



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪940号

江南模塑科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及其
贵公司已发行的“江南模塑科技股份有限公司公开发行A
股可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚
信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等
级为AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年十二月三十一日

江南模塑科技股份有限公司 公开发行 A 股可转换公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	江南模塑科技股份有限公司		
发行规模	人民币 8.1366 亿元		
存续期限	2017/6/2-2023/6/1		
上次评级时间	2016/6/28		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

2016 年以来，江南模塑科技股份有限公司（以下简称“模塑科技”或“公司”）总体保持了良好的发展态势。公司所处的塑化汽车装饰件行业发展前景良好；公司装饰件行业地位领先，竞争优势较强；公司融资渠道较畅通，具有很强的综合竞争实力和偿债能力。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司经营业务盈利能力下滑、客户集中度较高、未来存在较大规模的资本支出，以及利润分配及可供出售金融资产公允价值波动对公司资本结构的影响等因素对公司信用状况的影响。

综上，中诚信证评维持江南模塑科技股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；维持“江南模塑科技股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

正面

- 行业发展前景好。近年来，作为汽车工业发展重要支撑的零部件伴随着汽车市场的增长而快速扩张，同时，随着塑料工业的快速发展，车用塑料使用力度不断加大，塑化汽车装饰件行业发展前景良好。
- 汽车装饰件行业地位领先，竞争优势较强。截至 2017 年 9 月末，公司具备 220 万套/年的保险杠生产能力，为国内保险杠行业的龙头企业，且目前正在美国和墨西哥建厂，产能还将进一步提升。公司生产基地覆盖东北、京津、长三角及中部汽车产业集群，市场份额领先，具有较强的区域覆盖优势和规模优势。
- 融资渠道较畅通。公司与多家金融机构保持了良好合作关系，截至 2017 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 25.35 亿元，其中未使用授信余额 7.16 亿元，为公司提供了一定的流动性支持。同时公司作为上市公司，股权融资渠道的合理运用将有助于降低公司的负债压力。

概况数据

模塑科技	2014	2015	2016	2017.9
所有者权益（亿元）	13.90	24.12	31.03	31.10
总资产（亿元）	39.29	45.58	59.34	67.94
总债务（亿元）	16.72	11.11	15.74	24.35
营业总收入（亿元）	33.95	31.36	31.91	25.51
营业毛利率（%）	23.40	23.50	22.30	20.67
EBITDA（亿元）	4.99	5.51	4.80	-
所有者权益收益率（%）	17.90	12.29	6.00	4.24
资产负债率（%）	64.61	47.07	47.71	54.23
总债务/EBITDA (X)	3.35	2.02	3.28	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.91	9.33	9.83	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017 年前三季度的所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

田 聪 ctian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 12 月 21 日

关 注

- 公司经营性业务利润下滑。2016 年公司新增医疗服务业务，该板块前期投入大，短期内亏损，导致公司经营性业务利润明显下滑，公司 2016 年实现经营性业务利润 0.97 亿元，同比减少 51.41%；2017 年前三季度公司经营性业务利润 0.30 亿元。
- 客户集中度较高。由于公司与国内主要汽车制造商建立了长期合作关系，根据配套汽车厂商需求生产，公司客户集中度一直处于较高水平，2014~2016 年以及 2017 年上半年，前五大客户销售额占比分别为 78.82%、80.42%、78.30% 和 74.38%，虽然整体呈下降趋势，但对大客户的依赖程度依旧较高，具有一定集中度风险。
- 资本支出压力加大。公司为强化与宝马集团的合作关系和进军海外市场，募集资金在美国和墨西哥投资项目，公司债务规模增长较快，截至 2017 年 9 月末公司总债务达 24.35 亿元，其中短期债务规模为 16.07 亿元，且未来较大的投资规模将使得公司面临较大的资本支出压力。
- 利润分配政策的变动及可供出售金融资产公允价值波动对公司资本结构的影响。公司所有者权益中未分配利润及其他综合收益占有较大比重，若后期公司股利分配政策发生变化，实施大规模分红，将削弱公司自有资本实力；受金融市场波动影响，截至 2017 年 9 月末，公司可供出售金融资产账面较年初下降 22.99%。中诚信证评将持续关注公司股利分配及可供出售金融资产对公司资本结构的稳定性的影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

2017年6月2日,模塑科技发行8.1366亿元A股可转换公司债券。本次发行可转债的募集资金用于墨西哥塑化汽车饰件建设项目和美国塑化汽车饰件建设项目两个投资项目。截至2017年6月28日,公司使用募投资金5.64亿元(外币按截止日中国人民银行公布的人民币对该外币的外汇中间价折算成人民币)置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金,剩余款项将根据项目进度投入,募集资金不足部分由公司自筹解决。目前,公司使用2.00亿元闲置募集资金暂时补充流动资金,使用期限自董事会审议通过之日起不超过12个月。公司承诺闲置募集资金用于补充流动资金到期后,公司将及时归还至募集资金专用账户,不影响募集资金投资项目的正常进行。公司资金投向符合《江南模塑科技股份有限公司公开发行A股可转换公司债券募集说明书》的规定。

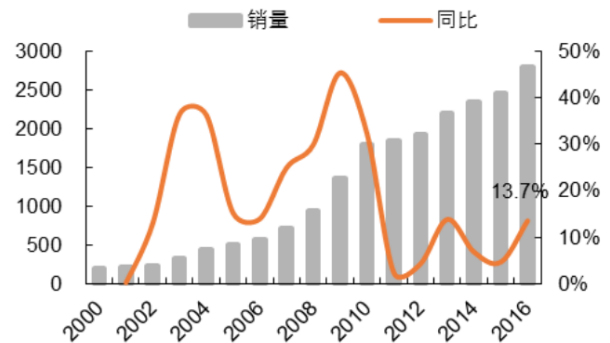
行业关注

2016年以来我国汽车行业销量增速有所回升,为汽车零部件行业提供了良好的发展机遇

作为全球汽车市场份额最大的国家和增长最快的汽车市场,我国在2016年实现了汽车行业的较快增长,主要受益于供给侧改革推进和宏观政策效应不断释放。据中国汽车工业协会统计,2016年我国汽车产销量分别为2,811.9万辆和2,802.8万辆,较上年分别增长14.5%和13.7%,增速较上年分别上升11.2和9.0个百分点;其中整车出口80.98万辆,同比增长7.19%。2017年1~10月,我国汽车产销量分别为2,295.7万辆和2,292.7万辆,同比分别增长9.50%和9.70%,汽车产销保持稳定增长。

图1: 2000~2016年全国汽车销量及增长情况

单位: 万辆



资料来源: 中国汽车工业协会, 中诚信证评整理

从近年来驱动中国汽车消费市场增长的因素来看,短期内政策对于行业的发展有较为明显的刺激或抑制作用;长期来看,国民经济发展,居民可支配收入提高所引发的财富效应以及行业科技创新推动的升级换代将是汽车行业长期发展的动力来源。一方面中国经济持续发展,居民可支配收入水平提高所引发的财富效应将使得汽车尤其是乘用车的购买需求保持旺盛,虽然部分一、二线城市目前由于道路拥堵严重导致区域内汽车保有量临近饱和,但是考虑到中国东西部经济的发展差异,未来随着中西部三、四线城市的消费水平与一、二线城市的差距逐步缩小,汽车的首次购买需求和改善型需求同时释放将继续推动行业的快速发展,另一方面技术创新推动的产品不断升级也将是行业不断发展的重要内生因素。

作为汽车整车制造的配套产业,我国汽车零部件行业是伴随着汽车产业的快速发展而成长起来的。因此,汽车产业的持续、稳定发展对零部件行业的发展起着重要的推动作用,是汽车零部件行业发展的主要驱动因素。随着我国汽车工业的快速发展,我国汽车零部件行业总体规模正迅速壮大,呈现快速增长趋势,截至2016年末,我国汽车零部件规模以上企业数量已为12,757家,同比增长5.52%。自2001年以来,我国汽车零部件行业整体销售收入年均增长率超过10%。中国汽车工业协会数据显示,2016年中国汽车零部件行业销售收入37,203亿元,同比增长14.23%;利润总额为2,858亿元,同比增长了17.12%,增长态势明显回升。总体来看,2016年我国汽车销量增速的回升,带动了

汽车零部件行业的快速增长。

汽车零部件市场潜力大，车用塑料使用力度加大的同时，仍面临产品附加值偏低、成本控制压力、日趋激烈的市场竞争等问题

近年来，作为汽车工业发展重要支撑的零部件伴随着汽车市场的增长而快速扩张。同时，随着塑料工业的快速发展，相关功能塑料物理性能提升，塑料产品强度、可靠性等也随之提高，特别是在汽车领域，车用塑料使用力度不断加大。大量高强度性能塑料零部件在汽车制造业的使用，替代了部分金属零部件，以实现整车轻量化和节能减排目标。目前汽车零部件早已使用了大量塑料零部件，包括保险杠、轮罩、牌照板、仪表盘、门板、旋钮，甚至发动机罩、进气系统等。其中，聚酰胺（PA，即尼龙）材料主要应用于动力、底盘零部件及结构件，约占整车塑料的 20%；聚碳酸酯、聚甲醛、改性聚苯醚和热塑性聚酯等材料主要应用于电子电器零部件及结构件，约占整车塑料的 15% 左右。改性聚苯醚（PP）和 abs 工程塑料及其合金材料主要应用于内外饰零部件，随着车型档次提高，工程塑料应用增加，abs 及其合金应用比例增加。塑料在汽车上大规模应用是化工工业不断进步、汽车节能与安全水准不断提高的结果。统计数据显示，2016 年我国汽车塑料内外饰件行业市场规模已增至 6,117.65 亿元。

零部件行业作为汽车产业的上游行业，其产品通用性强，市场集中度高，对规模经济和研发能力的要求很高。但我国汽车零部件行业发展存在企业规模偏小、自主创新能力相对薄弱、产品附加值偏低等软肋。虽然经过多年发展，目前我国规模以上零部件企业研发资金占销售收入的比例提升至 3%，在传统的汽车零部件领域中逐步掌握了产品的核心技术，但自主研发实力还有待加强。零部件出口产品大部分还停留在售后市场，亟待提高产品质量和技术含量，推动产业结构升级，实现规模经济。在车用塑料领域，随着汽车塑料占整车比重的逐步加大，以及人们对汽车的安全、环保等要求的提高，其未来发展方向一方面是开发结构件、外装件用的增强塑料、工程塑料、高性能复合材料；另一方面

是通过模块化供应、专业化生产、提高技术含量等方式在低成本和高质量之间保持平衡；同时，也要更加重视材料的可回收性、可降解性等。

盈利空间方面，虽然目前汽车零部件主要原材料多处于较低价格水平，但伴随着全球经济步入复苏轨道，预计未来主要原材料价格会有所恢复并传导至相关产品上，汽车零部件生产企业面临一定的成本控制和消化压力。同时，整车厂在质量、技术、价格等方面要求日益严苛，使得零部件企业研发投入和试验成本不断上升，也在一定程度上挤压了汽车零部件企业的盈利空间。此外，劳动力成本的不断增长也加大了行业的经营压力。行业内主要企业一般通过不断提升内部管理水平、改进生产技术、提升材料利用率、提高装备自动化程度等方式来减少生产成本上涨对利润水平的影响。

从发展趋势上来看，我国汽车零部件行业不断向专业化转变，部分国内零部件制造企业生产规模、研发实力和整体技术水平不断提升，在各专业细分领域出现了一些国内竞争优势明显、并具有一定全球竞争力的零部件制造龙头企业。未来我国汽车零部件企业将有能力通过技术突破创造进口替代需求，进入全球供应链体系，从而进一步提升我国汽车零部件企业的国际竞争力。与汽车零部件行业整体特点相同，汽车塑料内外饰件行业中外资、合资企业占有明显优势，凭借较高的技术水平和完善质量控制体系等，产品在质量性能等方面要优于国产产品，主要生产高端汽车塑料内外饰件产品。随着我国汽车塑料内外饰件企业的技术水平和管水平不断提高、产品升级，国内本土汽车塑料内外饰件企业的市场份额将越来越大，现有的市场竞争格局将会逐渐扭转。

总的来说，我国汽车零部件市场潜力大，车用塑料使用力度加大的同时，仍面临产品附加值低、成本控制压力、日趋激烈的市场竞争等问题，不过，我国正处于规模扩张和产业升级的加速阶段，随着产品质量、技术和服务水平的提升，未来仍有较大发展空间。

业务运营

公司主要从事塑化汽车装饰件的生产、销售，为客户提供外饰件保险杠、防擦条、门槛条等塑化汽车装饰件；同时，业务范围还涉及专用设备定制、房地产开发、资产出租、机床铸件、医疗服务和材料及其他商品等。2016 年公司实现营业收入 31.91 亿元，同比增加 1.74%，主要得益于塑化汽车装饰件业务收入的增加。从收入结构来看，2016 年公司

营业收入主要由塑化汽车装饰件业务和专用装备定制业务构成，其收入占比分别为 86.81% 和 5.37%，房地产开发、资产出租和机床铸件等其他业务合计占比仅为 7.82%。2017 年上半年，公司实现营业收入 17.05 亿元，其中塑化汽车装饰件业务和专用装备定制业务的收入占比分别为 84.06% 和 8.58%。塑化汽车装饰件业务是公司收入的主要来源，近年来收入占比均保持在 80% 以上。

表 1：2014-2016 年及 2017 年 1-6 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类型	2014		2015		2016		2017.1~6	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
塑化汽车装饰件	29.19	85.96	26.38	84.09	27.70	86.81	14.33	84.06
专用装备定制	0.64	1.87	2.74	8.74	1.71	5.37	1.46	8.58
房地产开发	1.95	5.74	0.11	0.35	0.13	0.40	0.00	0.02
资产出租	0.63	1.85	0.67	2.13	0.68	2.13	0.34	1.98
机床铸件	0.14	0.41	0.38	1.20	0.48	1.50	0.33	1.94
医疗服务	-	-	-	-	0.08	0.26	0.14	0.84
材料及其他商品	1.41	4.16	1.09	3.49	1.13	3.53	0.44	2.59
合计	33.95	100.00	31.36	100.00	31.91	100.00	17.05	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

作为国内领先的汽车外饰件系统服务供应商，公司具有较强的竞争优势和研发能力，业务发展势头良好

公司系一家专业从事汽车装饰件经营的企业，通过不断优化产品结构、提升研发水平、推进管理创新，公司已经整合大型模具设计制造、工程原料、精密注塑、油漆喷涂、售后服务于一体，保险杠等塑化汽车装饰件生产能力与规模在全国模塑行业中处于领先地位，主要为国内宝马、奔驰、通用、大众、沃尔沃、捷豹路虎、神龙、现代等汽车厂商提供保险杠等外饰件配套。保险杠系公司塑化汽车装饰件业务最主要的产品，约占塑化汽车装饰件业务板块收入的 60%，2016 年和 2017 年上半年公司保险杠板块分别实现销售收入 17.45 亿元和 7.77 亿元，占当期塑化汽车装饰件业务板块收入的 62.94% 和 54.22%。得益于销售均价和销量的增长，公司 2016 年保险杠板块销售收入同比增长 13.16%；2017 年上半年，公司保险杠板块销售收入为 7.77 亿元，同比增长 4.90%。

截至 2017 年 6 月末，公司汽车保险杠生产能力为 220 万套/年。公司采取以销定产的生产模式组织生产，2016 年，公司生产保险杠 183.44 万套，同比增长 9.62%；产能利用率和产销率分别为 83.38% 和 99.38%，分别较上年增长 7.32 和 0.53 个百分点。2017 年上半年，公司生产保险杠 80.21 万套，产量同比增长 5.80%，产能利用率和产销率分别为 72.92% 和 103.54%。

表 2：公司保险杠生产经营情况

	2014	2015	2016	2017.1~6
产能（万套/年）	220.00	220.00	220.00	220.00
产量（万套）	188.23	167.34	183.44	80.21
销量（万套）	188.75	165.41	182.30	83.05
产能利用率（%）	85.56	76.06	83.38	72.92
产销率（%）	100.28	98.85	99.38	103.54
平均价格（元/套）	979.16	932.49	957.25	935.72
销售额（亿元）	18.48	15.42	17.45	7.77

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司已经建立起相对完善的技术研发运行机制，拥有一支开发经验丰富的研发设计团队，建成

国内较为完善的研发平台，现代高新技术的运用大大提高了研发效率，缩短了产品开发周期，提高了产品质量。公司还通过人员出国培训，聘请国外专家，与各大整车商设计开发部门进行技术交流和业务合作等多种方式，进一步提高自主研发、综合集成和技术储备能力，为企业长期可持续发展提供强有力的技术研发支撑。

公司持续投入资金进行新产品和新工艺的研发，2016年，公司研发费用增至1.11亿元，同比增长30.59%。截至2017年6月末，公司已累计取得140项专利，其中包括4项发明专利；同时，公司还取得5项国家级创新成果和12项省级创新成果，其中别克通用彩色保险杠被列为国家级重点新产品，神龙爱丽舍彩色保险杠蒙皮、华晨金杯格瑞斯仪表板和别克凯越外饰件总成被列为国家火炬计划，汽车用塑料材料单一化（集成化）技术项目被列为国家863计划。

总的来看，公司塑化汽车装饰件业务具有较强的业务竞争优势，同时，公司具备较强的研发能力，不断增加的研发成果能够对公司后续业务发展形成一定支撑。

公司塑化汽车装饰件业务拥有稳定的国内客户群体，但客户集中度较高；目前公司积极开拓新客户并进军海外市场，需关注相关项目进展

公司塑化汽车装饰件业务定位于中、高端整车配套市场，与国内多家汽车制造商建立了长期合作关系。其中，上海生产基地主要配套客户为上海大众和上海通用等；沈阳生产基地主要配套客户为华晨宝马和北京北汽等；武汉生产基地主要配套客户为武汉神龙和东风汽车等；烟台生产基地主要配套客户为上海通用东岳等；北京生产基地主要配套客户为北京奔驰和北京现代等。在维护现有客户的同时，公司积极开拓新客户，2015年以来公司新开发的主要客户包括捷豹、路虎及沃尔沃等，为公司未来发展提供了一定的支持。从客户集中度来看，长期以来，公司前三大客户分别是上汽通用、华晨宝马和北京北汽，这三大客户销售额占比约为60%，而前五大客户销售额占比亦达80%左右。2014~2016

年以及2017年上半年，前五大客户销售额占比分别为78.82%、80.42%、78.30%和74.38%，虽然整体呈下降趋势，但对前五大客户的依赖程度依旧较高，存在一定的集中度风险。

表3：2017年上半年公司前五大客户销售情况

单位：亿元、%

客户名称	销售额	销售占比
北京北汽模塑科技有限公司	3.53	24.62
华晨宝马汽车有限公司	2.87	20.05
上汽通用汽车有限公司	2.23	15.58
神龙汽车有限公司	1.22	8.49
上汽通用东岳汽车有限公司	0.81	5.64
合计	10.66	74.38

注：北汽模塑是公司的联营企业，公司持有其49%的股权。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为实现公司主营业务盈利能力持续增长，公司接受宝马集团邀请，决定在墨西哥圣路易斯波托西和美国南卡罗来纳州投资建设新厂，为宝马集团在当地的工厂进行配套。本次投资强化了公司与宝马集团的合作关系，也为公司打开了海外市场，为公司实现全球化布局迈出了第一步。从项目具体情况来看，墨西哥塑化汽车饰件建设项目建成后将具备16万套（15万套新车，1万套售后）保险杠和门槛总成，专门为宝马集团墨西哥工厂轿车配套；同时还计划生产9.9万套保险杠为通用汽车墨西哥工厂的后续产能扩张配套。美国塑化汽车饰件建设项目建成后主要从事汽车座椅小件、保险杠、背门饰板及门槛等产品的生产，为宝马集团进行配套。上述项目的实施与墨西哥及美国汽车产业政策、市场供求、客户在当地市场竞争状况、技术进步等情况密切相关，任何一个因素的变动都会直接或间接影响项目的经济效益。此外，由于墨西哥及美国当地消费文化、市场环境、产业政策、法律法规等均与国内存在较大差异，即使公司为开展海外业务在人才、技术等方面进行了储备，但仍然存在海外业务开拓不达预期的风险。

综上，公司塑化汽车装饰件业务拥有稳定的国内客户群体，但客户集中度较高；目前公司积极开拓新客户并进军海外市场，但受当地政策、市场供求和竞争等影响，可能面临项目收益和市场开拓不达预期的情况，需关注未来业务发展情况。

公司医疗服务业务开展时间较短，但业务增长较快，未来发展前景较好，但仍需关注医疗风险

近年来国家不断出台政策鼓励民营资本进入医疗健康产业，同时，随着我国老龄化趋势的加强，人们对医疗健康领域的需求不断提升。在此背景下，公司投资设立了无锡明慈心血管病医院（以下简称“明慈医院”），并与德国北威州心脏和糖尿病中心及中国医学科学院阜外心血管病医院等国内外知名心血管病医院达成合作。明慈医院于 2016 年 1 月 22 日正式开业，是江苏第一家按照三级标准建设的心血管病专科医院，纳入了无锡地区医保定点范围。截至 2017 年 9 月末，明慈医院已完成 400 余手术，包括 143 例心外手术，263 例心内科如冠状动脉造影、支架植入、心脏电生理检查等手术。

2017 年 5 月，明慈医院成功实施了国际首例左前胸微型切口右心室双出口心内矫治术。随着先心微创、大血管手术、冠脉微创等越来越多手术的成功，明慈医院在业内建立了良好口碑，未来将有望成为公司新的利润增长点。

明慈医院成立时间较短，由于前期投入大，目前仍处于亏损状态，2017 年前三季度，明慈医院亏损 0.66 亿元。此外，由于临床医学上存在患者个体差异、疾病情况差异、医生个体差异、医院条件限制等多种因素，各类诊疗行为均不可避免的存在程度不一的风险。对于心血管疾病治疗而言，前期诊断、手术方案、手术操作、术后护理均可能对患者造成不同程度的影响。这种在诊疗过程中客观存在，可能会导致患者健康损失的后果一旦发生，将对医院的声誉和品牌造成重大不利影响，需予以关注。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经江苏公证天业会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2014 年、2015 年和 2016 年审计报告，以及未经审计的 2017 年三季度财务报表，所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

得益于公司持有的江苏银行股权由按成本计量

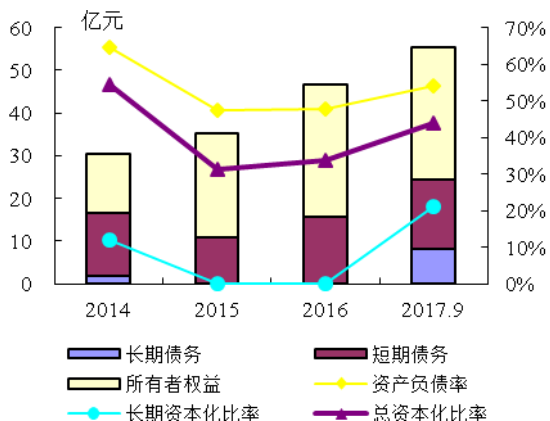
转为按公允价值计量，以及新增海外项目工程的实施，截至 2016 年末，公司总资产为 59.34 亿元，同比增长 28.61%；同期，公司总负债为 28.31 亿元，同比增长 29.11%。得益于其他综合收益的增加和留存收益的积累，2016 年末公司所有者权益为 31.03 亿元，同比增长 28.16%。此外，2016 年 6 月 22 日，公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股后，其总股本增至 717,207,902 股。从财务杠杆比率来看，截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 47.71% 和 33.66%，同比分别增长 0.18 和 2.21 个百分点。

资产结构方面，公司属于生产制造型企业，行业特性决定其非流动资产占总资产的比例较高。截至 2016 年末，公司非流动资产为 40.70 亿元，占资产总额的比重为 68.58%；其中固定资产、可供出售金融资产和投资性房地产分别为 14.26 亿元、13.39 亿元和 6.99 亿元，占非流动资产的比重分别为 35.05%、32.91% 和 17.19%。其中，固定资产和投资性房地产较 2015 年末变化不大；可供出售金融资产规模则较 2015 年末增长 117.02%，主要是由于 2016 年 8 月江苏银行上市后，公司将持有的江苏银行股票从成本法计量改为按公允价值计量所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，2016 年末三者占流动资产的比重分别为 35.34%、28.65% 和 19.85%；其中货币资金为 6.59 亿元，较 2015 年末增长 52.41%，主要系短期借款增加所致；应收账款为 5.34 亿元，主要为塑化汽车外饰件业务所产生，应收对象主要为各整车厂商，其中账期在一年以内的比重为 97.93%，公司已按账龄分析法计提了相应的坏账准备；存货规模为 3.70 亿元，由原材料、库存商品、专用设备和房地产开发成本等构成，较 2015 年末增长 15.83%，主要系 2016 年公司新开发的塑化汽车装饰件项目较多，专用设备余额大幅增长所致。

负债结构方面，公司负债主要由流动负债构成。截至 2016 年末，公司流动负债为 25.20 亿元，占负债总额的 89.03%，主要包括 13.63 亿元短期借款、8.31 亿元应付账款和 2.11 亿元应付票据。同期末，公司非流动负债为 3.11 亿元，占负债总额的

10.97%，较上年末增长 5.09 个百分点，主要系江苏银行的股票上市，导致可供出售的金融资产的公允价值增加，相应确认的递延所得税负债增加。

图 2：2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年 6 月，公司成功发行 8.14 亿元可转债，根据会计准则要求，在扣除相关税费后分拆成负债和权益两部分，其中权益部分计入其他权益工具。截至 2017 年 9 月末，其他权益工具账面价值为 1.35 亿元。值得注意的是，同期末其他综合收益为 7.39 亿元，较年初下降 1.82 亿元，主要是受公司持有的股票公允价值下降影响。公司于 2003 年投资的江苏江南水务股份有限公司（以下简称“江南水务”）于 2011 年在上海证券交易所上市，于 2006 年投资的江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）也于 2016 年 8 月 2 日在上海证券交易所上市，以上持有的股权目前均解除限售。近年来公司根据市场情况减持了部分股票，取得了较好的投资收益。截至 2017 年 9 月末，公司持有江苏银行和江南水务的市值分别约为 7.81 亿元和 3.07 亿元；公司可供出售金融资产账面价值为 10.89 亿元，较年初下降 22.99%，可供出售金融资产公允价值较大波动，将对公司资本结构的稳定性产生一定的影响。

表 4：截至 2017 年 9 月末公司可供出售金融资产构成情况

单位：亿元

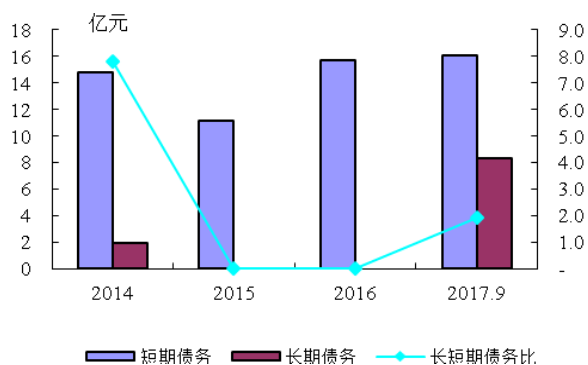
	期末账面价值	账面价值较年初波动原因	其中：期末受限资产账面价值
江苏银行	7.81	股价波动及出售 635 万股	4.15
江南水务	3.07	股价波动	1.15
华泰证券（上海）资产管理 有限公司	0.01	收益增值	-
合计	10.89	-	5.30

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年 9 月末，公司资产总额为 67.94 亿元，负债总额为 36.84 亿元，所有者权益合计 31.10 亿元，自有资本实力得到进一步加强；同期末公司资产负债率和总资本化比率分别为 54.23% 和 43.91%，财务杠杆比率较上年末进一步上升。

债务期限结构方面，2016 年末公司短期债务为 15.74 亿元，较上年末增加 41.67%，主要系公司因日常生产经营及项目开发建设的需要增加短期借款所致；另外，公司 2015 年和 2016 年均未产生长期借款。截至 2017 年 9 月末，公司长期借款余额为 1.99 亿元，可转债余额为 6.29 亿元，为墨西哥塑化汽车饰件建设项目和美国塑化汽车饰件建设项目的融资款，长期债务规模大幅增长，长短期债务比降至 1.94 倍。

图 3：2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司债务结构分析



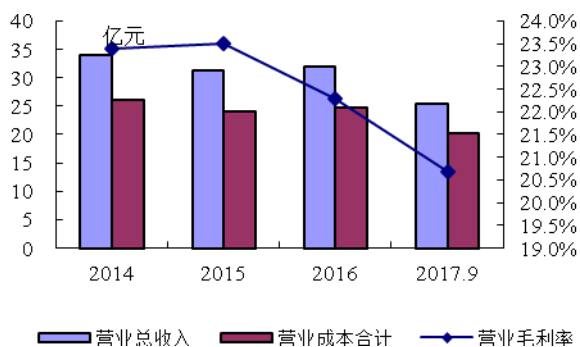
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综上，得益于其他综合收益的增加和留存收益的积累，近年公司自有资本实力大幅提升；因公司开拓海外市场，投资建设海外产能，债务规模提升较快，财务杠杆比率有所提升，但仍处于合理水平。

盈利能力

从收入规模看，2016 年公司实现营业总收入 31.39 亿元，同比增长 1.74%。其中主营业务收入为 30.81 亿元，同比增长 1.78%，其中塑化汽车装饰件业务实现收入 27.70 亿元，同比增长 5.02%；专用装备定制业务实现收入 1.71 亿元，同比增长 -37.50%。毛利率方面，公司塑化汽车装饰件业务毛利率较为稳定，2016 年为 24.92%，同比增长 0.17 个百分点，但受新增业务板块医疗服务业务亏损 0.89 亿元影响，2016 年公司综合毛利率下降 1.20 个百分点至 22.30%。2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 25.51 亿元，主要受新增的医疗服务业务短期内仍继续亏损影响，公司综合毛利率下降至 20.67%。

图 4：2014 年~2017 年 9 月公司收入及成本情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，近年来公司期间费用规模持续上升，2016 年为 5.84 亿元，同比上升 13.49%，在营业收入中占比为 18.30%，较上年增长 1.89 个百分点。其中，公司销售费用为 0.80 亿元，同比下降 14.27%，主要是受运输及配送费下降影响；公司管理费用为 4.55 亿元，同比增长 22.88%，主要是业务的发展带来了工资等人员费用及研发费用的上升所致；公司财务费用为 0.49 亿元，同比下降 3.86%，主要是由于贷款利率下调，公司利息支出减少所致。2017 年 1~9 月，公司共计发生期间费用 4.74 亿元，三费收入占比为 18.56%。近年来公司期间费用占收入的比重呈增长趋势，期间费用控制水平有待提高。

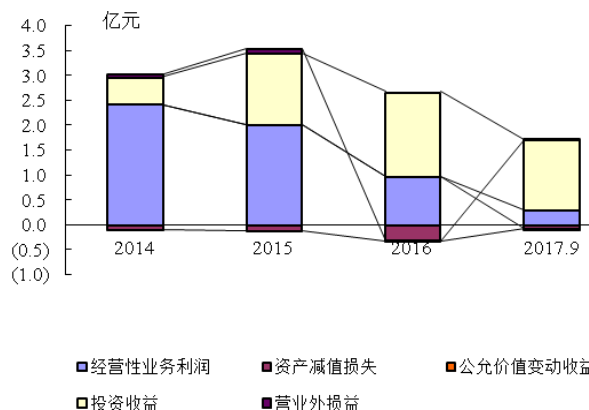
表 5：2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司期间费用情况

	2014	2015	2016	2017.1~9
销售费用	1.04	0.93	0.80	0.50
管理费用	3.53	3.69	4.55	3.66
财务费用	0.69	0.51	0.49	0.58
三费合计	5.26	5.14	5.84	4.74
营业收入	33.95	31.36	31.91	25.51
三费收入比	15.48	16.37	18.30	18.56

数据来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由投资收益和经营性业务利润构成。2016 年，公司实现利润总额 2.33 亿元，同比下降 31.98%；同期公司实现净利润 1.86 亿元，同比下降 36.98%。受益于减持 900 万股江南水务股票取得投资收益 0.73 亿元以及按权益法确认公司对北汽模塑的长期股权投资产生的投资收益 0.78 亿元，2016 年公司取得投资收益 1.67 亿元，同比增长 16.97%；同期经营性业务利润为 0.97 亿元，同比减少 51.41%，主要系受新增的医疗服务业务亏损 0.89 亿元影响。2017 年前三季度，公司实现利润总额 1.64 亿元，主要包含 1.41 亿元投资收益和 0.30 亿元经营性业务利润。

图 5：2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司整体收入规模小幅增长，毛利率水平小幅下降，受新增的医疗服务业务短期内亏损影响，公司利润总额下降，盈利能力有所弱化。

偿债能力

现金流方面，得益于公司主营业务板块较好的盈利能力，加上政府每年给予公司一定的财政补贴，

近年来公司经营现金流表现较好。2016 年公司经营活动净现金流为 3.12 亿元，同比增长 20.16%。目前公司在建项目资金投入较大，投资活动现金流保持净流出态势，2016 年净流出 3.75 亿元。因取得借款收到的现金金额增长，2016 年公司筹资活动现金净流入 2.53 亿元。

公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2016 年公司利润总额较上年减少 1.10 亿元；同时固定资产折旧规模小幅增长 0.45 亿元，当年公司 EBITDA 下降至 4.80 亿元。

从主要偿债能力指标表现来看，2016 年公司总债务/EBITDA 为 3.28 倍，EBITDA 利息保障倍数为 9.83 倍；经营活动净现金流/总债务为 0.20 倍，经营活动净现金流/利息支出 6.39 倍，公司经营所得及经营活动净现金流对其债务本息的偿还提供了良好保障。

表 6：2014~2017.9 公司部分偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.9
EBITDA (亿元)	4.99	5.50	4.80	-
总债务 (亿元)	16.72	11.11	15.74	24.35
总债务/EBITDA (X)	3.35	2.02	3.28	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.91	9.32	9.83	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.23	0.23	0.20	0.03*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.56	4.40	6.39	-
资产负债率 (%)	64.61	47.52	47.71	54.23
总资本化比率 (%)	54.60	31.45	33.66	43.91
长期资本化比率 (%)	12.02	0.00	0.00	21.03

注：加*的数据已年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年 9 月末，公司对子公司担保总额为 10.89 亿元¹，占净资产的 35.02%；此外，公司无对外担保、重大未决诉讼或仲裁等或有事项，或有负债风险较小。

受限资产方面，截至 2017 年 9 月末，公司所有权受限制的资产账面价值为 7.25 亿元，主要为公司为取得银行贷款而抵押、质押的房地产和股票等，其中质押金额为 1.15 亿元的 1,800 万股江南水务股

票将于 2017 年 12 月 18 日到期，质押金额为 4.15 亿元的 5,000 万股江苏银行股票将于 2019 年 12 月 31 日到期。

财务弹性方面，公司与中国银行、工商银行、江苏银行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2017 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 25.35 亿元，其中未使用授信余额 7.16 亿元，具有一定的备用流动性。同时公司作为上市公司，股权融资渠道的合理运用将有助于降低公司的负债压力。

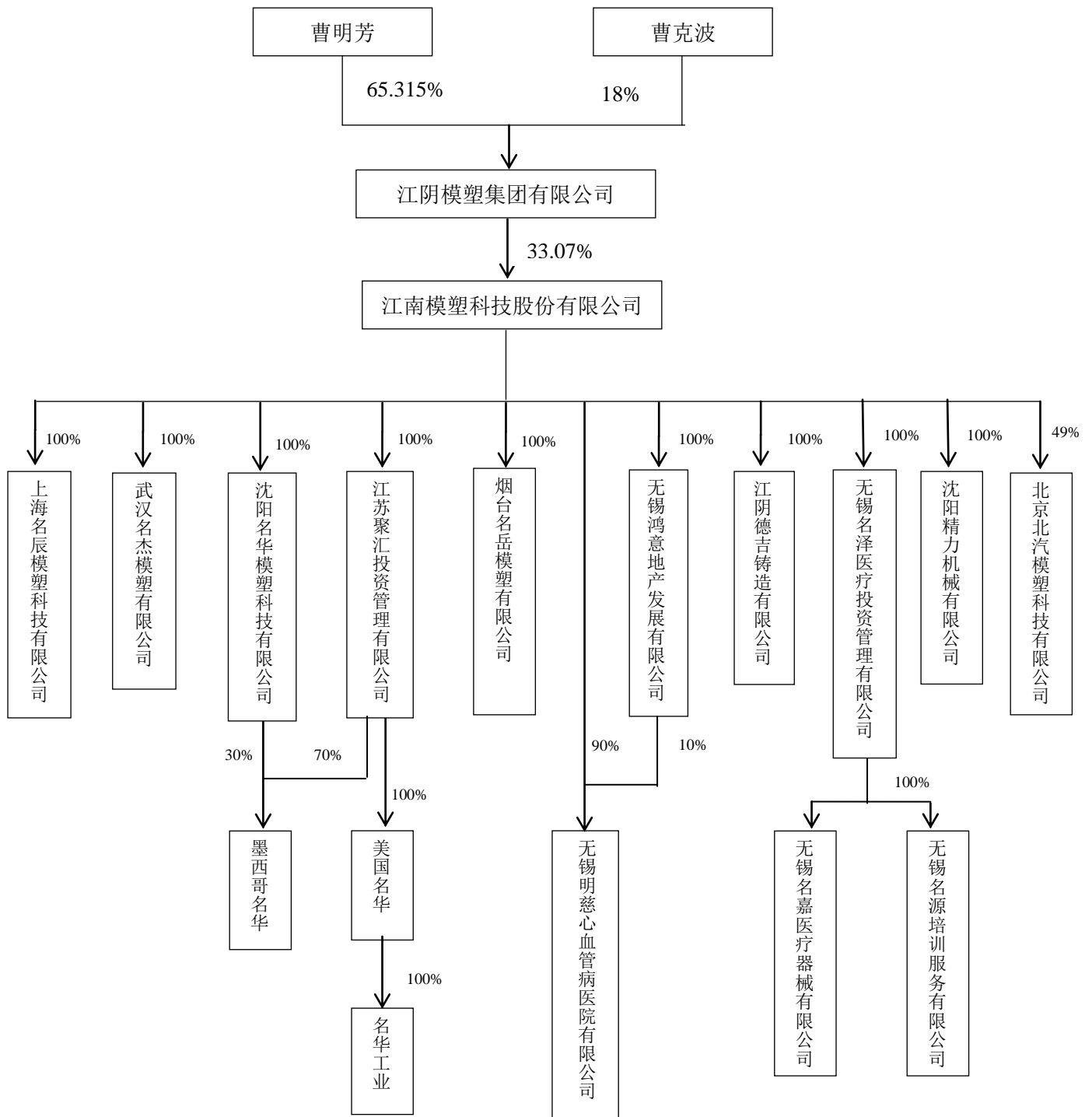
整体来看，公司获现能力较强，经营性现金流量表现良好，对债务本息的保障程度强；同时，公司拥有通畅的外部融资渠道，能够为债务的偿还和公司的稳定发展提供支持，公司整体偿债能力很强。

结 论

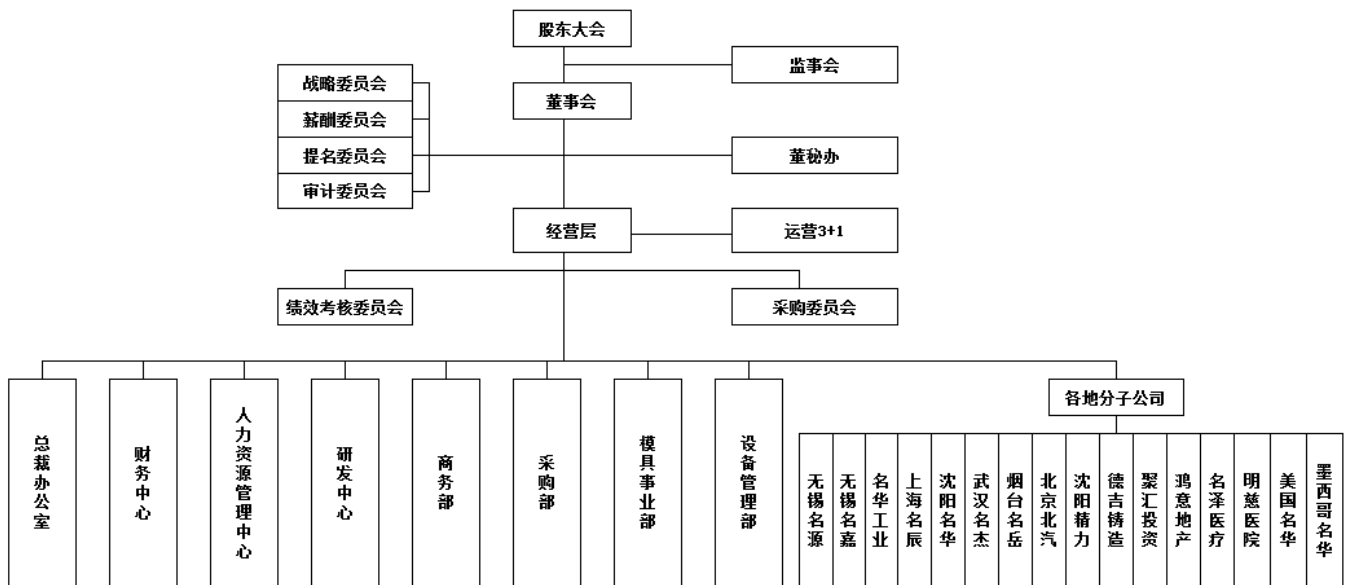
综上，中诚信证评维持江南模塑科技股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；维持“江南模塑科技股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

¹ 其中美元 1,178.00 万元，欧元 282.12 万元，2017 年 9 月 29 日汇率分别为 6.6534 和 7.8604。

附一：江南模塑科技股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



附二：江南模塑科技股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



附三：江南模塑科技股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.9
货币资金	36,239.56	43,241.81	65,903.61	97,578.51
应收账款净额	45,077.50	48,023.07	53,422.44	51,043.88
存货净额	37,307.97	31,959.58	37,019.72	44,111.58
流动资产	36,239.56	43,241.81	65,903.61	97,578.51
长期投资	45,083.96	75,887.19	151,298.97	126,983.66
固定资产合计	189,307.58	220,699.99	242,707.95	287,716.39
总资产	392,856.21	461,410.21	593,436.75	679,427.01
短期债务	148,214.07	111,067.81	157,441.16	160,660.69
长期债务	19,000.00	0.00	0.00	82,828.79
总债务（短期债务+长期债务）	167,214.07	111,067.81	157,441.16	243,489.48
总负债	253,820.56	219,271.38	283,104.20	368,441.57
所有者权益（含少数股东权益）	139,035.66	242,138.83	310,332.55	310,985.44
营业总收入	339,539.97	313,635.41	319,102.18	255,135.63
三费前利润	76,751.89	71,510.28	68,138.47	50,317.95
投资收益	5,443.95	14,417.98	16,864.66	14,120.48
净利润	24,883.76	29,542.89	18,617.31	13,175.18
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	49,911.28	54,989.92	48,017.56	-
经营活动产生现金净流量	38,494.50	25,983.51	31,220.56	5,364.24
投资活动产生现金净流量	-42,134.99	-27,434.07	-37,479.94	-78,640.02
筹资活动产生现金净流量	7,110.93	1,658.17	25,344.11	106,252.22
现金及现金等价物净增加额	3,470.44	207.61	18,322.32	32,901.54
财务指标	2014	2015	2016	2017.9
营业毛利率（%）	23.40	23.50	22.30	20.67
所有者权益收益率（%）	17.90	12.29	6.00	4.24
EBITDA/营业总收入（%）	14.70	17.53	15.05	-
速动比率（X）	0.50	0.59	0.59	0.81
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.23	0.20	0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.26	0.23	0.20	0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	4.56	4.40	6.39	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.91	9.32	9.83	-
总债务/EBITDA（X）	3.35	2.02	3.28	-
资产负债率（%）	64.61	47.52	47.71	54.23
总债务/总资本（%）	54.60	31.45	33.66	43.91
长期资本化比率（%）	12.02	0.00	0.00	21.03

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2017 年前三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务均经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。