



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪810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公开发行可转换公司债券”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，评定贵公司主体信用等级为AA，评定本次债券信用等级为AA，并将主体及债项级别列入可能降级的信用评级观察名单。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十六日

江南模塑科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

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	发行规模人民币 8.1366 亿元,截至 2019 年 3 月 29 日余额 8.1364 亿元		
债券存续期	2017/6/2~2023/6/2		
上次评级时间	2018/6/25		
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	列入可能降级的信用评级观察名单
	主体级别	AA	
	评级展望		

概况数据

模塑科技	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	33.19	26.89	23.28
总资产（亿元）	67.55	75.32	73.98
总债务（亿元）	18.10	26.44	33.45
营业总收入（亿元）	40.27	43.40	49.66
营业毛利率（%）	23.38	21.80	19.13
EBITDA（亿元）	6.16	5.04	4.50
所有者权益收益率（%）	7.59	5.00	0.44
资产负债率（%）	50.87	64.30	68.53
总债务/EBITDA（X）	2.94	5.25	7.44
EBITDA 利息倍数（X）	8.71	4.61	3.20

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

2019 年 6 月 26 日

基本观点

2018 年,江南模塑科技股份有限公司(以下简称“模塑科技”或“公司”)依托优质的客户资源,在汽车市场景气度下行背景下销售收入保持增长,且海外工厂陆续投产,产能提升。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)关注到公司债务规模增长较快,即期偿债压力大,毛利率较低的产品销量占比提高影响公司盈利水平,海外工厂开办导致费用提升侵蚀经营利润以及利润总额对投资收益的依赖程度加大等因素可能对其经营及整体信用水平产生的影响。

综上,中诚信证评评定江南模塑科技股份有限公司信用级别为 AA,评定“江南模塑科技股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为 AA,并将上述主体及债项信用等级列入可能降级的信用评级观察名单。

正 面

- 营业收入保持增长。2018 年公司在国内汽车市场景气度下行背景下,依托优质客户资源,实现营业收入 49.66 亿元,同比增加 14.41%。
- 海外工厂陆续投产。公司为配套宝马集团的整车制造业务,在美国和墨西哥新建塑化汽车饰件工厂,截至 2018 年末,美国工厂已投入运营,墨西哥工厂处于调试阶段,预计 2019 年投运。上述工厂投产将为公司提供新的利润增长点。

关 注

- 债务规模增长较快，即期偿债压力大。截至 2018 年末，公司总债务为 33.73 亿元，同比增加 27.57%，其中短期债务为 23.18 亿元，同比增加 28.07%。2018 年公司增大外部融资规模以满足海外工厂投运对资金的需求，加之 EBITDA 和经营性净现金下滑，对债务本息的保障能力弱化，即期偿债压力大。
- 毛利率较低的产品销量占比提高影响公司盈利水平。2018 年公司所售原材料成本占比较大、毛利率水平较低的产品比重增加，使得塑化汽车装饰件的直接材料成本占比提高，板块毛利率为 21.38%，同比减少 2.97 个百分点，盈利能力有所减弱。
- 海外工厂投产导致费用大幅提升，侵蚀经营利润。2018 年公司海外工厂陆续投运及调试，开办费用和调试费用增加，其中，美国工厂当年净亏损 2.32 亿元，墨西哥工厂当年净亏损 0.97 亿元。受此影响，公司 2018 年期间费用同比增加 30.63% 至 11.82 亿元，侵蚀经营利润。由于上述工厂仍处于磨合期，加之海外市场环境及政策环境具有不确定性，需关注其未来运营情况及对公司盈利能力的影响。
- 利润总额对投资收益的依赖程度加大。2018 年公司实现利润总额为 0.59 亿元，同比下滑 65.49%，其中，当期取得投资收益 3.66 亿元，同比增加 88.17%，主要系当期出售江苏银行股票产生的收益 2.12 亿元及联营企业北京北汽模塑科技有限公司（以下简称“北汽模塑”）产生的投资收益 1.36 亿元。公司利润总额对投资收益的依赖度较高，且通过出售持有的可供出售金融资产取得的投资收益不具备持续性，因此对公司后续盈利能力的改善应予以关注。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

根据公司于2017年5月31日披露的《江南模塑科技股份有限公司公开发行A股可转换公司债券募集说明书》，本次发行A股可转债拟募集资金81,366.00万元，扣除发行费用后将全部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。2017年6月27日，公司召开第九届董事会第二十二次会议审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意公司使用不超过20,000万元人民币的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。公司累计从募集资金账户中共划出184,126,984.18元，截至2018年6月25日，公司已将补充资金全部归还至公司募集资金专用账户。截至2018年末，公司尚未使用的募集资金余额（含利息收入）为4.66万元，已使用的募集资金符合法规及募集说明书的要求。

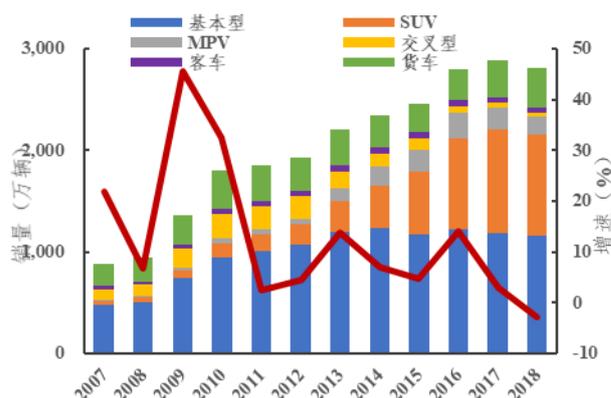
截至2019年3月29日，累计已有21,000.00元模塑转债转换为公司股票，累计转股数为2,719股，本次债券余额为813,637,900元。当前转股价格为7.72元，截至2019年6月21日，模塑科技（000700.SZ）收盘价为3.84元。

行业分析

受乘用车市场需求下滑影响，2018年国内汽车行业产销同比负增长，汽车零部件行业压力增大

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，2018年国内汽车产销量分别为2,780.92万辆和2,808.06万辆，同比分别下滑4.16%和2.76%，增速较去年分别下降7.35个百分点和5.79个百分点，为28年来首次负增长。

图1：2007~2018年全国汽车销量及同比增速



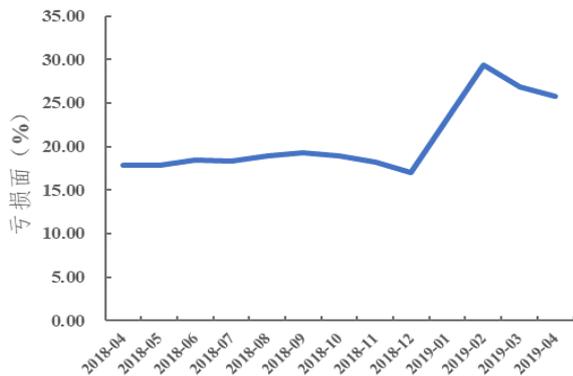
资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

乘用车方面，2018年全国乘用车产销量分别完成2,352.9万辆和2,371.0万辆，同比分别下降5.15%和4.08%。分车型看，基本型乘用车（轿车）销售1,152.78万辆，同比下降2.7%；运动型多用途乘用车（SUV）销售999.47万辆，同比下降2.52%；多功能乘用车（MPV）销售173.46万辆，同比下降16.22%；交叉型乘用车销售45.26万辆，同比下降17.26%。整体看，随着国内宏观经济趋于疲弱、车辆购置税减免政策的退出、环保标准趋严以及消费需求的降低，2018年的乘用车销量增速降至低位。

商用车方面，货车产销量分别为379.1万辆和388.6万辆，同比分别增长2.9%和6.9%。分车型看，2018年重型货车产销量分别为111.2万辆和114.8万辆，同比分别下降3.2%和增长2.8%；中型货车产销量分别为17.3万辆和17.7万辆，同比分别下降26.3%和22.7%；轻型货车产销量分别为187.8万辆和189.5万辆，同比分别增长8.0%和10.2%；微型货车产销量分别为62.8万辆和66.6万辆，同比分别增长12.0%和17.1%。除占比较小的中型货车产销量下滑外，其余车型皆为正增长态势。

另一方面，2018年全国客车产销量分别为48.9万辆和48.5万辆，同比分别下滑7.0%和8.0%。分车型看，大型客车产销量分别为7.8万辆和7.7万辆，同比分别下滑16.2%和18.2%；中型客车产销量分别为7.5万辆和7.4万辆，同比分别下降11.9%和13.3%；轻型客车产销量为33.6万辆和33.5万辆，同比分别下滑3.4%和3.9%。各客车车型销量受新能源补贴退坡对其影响程度不同而呈现差异。

图 2：近期全国汽车部件及配件行业亏损面情况



资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

随着汽车市场景气度下滑，上游的汽车零部件行业承受的较大产能消化压力。按照国家统计局统计的汽车部件及配件制造类企业近期亏损面数据，进入 2019 年行业亏损面超过 25%，行业风险加大。

汽车零部件制造业在汽车工业中的固定资产投资额占比逐年增长，成为汽车产业链中的重要环节，但国内市场仍面临产品附加值偏低与市场竞争日趋激烈等问题

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。近年来，我国汽车零部件行业得到了迅速发展，不仅国内汽车零部件企业持续加大投资、开展技术升级，跨国零部件供应商也纷纷在国内建立合资或独资公司，从整体上带动我国汽车零部件行业的快速发展。我国汽车零部件的固定资产投资额占汽车工业固定资产投资额的比重超过 70%且呈逐年上升趋势，汽车零部件行业在整个汽车产业链中占据了越来越重要的地位。

图 3：2013-2017 年汽车零部件制造业固定资产投资情况



数据来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

目前，我国汽车产业主要包括欧、美、日、韩和自主等多种品牌体系，各品牌体系零部件配套供应的市场化程度有较大差异。对于国内自主品牌零部件企业，自主品牌是主要的配套市场，而欧美系配套市场只有部分研发能力较强、规模较大的企业才能进入，日韩系配套市场则因市场化程度最低而难以进入。我国汽车零部件企业数量众多，企业规模普遍较小、研发投入较低、产品质量竞争力不足是行业长期存在的问题。

具体在内外饰产品方面，内饰件产品主要包括仪表盘、门内护板、顶棚、中央通道、扶手、踏板、方向盘等，外饰件产品包括前后保险杠、格栅、后视镜、扰流板、轮盖、翼子板、行李架等，内外饰产品种类繁多，且每种产品之间功能较为独立，较难做到集成化、标准化。此外，由于内外饰件是装饰属性较强的汽车零部件，因此消费终端对其存在差异化、个性化需求。

由于内外饰行业市场格局散乱、利润率较低的特点，许多国际零部件巨头出于自身发展考虑，纷纷剥离其内外饰件业务，同时这也给了优质内外饰供应商整合市场的契机。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，近年来在汽车行业景气度下行的不利背景下，我国汽车零部件行业承受较大市场压力，同时也面临产品附加值低、市场竞争日趋激烈等问题，但随着优质企业产品质量及服务水平的提升，以及不断整合国内零部件市场，未来行业仍有较大发展空间。

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。主要得益于汽车装饰件业务收入的增长，2018 年公司实现营业收入 49.66 亿元，同比增加 14.41%。从收入结构看，2018 年汽车装饰件业务收入占公司营业收入的比重为 95.62%，同比

降低 0.22 个百分点，但仍是公司最主要收入来源，其余房地产业务、铸件业务和医疗业务占比分别为

1.44%、1.67%和 1.27%，对公司营业收入的贡献相对较小。

表 1：2016~2018 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类型	2016		2017		2018	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽车装饰件	38.90	96.61	41.59	95.84	47.48	95.62
其中：塑化汽车装饰件	35.49	88.15	36.62	84.38	42.03	84.65
专用装备定制	2.02	5.01	3.22	7.42	4.22	8.51
材料及其他商品	1.39	3.46	1.75	4.04	1.22	2.46
房地产开发	0.80	1.99	0.69	1.58	0.71	1.44
其中：房地产开发销售	0.13	0.32	0.00	0.01	0.05	0.09
资产出租	0.68	1.68	0.68	1.57	0.67	1.35
铸件	0.47	1.19	0.70	1.62	0.83	1.67
医疗	0.08	0.21	0.42	0.96	0.63	1.27
合计	40.27	100.00	43.40	100.00	49.65	100.00

注：合计数与加总数不等系尾差所致。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于配套汽车厂商销量增加，公司主营汽车装饰件销售收入同比增长，但毛利率较低的产品占比增加影响毛利率水平

公司主要从事轿车保险杠、防擦条等汽车装饰件的生产与销售，主要为华晨宝马、北京奔驰、上海通用、上海大众、捷豹路虎、沃尔沃、北京现代、神龙汽车等汽车厂商提供保险杠等内外装饰件。得益于 2018 年公司下游合资品牌客户中豪车销量的增长，公司汽车零部件产量和销量分别为 6,119 万件与 6,250 万件，同比分别增加 10.97%和 16.67%，汽车装饰件业务收入 47.48 亿元，同比增加 14.15%。

表 2：公司汽车零部件产销情况分析

装饰件	2017	2018	同比增减
生产量（万件）	5,515	6,119	10.97%
销售量（万件）	5,357	6,250	16.67%
其中：保险杠（万套）	172.50	190.44	10.40%
库存量（万件）	1,249	1,119	-10.46%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

原材料采购成本在公司产品生产成本中占比较大。2018 年，公司原材料采购单价同比保持稳定，其中塑料粒子采购量为 3.02 万吨，平均采购单价为 14.62 元/kg，单价同比降低 0.46%；PPG 油漆采购量为 540.71 万根，平均采购单价为 5.88 元/根，采购单价同比降低 1.02%；外协件采购量为 3.11 亿个，

平均采购单价为 5.88 元/个，采购单价同比降低 7.26%；电镀原料采购量为 862.23 万 kg，平均采购单价为 16.32 元/kg，采购单价同比下降 8.17%。总体看，公司主要生产原料采购单价有所下降，但受到附加值较低的产品销量占比提高影响，产品毛利率有所下滑。以公司最主要的产品塑化汽车装饰件为例，2018 年该部分产品营业收入为 42.03 亿元，同比增长 14.77%，营业成本为 33.05 亿元，同比增长 19.27%。其中，直接材料成本为 25.33 亿元，同比增加 44.94%，占营业成本比重为 76.64%，同比增加 13.57 个百分点，直接材料成本占比较高的产品销量比重提高，使得塑化汽车装饰件的毛利率同比下滑 2.97 个百分点至 21.38%，影响公司整体盈利水平。

表 3：公司塑化汽车装饰件生产成本分析

塑化汽车装饰件	2017	2018	同比增减
营业收入（亿元）	36.62	42.03	14.77%
营业成本（亿元）	27.71	33.05	19.27%
直接材料成本（亿元）	17.47	25.33	44.94%
毛利率（%）	24.35	21.38	-2.97 个百分点
直接成本占比（%）	63.07	76.64	13.57 个百分点

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总的来看，公司与主要合资品牌客户有较稳定的合作关系，得益于合作伙伴较强的市场竞争力及公司新增产能的投放，公司在 2018 年汽车市场整

体下滑的不利背景下，汽车零部件产品销量实现增长；但原材料价格上涨使得生产成本上升较快，公司对原材料价格波动风险的抵御能力仍有待提高。

公司汽车装饰件业务拥有稳定且优质的下游整车客户，但客户集中度较高；海外工厂仍处于前期磨合阶段，开办费用侵蚀经营利润

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。2018年，公司的上海和烟台基地顺利承接通用、大众、路虎和沃尔沃等客户的9个项目包，取得较好成绩；武汉基地销售有所下滑，业绩低于预期；沈阳基地规划和实施完成了油漆线4杠转6杠的设备改造工作，产能从160万根提升至230万根；北京基地突破性取得了长城、吉利和沃尔沃的新业务，为公司发展提供了更多的利润增长点。

从客户集中度来看，上汽通用和华晨宝马两家客户占公司销售收入的比重分别为20.38%和14.24%，而前五大客户销售占比亦达到63.07%，虽较上年度降低2.38个百分点，但公司对主要客户的依赖程度较高，存在一定的集中度风险。

表4：2018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
上汽通用汽车有限公司	10.15	20.38
北京北汽模塑科技有限公司	9.29	18.65
华晨宝马汽车有限公司	7.09	14.24
上汽大众汽车有限公司	2.87	5.77
上汽通用东岳汽车有限公司	2.01	4.03
合计	31.42	63.07

注：北京北汽模塑科技有限公司是公司的参股子公司，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

此外，公司接受宝马集团邀请，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。目前美国子公司（MingHua USA Inc.，以下简称“美国

名华”）已顺利投产，从塑件到总成件在内的各项产品供货总合格率自2018年8月份的25%提升至70%，并顺利通过沃尔沃供应商审核；墨西哥子公司（MINGHUA DE MEXICO,S.A.DE C.V.，以下简称“墨西哥名华”）的设备安装和调试工作正按进度正常推进，2018年完成了宝马G20项目的PZS（制造过程认可）审核工作，预计2019年投入生产。上述海外工厂目前处于前期磨合阶段，管理成本较高，仍处于亏损状态。2018年全年，美国名华营业收入为3.01亿元，净亏损2.32亿元；墨西哥名华营业收入为0.02亿元，净亏损0.97亿元，两家海外子公司亏损是公司2018年净利润下滑的最主要因素，并对公司的资金流动性带来压力。

2019年1~3月，公司营业收入为12.87亿元，公允价值变动收益为0.90亿元，投资收益为0.38亿元，利润总额为0.88亿元，净利润为0.61亿元。海外工厂的人员薪酬超支及产品合格率低于预期导致成本增加，是公司经营性业务亏损的主要原因。此外，中诚信证评将持续关注公司海外业务的达产及成本控制等及扣非盈利情况。

整体看，公司在国内拥有稳定且优质的客户群体，但客户集中度较高；海外工厂仍处于前期磨合阶段，尚处在亏损状态。但由于海外市场环境、产业政策、法律法规及管理文化与国内存在较大差异，可能面临市场开拓不达预期的风险，需关注未来公司海外业务的进展情况对盈利及现金流带来的影响。

公司医疗业务收入同比保持较快增长，但由于开办运营费用较高，目前亏损额度较大，盈利能力仍有待提高

随着国家不断出台各项政策鼓励民营资本进入医疗健康产业，在国家扶持政策的引导下，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，将主营业务由单一的汽车零部件配套产业变为汽车零部件配套产业及医疗健康双主业。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 2018 年末，明慈医院床位数增加至 250 张，其中主动脉夹层支架置入术、下腔静脉支架扩张术、球囊房间隔造口术填补了无锡地区空白，各项业务初具规模。

由于明慈医院成立时间较短，前期投入较大，且病人对心血管外科手术较为谨慎，目前医院仍处于亏损状态，2018 年明慈医院营业收入为 0.64 亿元，同比增加 49.94%，净亏损 0.84 亿元，亏损额较上年减少 13.42%。此外，由于心血管手术风险较大，各类因素均可能对患者的康复造成不同程度的影响，一旦出现导致患者健康损失的事件，将影响医院声誉及经营情况，故需对公司医疗板块的运营及亏损情况保持关注。

在建工程项目方面，公司主要在建项目包括美国名华和墨西哥名华的海外工厂，目前大部分在建项目已接近完工，后期对资金需求的压力将会减小。

表 5：截至 2018 年末公司主要在建项目情况

项目名称	计划投资额	单位：亿元、%	
		累计投入占预算比例	工程进度
墨西哥项目	6.83	95.00	95.00
美国项目	6.83	80.00	100.00
美国二期项目	3.43	6.00	-
常熟基地项目建设	-	-	-
沈阳名华厂房改造	0.08	89.00	90.00
沈阳名华喷漆线改造	0.43	100.00	100.00
沈阳精力厂房	0.30	100.00	100.00
零星工程及设备购置	-	-	-
合计	17.90	-	-

注：常熟基地建设项目和零星工程及设备购置项目无计划投资额，2018 年分别投入 0.13 亿元和 1.20 亿元。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务分析

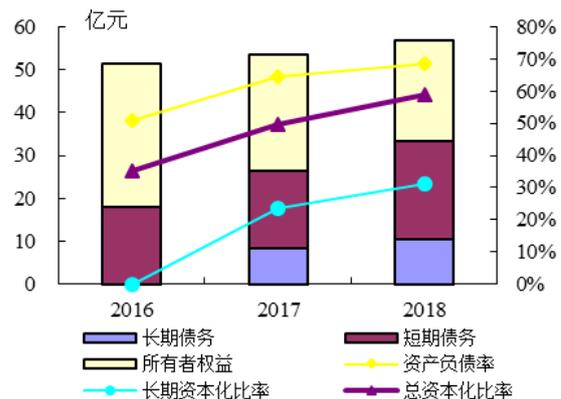
以下财务分析基于公司提供的经江苏公证天业会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。中诚信证评在分析时将其他应付款中的“关联方借款”计入短期债务。

资本结构

截至 2018 年末，公司总资产为 73.98 亿元，同比减少 1.79%。负债方面，公司为推进其海外工厂相关项目建设，负债规模有所扩大，截至 2018 年末，公司负债总额为 50.70 亿元，同比增长 4.67%。截至 2018 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 23.28 亿元，同比降低 13.43%，主要系公司所持有的可供出售金融资产公允价值变动影响其他综合收益。

财务杠杆方面，截至 2018 年末，资产负债率为 68.53%，同比增加 4.23 个百分点；总资本化比率为 58.97%，同比增加 9.39 个百分点。受公司近年来开办海外工厂及医疗板块前期投入较大，增加外部融资规模，以及所有者权益规模下降的影响，公司财务杠杆比率扩大，处于较高水平。

图 4：2016~2018 年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

资产构成方面，截至 2018 年末，公司资产以非流动资产为主，其中非流动资产总额为 45.73 亿元，占资产总额的 61.82%，主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和在建工程构成，占非流动资产比重分别为 10.30%、13.84%、55.90% 和 10.06%。其中可供出售金融资产为 4.71 亿元，系公司持有的 4,815 万股江南水务和 5,000 万股江苏银行股票；同比减少 48.88%，主要系公司于 2018 年为补充流动资金，处置持有的 3,939 万股江苏银行股权，以及剩余所持权益性工具股价下降导致该部分资产账面价值减少。投资性房地产为 6.33 亿元，同比减少 4.17%，该部分投资性房地产采用成本计量模式计量，主要用于对外出租。固定资产为

25.57 亿元，同比增加 35.71%，在建工程 4.60 亿元，同比减少 47.09%，主要系美国项目设备转固以及墨西哥项目房产转固所致。

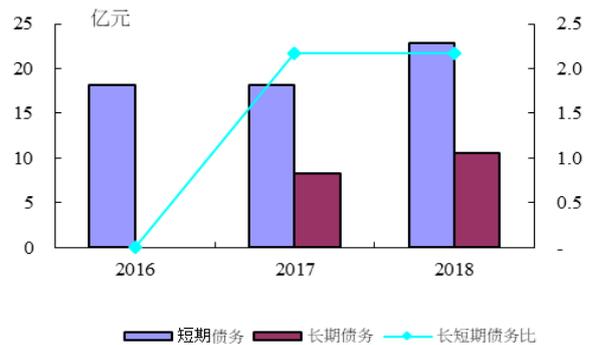
公司流动资产合计 28.24 亿元，占总资产的 38.18%，主要由货币资金、应收账款和存货构成，上述三项占流动资产比重分别为 23.13%、32.86% 和 31.50%。其中货币资金为 6.53 亿元，同比减少 28.54%，主要系海外工厂持续投入，对资金的消耗较大所致，货币资金中使用权受限的部分为 1.59 亿元，系向银行融资的保证金。应收账款为 9.28 亿元，同比增加 29.06%，系当期销售规模增加导致。公司累计为应收账款计提坏账准备 0.64 亿元，当期发生的坏账损失为 0.13 亿元。存货为 8.90 亿元，同比增加 26.18%，系当期销售规模增加，备货量同比增加所致。公司累计为存货计提跌价准备 0.38 亿元，当期发生存货跌价损失 0.29 亿元。

负债构成方面，公司负债以流动负债为主，截至 2018 年末，流动负债合计 38.67 亿元，占负债总额的 76.28%，主要包括短期借款、应付账款和其他应付款，上述三项占流动负债比重分别为 51.57%、35.93% 和 1.11%。其中短期借款 19.95 亿元，公司当期外部融资规模增大，同比增加 25.08%；应付账款 13.90 亿元，同比增加 7.38%。其他应付款为 0.43 亿元，同比减少 91.54%，主要系公司于 2017 年收购江阴道达汽车饰件有限公司（以下简称“江阴道达”）产生的 5.00 亿元其他待付款已于当期完成支付所致。此外，其他应付款中另有关联方借款 0.27 亿元，为 2018 年新增。

公司非流动负债合计 12.02 亿元，主要包括长期借款、应付债券和递延所得税负债等，占非流动负债比重分别为 31.88%、55.85% 和 12.17%。其中长期借款 3.83 亿元，同比增加 95.55%，全部为质押借款，系公司以持有江阴道达 100% 股权抵押及控股股东江阴模塑集团有限公司提供担保取得的并购贷款。应付债券 6.71 亿元，同比增加 5.28%，系公司于 2017 年发行的可转换公司债券。递延所得税负债为 1.46 亿元，同比减少 41.91%，主要系公司所持可供出售金融资产公允价值下降导致的应纳税暂时性差异产生变动。

近年来为满足海外项目的资金需求，公司增加外部融资规模，债务规模不断提高，截至 2018 年末，公司总债务为 33.73 亿元，同比增加 27.57%，其中短期债务为 23.18 亿元，同比增加 28.07%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 2.20 倍，较上年末增加 0.03 倍，即期偿债压力加大。

图 5：2016~2018 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

总体来看，2018 年公司增大外部融资规模用于投资海外项目，且所有者权益规模下降，财务杠杆比率进一步上升。目前公司债务规模较大且以短期债务为主，未受限的货币资金规模较小，即期偿债压力大。

盈利能力

公司与上汽通用、华晨宝马、上汽大众和北京奔驰等合资品牌有较良好的合作关系，2018 年得益于下游客户的合资品牌乘用车销量提升，以及公司新增产能的释放，带动公司营业收入同比增长 14.41% 至 49.66 亿元。

营业毛利率方面，公司生产成本大部分为原材料成本，受毛利率较低的塑化件产品销量占比提高影响，2018 年公司塑化汽车装饰件的毛利率为 21.38%，同比减少 2.97 个百分点。受此影响，公司营业毛利率为 19.13%，同比下滑 2.68 个百分点。

期间费用方面，近年来随着公司加大海外工厂建设投入，期间费用规模不断上升。2018 年，公司期间费用合计 11.82 亿元，同比上升 30.63%，在营业收入中占比为 23.80%，较上年增长 2.95 个百分点。其中，销售费用为 1.71 亿元，同比上升 38.29%，主要系境外工厂投产，导致办公费用、报关费用和运输费用增加；管理费用为 7.25 亿元，同比上升

37.60%，主要系美国名华和墨西哥名华投产前的生产调试费用计入当期管理费用所致；研发费用 1.95 亿元，同比增加 16.73%，主要系研发项目增加；财务费用为 0.91 亿元，同比增加 4.23%，主要系 2018 年公司外部融资规模增大，利息支出增加所致。由于公司海外工厂仍处于前期磨合阶段，各项开办及调试支出较大，侵蚀了经营利润。此外，国外市场环境及政策环境较国内具有较大的差异与不确定性，需对公司未来对期间费用的控制保持关注。

表 6：2016~2018 年公司期间费用情况

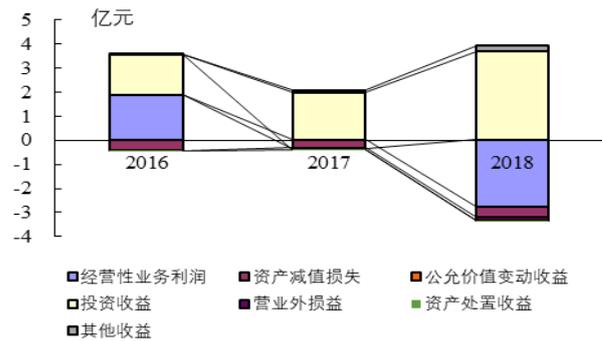
单位：亿元

项目	2016	2017	2018
销售费用	1.25	1.24	1.71
管理费用	5.28	6.94	9.20
财务费用	0.66	0.87	0.91
三费合计	7.19	9.05	11.82
三费收入占比 (%)	17.86	20.85	23.80

注：为增加可比性，中诚信证评在分析时将研发费用计入管理费用。
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2018 年公司实现利润总额 0.59 亿元，同比下滑 65.49%，同期实现净利润 0.10 亿元，同比下滑 92.42%。2018 年公司取得经营性业务利润-2.75 亿元，由上年度的 0.02 亿元转为经营性业务亏损，系毛利率下滑及期间费用同比大幅增加所致；同期公司取得投资收益 3.66 亿元，同比增加 88.17%，主要系当期出售江苏银行股票产生的收益 2.12 亿元及联营企业北汽模塑产生的投资收益 1.36 亿元；营业外损益-0.15 亿元，净损失增加 223.47%，主要系当期对外捐赠及赔偿支出同比增加所致；同期，公司的资产减值损失规模为 0.42 亿元，同比增加 30.76%，含坏账损失 0.13 亿元和存货跌价损失 0.29 亿元；其他收益为 0.24 亿元，同比增加 110.25%，系政府补助项目的增加。由于公司利润总额对投资收益的依赖度较高，且通过出售持有的可供出售金融资产取得的投资收益不具备持续性，因此对公司后续盈利能力的改善应予以关注。

图 6：2016~2018 年公司利润总额构成



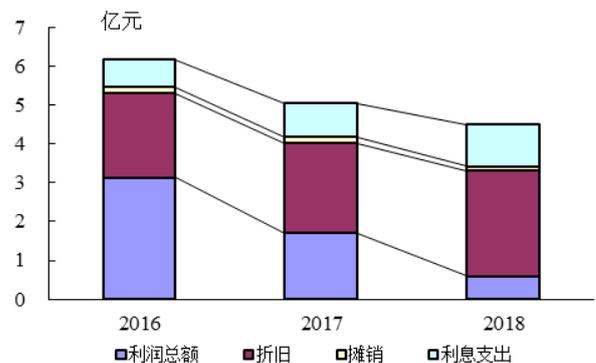
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年在汽车行业景气度下降的环境下，公司依托下游客户较高的市场竞争力及产能释放，营业收入取得增长。同时，中诚信证评也注意到，受成本增加导致毛利率下降；海外业务处于前期磨合阶段，期间费用大幅增长等因素的影响，公司发生经营性业务亏损，当年利润总额主要依赖联营企业及处置可供出售金融资产取得的投资收益，不具备持续性。需对公司未来盈利情况保持关注。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，其中利润总额为 0.59 亿元、折旧为 2.72 亿元、利息支出为 1.07 亿元。主要受利润总额较上年下滑 92.42% 影响，2018 年公司 EBITDA 为 4.50 亿元，同比下滑 10.76%。从偿债能力指标来看，2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 7.44 倍和 3.20 倍，较上年同期分别增加 2.19 倍和下滑 1.41 倍，对债务本息的保障能力有所下降。

图 7：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2018 年公司经营活动净现金流为

-0.15 亿元，同比下滑 119.24% 并转为净流出。主要系海外工厂投运，职工薪酬支出增加，以及原材料成本上升，采购支付的现金增加较多所致。投资活动净现金流为-6.25 亿元，持续净流出规模较大主要系海外工厂的建设和调试对现金需求增加；当年净流出规模同比减少 28.62%，主要系当期处置可供出售金融资产，回收投资收到的现金增加所致；2018 年公司筹资活动现金净流入 4.85 亿元，同比减少 51.04%，系上年度发行可转债，筹资活动净现金流入较大。受经营活动现金净流入影响，2018 年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为-0.00 倍和-0.10 倍，经营性现金流对债务本息偿付的保障能力不足。

表 7：2016~2018 年公司主要偿债能力指标

项目	2016	2017	2018
总资产（亿元）	67.55	75.32	73.98
总债务（亿元）	18.10	26.44	33.45
资产负债率（%）	50.87	64.30	68.53
总资本化比率（%）	35.30	49.58	58.97
经营活动净现金流（亿元）	3.96	0.76	-0.15
经营活动净现金/总债务（X）	0.22	0.03	-0.00
经营活动净现金/利息支出（X）	5.60	0.70	-0.10
EBITDA（亿元）	6.16	5.04	4.50
总债务/EBITDA（X）	2.94	5.25	7.44
EBITDA利息倍数（X）	8.71	4.61	3.20

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构有较好合作关系，截至 2018 年末，公司取得授信额度 35.15 亿元，其中未使用额度为 9.26 亿元，备用流动性一般。

或有负债方面，截至 2018 年末，对子公司担保总额为 6.94 亿元，占净资产的比重为 29.81%，此外公司无对外担保也无重大未决诉讼。

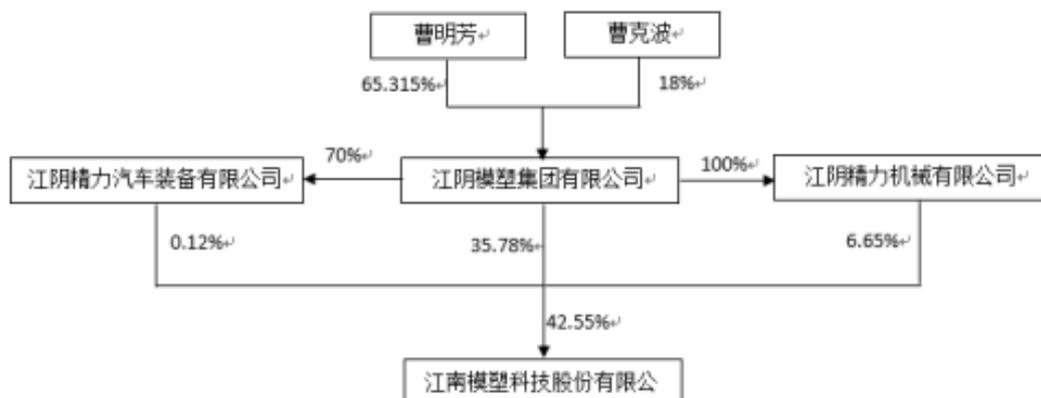
受限资产方面，截至 2018 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 12.46 亿元，占公司总资产的比重为 16.85%。具体受限资产主要包括作为银行融资提供保证的货币资金 1.59 亿元、固定资产 1.19 亿元、无形资产 0.20 亿元、可供出售金融资产 3.63 亿元、长期股权投资 4.07 亿元及投资性房地产 1.79 亿元，资产流动性受到一定限制。

总体来看，公司在汽车装饰件市场具有较稳定且优质的客户资源，在汽车行业景气度下降的背景下主营业务收入规模同比增长。公司积极布局海外市场，海外在建项目已部分投产或处于调试阶段，未来具有一定的发展空间。但对公司短期偿债压力较大、主营业务盈利能力大幅下降、经营活动净现金流表现不佳等应予以关注。

结 论

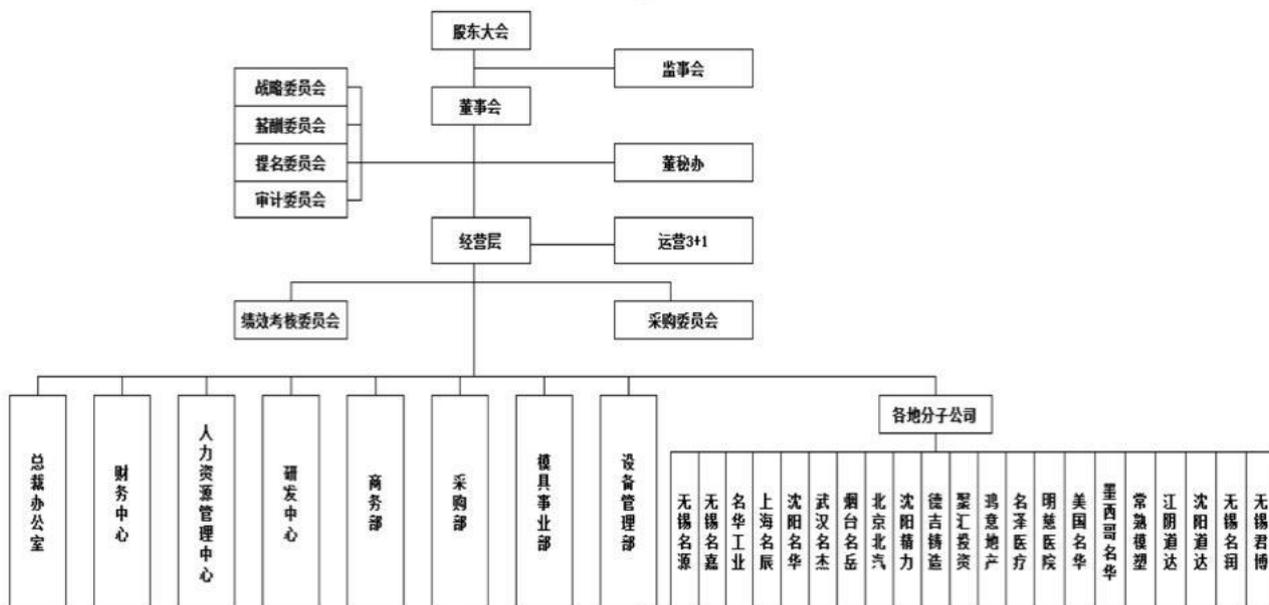
综上，中诚信证评评定江南模塑科技股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评定“江南模塑科技股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为 **AA**，并将上述主体及债项信用等级列入可能降级的信用评级观察名单。

附一：江南模塑科技股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：江南模塑科技股份有限公司组织机构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：江南模塑科技股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	72,632.88	91,425.27	65,332.58
应收账款净额	72,147.96	71,900.70	92,794.14
存货净额	59,849.96	70,507.87	88,968.16
流动资产	237,344.72	280,524.67	282,425.32
长期投资	151,298.97	113,845.49	75,538.03
固定资产合计	270,238.77	341,333.23	364,919.61
总资产	675,480.16	753,248.59	739,756.09
短期债务	181,047.03	181,006.53	229,064.25
长期债务	0.00	83,385.65	105,482.15
总债务（短期债务+长期债务）	181,047.03	264,392.18	334,546.40
总负债	343,612.06	484,353.83	506,975.10
所有者权益（含少数股东权益）	331,868.10	268,894.75	232,780.99
营业总收入	402,662.13	434,014.98	496,564.74
三费前利润	90,670.12	90,685.45	90,667.52
投资收益	16,864.66	19,472.27	36,641.12
净利润	25,187.36	13,446.49	1,018.87
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	61,590.30	50,407.88	44,982.71
经营活动产生现金净流量	39,580.00	7,614.19	-1,465.29
投资活动产生现金净流量	-41,953.56	-87,533.97	-62,479.66
筹资活动产生现金净流量	22,488.29	98,982.75	48,464.74
现金及现金等价物净增加额	19,329.48	16,906.31	-13,249.29
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	23.38	21.80	19.13
所有者权益收益率（%）	7.59	5.00	0.44
EBITDA/营业总收入（%）	15.30	11.61	9.06
速动比率（X）	0.57	0.56	0.50
经营活动净现金/总债务（X）	0.22	0.03	0.00
经营活动净现金/短期债务（X）	0.22	0.04	-0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	5.60	0.70	-0.10
EBITDA 利息倍数（X）	8.71	4.61	3.20
总债务/EBITDA（X）	2.94	5.25	7.44
资产负债率（%）	50.87	64.30	68.53
总资本化比率（%）	35.30	49.58	58.97
长期资本化比率（%）	0.00	23.67	31.18

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、“其他应付款”中的“关联方借款”计入短期债务。

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

长期债务=长期借款+应付债券

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）

经营性业务利润=营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-期间费用（财务费用+管理费用+研发费用+销售费用）

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。