

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（2020）

项目负责人：王 鹏 pwang@ccxi.com.cn

项目组成员：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1527 号

江南模塑科技股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，将主体信用等级调出可能降级的观察名单，评级展望调整为负面；

维持“模塑转债”的信用等级为 **AA**，将“模塑转债”的信用等级调出可能降级的观察名单。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持江南模塑科技股份有限公司（以下简称“模塑科技”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，将主体信用等级调出可能降级的观察名单，评级展望调整为负面；维持“模塑转债”的信用等级为 **AA**，将“模塑转债”的信用等级调出可能降级的观察名单。评级展望调整主要基于以下考量因素：公司塑化汽车装饰件定位于中高端整车配套市场，下游客户资源优质，2019 年公司营业收入和经营活动净现金流均保持增长；且 2020 年以来，受益于“模塑转债”陆续转股，公司杠杆水平有所下降。但行业景气度低迷及境内外疫情对公司 2020 年一季度业绩产生了较大不利影响，加之海外工厂尚处于磨合期，公司全年盈利仍具有较大不确定性，且面临较大短期偿债压力。

概况数据

模塑科技（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	75.32	73.98	78.46	72.69
所有者权益合计（亿元）	26.89	23.28	23.80	26.45
总负债（亿元）	48.44	50.70	54.66	46.24
总债务（亿元）	26.44	33.73	36.74	32.13
营业总收入（亿元）	43.40	49.66	54.90	8.59
净利润（亿元）	1.34	0.10	1.02	-1.61
EBIT（亿元）	2.58	1.66	2.92	--
EBITDA（亿元）	5.04	4.50	6.38	--
经营活动净现金流（亿元）	0.76	-0.15	1.69	-0.64
营业毛利率(%)	21.80	19.13	18.14	13.04
总资产收益率(%)	3.61	2.23	3.83	--
资产负债率(%)	64.30	68.53	69.67	63.62
总资本化比率(%)	49.58	59.17	60.69	54.85
总债务/EBITDA(X)	5.25	7.50	5.76	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.61	3.20	3.91	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **公司下游客户资源较为优质。**公司的塑化汽车装饰件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，主要为华晨宝马、北京奔驰、上汽通用、上海大众、捷豹路虎、沃尔沃等汽车厂商提供保险杠等内外装饰件。

■ **2019 年公司营业收入保持增长，且经营活动净现金流水平有所提升。**2019 年公司在国内汽车市场景气度下行的背景下，依托优质的中高端客户资源，实现营业总收入 54.90 亿元，同比增加 10.55%；同期，公司经营活动净现金流为 1.69 亿元，经营获现能力有所增强。

■ **2020 年以来，公司杠杆水平有所下降。**受益于“模塑转债”陆续转股，2020 年 3 月末公司所有者权益较 2019 年末小幅上

升，资产负债率和总资本化比率较 2019 年末均有所下降。

关注

■ **汽车行业景气度下降。**2019 年以来受购置税优惠政策全面退出、前期销量透支、房地产挤出效应及经济增长放缓等因素影响，汽车行业景气度持续低迷。我国中长期汽车市场仍拥有增长潜力，但短期内受宏观经济增速放缓、物价上涨过快、居民杠杆水平高企叠加疫情因素影响，汽车市场复苏压力仍在一定时间内存在。

■ **海外工厂亏损侵蚀整体经营利润。**公司美国工厂和墨西哥工厂投产时间较短且尚处于磨合期，2019 年分别亏损 1.12 亿元和 1.63 亿元，大幅侵蚀公司经营性业务利润。此外，2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司净利润出现亏损，中诚信国际将持续关注海外工厂运营情况及公司全年盈利情况。

■ **利润总额对投资收益依赖程度较高。**2019 年公司投资收益为 2.04 亿元，其中对参股公司北京北汽模塑科技有限公司（以下简称“北汽模塑”）采用权益法核算的长期股权投资确认的投资收益 1.72 亿元，是公司利润的主要来源，中诚信国际将对公司后续盈利结构改善情况保持关注。

■ **短期偿债压力较大。**截至 2020 年 3 月末，公司总债务规模为 32.13 亿元，其中短期债务规模为 27.73 亿元，占总债务的比重为 86.30%，同期末公司未受限的货币资金仅为 4.85 亿元，短期偿债压力较大。

评级展望

中诚信国际认为，江南模塑科技股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能下降。

■ **可能触发评级下调因素。**公司海外工厂持续大幅亏损，公司盈利水平持续减弱，债务规模大幅增加，偿债能力有所恶化，流动性压力进一步加大。

同行业比较

2019 年部分汽车零部件企业主要指标对比表

公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	总资本化比率(%)	营业总收入（亿元）
五洲新春	31.11	41.43	31.88	18.19
雷迪克	14.67	47.12	41.28	4.62
模塑科技	78.46	69.67	60.69	54.90

注：“五洲新春”为“浙江五洲新春集团有限公司”简称；“雷迪克”为“杭州雷迪克节能科技股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
模塑转债	AA	AA/可能降级的观察名单	8.14	1.32	2017/06/02~2023/06/02

注：模塑转债的转股期为 2017 年 12 月 8 日至 2023 年 6 月 1 日，截至 2020 年 3 月 31 日，剩余可转债余额为 131,603,800 元，当前转股价格为人民币 7.59 元/股。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

公司于 2017 年 6 月 2 日发行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（债券简称：“模塑转债”，债券代码“127004.SZ”），发行总额 81,366.00 万元，债券期限为 6 年，到期日为 2023 年 6 月 2 日。截至 2019 年末，募集资金已全部投入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，募集资金使用用途未发生变化。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部

因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存

在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，我国汽车行业景气度持续低迷，新冠肺炎疫情加大了宏观经济短期下行压力，加之物价上涨过快及居民杠杆水平高企等因素影响，汽车市场需求复苏压力犹存

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一。自 2009 年成为世界汽车第一产销大国后，我国已连续 10 年蝉联世界第一。

从短期来看，我国汽车行业周期性较强，同时受政策影响显著，产、销量增速波动剧烈。2019 年，我国汽车产销量分别为 2,572.1 万辆和 2,576.9 万辆，同比分别下降 7.5% 和 8.2%，产销量降幅比上年分别扩大 3.3 个百分点和 5.4 个百分点。受乘用车进入传统销售旺季、终端优惠力度较大、商用车市场需求有所改善及基数下降等因素影响，2019 年下半年以来我国汽车市场产销降幅有所收窄，消费信心缓慢修复。

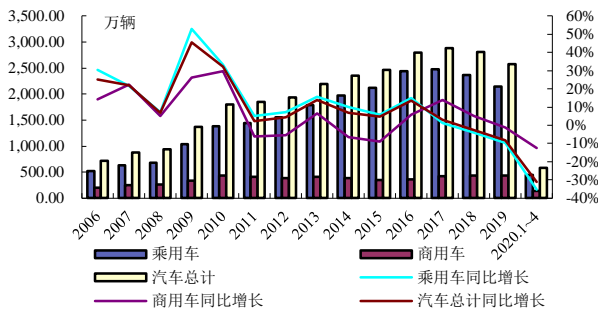
2019 年以来，乘用车市场表现依然较弱，全年我国乘用车产销量分别为 2,136 万辆和 2,144 万辆，同比分别下降 9.2% 和 9.6%。受益于下半年基数较

低及进入传统销售旺季等因素影响，乘用车销售环比有所改善。2019 年，商用车市场分别实现产销量 436.0 万辆和 432.4 万辆，受前期基数较高及相关部门治理轻卡“大吨小标”问题等因素影响，同比分别上升 1.9% 和下降 1.1%；其中，卡车产销量分别为 388.8 万辆和 385.0 万辆，产量同比分别增长 2.6% 和下降 0.9%；客车销量 47.4 万辆，同比下降 2.3%。

新能源汽车方面，2019 年，新能源汽车销量达 120.6 万辆，同比下降 4.0%。其中纯电动汽车和插电式混合动力销量分别为 97.2 万辆和 23.2 万辆，较上年同期分别增长 1.2% 和下降 14.5%。受补贴退坡及排放标准切换等因素影响，自 2019 年 7 月起，新能源汽车市场月销量持续下降，新能源汽车市场进入调整期。短期来看，政策扶持减弱造成的景气度下行或将持续；此外，合资车企加大新能源车型投放造成行业竞争进一步加剧。2020 年 4 月，财政部、工信部、科技部、发改委四部委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底，新能源补贴政策实施期限延长及退坡节奏放缓有助于缓解新能源车企的经营压力。

2020 年以来，新冠肺炎疫情进一步加大了车市复苏的不确定性。在新冠肺炎疫情疫情影响下，车企的经营和资金压力有所增大。2020 年 4 月，随着国内疫情防控形势持续好转，汽车行业产销也逐步恢复到正常水平。当月产销环比继续保持较快增长，同比也结束下降趋势，呈小幅增长。其中，商用车同比增长较为明显，产销量创月度历史新高；乘用车市场尚未完全启动，产销量仍低于上年同期水平。2020 年 1~4 月，汽车产销 559.6 万辆和 576.1 万辆，同比下降 33.4% 和 31.1%，降幅与 1~3 月相比，收窄 11.8 个百分点和 11.3 个百分点。

图1：近年来中国汽车销量及增速情况（单位：万辆，%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为：2019年以来受购置税优惠政策全面退出、前期销量透支、房地产挤出效应及经济增长放缓等因素影响，汽车行业景气度持续低迷。在新冠肺炎疫情疫情影响下，汽车市场调整周期将被拉长。我国中长期汽车市场仍拥有增长潜力，但短期内受宏观经济增速放缓、物价上涨过快、居民杠杆水平高企叠加疫情因素影响，汽车市场复苏压力仍然在一定时间内存在。

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

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。

中诚信国际认为，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。

依托稳定且优质的下游整车客户，2019年公司汽车装饰件业务发展较为稳定；跟踪期内，海外工厂投产时间较短，仍处于前期磨合阶段，产能利用率较低

塑化汽车装饰件是公司营业收入的主要来源，其中保险杠为公司塑化汽车装饰业务最主要的产品，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。

公司的生产模式为以销定产。产能方面，截至2019年末，公司具备年产312.75万套保险杠的生产能力，受益于美国工厂及墨西哥工厂投产，产能较2018年大幅增长。产能利用率方面，因美国及墨西哥工厂尚处于磨合期，公司2019年整体的产能利用率同比大幅下降。产量方面，随着海外工厂产

能的释放，2019年产量较上年小幅增加0.93%。

表 1：近年来公司保险杠生产情况

	2017	2018	2019
产能（万套/年）	220.00	220.00	312.75
产量（万套）	170.80	189.67	191.44
产能利用率（%）	77.64	86.21	61.21

注：上表包含美国工厂及墨西哥工厂数据

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

分生产基地来看，公司与国内多家汽车制造商建立了长期合作关系，在整车制造基地周边配套工厂。其中上海名辰及沈阳名华为公司最大的两个生

表 2：截至 2019 年末公司塑化汽车装饰件生产基地情况

生产基地	主要产品	产能 (万套/年)	产能 利用率	主要客户
上海名辰	保险杠蒙皮总成	80	85.85%	上海大众汽车、上海通用汽车、上海通用东岳汽车
沈阳名华	保险杠蒙皮总成	80	79.52%	华晨宝马、北京北汽、上海通用汽车、沈阳北盛汽车
武汉名杰	保险杠蒙皮总成	40	57.76%	武汉神龙、东风汽车乘用车
烟台名岳	保险杠蒙皮总成	40	70.96%	上海通用东岳汽车
美国名华	保险杠蒙皮总成	17.75	19.61%	BMW Manufacturing、Magna Seating South Carolina
墨西哥名华	保险杠蒙皮总成	55	7.78%	BMW SLP S.A de C.V., Tesla Motors Netherlands B.V., Tesla, Inc., Volkswagen de Mexico S.A. de C.V.
合计	--	312.75	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产成本方面，原材料采购成本在公司产品生产成本中占比较高，2019年，因公司下游客户产品结构有所调整，使得公司直接材料成本占比有所降低。同时，因海外人工成本较高，一定程度上摊薄公司毛利率。

表 3：近年来公司塑化汽车装饰件生产成本情况(亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.1-3
营业收入	36.62	42.03	43.88	7.39
营业成本	27.71	33.05	34.96	6.25
直接材料成本	17.47	25.33	24.81	4.21
毛利率	24.35	21.38	20.24	15.38
直接成本占比	63.07	76.64	70.97	67.38

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

销售方面，公司的塑化汽车装饰件定位于中高端整车配套市场，与国内多家汽车厂商建立了长期合作关系，主要为华晨宝马、北京奔驰、上汽通用、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。销量方

产基地，产能均为80万套/年，且产能利用率较高；2019年以来，武汉名杰受下游客户销量减少影响，产能利用率较低。2019年沈阳生产基地完成了油漆线4缸转6缸的设备改造及所有项目的生产调试工作，产能将从80万套提升至115万套。国外工厂方面，墨西哥名华于2019年4月开始正式生产宝马G20配套产品，并且承接北美特斯拉业务¹，截至2019年末已完成项目开发及量产的工业化准备工作。

面，受汽车行业景气度下降的影响，2019年公司保险杠销量同比减少2.54%，其中武汉基地受下游客户需求减少影响，2019年销量大幅下降35%。公司前五大客户销售总额为34.90亿元，占当期销售收入的63.58%，公司对主要客户依赖度较高。

中诚信国际认为，公司塑化汽车装饰件定位于中高端整车配套市场，公司下游客户较为优质。此外，2020年一季度以来，新冠肺炎疫情对公司生产销售产生较大影响，海外疫情的爆发使得美国工厂和墨西哥工厂停产，但目前均已复工。中诚信国际将持续关注后续公司海外工厂的产能释放情况及新冠肺炎疫情对公司生产经营产生的影响。

公司专用装备定制板块及医疗业务收入同比均有所增长，但由于医疗板块前期投入较高，目前仍处于大幅亏损状态，中诚信国际将持续关注医疗业务运营及盈利情况

¹ 依据公司2020年1月14日发布的《模塑科技关于对深圳证券交易所关注函回复的公司》，墨西哥名华于2019年6月11日收到特斯拉的定点意向函，正式确定墨西哥名华为特斯拉Model Y前

后保险杠总成和门槛的供应商，2019年11月22日正式生成订单。按照特斯拉要求预期年产量约为18万辆，年订单销售额预计为3亿人民币。

公司专用装备定制主要是开发、生产和销售汽车零部件行业专用工装、检具。价格方面，不同模具的开发难度、开发过程中耗用的材料数量均有所不同，因此，模具定价为“一副一价”，不同模具之间的价格有差异。2019年，受下游主机厂需求影响，公司专用装备定制收入同比增加 59.72% 至 6.74 亿元。

除汽车装饰件业务外，公司在国家扶持政策的引导下投资设立了无锡明慈心血管病医院（以下简称“明慈医院”），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，由于成立时间较短，前期投入较大，且不具备行业影响力，目前医院仍处于亏损状态。2019 年，明慈医院营业收入为 0.94 亿元，同比增长 46.88%，净亏损 0.88 亿元，亏损额较上年增加 4.78%。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，中诚信国际将持续关注公司医疗板块的运营及盈利情况。

房地产业务板块，截至 2019 年末，公司已无房地产开发项目，剩余商铺用于出租，2019 年租金收入为 0.64 亿元；未来公司计划将上述商铺对外进行销售。

公司在建工程围绕新工厂建设及扩能项目展开，存在较大的资本支出压力

公司在建工程主要围绕新工厂建设及扩能展开，其中墨西哥扩能项目主要为配合特斯拉和大众捷达订单，规划建设期为 2019~2021 年，预计产能从 55 万套增加至 115 万套；辽宁名华项目为建设位于沈阳市大东区的工厂，于 2019 年 10 月开工建设，主要配套华晨宝马项目，设计产能 150 万套，预计将于 2024 年正式投产。截至 2020 年 3 月末，公司在建工程未来尚需投资 7.28 亿元，资金来源主要为自有资金或自筹，存在较大的资本支出压力。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2020 年剩余计划投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资
墨西哥扩能项目	6.94	0.99	3.75	0.46	--
美国项目	--	0.23	--	--	--
常熟项目	--	0.03	--	--	--
辽宁名华项目	2.28	0.13	1.63	0.44	0.07
沈阳名华厂房改造	0.08	0.05	0.03	--	--
零星工程及设备购置	--	0.59	--	--	--
合计	9.30	2.02	5.41	0.90	0.07

注：1、部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异；2、美国项目与常熟项目因公司规划暂时搁置；3、零星工程及设备购置无计划总投资金额。

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司披露的经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年~2019 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，均采用各期财务报表期末数。为计算有息债务，中诚信国际将“其他应付款”科目中的有息债务纳入短期债务核算，将“长期应付款”科目中的有息债务纳入长期债务核算。

得益于期间费用率的下降，2019 年公司亏损幅度有所下降，但公司经营性业务盈利能力依然较弱；公司利润总额对投资收益依赖程度较高

营业收入方面，主要受益于塑化汽车装饰件及专用装备定制业务规模的扩大，2019 年公司营业收入同比增长 10.55%。毛利率方面，受海外工厂成本较高影响，2019 年公司主营业务汽车装饰件毛利率有所降低，带动整体营业毛利率有所下滑。

表 5：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
汽车装饰件	41.59	47.48	52.11	8.10
其中：塑化汽车装饰件	36.62	42.03	43.88	7.39
专用装备定制	3.22	4.22	6.74	0.57
材料及其他商品	1.75	1.22	1.48	0.14
房地产开发	0.69	0.71	0.64	0.13
其中：房地产开发销售	0.00	0.05	--	--
资产出租	0.68	0.67	0.64	0.13
机床铸件	0.70	0.83	1.22	0.18
医疗服务	0.42	0.63	0.93	0.17
合计	43.40	49.66	54.90	8.59
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
汽车装饰件	23.85	21.22	20.60	16.17
其中：塑化汽车装饰件	24.69	21.38	20.34	15.38
专用装备定制	16.37	22.03	24.13	23.45
材料及其他商品	18.23	12.77	12.38	26.42
房地产开发	32.86	28.89	13.62	17.91
其中：房地产开发销售	39.58	38.76	--	--
资产出租	32.82	28.22	13.62	17.91
机床铸件	1.82	-1.94	-0.44	6.31
医疗服务	-166.57	-121.69	-92.45	-128.15
营业毛利率	21.80	19.13	18.14	13.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年公司债务规模的扩大使得财务费用有所增加。同时公司海外工厂的投资及设备调试已基本完成并进入生产阶段，管理费用较上年减少 25.51%，带动公司期间费用较 2018 年减少 10.24%。同时公司营业收入增长，2019 年期间费用率有所下降但仍处于高位，对利润形成侵蚀。

利润方面，公司毛利率有所下降，但期间费用对利润的侵蚀有所减弱，使得经营性业务亏损较上年有所减少。同期，公允价值变动损益和投资收益对公司利润带来一定补充，其中公司持有的江苏银行和江南水务股价波动，当期产生公允价值变动损益 0.72 亿元；投资收益主要为参股公司北京北汽模塑科技有限公司（以下简称“北汽模塑”）采用权益法核算的长期股权投资收益 1.72 亿元。公司利润总额对投资收益的依赖程度较高，且公司持有股票股价波动产生的公允价值变动损益不具备可持续性，中诚信国际将持续关注后续公司盈利能力的改善情况。盈利指标方面，2019 年公司利润总额有所增加，EBITDA 利润率和总资产收益率均有所上升。

从 2020 年一季度的经营情况来看，受新冠肺炎疫情影响，公司销量大幅下滑，固定成本较为刚性，导致公司营业总收入大幅下滑，营业毛利率降至 13.04%，当期经营性业务利润和利润总额亦出现亏损，中诚信国际将持续关注新冠肺炎疫情对公司全年盈利能力的影响。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	1.24	1.71	1.49	0.25
管理费用（含研发费用）	6.94	9.20	7.49	1.76
财务费用	0.87	0.91	1.64	0.51
期间费用合计	9.05	11.82	10.61	2.52
期间费用率(%)	20.85	23.80	19.34	29.35
经营性业务利润	0.14	-2.75	-0.86	-1.46
资产减值损失	-0.32	-0.42	-0.57	-0.09
公允价值变动损益	-0.01	0.01	0.72	-0.62
投资收益	1.95	3.66	2.04	0.32
利润总额	1.71	0.59	1.32	-1.86
EBITDA 利润率(%)	11.61	9.06	11.61	--
总资产收益率(%)	3.61	2.23	3.83	--

注：将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司总债务规模有所增加，杠杆比率有所上升，公司以短期债务为主的债务结构有待优化；2020 年以来，受益于“模塑转债”陆续转股，公司权益规模有所上升，杠杆水平有所下降

2019 年末公司总资产规模有所上升，公司资产以非流动资产为主，其中固定资产占比较高，2019 年墨西哥工厂开始量产，设备转固使得 2019 年末固定资产较上年末增加 14.27%。得益于北汽模塑经营情况较好，2019 年末长期股权投资较上年末有所增加。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、交易性金融资产和存货。截至 2019 年末，公司交易性金融资产主要为公司持有的江南水务及江苏银行股票。随着汽车装饰件销售收入的增加，2019 年末应收账款较上年末有所增加，公司为应收账款累计计提坏账准备 0.71 亿元。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	9.14	6.53	6.85	6.72

交易性金融资产	0.00	--	5.64	5.03
应收账款	7.19	9.28	10.73	7.10
存货	7.05	8.90	8.79	9.52
流动资产	28.05	28.24	35.76	31.28
可供出售金融资产	9.21	4.71	--	--
长期股权投资	2.17	2.85	3.51	3.52
投资性房地产	6.60	6.33	6.19	6.33
固定资产	18.84	25.57	29.22	27.02
非流动资产	47.27	45.73	42.70	41.40
总资产	75.32	73.98	78.46	72.69

注：自 2019 年起公司执行新金融准则，将“可供出售金融资产”重分类至“交易性金融资产”列示，2017 年“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”规模为 20,217.43 元。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，公司总负债以流动负债为主，截至 2019 年末，流动负债占总负债的比重为 78.33%。流动负债主要包括短期借款和应付账款，2019 年末短期借款较上年末增加 20.00%，同时随着公司业务规模的扩大，公司 2019 年末应付账款规模亦有所增加，主要为应付模具、材料和设备供应商的货款。公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券，2019 年公司归还部分长期借款，长期借款规模有所下降。2019 年末应付债券全部为公司发行的可转换公司债券。

所有者权益方面，受益于未分配利润的积累，2019 年末公司所有者权益有所增加。

债务结构方面，截至 2019 年末，短期债务占总债务的比重为 72.03%，公司以短期债务为主，债务结构有待优化。财务杠杆方面，为满足公司海外项目资金需求，公司扩大外部融资规模，债务规模不断增加，使得 2019 年末资产负债率和总资本化比率同比均有所上升。

截至 2020 年 3 月末，受“模塑转债”转股的影响，公司股本增加至 9.17 亿元，资本公积增加主要为可转债转股产生的股本溢价。此外，“模塑转债”转股使得公司总负债规模有所下降，杠杆水平亦有所下降。

表 8：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	15.95	19.95	23.94	25.29
应付账款	12.94	13.90	14.53	11.91

长期借款	1.96	3.83	3.17	3.17
应付债券	6.38	6.71	7.05	1.17
总负债	48.44	50.70	54.66	46.24
短期债务	18.10	23.18	26.46	27.73
总债务	26.44	33.73	36.74	32.13
股本	8.27	8.27	8.27	9.17
资本公积	0.00	0.00	0.00	6.24
未分配利润	11.20	10.17	12.71	11.09
所有者权益合计	26.89	23.28	23.80	26.45
资产负债率	64.30	68.53	69.67	63.62
总资本化比率	49.58	59.17	60.69	54.85

注：2018 年末资本公积为 819.47 元，2019 年末资本公积为 276,391.40 元。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司偿债能力指标有所优化，但短期偿债压力依然较大

经营活动方面，2019 年公司降本增效效果较好，公司付现的销售、管理、研发费用较 2018 年减少 28.02%，当期经营活动现金流转为净流入状态。投资活动方面，2019 年公司海外工厂建设接近尾声，资金需求减弱，2019 年投资活动现金流净流出规模有所减少。筹资活动方面，2019 年公司资金需求减弱，使得筹资活动现金流的净流入规模有所减少。

偿债能力方面，因 2019 年经营活动现金流转为净流入态势，对债务本息的保障能力有所增强。同时公司盈利能力增强，EBITDA 对债务本息的保障能力均有所增强，但偿债能力依然较弱。此外，公司短期债务规模较大，货币资金不足以覆盖短期债务，公司面临较大的短期偿债压力。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	0.76	-0.15	1.69	-0.64
投资活动净现金流	-8.75	-6.25	-2.23	-0.51
筹资活动净现金流	9.90	4.85	0.62	0.80
经营活动净现金流/总债务	0.03	0.00	0.05	-0.08*
经调整的经营净现金流/总债务（%）	-2.85	-6.28	-1.81	--
经营活动净现金流/利息支出	0.70	-0.10	1.03	--
总债务/EBITDA	5.25	7.50	5.76	--
EBITDA 利息保障倍数	4.61	3.20	3.91	--
货币资金/短期债务	0.51	0.28	0.26	0.24

注：1、带*指标已经年化处理；2、因缺少部分数据，相关指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产规模较高，资产流动性受到一定限制； 公司备用流动性一般

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 15.20 亿元，占总资产的 20.91%，主要为保证金以及作为银行借款抵押物的固定资产和无形资产，其中受限的货币资金和交易性金融资产分别为 1.87 亿元和 3.87 亿元，资产流动性受到一定限制。股权质押方面，截至 2020 年 3 月末，公司控股股东江阴模塑集团有限公司将公司 2.17 亿股股票质押，占所持股权比例的 73.32%。

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保及重大未决诉讼。

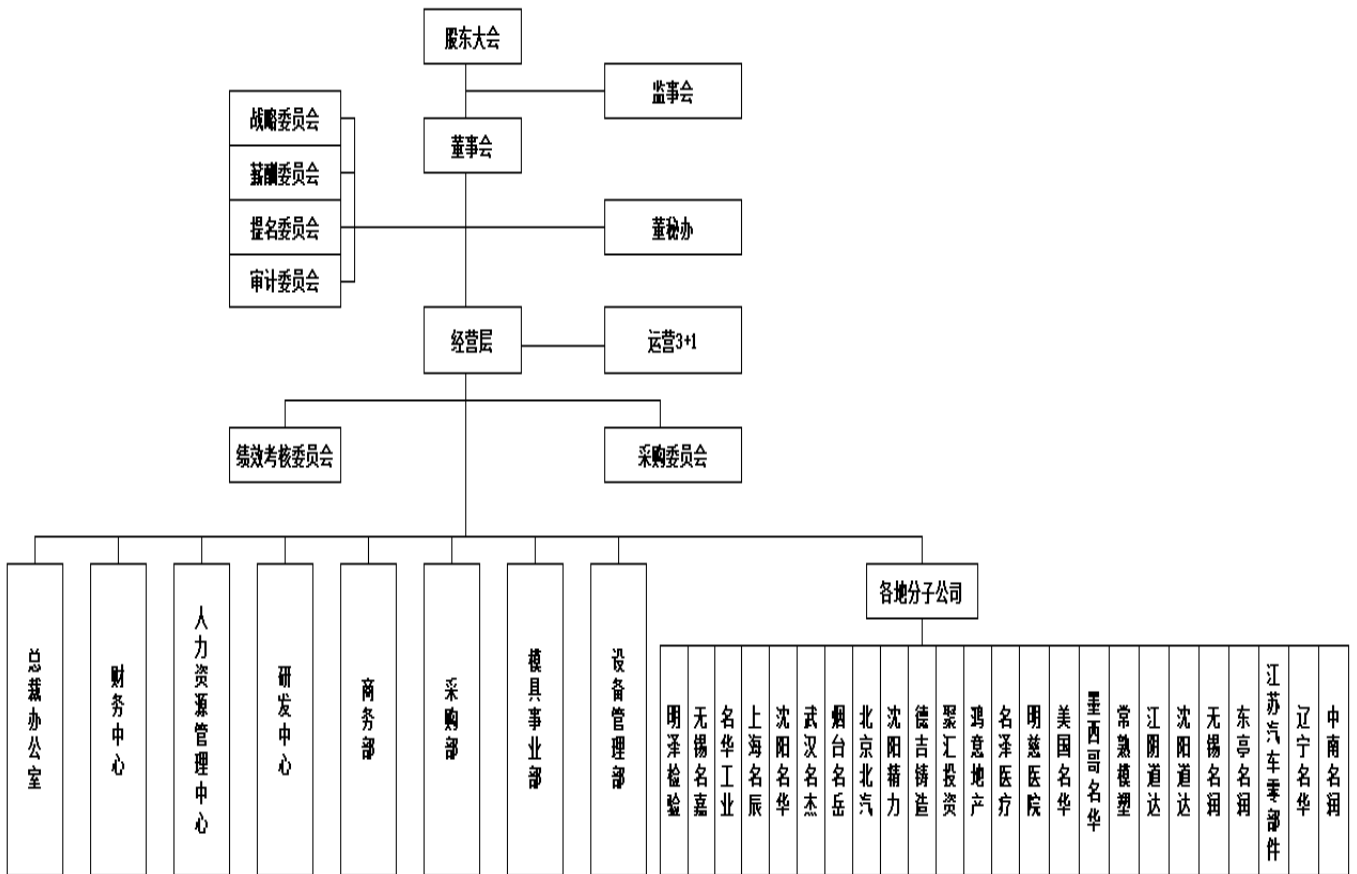
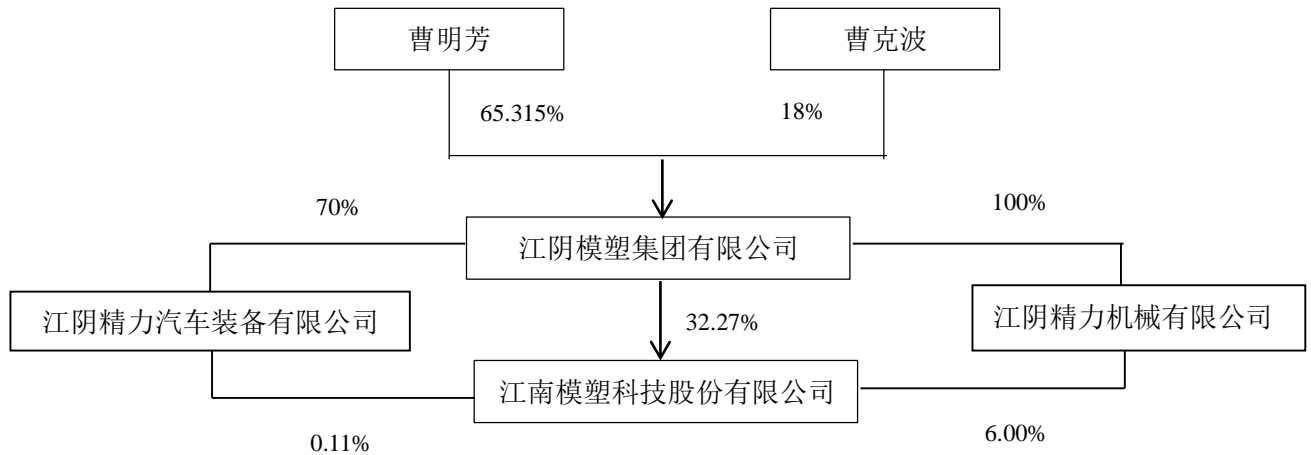
银行授信方面，公司与多家金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司取得授信额度 34.81 亿元，其中未使用额度为 5.77 亿元，备用流动性一般。

过往债务履约情况：公开资料显示，截至 2020 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 15 日，公司本部借款均能够到期还本、按时付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持江南模塑科技股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，将主体信用等级调出可能降级的观察名单，评级展望调整为负面；维持“模塑转债”的信用等级为 **AA**，将“模塑转债”的信用等级调出可能降级的观察名单。

附一：江南模塑科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附二：江南模塑科技股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	91,425.27	65,332.58	68,463.68	67,235.64
应收账款净额	71,900.70	92,794.14	117,378.32	70,957.10
其他应收款	1,983.27	2,117.49	1,935.36	2,688.63
存货净额	70,507.87	88,968.16	87,892.89	95,239.08
长期投资	113,845.49	75,538.03	35,064.38	35,238.23
固定资产	188,382.13	255,655.93	292,174.44	270,243.98
在建工程	86,920.11	45,986.62	13,019.12	20,277.74
无形资产	15,419.97	15,146.79	19,734.46	18,986.70
总资产	753,248.59	739,756.09	784,566.06	726,876.58
其他应付款	50,592.36	4,279.55	602.25	689.48
短期债务	181,006.53	231,809.53	264,644.32	277,286.98
长期债务	83,385.65	105,482.15	102,782.96	44,008.53
总债务	264,392.18	337,291.68	367,427.27	321,295.51
净债务	172,966.91	271,959.11	298,963.59	254,059.88
总负债	484,353.83	506,975.10	546,607.87	462,421.33
费用化利息支出	8,719.43	10,733.45	15,985.18	--
资本化利息支出	2,221.37	3,317.76	328.12	--
所有者权益合计	268,894.75	232,780.99	237,958.19	264,455.25
营业总收入	434,014.98	496,564.74	548,952.81	85,922.61
经营性业务利润	1,358.15	-27,517.14	-8,625.54	-14,551.54
投资收益	19,472.27	36,641.12	20,389.09	3,173.86
净利润	13,446.49	1,018.87	10,166.32	-16,143.21
EBIT	25,781.88	16,621.71	29,202.19	--
EBITDA	50,407.88	44,982.71	63,760.49	--
经营活动产生现金净流量	7,614.19	-1,465.29	16,881.65	-6,426.68
投资活动产生现金净流量	-87,533.97	-62,479.66	-22,334.58	-5,067.08
筹资活动产生现金净流量	98,982.75	48,464.74	6,167.36	8,029.95
资本支出	94,017.35	50,607.46	34,118.78	8,386.14
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	21.80	19.13	18.14	13.04
期间费用率(%)	20.85	23.80	19.34	29.35
EBITDA 利润率(%)	11.61	9.06	11.61	--
总资产收益率(%)	3.61	2.23	3.83	--
净资产收益率(%)	4.48	0.41	4.32	-25.71*
流动比率(X)	0.75	0.73	0.84	0.77
速动比率(X)	0.56	0.50	0.63	0.54
存货周转率(X)	5.21	5.04	5.08	3.26*
应收账款周转率(X)	6.03	6.03	5.22	3.65*
资产负债率(%)	64.30	68.53	69.67	63.62
总资本化比率(%)	49.58	59.17	60.69	54.85
短期债务/总债务(%)	68.46	68.73	72.03	86.30
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.00	0.05	-0.08*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.04	-0.01	0.06	-0.09*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.70	-0.10	1.03	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-2.85	-6.28	-1.81	--
总债务/EBITDA(X)	5.25	7.50	5.76	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.19	0.24	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.61	3.20	3.91	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.36	1.18	1.79	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款的有息债务调整至短期债务核算；将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算；3、将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。