

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（2021）

项目负责人：王文洋 wywang@ccxi.com.cn

项目组成员：陈田田 ttchen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 23 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 0927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：

将贵公司主体信用等级由 **AA** 调降至 **AA⁻**，评级展望由负面调整为稳定；

将“模塑转债”的信用等级由 **AA** 调降至 **AA⁻**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十三日

评级观点：中诚信国际将江南模塑科技股份有限公司（以下简称“模塑科技”或“公司”）的主体信用等级由AA调降至AA⁻，评级展望由负面调整为稳定；将“模塑转债”的债项信用等级由AA调降至AA⁻。本次等级调整主要基于以下因素：汽车及零部件行业景气度回升情况仍有待关注，海外工厂处于亏损态势，对公司经营利润造成较大侵蚀，公司连续三年经营性业务利润亏损，且利润总额对投资收益依赖较高。同时，公司短期偿债压力较大，分红政策较为激进且股权质押比例很高。但同时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，2020年公司营业收入和经营活动净现金流均保持增长。

概况数据

模塑科技（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	73.98	78.46	83.63	83.44
所有者权益合计（亿元）	23.28	23.80	27.66	28.16
总负债（亿元）	50.70	54.66	55.97	55.28
总债务（亿元）	33.73	36.74	33.83	32.87
营业总收入（亿元）	49.66	54.90	61.24	17.31
净利润（亿元）	0.10	1.02	0.12	0.84
EBIT（亿元）	1.66	2.92	1.89	--
EBITDA（亿元）	4.50	6.38	5.62	--
经营活动净现金流（亿元）	-0.15	1.69	2.50	1.75
营业毛利率(%)	19.13	18.14	17.45	16.50
总资产收益率(%)	2.23	3.83	2.33	--
资产负债率(%)	68.53	69.67	66.92	66.25
总资本化比率(%)	59.17	60.69	55.02	53.86
总债务/EBITDA(X)	7.50	5.76	6.02	--
EBITDA利息倍数(X)	3.20	3.91	3.60	--

注：中诚信国际根据2018年~2020年审计报告及2021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。

■ **2020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。**2020年公司依托优质的中高端客户资源，实现营业收入61.24亿元，同比增加11.57%；同期，公司经营活动净现金流为2.50亿元，经营获现能力有所增强。

关注

■ **汽车及零部件行业景气度回升情况仍有待关注。**近年来，我国乘用车销量增速受优惠政策逐步退出、前期销量透支及消费信心不足等因素影响持续下降，自主品牌市场份额有所萎缩。新冠肺炎疫情短期内抑制汽车消费，但随着疫情影响减弱，消费需求逐步释放，但汽车及零部件行业景气度的回升情况仍有待关注。

同行业比较

2020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(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
雷迪克	12.95	25.90	4.37	0.59
模塑科技	83.63	66.92	61.24	0.12

注：“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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
模塑转债	AA ⁻	AA	2020/06/24	8.14	1.31	2017/06/02~2023/06/02	回售条款、赎回条款、转股价格向下修正条款

注：转债余额为年报数据。

待关注。

■ **海外工厂亏损侵蚀整体经营利润，公司连续三年经营性业务利润亏损，且利润总额对投资收益依赖较高。**公司美国工厂和墨西哥工厂受新冠肺炎疫情影响较大，产能利用率很低，2020年分别亏损1.96亿元和2.30亿元，大幅侵蚀公司经营性业务利润，公司连续三年经营性业务利润亏损。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2.02亿元，是公司利润的主要来源，中诚信国际将持续关注海外工厂运营情况、公司2021年盈利改善情况。

■ **短期偿债压力较大。**截至2021年3月末，公司总债务规模为32.87亿元，其中短期债务规模为26.45亿元，占总债务的比重为80.47%，同期末公司未受限的货币资金仅为5.47亿元，对短期债务覆盖能力较弱。此外，中诚信国际关注到，公司未使用授信额度较少，且无信用借款，资产抵质押比例高，再融资能力有限。

■ **公司分红政策较为激进，股权质押比例很高。**2020年，公司仍保持较高的分红比例，分红政策较为激进。截至2021年6月2日，公司控股股东江阴模塑集团有限公司（以下简称“模塑集团”）及其一致行动人累计质押公司股份占其持有公司股份的65.22%，质押比例很高。

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个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司盈利能力持续大幅提升，主营业务盈利能力显著增强；资本实力显著增强等。

■ **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等。

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”），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 2020 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：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来

的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明

确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

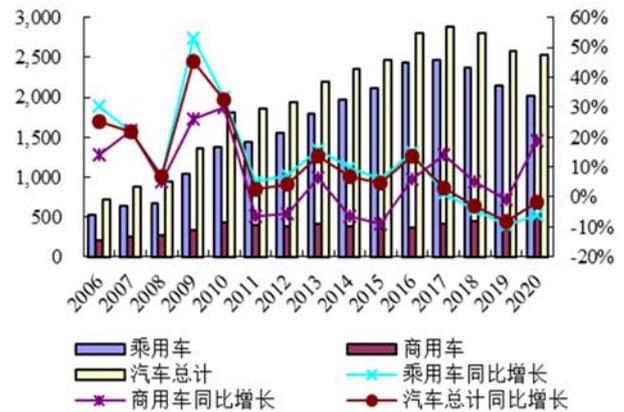
2020 年 3 月以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，汽车行业加速回暖；预计随着经济持续复苏、居民消费信心增强以及促消费政策的延续，我国汽车市场景气度有望回升

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一，目前已形成多品种、全系列各类整车和零部件生产及配套体系。2006~2019 年，我国汽车销量年均复合增长率达 10.2%，产量占全球比重亦由 2006 年的 10.6% 升至 2019 年的 28.5%，我国已连续十多年位居世界第一汽车生产国。

2020 年 3 月以来，随着疫情在国内得到有效控制以及在国家及地方出台促进汽车消费政策的带动下，汽车企业生产经营状况逐渐恢复并持续好转，行业产销加速回暖，4 月我国汽车单月销量同比增速已由负转正并于 5 月开始持续保持两位数的增长速度。2020 年，我国汽车产销分别完成 2,522.5 万辆和 2,531.1 万辆，同比分别下降 2.0% 和 1.9%，降幅收窄至 2% 以内。短期看，随着国内经济环境逐步向好及促进消费政策的带动，市场需求预计将进

一步释放，我国汽车行业景气度有望触底回升。但中诚信国际也关注到，当前国际环境仍然复杂严峻，世界经贸复苏进程迟缓，或间接影响我国经济增长，同时近期出现的如芯片供应紧张等问题或将对汽车生产造成不利影响，行业生产节奏可能有所放缓。

图 1：近年来我国汽车销量走势（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

乘用车方面，近年来，我国乘用车市场增速受优惠政策逐步退出、前期销量透支及消费信心不足等因素影响持续下降，2020 年乘用车市场受新冠肺炎疫情影响呈前低后高态势。2020 年以来，新冠肺炎疫情对乘用车市场冲击较大，汽车作为高价消费品，具有购买决策周期长、必要的线下体验等特点，短期内疫情对乘用车销售的抑制作用明显。2020 年 1~2 月我国乘用车产销分别完成 163.1 万辆和 183.1 万辆，产销量同比分别下降 48.1% 和 43.6%。3 月以来随着疫情影响逐渐减弱、消费需求逐步释放，乘用车市场逐步复苏，并从 5 月份开始持续正增长。2020 年，乘用车产销分别完成 1,999.4 万辆和 2,017.8 万辆，同比下降 6.5% 和 6.0%，降幅已大幅收窄。

商用车方面，2020 年初，在春节假期叠加疫情影响下，商用车销量达近年来历史最低。3 月以后随着疫情逐步得以控制、电商物流等企业复工复产、重大工程项目陆续开工加速扩张运力需求，卡车市场持续升温，同时国三车辆淘汰、治超罚超趋严及“大吨小标”治理等政策加快实施，进一步刺

激商用车更新需求的释放。2020年商用车市场产销双旺，产销量同比分别增长20.0%和18.7%。

重卡方面，受周期性复苏、市场需求回暖及治超罚超导致单车运力下降等因素影响，我国重卡市场整体保持增长态势，2015~2019年年均复合增长率达到19.7%。2020年尽管疫情对一季度重卡销量造成了较大的负面影响，但4月以来，重卡月度销量不断增长；2020年，重卡市场累计销售突破160万辆，同比累计增长达37.9%。国三加速淘汰为此次销量超预期增长的主要驱动力，同时各地治超趋严、重卡标载状况持续改善、轻量化重卡需求增加及基建项目陆续开工等多重因素支撑了重卡市场的高景气度。**中诚信国际认为**，未来重卡市场将进一步向高端化和大马力趋势发展，随着电商和邮政快递业务的不断增长，物流运输需求将持续拉动重卡特别是牵引车市场快速发展，工程重卡市场则受新基建拉动亦将保持高景气度。

轻卡方面，2020年，轻卡市场实现销售219.8万辆，同比增长16.7%，占卡车市场份额约为43%，受重卡及牵引车增速较快影响市场份额有所下滑，但仍是卡车市场份额的最大细分市场。2020年以来，轻卡销量保持较高增速的主要原因如下：第一，2020年7月24日，工信部、公安部、交通运输部、国家市场监督管理总局四部门联合发布了《关于开展货车非法改装专项整治工作的通知》，自2020年7月至2021年5月组织开展货车非法改装专项整治工作，严厉打击“大吨小标”，重点整治货车市场中存量最大的不合规蓝牌轻卡。第二、从2020年7月1日起，我国城市车辆（一般指柴油发动机）全面执行国六排放标准，市内运行的轻型环卫车及城市作业的轻型搅拌车、自卸车等工程类轻卡产生较大置换更新需求。第三、根据中国物流与采购联合会发布的2020年9月份中国物流业景气指数为56.1%，较上月回升3.9个百分点，物流业保持较高景气度运行，推动了轻卡市场的增长。第四、受海外疫情形势严峻影响，高端进口卡车销售受到抑制，国内中高端轻卡填补相关需求。第五、随着新能源汽车

补贴新政在2020年4月23日的落地，新能源卡车（主要是纯电动轻卡）市场逐渐回暖，并从5月份开始保持正增长态势。此外，皮卡产品销量保持较高增速，进一步助推轻卡销量的持续上升。未来，在排放标准升级、环保标准趋严、城市物流车电动化与产品升级等因素的影响下，轻卡市场向高端化、专业化方向发展趋势明确，同时仍需关注经济形势和环保标准政策等因素对轻卡市场的影响。

总体来看，近年来我国汽车市场景气度持续波动。2020年3月以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求持续释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，行业产销加速回暖。**中诚信国际认为**，一段时间内预计政策刺激作用仍将持续，短期内我国汽车市场景气度有望回升，但仍应对市场需求的修复进度对汽车产销的影响保持关注。

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，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，我国汽车零部件市场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，2020年公司汽车装饰件业务发展较为稳定；但跟踪期内，海外工厂因投产时间较短，仍处于前期磨合阶段，且受新冠肺炎疫情疫情影响，产能利用率较低，对公司业绩形成较大拖累

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

2020年末，公司具备年产362.75万套保险杠的生产能力，受益于上海、沈阳、墨西哥扩能及产线改造项目投产，产能较2019年末有所增长。产能利用率方面，公司2020年整体的产能利用率同比较为稳定。产量方面，随着墨西哥工厂产能的释放，2020年产量较上年增加19.03%。

表 1：近年来公司保险杠生产情况

	2018	2019	2020
产能（万套/年）	220.00	312.75	362.75
产量（万套）	189.67	191.44	227.88
销量（万）	6,250	5,656	5,073
产能利用率（%）	86.21	61.21	62.82

注：上表包含美国工厂及墨西哥工厂数据；产量口径为公司各产品产量根据一定比例折算后的数据且不包含电镀件；销量口径为未折算数据，且包含电镀件数据。

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产基地，产能均为100万套/年，且产能利用率较高；其中，沈阳生产基地完成了油漆线4杠转6杠的设备改造及项目生产调试工作，产能由80万套/年提升至100万套/年。2020年以来，武汉名杰受下游客户销量减少影响，产能利用率进一步下滑。国外工厂方面，受益于北美特斯拉项目投产，墨西哥名华产能利用率同比大幅上升；受新冠肺炎疫情疫情影响，美国名华产能利用率进一步降低。此外，公司公告称，墨西哥名华根据实际经营需要，公司计划向其追加投资6,000万美元，主要用于其补充流动资金。**中诚信国际关注到**，公司海外工厂投产时间较短¹，产能利用率仍处于较低水平，且美国和墨西哥受新冠肺炎疫情较为严重且尚未得到有效控制，对公司生产经营及盈利水平造成较大影响。

表 2：截至 2020 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	100	72.68%	上海通用、上海大众、福州奔驰
沈阳名华	保险杠蒙皮总成	100	69.37%	华晨宝马、吉利、北京北汽
武汉名杰	保险杠蒙皮总成	40	22.15%	东风乘用车、武汉神龙、吉利
烟台名岳	保险杠蒙皮总成	40	27.05%	上海通用

¹ 美国名华于2018年投产，墨西哥名华于2019年投产。

美国名华	保险杠蒙皮总成	17.75	6.42%	美国 BMW、Magna、Rivian
墨西哥名华	保险杠蒙皮总成	65	30.21%	墨西哥 BMW、美国 Tesla
合计	--	362.75	62.82%	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：近年来公司海外工厂净利润情况（亿元）

	2018	2019	2020
美国名华	-2.40	-1.11	-1.96
墨西哥名华	-0.97	-1.63	-2.30

资料来源：公司年报，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，2020 年公司根据会计政策变更，运输费用不再计入直接材料成本，同时，海外子公司工费较高，使得当期直接材料成本占比有所降低。此外，因海外人工成本较高，一定程度上摊薄公司毛利率。

表 4：近年来公司塑化汽车装饰件生产成本情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
营业收入	42.03	43.88	51.91
营业成本	33.05	34.96	41.90
直接材料成本	25.33	24.81	26.23
毛利率	21.38	20.24	19.28
直接成本占比	76.64	70.97	62.60

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

采购方面，公司生产所需的原材料主要为塑料粒子、油漆以及外协件，2020 年公司前五大供应商采购总额为 12.78 亿元，占当年采购总额的比重为 25.19%，采购集中度一般。其中，前五名供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额的比例为 16.42%，占比较高，中诚信国际将持续关注公司关联交易情况。

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，主要为宝马、北京奔驰、特斯拉、上汽通用、上汽大众、捷豹路虎、沃尔沃、北京现代、神龙汽车、广汽蔚来、小鹏汽车、北汽蓝谷等汽车厂商提供保险杠等内外装饰件。销量方面，受新冠肺炎疫情疫情影响且部分下游客户需求减少，2020 年公司销量同比减少 10.31%，前五大客户销售总额为 37.27 亿元，占当期销售收入的 60.86%，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。2020 年，新冠肺炎疫情对海外工厂生产销售产生较大影响，对公司业绩形成较大拖累，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、业绩改善情况及下游客户需求变化对公司生产经营产生的影响。

公司专用装备定制板块收入受下游需求影响有所下降；医疗业务收入同比有所增长，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

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。2020 年，受下游主机厂需求下降影响，公司专用装备定制收入同比减少 29.08%至 4.78 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。2020 年，明慈医院营业收入为 1.12 亿元，同比增长 19.15%，净亏损 0.75 亿元，亏损额较上年减少 0.13 亿元。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 2020 年末，公司已无房地产开发项目，剩余商铺用于出租，受新冠肺炎疫情

情影响，2020 年租金收入为 0.56 亿元，同比下降 11.32%；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项目展开，资本支出压力尚可

公司在建工程主要围绕新工厂建设展开，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 2021 年 3 月末，公司在建工程未来尚需投资 1.20 亿元，资金来源主要为自有资金或自筹，资本支出压力尚可。

表 5：截至 2021 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	2021 年剩余计划投资	2022 年计划投资	2023 年计划投资
辽宁名华项目	2.60	1.40	0.85	0.35	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2018 年~2020 年财务报告以及公司披露的未经审计的 2021 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或当期数。为计算有息债务，中诚信国际将“其他应付款”、“其他流动负债”中的有息债务纳入短期债务核算，将“长期应付款”、“其他非流动负债”中的有息债务纳入长期债务核算。

2020 年，公司经营业务利润持续亏损，且公允价值变动对公司盈利造成较大影响；公司利润总额仍对投资收益保持很高的依赖程度

收入方面，公司加强保险杠以外的其他塑化外饰件开发业务，门槛侧裙、轮眉轮罩及尾门扰流板产销较去年同期大幅增长，带动 2020 年公司营业总收入同比增长 11.57%。毛利率方面，受新冠肺炎疫情影响且海外工厂成本较高，2020 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 6：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
汽车装饰件	47.48	52.11	58.05	16.50
其中：塑化汽车装饰件	42.03	43.88	51.91	14.48
专用装备定制	4.22	6.74	4.78	1.69
材料及其他商品	1.22	1.48	1.36	0.33
房地产开发	0.71	0.64	0.56	0.11

其中：房地产开发销售	0.05	--	--	--
资产出租	0.67	0.64	0.56	0.11
机床铸件	0.83	1.22	1.52	0.36
医疗服务	0.63	0.93	1.10	0.35
营业总收入	49.66	54.90	61.24	17.31
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
汽车装饰件	21.22	20.60	19.16	17.85
其中：塑化汽车装饰件	21.38	20.34	19.28	16.88
专用装备定制	22.03	24.13	20.23	27.34
材料及其他商品	12.77	12.38	11.02	11.47
房地产开发	28.89	13.62	33.67	32.42
其中：房地产开发销售	38.76	--	--	--
资产出租	28.22	13.62	33.67	32.42
机床铸件	-1.94	-0.44	6.47	0.83
医疗服务	-121.69	-92.45	-65.37	-36.66
营业毛利率	19.13	18.14	17.45	16.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2020 年，公司将履行商品交付义务过程中但不构成单项履约义务的相关运输费用作为合同履行成本确认为营业成本，导致公司销售费用同比有所下降；职工薪酬增加、固定资产折旧及物业管理费用增加带动当期管理费用同比亦有所增加；受汇兑损益增加影响，2020 年公司财务费用同比小幅增加。整体来看，2020 年公司期间费用合计同比小幅增加，期间费用率仍处于高位，对利润形成侵蚀。

利润方面，公司毛利率有所下降，加之期间费用率较高，公司 2020 年经营性业务持续亏损。此外，公司持有的江苏银行和江南水务股票价格波动；同时，公司对部分存货计提资产减值损失且对账龄较长的应收账款计提信用减值损失，2020 年资

产减值损失及公允价值变动损失对公司利润形成侵蚀。同期，公司利润总额主要依赖于投资收益，投资收益主要为参股公司北汽模塑采用权益法核算的长期股权投资收益 2.02 亿元。**中诚信国际关注到**，公司经营亏损，利润总额对投资收益的依赖程度较高，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，2020 年公司利润总额有所下滑，EBITDA 利润率和总资产收益率均有所下降。

2021 年 1~3 月，公司经营情况有所好转，销量同比有所增长，带动营业总收入同比大幅增长，当期经营性业务利润和利润总额同比亦有所增长，中诚信国际将持续关注公司 2021 年业绩改善情况。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	1.71	1.49	1.07	0.34
管理费用（含研发费用）	9.20	7.49	8.26	2.10
财务费用	0.91	1.64	1.81	0.35
期间费用合计	11.82	10.61	11.14	2.78
期间费用率(%)	23.80	19.34	18.19	16.08
经营性业务利润	-2.75	-0.86	-0.58	0.01
资产减值损失合计	0.42	0.57	0.61	0.02
公允价值变动收益	0.01	0.72	-0.60	-0.02
投资收益	3.66	2.04	2.21	1.17
利润总额	0.59	1.32	0.34	1.15
EBITDA 利润率(%)	9.06	11.61	9.18	--
总资产收益率(%)	2.23	3.83	2.33	--

注：将信用减值损失计入资产减值损失；因缺少相关数据，部分 2021 年一季度指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来，公司外部融资规模扩大，但受益于可转债转股，公司总债务余额下降

公司资产以非流动资产为主，主要由长期股权投资、投资性房地产及固定资产构成。其中，公司长期股权投资主要是对北汽模塑的投资，受益于北汽模塑经营情况较好，2020 年末长期股权投资较上年末有所增加。公司投资性房地产主要是房屋建筑物等，受计提折旧影响，2020 年末投资性房地产规模小幅下降。同期末，固定资产主要是厂房、设备以及生产所需的模具检具等，受计提折旧影响而有所下降。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款及存货构成。2020 年末，公司货币资金及交易性金融资产规模同比变化不大。公司应收账款主要是应收客户货款，受销量增加影响但未到结算账期，账期通常为 60~120 天，2020 年末公司应收账款规模同比有所增加。公司存货主要为原材料及库存商品等，受公司备货影响，同期末公司存货规模同比有所上升。上述因素共同使得 2020 年末流动资产及总资产规模上升。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	6.53	6.85	6.59	6.71
交易性金融资产	--	5.64	5.65	5.68
应收账款总额	9.28	10.73	15.01	13.09
存货	8.90	8.79	10.27	11.34
流动资产	28.24	35.76	40.15	40.01
可供出售金融资产	4.71	--	--	--
长期股权投资	2.85	3.51	4.17	4.67
投资性房地产	6.33	6.19	5.93	5.85
固定资产	25.57	29.22	27.35	26.43
非流动资产	45.73	42.70	43.48	43.43
总资产	73.98	78.46	83.63	83.44

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；应收账款总额含应收款项融资。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，公司负债以流动负债为主，截至 2020 年末，流动负债占总负债的比重为 87.24%，较 2019 年末进一步上升。流动负债主要由短期借款和应付账款构成，随着公司业务规模的扩大，公司短期借款及应付账款规模同比均有所增加，其中应付账款主要为应付模具、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，2020 年末，公司长期借款规模变化不大，受可转债转股影响，公司应付债券规模同比大幅下降。

所有者权益方面，受公司发行的可转债转股影响，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。

分红方面，2020 年，公司仍保持较高的分红比例，分红政策较为激进。2018~2020 年，公司现金分红分别为 1.08 亿元、1.19 亿元和 2.00 亿元，分红金额超过各期合并报表中归属于上市公司普通

股股东的净利润，分红主要来源于留存收益。

债务结构方面，截至 2020 年末，公司短期债务占总债务的比重为 82.59%，短期债务占比很高，债务结构亟需改善。**中诚信国际关注到**，公司短期借款及长期借款均为抵质押借款及保证借款，且 2020 年以来，由于投资规模较大，公司外部融资规模上升；虽然受可转债转股影响，公司 2020 年末杠杆水平有所下降，但仍处于行业内较高水平。

表 9：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	19.95	23.94	25.71	23.95
应付账款	13.90	14.53	18.76	19.01
流动负债	38.67	42.82	48.83	47.63
长期借款	3.83	3.17	3.32	3.47
应付债券	6.71	7.05	1.19	1.21
非流动负债	12.02	11.84	7.14	7.65
总负债	50.70	54.66	55.97	55.28
短期债务	23.18	26.46	27.94	26.45
总债务	33.73	36.74	33.83	32.87
股本	8.27	8.27	9.17	9.17
资本公积	0.00	0.00	6.43	6.41
未分配利润	10.17	12.71	11.60	12.44
所有者权益合计	23.28	23.80	27.66	28.16
资产负债率	68.53	69.67	66.92	66.25
总资本化比率	59.17	60.69	55.02	53.86

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

公司短期债务规模较大，面临较大的短期偿债压力

2020 年公司销量增长且降本增效效果较好，当期经营活动现金净流入规模同比有所增加；同期，公司收到北汽模塑分红 1.36 亿元，但受墨西哥产能扩充工程及辽宁名华一期项目投入增加影响，公司投资活动现金净流出规模有所增加；同期，公司新增融资租赁借款，筹资活动现金净流入规模同比有所增加。

偿债指标方面，受益于公司经营获现能力增强影响，2020 年公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力有所增强；但受公司利润总额下降影响，EBITDA 对债务本息的保障能力趋弱。短期而言，公司债务规模较大，货币资金对短期债务覆盖能力较弱。同时，**中诚信国际关注到**，公司对外分红比

例较高，项目建设资金主要依赖于外部融资，自身留存收益不断下降，或在一定程度上影响其再融资能力。目前来看，公司外部金融机构借款均需要额外增信，融资环境一般，未使用受限余额有限。此外，由于受限资产占比较高，公司后续再融资能力有限。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2020.1-3
经营活动净现金流	-0.15	1.69	2.50	1.75
投资活动净现金流	-6.25	-2.23	-4.14	-0.09
筹资活动净现金流	4.85	0.62	2.22	-1.84
经营活动净现金流/总债务	0.00	0.05	0.07	0.21*
经调整的经营净现金流/总债务 (%)	-6.28	-1.81	-0.12	--
经营活动净现金流/利息支出	-0.10	1.03	1.60	--
总债务/EBITDA	7.50	5.76	6.02	--
EBITDA 利息保障倍数	3.20	3.91	3.60	--
货币资金/短期债务	0.28	0.26	0.24	0.25

注：带*指标已经年化处理；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；公司备用流动性较紧，且控股股东股权质押比例较高

受限资产方面，截至 2021 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 18.00 亿元，占总资产的 21.52%，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 1.24 亿元和 4.48 亿元，资产流动性受到一定限制。

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保及重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司取得授信额度 34.81 亿元，其中未使用额度为 7.28 亿元，备用流动性一般。

股权质押方面，根据公司 2021 年 6 月 2 日发布的公告，模塑集团共持有公司股份 292,159,745 股，占本公司股份总数的 31.86%，截至公告日，公司控股股东、实际控制人及其一致行动人共持有公司股份 347,145,082 股，共累计质押 22,640 万股，占其持有本公司股份的 65.22%，占公司股份总数的

24.69%，质押比例较高。

过往债务履约情况：公开资料显示，截至 2021 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 2021 年 5 月 31 日，公司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。

外部支持

公司保持较高的分红比例，且控股股东质押比例较高

公司控股股东为模塑集团，实际控制人为曹明芳。公司是模塑集团旗下主要经营主体，除模塑科技外，模塑集团还涉及模具、检具等生产与销售，盈利能力较弱。中诚信国际关注到，因模塑集团其他业务板块有一定的资金需求，公司分红比例较高，分红政策激进，且模塑集团累计质押公司股份比例较高。整体来看，控股股东及实际控制人对公司的支持力度较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际将江南模塑科技股份有限公司的主体信用等级由 **AA** 调降至 **AA⁻**，评级展望由负面调整为稳定；将“模塑转债”的债项信用等级由 **AA** 调降至 **AA⁻**。

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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	65,332.58	68,463.68	65,921.03	67,053.67
应收账款净额	92,794.14	107,322.12	143,546.62	121,339.64
其他应收款	2,117.49	1,935.36	2,071.78	2,808.01
存货净额	88,968.16	87,892.89	102,685.54	113,361.31
长期投资	75,538.03	35,064.38	41,673.92	46,659.81
固定资产	255,655.93	292,174.44	273,469.79	264,333.28
在建工程	45,986.62	13,019.12	32,806.08	38,335.59
无形资产	15,146.79	19,734.46	18,923.32	18,876.12
总资产	739,756.09	784,566.06	836,331.98	834,441.30
其他应付款	5,328.42	602.25	1,901.67	2,158.62
短期债务	231,809.53	264,644.32	279,430.13	264,501.46
长期债务	105,482.15	102,782.96	58,916.49	64,191.84
总债务	337,291.68	367,427.27	338,346.62	328,693.30
净债务	271,959.11	298,963.59	272,425.59	261,639.63
总负债	506,975.10	546,607.87	559,695.89	552,825.77
费用化利息支出	10,733.45	15,985.18	15,530.56	--
资本化利息支出	3,317.76	328.12	94.24	--
所有者权益合计	232,780.99	237,958.19	276,636.08	281,615.54
营业总收入	496,564.74	548,952.81	612,445.26	173,080.50
经营性业务利润	-27,517.14	-8,625.54	-5,813.56	80.82
投资收益	36,641.12	20,389.09	22,065.90	11,716.69
净利润	1,018.87	10,166.32	1,152.80	8,423.07
EBIT	16,621.71	29,202.19	18,887.29	--
EBITDA	44,982.71	63,760.49	56,213.87	--
经营活动产生现金净流量	-1,465.29	16,881.65	24,957.57	17,470.46
投资活动产生现金净流量	-62,479.66	-22,334.58	-41,395.45	-921.28
筹资活动产生现金净流量	48,464.74	6,167.36	22,172.86	-18,441.81
资本支出	50,607.46	34,118.78	51,767.09	7,029.49
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	19.13	18.14	17.45	16.50
期间费用率(%)	23.80	19.34	18.19	16.08
EBITDA 利润率(%)	9.06	11.61	9.18	--
总资产收益率(%)	2.23	3.83	2.33	--
净资产收益率(%)	0.41	4.32	0.45	--
流动比率(X)	0.73	0.84	0.82	0.84
速动比率(X)	0.50	0.63	0.61	0.60
存货周转率(X)	5.04	5.08	5.31	5.10*
应收账款周转率(X)	6.03	5.49	4.88	5.71*
资产负债率(%)	68.53	69.67	66.92	66.25
总资本化比率(%)	59.17	60.69	55.02	53.86
短期债务/总债务(%)	68.73	72.03	82.59	80.47
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	0.05	0.07	0.21*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.01	0.06	0.09	0.26*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.10	1.03	1.60	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-6.28	-1.81	-0.12	--
总债务/EBITDA(X)	7.50	5.76	6.02	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.24	0.20	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.20	3.91	3.60	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.18	1.79	1.21	--

注：1、2021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、其他流动负债的有息债务调整至短期债务核算；将长期应付款、其他非流动负债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。