



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪529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贵公司已发行的“江南模塑科技股份有限公司可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。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

二零一八年六月二十五日

江南模塑科技股份有限公司 可转换公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	江南模塑科技股份有限公司		
债券简称	模塑转债		
债券代码	127004.SZ		
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	2017/12/21		
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

2017 年以来，在汽车行业增速放缓的背景下，江南模塑科技股份有限公司（以下简称“模塑科技”或“公司”）汽车装饰件业务实现营业收入 41.59 亿元，同比增加 6.92%，公司装饰件行业地位领先，竞争优势较强；另外，公司融资渠道较为畅通，仍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”）也关注到公司开办海外工厂导致期间费用大幅提高，医疗服务板块持续亏损，侵蚀公司经营业务利润，公司债务总量上升，经营性净现金流大幅下降，未来存在较大规模的资本支出，利润实现对投资收益依赖程度高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可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

正 面

- 核心业务稳步增长。2017，公司在汽车行业增速放缓的背景下实现营业收入 43.40 亿元，同比增长 7.79%，其中汽车装饰件为 41.59 亿元，同比增长 6.92%；同时，保险杠产品销售占比下降，由此降低了单一产品销量波动带来的经营风险。
- 汽车装饰件行业地位领先，竞争优势较强。截至 2017 年末，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。

概况数据

模塑科技	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	24.21	33.19	26.89
总资产（亿元）	46.14	67.55	75.32
总债务（亿元）	11.11	18.10	26.44
营业总收入（亿元）	31.36	40.27	43.40
营业毛利率（%）	23.50	23.38	21.80
EBITDA（亿元）	5.50	6.16	5.04
所有者权益收益率（%）	12.20	7.59	5.00
资产负债率（%）	47.52	50.87	64.30
总债务/EBITDA（X）	2.02	2.94	5.25
EBITDA 利息倍数（X）	9.32	8.71	4.61

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分 析 师

王 隼 wwang@ccxr.com.cn

梁绍宁 shnliang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 25 日

关 注

- 负债总量增加，财务杠杆比率上升。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 年末公司总债务达 26.44 亿元，其中短期债务规模为 18.10 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。
- 公司经营性业务利润大幅下滑。2016 年公司新增医疗服务业务，该板块前期投入大，2017 年净亏损 0.97 亿元，加上美国和墨西哥投资项目的开办费用增加导致公司经营性业务利润明显下滑。
- 资金流动性下降。2017 年，受经营性支出加大影响，公司经营性净现金流为 0.76 亿元，同比减少 80.76%。同时，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，受限资产占同期净资产的比重过大，存在一定的流动性风险。
- 利润实现对投资收益依赖程度高。2017 年，公司投资收益占利润总额的比例为 114.12%，其中包括长期股权投资收益 0.89 亿元和处置可供出售金融资产取得的投资收益为 0.80 亿元，公司利润总额对投资收益依赖程度高，稳定性较弱。

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。

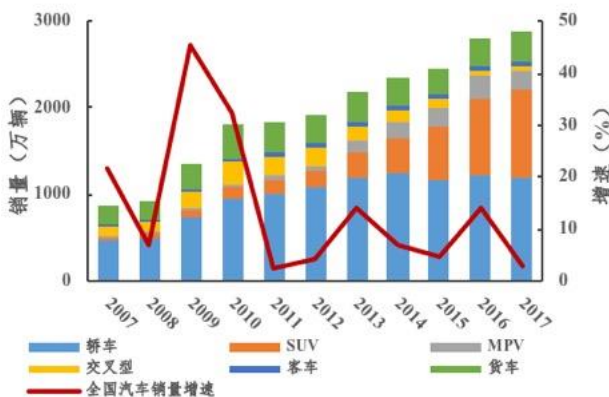
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2017 年汽车行业整体增速放缓，汽车零部件行业承压

随着我国经济发展进入“新常态”，国内汽车行业整体增速放缓。根据中国汽车工业协会数据，2017 年国内汽车产销量分别为 2,901.5 万辆和 2,887.9 万辆，同比分别增长 3.2% 和 3.0%，增速较去年分别下降 11.27 个百分点和 10.61 个百分点。2017 年，汽车制造业实现主营业务收入 85,333.3 亿元，同比增长 10.8%，实现利润总额 6,832.9 亿元，同比增长 5.8%。

图 1：2007~2017 年全国汽车销量及增长情况



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

乘用车方面，2017 年全国乘用车产销量分别完成 2,480.7 万辆和 2,471.8 万辆，同比分别增长 1.6% 和 1.4%。受乘用车购置税优惠幅度调降、国家调整新能源汽车补贴政策等因素影响，加上 2016 年乘用车市场提前透支购买力，2017 年乘用车市场整体增速明显放缓。其中，轿车产销量分别为 1,193.8 万辆和 1,184.8 万辆，同比分别下降 1.4% 和 2.5%；车辆购置税调整及消费者观念改变等因素带动 SUV 产销量继续增长，2017 年全年产销分别为 1,028.7 万辆和 1,025.3 万辆，同比增长 12.4% 和 13.3%，成为乘用车市场增长最快的车型。

商用车方面，2017 年全国商用车产销量分别达到 420.9 万辆和 416.1 万辆，同比分别增长 13.8% 和 14.0%。其中，受国家供给侧结构改革成果的进一步显现，国五排放标准的全面执行和国家严格整治超载等因素刺激，重卡产销量创历史新高，分别达到 115.0 万辆和 111.7 万辆，同比分别增长 55.1%

和 52.4%，成为货车整体产销量大增的主要推动力；另一方面，2017 年全国客车产销量分别为 52.6 万辆和 52.7 万辆，同比分别下滑 3.8% 和 3.0%。

总体来说，汽车产业已由快速增长阶段向平稳重质阶段过渡，增量红利逐步消失，细分车型将会成为行业的主要增长动力。

汽车塑料内外饰件具有较大的市场潜力，但车用塑料零部件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

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。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%。根据中国汽车工业产销快讯显示，2017 年 1~10 月中国汽车零部件行业销售收入为 32,641.67 亿元，同比增长 11.16%，较上年回落 3.2 个百分点。

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。

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。

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理水平不断提高、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，车用塑料零部件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。2017年公司实现营业收入43.40亿元，同比增加7.79%，主要得益于汽车装饰件业务收入的增长，其中汽车装饰件业务实现营业收入41.59亿元，同比增长6.92%。从收入结构来看，2017年公司营业收入主要由汽车装饰件业务构成，其收入占比分别为95.84%，房地产开发、铸件和医疗业务合计占比仅为4.16%。

表 1：2015~2017 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类型	2015		2016		2017	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽车装饰件	29.38	93.69	38.90	96.61	41.59	95.84
房地产开发	0.78	2.49	0.80	1.99	0.69	1.58
铸件	0.38	1.21	0.47	1.19	0.70	1.62
医疗服务	--	--	0.08	0.21	0.42	0.96
其他	1.09	3.48	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	31.36	100.00	40.27	100.00	43.40	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司与多家整车制造企业有良好的合作关系，在汽车行业增速放缓的背景下，主营业务发展势头平稳

公司系一家专业从事汽车装饰件经营的企业，具备大型模具设计制造、工程原料、精密注塑、油漆喷涂、保险杠等塑化汽车饰件生产能力，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。保险杠系公司汽车装饰件业务最主要的产品，2017年公司保险杠板块实现销售收入16.47亿元，占当期塑化汽车装饰件业务板块收入的39.60%。受销售均价和销量下滑的影响，公司2017年保险杠板块销售收入同比减少5.62%。

表 2：公司保险杠生产经营情况

	2015	2016	2017
产能（万套/年）	220.00	220.00	220.00
产量（万套）	167.34	183.44	170.80
销量（万套）	165.41	182.30	172.50
产能利用率（%）	76.06	83.38	77.64
产销率（%）	98.85	99.38	100.10
平均价格（元/套）	932.49	957.25	954.49
销售额（亿元）	15.42	17.45	16.47

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2017年末，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，2017年，受汽车行业增长放缓影响，公司生产保险杠172.50万套，同比减少5.80%；产能利用率和产销率分别为77.64%和100.10%，分别较上年降低5.74个百分点和增加0.72个百分点。此外，2017年公司其他汽车装饰件的销量为483.74万件，同比增长25.60%，其他装饰件销量的增加平滑了保险杠业务波动带来的风险。

表 3：公司主要原材料采购情况

单位：万元

项目	2016		2017	
	采购量	采购额	采购量	采购额
塑料粒子（万KG）	2,266.93	32,580.82	2,682.93	39,397.26
PPG油漆（万根）	437.03	12,261.42	474.52	15,166.79
外协件（万个）	23,736.93	127,658.90	27,848.07	176,561.09
电镀原料（万KG）	644.33	10,065.02	686.30	12,196.83
合计	--	182,566.16	--	243,321.97

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料采购成本在产品生产成本中占比较大比重，因此原材料价格波动对公司利润影响较大。由于公司对整车厂议价能力相对较弱，产品的盈利空间主要取决于公司成本费用的控制能力。2017年，受原材料价格上涨影响，公司采购成本上升，因此汽车装饰件业务毛利率水平下降。

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，2017年，公司研发费用增至1.67亿元，同比增长30.59%。截至2018年3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与多家整车企业保持良好合作关系，营收增速较为平稳。同时，公司具备较强的装饰件研发与设计能力，能够对公司后续业务发展形成一定支撑。

公司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；海外工厂开办费用支出较大，影响公司当期利润

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、华晨宝马和上汽大众，这三大客户销售额占比约为38.58%，而前五大客户销售额占比亦达65.45%左右。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 4：2017 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	9.67	22.29
上汽通用汽车有限公司	7.96	18.34
华晨宝马汽车有限公司	6.42	14.80
上汽大众汽车有限公司	2.36	5.44
神龙汽车有限公司	1.99	4.58
合计	28.41	65.45

注：北京北汽模塑科技有限公司是公司的联营企业，公司持有其49%的股权。

资料来源：公司定期报告，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。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。2017年，上述墨西哥工厂与美国工厂的营业利润分别为-0.40亿元和-0.62亿元。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。上述两个项目仍处于筹办期，费用支出较大，侵蚀了

公司大部分营业利润，并对公司的资金流动性带来压力。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，但项目筹备费用较大，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及对公司资金流动性带来的影响。

公司医疗服务业务增长较快，但仍在前期投入阶段，盈利能力有待提高

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。明慈医院在2017年共开展312例手术，手术类型包括复杂先心病手术、瓣膜手术、冠脉搭桥、夹层动脉瘤手术以及其他手术如心脏肿瘤切除术、缩窄心包炎心包剥脱术。2017年，明慈医院心内科门诊、急诊人数达到5,929人次，增长率达到288%；入院人数为1,327人次，比2016年增长370%。内科手术量达到281例，比2016年的76例增长率达到370%。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。

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，明慈医院亏损0.97亿元。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，对公司医疗板块的运营与扭亏情况需予以关注。

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2015~2017年审计报告。

资本结构

截至2017年末，公司总资产为75.32亿元，同比增长26.93%，同期，公司总负债为48.44亿元，同比增长71.09%，负债规模有所扩大。当年公司发行可转换公司债券，权益部分1.35亿元计入其他权益工具；通过发行股票向母公司江阴模塑集团有限公司（以下简称“模塑集团”）及关联方江阴精力机械有限公司（以下简称“江阴精力”）购买江阴道达汽车饰件有限公司（以下简称“江阴道达”）60%股权，其账面价值差额0.68亿元计入股本溢价，同时以货币资金5亿元购买模塑集团和江阴精力的江阴道达40%股权，资产的账面价值与本次支付对价的差额减少股本溢价2.61亿元，减少盈余公积0.47亿元，减少未分配利润0.73亿元；本期可供出售金融资产公允价值变动损益令其他综合收益减少3.21亿元。截至2017年末，公司所有者权益为26.89亿元，同比减少13.35%。截至2017年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为64.30%和49.58%，同比分别增长16.60和15.92个百分点。受公司收购江阴道达及可供出售金融资产公允价值波动影响，自有资本实力有所降低，2017年末公司财务杠杆比率较上年末有所上升。

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2017年末，公司非流动资产为47.27亿元，占资产总额的比重为62.76%；其中可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和在建工程分别为9.21亿元、6.60亿元、18.84亿元和8.69亿元，占非流动资产的比重分别为19.48%、13.97%、39.85%

和18.39%。其中，公司可供出售金融资产主要为持有的江南水务、江苏银行股票，较2016年末减少31.24%，系本期公司减持江苏银行股票及公允价值变动损益-3.23亿元所致，可供出售金融资产公允价值波动较大；投资性房地产包括房屋、建筑物6.14亿元与土地使用权0.46亿元，同比减少4.00%；固定资产包括房屋及建筑物、机器设备、运输工具、磨具检具、电子设备和医疗设备等，同比增加10.68%；在建工程同比增加178.06%，主要是沈阳精力厂房建设项目及墨西哥项目、美国项目账面价值的增加所致。公司流动资产合计28.05亿元，同比增加18.19%，主要由货币资金、应收账款和存货构成，2017年末三者占流动资产的比重分别为32.59%、25.63%和25.13%。其中货币资金为9.14亿元，同比增加25.87%，主要系银行存款增加所致；应收账款7.19亿元，同比减少0.34%，公司累计计提坏账准备0.51亿元，其中本期计提0.01亿元；存货规模为7.05亿元，由原材料、在产品、库存商品和专用设备等项目构成，较2016年末增长17.81%，主要系2017年公司新开发的塑化汽车装饰件项目较多，专用装备订制业务量大幅增长，专用模具和检具存货增加所致。

负债结构方面，公司负债主要由流动负债构成。截至2017年末，公司流动负债为37.56亿元，占负债总额的77.55%，主要包括15.94亿元短期借款、12.94亿元应付账款和5.06亿元其他应付款，占流动负债的比重分别为42.45%、34.45%和13.47%。其中短期借款同比增加3.32%，主要包括保证借款12.26亿元和抵押借款3.53亿元；应付账款同比增加15.66%，大部分账龄在一年内；其他应付款同比增加1,415.90%，主要系由于公司支付现金收购江阴道达产生的5.00亿元其他待付款项。同期末，公司非流动负债为10.87亿元，同比增加250.15%，占负债总额的22.45%，同比增加13.41个百分点，主要包括长期借款和应付债券，占非流动负债的比重分别为18.03%和58.65%。其中新增长期借款1.96亿元，为子公司名华美国有限公司以银行保函方式提供保证，并以土地使用权及房屋抵押取得借款3,000万美元；新增应付债券6.38亿

元，系公司 2017 年发行可转换公司债券中负债部分余额。

图 2：2015~2017 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，2017 年末公司短期债务为 18.10 亿元，同比减少 0.06%，与上年基本持平；另外，公司 2015 年和 2016 年均未产生长期借款。截至 2017 年末，公司长期债务为 8.34 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 2.17 倍。

图 3：2015~2017 年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，公司 2017 年自有资本实力有所减弱，在建工程资金投入较大，债务规模提升较快，财务杠杆比率有所提升。

盈利能力

2017 年公司实现营业总收入 43.40 亿元，同比增长 7.79%。其中汽车装饰件板块实现收入 41.59 亿元，同比增长 6.92%，占营业收入比重为 95.84%，是公司的核心业务；房地产板块实现收入 0.69 亿元，同比减少 14.40%；铸件板块实现收入 0.70 亿元，同比增长 46.42%；医疗板块实现收入 0.42 亿元，同比增长 404.42%。毛利率方面，受原材料价

格上涨影响，公司汽车装饰件板块 2017 年毛利率为 23.85%，同比降低 1.34 个百分点，主要受该部分业务毛利率变动影响，公司综合毛利率下降至 21.80%，同比下滑 1.58 个百分点。

期间费用方面，近年来公司期间费用规模持续上升，2017 年为 9.05 亿元，同比上升 25.80%，在营业收入中占比为 20.85%，较上年增长 2.98 个百分点。其中，公司销售费用为 1.24 亿元，同比减少 1.09%，主要是受运输及配送费下降影响；公司管理费用为 6.94 亿元，同比增长 32.42%，主要是美国和墨西哥的子公司处于筹建期，各项开办支出增加所致；财务费用为 0.87 亿元，同比增加 31.78%，主要系海外公司汇兑损失较上年增加 0.14 亿元所致。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 5：2015~2017 年公司期间费用情况

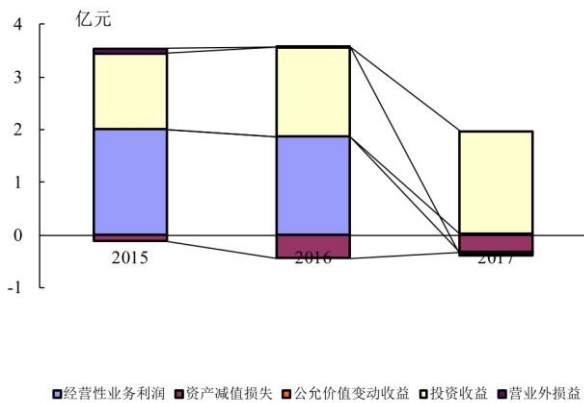
单位：亿元、%

	2015	2016	2017
销售费用	0.93	1.25	1.24
管理费用	3.70	5.28	6.94
财务费用	0.51	0.66	0.87
三费合计	5.14	7.19	9.05
三费收入比	16.40	17.86	20.85

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构成。2017 年，公司实现利润总额 1.71 亿元，同比下降 45.49%；同期公司实现净利润 1.34 亿元，同比下降 46.61%。受益于公司本期减持所持有的 1,100 万股江苏银行股票，处置可供出售金融资产取得的投资收益 0.81 亿元及按权益法核算的长期股权投资产生的投资收益 0.90 亿元，2017 年公司取得投资收益 1.95 亿元；同期经营性业务利润为 0.02 亿元，同比减少 98.88%，主要系期间费用增长过快侵蚀了大部分毛利所致。此外，2017 年公司资产减值损失合计 0.32 亿元，主要为存货跌价损失 0.31 亿元。

图 4：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

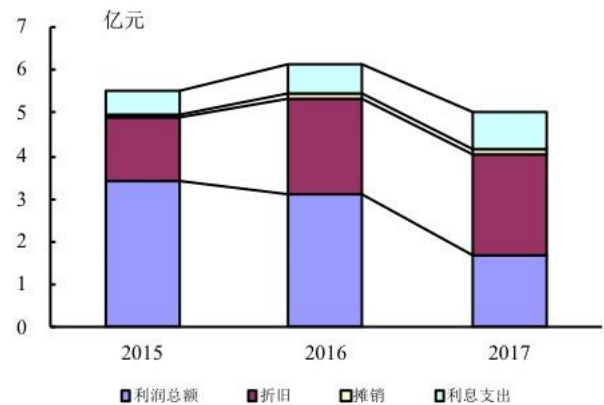
总体来看，2017 年公司整体收入规模小幅增长，毛利率水平有所下降，受海外业务正处于开办期，期间费用大幅增长影响，公司经营性业务利润大幅下降，利润总额来源主要依靠包括长期股权投资和处置可供出售金融资产取得的投资收益，具有一定的不可持续性。此外，对公司未来期间费用的控制及海外子公司的经营情况应保持关注。

偿债能力

现金流方面，由于经营支出增加，2017 年公司经营活动净现金流为 0.76 亿元，同比减少 80.76%。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，2017 年净流出 8.75 亿元，流出量同比增加 108.36%。由于本期发行可转债所致，2017 年公司筹资活动现金净流入 9.90 亿元，同比增加 340.15%。

从 EBITDA 获现能力看，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2017 年公司利润总额较上年减少 1.42 亿元；同时利息支出增长 0.16 亿元，当年公司 EBITDA 下降至 5.04 亿元。

图 5：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从主要偿债能力指标表现来看，2017 年公司总债务/EBITDA 为 5.25 倍，EBITDA 利息保障倍数为 4.61 倍；经营活动净现金流/总债务为 0.03 倍，经营活动净现金流/利息支出为 0.70 倍，公司经营所得及经营活动净现金流对其债务本息的覆盖有所弱化。

表 6：2015~2017 年公司部分偿债指标

指标	2015	2016	2017
EBITDA (亿元)	5.50	6.16	5.04
总债务 (亿元)	11.11	18.10	26.44
总债务/EBITDA (X)	2.02	2.94	5.25
EBITDA 利息倍数 (X)	9.32	8.71	4.61
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.23	0.22	0.03
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.40	5.60	0.70
资产负债率 (%)	47.52	50.87	64.30
总资本化比率 (%)	31.45	35.30	49.58
长期资本化比率 (%)	0.00	0.00	23.67

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 年末，公司对子公司担保总额为 6.50 亿元，占净资产的 24.17%；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 年末，公司所有权受限制的资产账面价值为 11.53 亿元，占公司所有者权益的比重为 42.88%，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，其中包括货币资金 2.87 亿元、股票 4.65 亿元、投资性房地产 0.30 亿元、固定资产 3.37 亿元和无形资产 0.34 亿

元。公司受限资产占同期净资产的比重过大，存在一定的流动性风险。

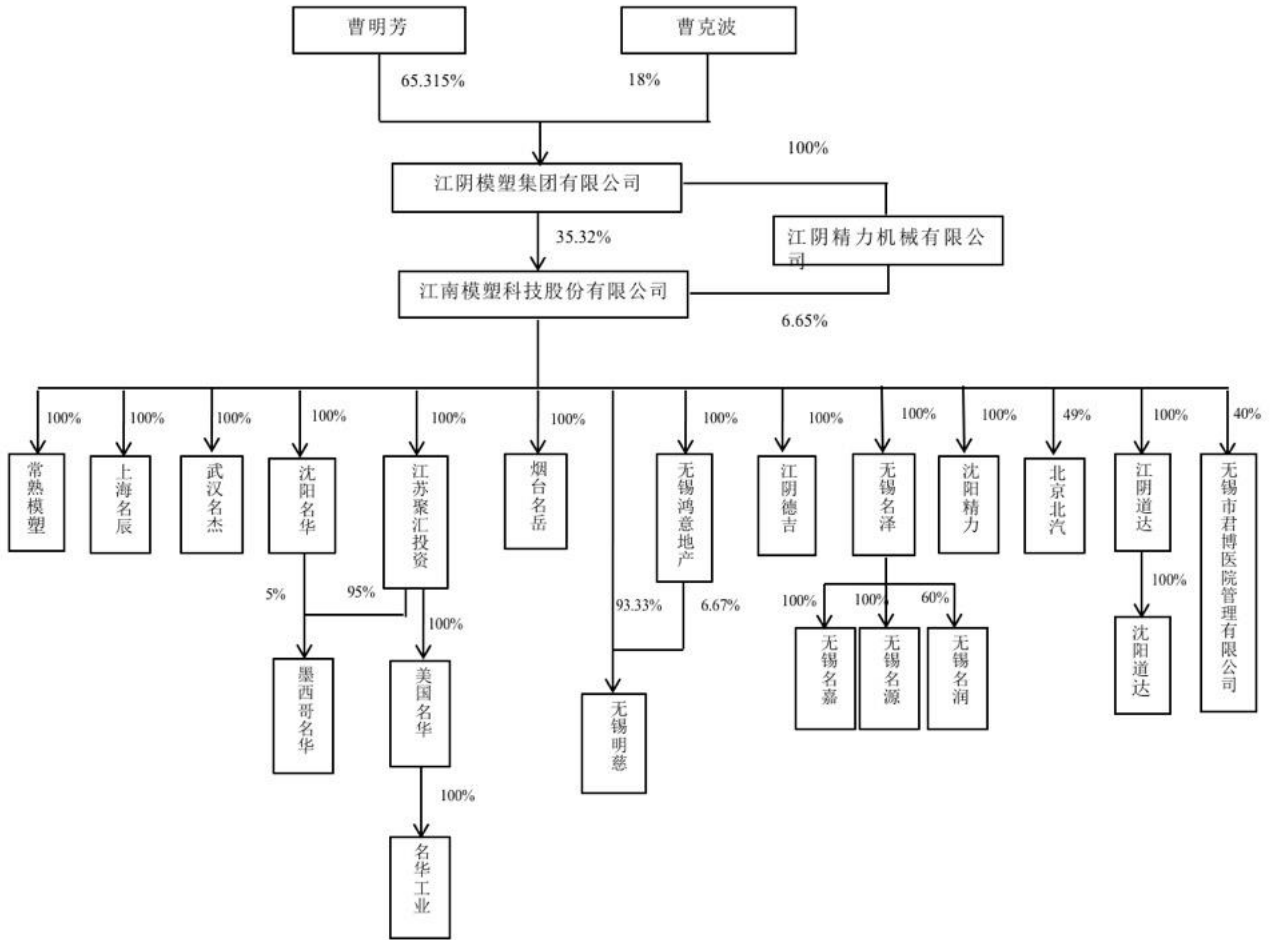
财务弹性方面，公司与中国银行、工商银行、江苏银行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2018 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 25.87 亿元，其中未使用授信余额 8.22 亿元，具有一定的备用流动性。

整体来看，公司在汽车装饰件业务有较强的市场竞争力，近年来积极布局海外市场和医疗产业，产品结构调整取得一定成效，收入规模持续增长，未来具有一定的发展空间。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。但公司主营业务毛利率有所下滑，海外项目仍处于筹建期，各项开办费用增长过快，对盈利造成侵蚀，经营性净现金流对债务本息的覆盖有所弱化，中诚信证评将持续关注公司对三费的控制、海外项目的投运及主营业务盈利水平的改善情况。

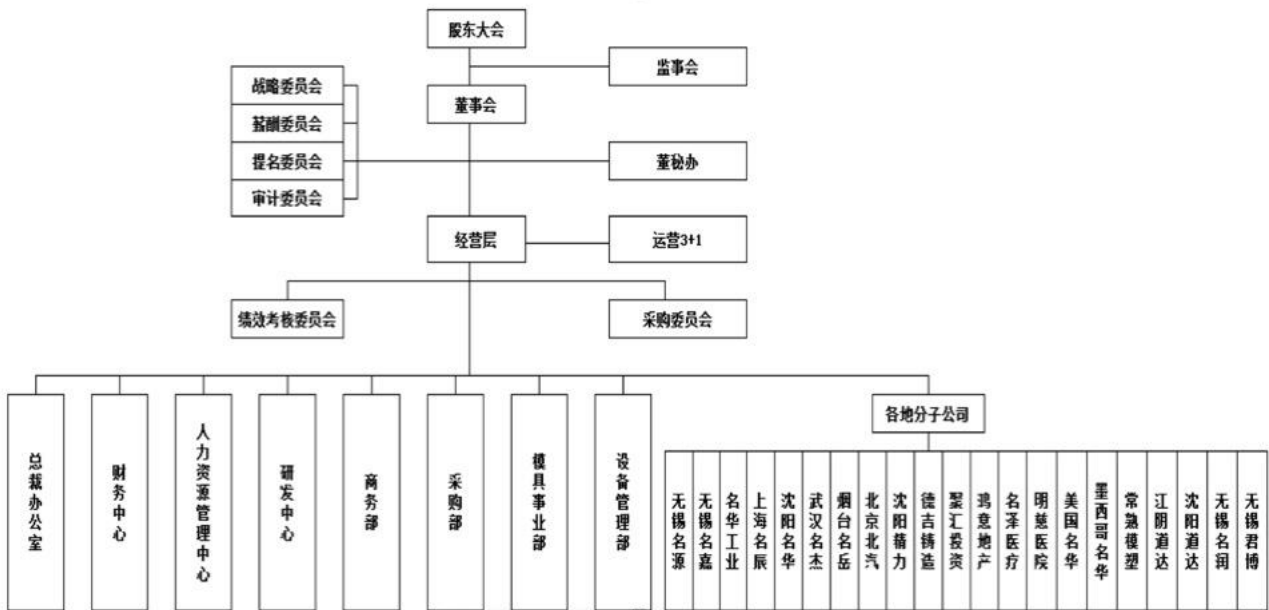
结 论

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可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：江南模塑科技股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：江南模塑科技股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 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）	2015	2016	2017
货币资金	43,241.81	72,632.88	91,425.27
应收账款净额	48,023.07	72,147.96	71,900.70
存货净额	31,959.58	59,849.96	70,507.87
流动资产	153,428.75	237,344.72	280,524.67
长期投资	75,887.19	151,298.97	113,845.49
固定资产合计	220,699.99	270,238.77	341,333.23
总资产	461,410.21	675,480.16	753,248.59
短期债务	111,067.81	181,047.03	181,006.53
长期债务	0.00	0.00	83,385.65
总债务（短期债务+长期债务）	111,067.81	181,047.03	264,392.18
总负债	219,271.38	343,612.06	484,353.83
所有者权益（含少数股东权益）	242,138.83	331,868.10	268,894.75
营业总收入	313,635.41	402,662.13	434,014.98
三费前利润	71,510.28	90,670.12	90,685.45
投资收益	14,417.98	16,864.66	19,472.27
净利润	29,542.89	25,187.36	13,446.49
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	54,989.92	61,590.30	50,407.88
经营活动产生现金净流量	25,983.51	39,580.00	7,614.19
投资活动产生现金净流量	-27,434.07	-41,953.56	-87,533.97
筹资活动产生现金净流量	1,658.17	22,488.29	98,982.75
现金及现金等价物净增加额	207.61	19,329.48	16,906.31
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	23.50	23.38	21.80
所有者权益收益率（%）	12.20	7.59	5.00
EBITDA/营业总收入（%）	17.53	15.30	11.61
速动比率（X）	0.59	0.57	0.56
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.22	0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.23	0.22	0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	4.40	5.60	0.70
EBITDA 利息倍数（X）	9.32	8.71	4.61
总债务/EBITDA（X）	2.02	2.94	5.25
资产负债率（%）	47.52	50.87	64.30
总债务/总资本（%）	31.45	35.30	49.58
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	23.67

注：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。

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。