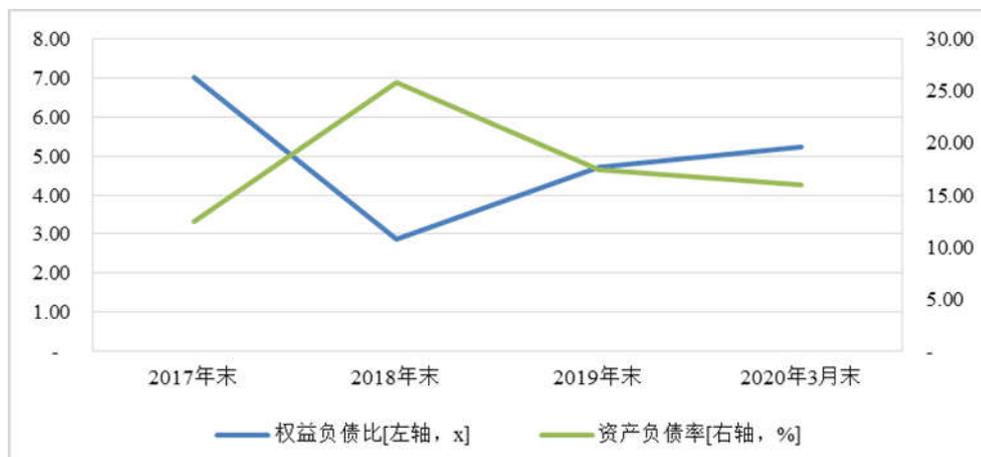
该公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

合并范围变化方面，2019年，该公司纳入合并范围的子公司共13户，比上年度增加1户，系公司控股子公司如般量子科技有限公司发起设立南京如般量子科技有限公司，持股比例100%。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

2019年度，三力转债因转股减少35,804.01万元，转股数量为61,313,908股，该公司股份增加61,313,908股。随着可转换公司债券转股，该公司负债规模有所下降，2019年末，公司负债总额为4.91亿元，较上年末减少28.05%。同期末，公司所有者权益增长17.91%至23.12亿元。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。2017-2019年公司分别支付股利0.66亿元、0.33亿元和0.10亿元。截至2020年3月末，公司股本及资本公积合计12.06亿元，占净资产的51.21%；未分配利润为9.42亿元，占净资产的40.02%。公司权益资本稳定性较易受股利分配政策的影响。

2017-2019年及2020年3月末，该公司资产负债率分别为12.47%、25.82%、17.51%和16.04%，跟踪期内公司负债经营程度有所下降，主要系可转债转股所致。

总的来看，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，随着可转换债券转股，公司财务杠杆处于较低水平。

(2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据三力士所提供数据绘制

2019 年以来, 该公司刚性债务规模下降, 2019 年末占负债总额的 52.24%。同期末, 公司应付账款为 1.36 亿元, 较上年末增长 22.05%, 主要系募投资项目采购货款增加所致; 其他应付款为 0.03 亿元, 主要为押金及保证金。从债务期限结构来看, 2019 年随着可转债转股, 公司长期债务规模有所下降。截至 2019 年末, 公司长短期债务比由 2018 年末的 268.35% 降至 97.81%, 即期债务偿付压力仍较小。

截至 2020 年 3 月末, 受新冠疫情影响, 采购量下降, 应付账款较年初减少 0.18 亿元至 1.18 亿元, 其他应付款小幅增至 0.04 亿元。同期末, 受益于公司可转换债券转股, 应付债券减至 1.65 亿元, 公司长短期债务比降至 80.59%。

(3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	0.15	0.19	0.50	0.70
其中: 短期借款	0.15	0.15	0.15	0.15

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
交易性金融负债	0.00	-	0.02	0.02
应付票据	--	0.03	0.33	0.53
其他短期刚性债务	0.00	0.01	0.01	0.01
中长期刚性债务合计	--	4.57	2.07	1.65
其中：应付债券	--	4.57	2.07	1.65

资料来源：根据三力士所提供数据整理

截至 2019 年末，该公司刚性债务为 2.56 亿元。从债务结构来看，短期借款 0.15 亿元，为子公司环能科技以房地产作为抵押物，在中国银行天台支行行的短期借款；应付票据 0.33 亿元，较上年增加 0.29 亿元，主要系向浙江三达工业用布有限公司支付线绳，开立的一笔 30% 保证金的银行承兑汇票；应付债券 2.07 亿元，较上年末减少 54.77%，系可转债转股所致。2020 年 3 月末，随着公司可转债转股，公司刚性债务规模降至 2.35 亿元。其中应付票据增至 0.53 亿元，主要系向子公司西双版纳博荣商贸有限公司采购橡胶。

整体看，跟踪期内随着可转债转股，该公司刚性债务规模有所下降，偿债压力不大。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	141.99	166.47	172.20	-
营业收入现金率（%）	101.71	100.09	110.51	37.91
业务现金收支净额（亿元）	1.75	1.71	3.17	-0.16
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.36	-0.58	-0.61	-0.03
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.39	1.13	2.56	-0.19
EBITDA（亿元）	2.41	1.81	2.39	0.30
EBITDA/刚性债务（倍）	15.19	0.74	0.65	0.12
EBITDA/全部利息支出（倍）	201.19	9.03	10.16	5.69

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。

2017-2019 年该公司营业周期分别为 141.99 天、166.47 天和 172.20 天，2019 年随着下游需求减弱，公司应收客户账期拉长，营业周期上升。2017-2019 年，公司营业收入现金率分别为 101.71%、100.09% 和 110.51%，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，2017-2019 年分别为 1.39 亿元、1.13 亿元和 2.56 亿元。受益于公司销售现金

收入增加，同时原材料采购价格下降，现金支付的采购额较小，经营性现金流净额较同期有所上升。2020 年第一季度，公司营业收入现金率为 37.91%，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-0.19 亿元。

跟踪期内，该公司净利润保持增长，2019 年 EBITDA 增至 2.39 亿元，EBITDA 对利息支出的覆盖能力增强，为 10.16；但由于 2018 年公司刚性债务规模增长较快，EBITDA 对刚性债务的保障程度较上年有所减弱，为 0.65。

(2) 投资环节

图表 18. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.78	-3.51	2.57	-0.03
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	-0.84	-1.35	-1.44	-0.49
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-0.74	-1.81	0.03
投资环节产生的现金流量净额	-1.62	-5.60	-0.68	-0.49

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。2017-2019 年，公司投资性净现金流分别为-1.62 亿元、-5.60 亿元和 -0.68 亿元。其中，公司 2019 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 1.44 亿元。同期公司对子公司浙江凤颐创业投资有限公司增资 2 亿元，投资支出增加；另外公司银行理财产品到期 3 亿元，使得回收投资与投资支付净流入 2.57 亿元。

2020 年第一季度，该公司投资性净现金流为-0.49 亿元，主要系可转债募投项目资金投入增加所致。

(3) 筹资环节

图表 19. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
权益类净融资额	-0.63	-0.14	-0.10	0.00
债务类净融资额	-0.01	6.04	-0.03	-0.01
其中：现金利息支出	0.01	0.01	0.03	0.01
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	--	--	--	-0.21
筹资环节产生的现金流量净额	-0.65	5.90	-0.13	-0.22

资料来源：根据三力士所提供数据整理

2016-2018 年，该公司筹资性现金净流量分别为-0.65 亿元、5.90 亿元和 -0.13 亿元。2016-2018 年公司分配股利支出的现金分别为 0.66 亿元、0.33 亿元和 0.10 亿元。2019 年公司可转换公司债转股，债务类净融资额下降。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，公司通过回购专用证券账户以集中

竞价交易方式累计回购股份数量 3,050,000 股，约占公司总股本的 0.42%，成交总金额为 0.21 亿元（不含交易费用），从而导致公司筹资性净现金流净流出 0.22 亿元。

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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	9.68	15.74	16.39	16.52
	49.02	59.55	58.48	58.90
其中：货币资金（亿元）	6.15	7.79	9.71	9.22
应收款项（亿元）	0.56	0.64	0.67	1.24
存货（亿元）	2.23	2.63	2.31	2.32
其他应收款（亿元）	0.08	0.92	2.80	2.89
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	10.07	10.69	11.63	11.53
	50.98	40.45	41.52	41.10
其中：固定资产（亿元）	4.19	4.01	3.87	3.75
在建工程（亿元）	0.82	1.90	3.22	3.27
无形资产（亿元）	1.74	1.67	1.59	1.57
生产性生物资产（亿元）	1.94	1.88	1.57	1.56
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.74	0.14	0.68	1.05
受限资产账面余额/总资产（%）	3.75	0.53	2.43	3.74

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，2019 年末公司非流动资产为 11.63 亿元，占总资产的比重为 41.52%，比上年末有所上升 8.85%。

2019 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，2017-2019 年末固定资产基本稳定。截至 2019 年末，公司在建工程为 3.22 亿元，较上年末增加 1.32 亿元。其中，凤凰创新园项目本期增加 0.99 亿元至 2.77 亿。同期末，生产性生物资产 1.57 亿元，较上年末减少 0.31 亿元，主要为路博橡胶的 52.71 万株橡胶树以可回收金额与账面价值进行比较，生物性资产计提减值准备 0.25 万元。

从流动资产构成看，该公司以货币资金、存货和应收账款等构成。2019 年末，公司货币资金 9.71 亿元，其中受限货币资金为 0.19 亿元。2019 年末，公司存货为 2.31 亿元，较上年末减少 12.25%，其中库存商品账面余额 1.45 亿元，较上年末减少 17.61%，主要系子公司路博橡胶对外出售增加所致。因主要原材料价格波动，公司每年计提了存货跌价准备，2019 年计提 85.84 万元。另外，公司赊销规模小，应收账款规模较为稳定，2019 年末为 0.67 亿元。2019 年末公司其他应收款 2.80 亿元，较上年末增加 1.88 亿元，主要系应收实际控制人吴琼瑛占款 2.58 亿元。

截至 2020 年 3 月末，该公司总资产为 28.05 亿元。其中受限资产总计 1.05

亿元，占资产总额的 3.74%。受限资产包括货币资金受限 0.56 亿元，固定资产受限 0.29 亿元，无形资产受限 0.20 亿元。总的来看，公司资产受限比例较低。

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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	468.71	849.86	660.65	663.05
速动比率 (%)	355.47	696.02	557.78	559.96
现金比率 (%)	318.16	432.69	402.91	379.64

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。2019 年末，公司流动比率为 660.65%，处于较好的水平。公司受限资金规模小，2019 年末速动比率和现金比率分别为 557.78%和 402.91%。

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

根据该公司提供的 2019 年审计报告显示，截至 2019 年末，公司无对外担保，亦无重大诉讼、仲裁事项。

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，截至 2019 年末，公司本部总资产为 28.55 亿元，主要包括 1.57 亿元的存货、1.73 亿元的固定资产、1.73 亿元的在建工程、15.66 亿元的长期股权投资和 5.28 亿元的货币资金；总负债为 4.56 亿元，主要包括 2.41 亿元的刚性债务及 0.75 亿元的其他应付款；所有者权益为 23.99 元。2019 年公司本部实现收入 7.90 亿元，净利润 1.64 亿元；经营性现金净流量为 2.26 亿元。总的来看，本部财务杠杆处于较低水平。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

截至 2020 年 3 月末，该公司在金融机构没有授信额度。但作为上市主体，公司直接融资渠道较为通畅。

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。

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何一种出现时，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。

本次可转债一旦转股情况不理想，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

跟踪期内该公司业务单一，收入及利润主要来自橡胶 V 带。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。

跟踪期内，该公司产权结构稳定，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。截至 2019 年末，实际控制人占用公司资金 2.78 亿元，公司内部控制存在重大缺陷。截至本报告出具日，公司对公司章程、募集资金管理制度、授权管理制度、防范大股东及关联方占用公司资金制度均进行了修订，完善了公司内部控制制度。

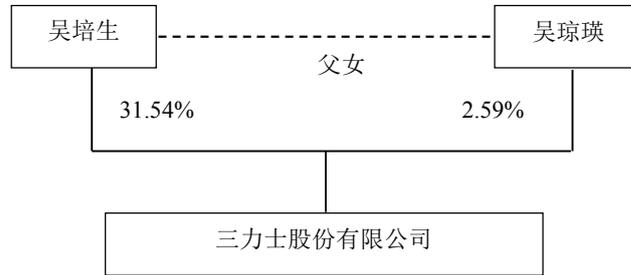
跟踪期内随着该公司可转债转股，刚性债务规模下降。公司主业资金回笼能力较强，负债经营程度较低，短期内公司即期偿债压力较小。公司货币资金充足，资产受限比例较低，但公司 2019 年审计报告被出具带强调事项段的无保留意见，对公司后续融资将带来不利影响。截至 2020 年 3 月末，公司无银行授信额度。本次可转债一旦转股情况不理想，公司面临较大的本息支

出压力。

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)带强调事项段的审计意见对公司后续融资影响；(5)公司内部控制制度完善情况；(6)本次债券未转股风险。

附录一：

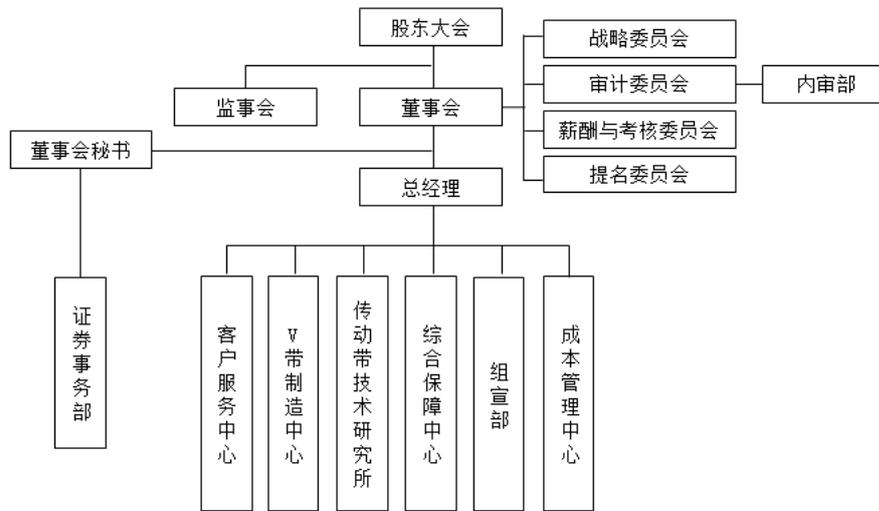
公司与实际控制人关系图



注：根据三力士提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019 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	2.41	23.99	7.90	1.64	2.26	--	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	--	2.08	0.57	-0.009	0.50	--	
西双版纳路博橡胶有限公司	路博橡胶	子公司	92.22 ³	橡胶	--	0.35	1.63	-0.02	0.005	--	
浙江环能传动科技有限公司	环能科技	子公司	67.71 ⁴	输送带	0.15	0.70	0.56	0.02	-0.01	--	

注：根据三力士 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

³ 直接持股比例 49.72%，间接持股比例 42.50%

⁴ 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	19.76	26.43	28.02	28.05
货币资金 [亿元]	6.15	7.79	9.71	9.22
刚性债务[亿元]	0.15	4.76	2.56	2.35
所有者权益 [亿元]	17.29	19.61	23.12	23.55
营业收入[亿元]	9.02	9.19	9.46	1.53
净利润 [亿元]	1.60	0.80	1.29	0.19
EBITDA[亿元]	2.41	1.81	2.39	0.30
经营性现金净流入量[亿元]	1.39	1.13	2.56	-0.19
投资性现金净流入量[亿元]	-1.62	-5.60	-0.68	-0.49
资产负债率[%]	12.47	25.81	17.51	16.04
权益资本与刚性债务比率[%]	11,566.07	412.17	901.70	1,003.12
流动比率[%]	468.71	849.86	660.65	663.05
现金比率[%]	318.16	432.69	402.91	379.64
利息保障倍数[倍]	157.20	6.07	7.64	5.69
担保比率[%]	--	--	--	--
营业周期[天]	141.99	166.47	172.20	--
毛利率[%]	36.19	32.26	35.08	32.69
营业利润率[%]	20.38	11.07	16.49	15.91
总资产报酬率[%]	10.04	5.27	6.59	--
净资产收益率[%]	9.56	4.32	6.05	--
净资产收益率*[%]	9.80	4.63	6.31	--
营业收入现金率[%]	101.71	100.09	110.51	37.91
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	77.70	57.64	118.37	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.37	-96.25	32.09	--
EBITDA/利息支出[倍]	201.19	9.03	10.16	--
EBITDA/刚性债务[倍]	15.19	0.74	0.65	--

注：表中数据依据三力士经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。2019 年数据根据 2019 年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

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 06 月）
- 《基础化工行业信用评级方法》（发布于 2018 年 04 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。