

2017 年骆驼集团股份有限公司

**可转换公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告**



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【193】号 01

债券简称：骆驼转债

债券剩余规模：  
5.10 亿元

债券到期日期：  
2023 年 3 月 24 日

债券偿还方式：

票面利率采用累进利率制，按年计息，转股期自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止。在本期债券可转期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。

分析师

姓名：  
韩晨皓 毕柳

电话：  
021-51035670

邮箱：  
hanchh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司公司债券评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：  
www.cspengyuan.com

## 2017 年骆驼集团股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次跟踪评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 06 日	2018 年 06 月 05 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对骆驼集团股份有限公司（以下简称“骆驼股份”或“公司”，股票代码：601311.SH）及其 2017 年 3 月 24 日公开发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司是国内起动车电池主要供应商，市场占有率高，公司营销网络完善、收入持续增长，政府继续给予公司较大力度的支持；同时我们也关注到，公司应收款项对营运资金存在一定的占用、存货存在一定的跌价风险、投资扩产项目产能消化存在一定的不确定性、有息债务规模有所增长等风险因素。

### 正面：

- 公司是国内起动车电池主要供应商，市场占有率仍高。2018 年公司铅蓄电池在国内主机配套市场和替换市场的市场份额分别为 39%和 25%左右，2018 年公司汽车起动车电池产能为 2,800 万 KVAH，仍处于行业龙头地位。
- 公司产品销售区域广，营销网络完善，收入持续增长。在配套市场方面，2018 年末公司与国内两百多家主要主机厂建立了稳定的供需关系；维护市场方面，公司在全国主要城市均设有销售分支机构，建立了覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市的一级经销商，遍布全国的 3 万多家终端门店和维修点。2018 年铅酸电池收入为 85.00 亿元，较上年增长 17.03%。
- 政府继续给予公司较大力度的支持，对公司利润形成有益补充。2018 年公司在增

值税税收返还及产业发展基金等方面共获得政府补助 2.23 亿元，同比显著增长，提升了公司的利润水平。

### 关注：

- **公司应收款项有所增长，对营运资金存在一定的占用。**截至 2018 年末，公司应收票据及应收账款为 21.21 亿，较 2017 年末增长 12.67%，公司对上游厂商议价能力较弱，存在一定的资金占用。
- **公司存货存在一定的跌价风险。**2018 年末公司存货规模为 17.49 亿元，同比增长 10.04%；由于铅在公司铅酸产品中成本占比较高，因而存货价值易受铅价波动影响，存在一定的跌价风险。
- **公司投资扩产项目产能消化存在一定的不确定性，锂电池产能利用率偏低。**2018 年公司继续推进铅蓄电池项目建设，在下游需求放缓及市场竞争激烈影响下，产能消化存在一定的不确定性；2018 年公司锂电池产能利用率仅为 10.16%，毛利率转为负。
- **公司有息债务规模有所增长，短期偿债压力加大。**截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率为 40.83%，有息债务规模为 30.39 亿元，有息债务规模有所增长，其中短期债务规模为 18.61 亿元，占有息债务比重为 61.24%，期末公司流动比率及速动比率进一步下滑至 1.88 和 1.33，短期偿债压力加大。

### 发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	1,081,200.91	1,070,224.92	947,747.65	693,173.22
归属于母公司所有者权益合计	601,674.63	583,964.35	540,308.29	483,325.65
有息债务	303,918.34	292,895.56	280,055.92	104,800.00
资产负债率	40.83%	41.96%	39.14%	27.48%
流动比率	1.88	1.82	2.06	3.32
速动比率	1.33	1.21	1.41	2.21
营业收入	226,406.60	922,377.12	761,798.04	630,112.17
投资收益	627.69	1,100.92	1,908.65	3,841.49
其他收益	11,160.61	22,289.14	12,907.81	-
营业利润	19,615.32	61,984.84	60,318.44	57,530.90
营业外收入	54.16	120.75	494.96	7,548.87
利润总额	19,396.21	61,501.61	59,995.26	63,984.99
综合毛利率	16.14%	18.57%	20.61%	22.81%

总资产回报率	-	7.51%	8.40%	10.39%
EBITDA	-	108,292.97	95,937.45	95,731.68
EBITDA 利息保障倍数	-	7.31	9.30	15.75
经营活动现金流净额	1,606.36	53,865.88	-7,597.36	-2,304.45

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报告，中证鹏元整理

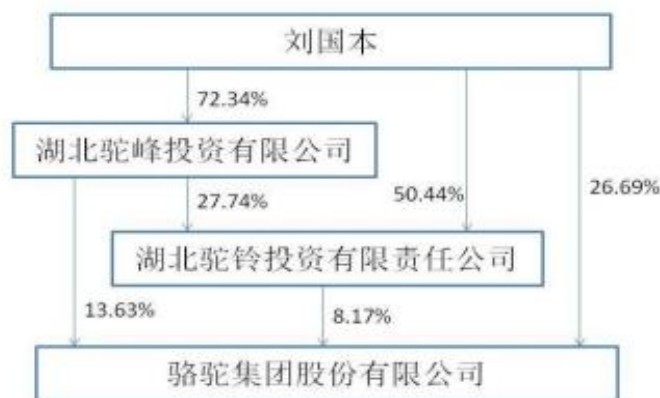
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年3月发行6年期7.17亿元本期债券，扣除相关发行费用后，募集资金净额为70,210.43万元，募集资金原计划用于动力型锂离子电池项目及年处理15万吨废旧铅酸蓄电池建设项目。根据2018年3月公司披露的《骆驼集团股份有限公司关于公开发行可转换公司债券募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》，募投项目建设完成后，公司将节余募集资金2.03亿元用于补充流动资金。经公司董事会会议审议通过，公司子公司骆驼集团新能源电池有限公司（以下简称“骆驼新能源公司”）、骆驼集团华南蓄电池有限公司（以下简称“骆驼华南蓄电池”）开设了2个可转换债券募集资金存放专项账户，截至2019年3月13日，骆驼华南蓄电池募集资金专项账户余额为1,790.10万元；截至2019年3月31日，骆驼新能源公司募集资金专项账户余额为7,177.84万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变化，2018年本期债券转股4,000元，转股数296股，致使公司股本总数增加296股至84,839.78万股。截至2018年末，刘国本先生合计控制公司股份41,139.19万股，占公司总股本的48.49%，为公司控股股东和实际控制人。

图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系



资料来源：公司 2018 年年度报告

合并范围变动方面，2018年6月30日，公司以现金50,148.30万元并购湖北金洋冶金股份有限公司（以下简称“湖北金洋”）100%股权，形成商誉29,316.44万元。湖北金洋成

立于1994年，主要从事再生资源回收、废铅酸需电池处理等，是国内主要的废铅回收企业之一，具备年处理30万吨废旧电池能力。此外，公司还投资设立中克骆瑞新能源科技有限公司、骆驼集团武汉新能源科技有限公司、骆驼集团资源循环襄阳有限公司等3家子公司，具体情况见下表。

**表1 2018年新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
湖北金洋冶金股份有限公司	100%	工业生产	非同一控制下企业合并
中克骆瑞新能源科技有限公司	60%	工业生产	设立
骆驼集团武汉新能源科技有限公司	100%	技术研发、咨询	设立
骆驼集团资源循环襄阳有限公司	100%	工业生产	设立

资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

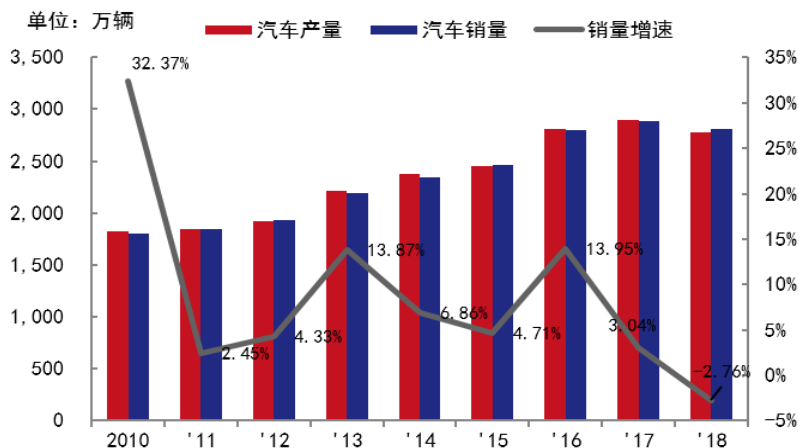
### 三、运营环境

**受宏观经济下行压力较大以及居民杠杆水平较高等因素的影响，2018年我国汽车产销量同比有所下降，国内汽车起动力电池市场需求有所放缓，但市场整体需求仍较大**

汽车起动力电池是铅酸蓄电池主要应用领域之一，其市场需求根据销售对象可分为配套市场及维护市场需求，配套市场主要为汽车整车厂商的新车配套；维护市场主要用于存量车维修和保养时更换起动力电池，一般每3年左右需更换一次。2018年我国汽车销量首次出现了负增长情况，根据中国汽车工业协会的统计数据，2018年我国汽车行业总产量同比增速为-4.16%；总销量同比增速为-2.76%。2019年1-4月我国汽车累计产销量比上年同期分别下降11%和12.1%，跌势仍在延续且并未明显缓解。目前宏观经济下行压力较大导致居民收入预期下降，房价高企使居民普遍负债率较高，均对汽车消费形成一定负面影响。考虑到目前政府尚未出台实质性扶持政策，汽车行业景气度短期内仍将承压。

另一方面，国内汽车保有量持续增长，据公安部统计数据，截至2018年末我国汽车保有量2.4亿辆，比2017年增加2,285万辆，增长10.51%，其中，私家车(私人小型载客汽车)持续快速增长，2018年保有量达1.89亿辆，近五年年均增长1,952万辆。汽车起动力电池作为汽车的消耗件，需要定期更换，汽车维护市场尚有较大增长空间。总体来看，国内汽车起动力电池市场需求有所放缓，但市场整体需求仍较大。

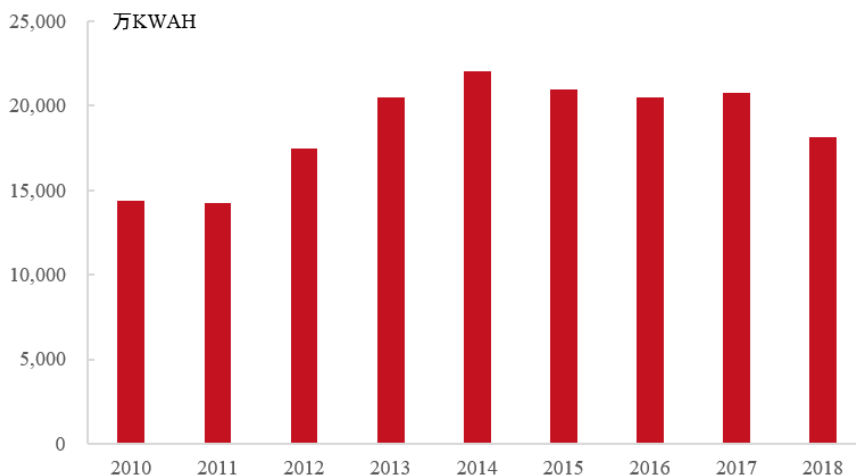
图2 2010-2018年我国汽车产销情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

供给方面，2015年以来铅酸蓄电池行业持续进行整合，一系列行业规范和准入条件的颁布，使得众多不符合生产要求的小品牌企业遭到淘汰。综合下游需求放缓、行业整治加快、锂离子电池替代增加等多方面因素影响，2018年全国铅酸蓄电池产量同比大幅下滑12.62%至18,122.52万KWAH。

图3 2018年全国铅酸蓄电池产量同比大幅下滑



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

**2018年铅价高位震荡对下游企业仍造成一定成本压力，但近期铅价受外部因素影响有所下滑，铅蓄电池企业成本压力有望缓解**

铅及含铅化合物占铅酸蓄电池成本的比重将近70%，故铅价波动与铅酸蓄电池价格紧密相关，给铅电池生产企业运营带来较大的风险。2018年一季度国内铅价走势总体稳定，但二季度后国内铅冶炼能力出现明显下滑，河南地区的再生铅产能受限，引发结构性的供



不应求，铅价一度上涨并突破20,000元/吨。但由于新能源板块中钴、锂、镍等核心原材料价格逐步下行，锂电池价格有所下降，铅蓄电池的成本优势逐步减弱，国内铅价自三季度开始出现快速下跌行情，后有所反弹，但力度较弱。2018年末，欧盟RoHS协议的讨论对未来数年间的铅需求产生关键性质疑，铅价开始逐步回调。总体来看，2018年铅价总体走势以高位震荡为主，对下游企业造成的成本压力仍然存在，但受外部不确定因素影响，目前铅下游需求尚不明朗，铅价持续走低，铅蓄电池企业成本压力有望得到缓解。

图4 2018年以来长江有色市场1#铅均价呈震荡走低态势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

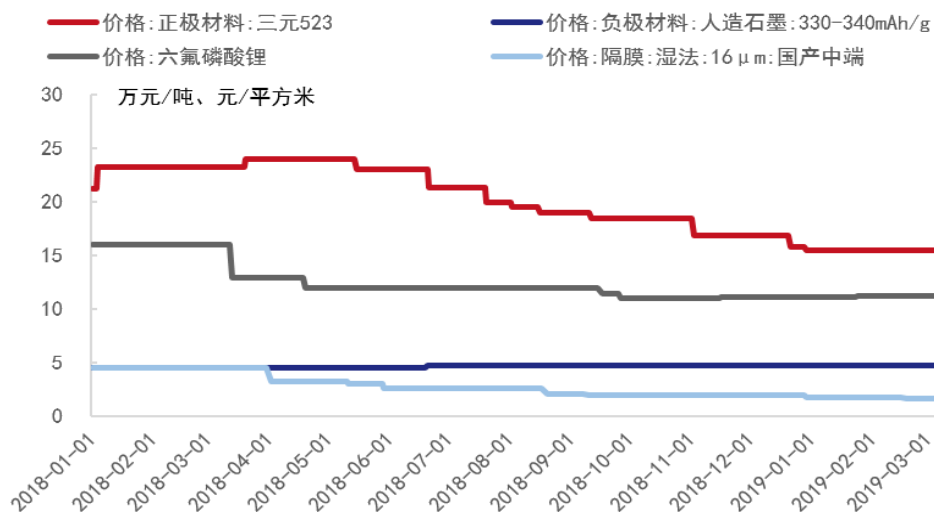
**2018年正极材料采购均价同比继续上升，同时下游财政补贴退坡进一步压缩电池价格，锂电产业链利润空间进一步缩小，低端产能加速淘汰，市场集中度继续提升**

受益于补贴、减税等多重优惠政策的刺激，近年国内新能源汽车市场迅速发展，从销量上来看，由2011年的0.84万辆大幅攀升至2018年的127.05万辆。但诸多优惠政策导致部分车企过度依赖补贴，甚至存在骗补现象，为规范行业发展，2018年2月政府颁布了《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，该通知废止了2017年第1-12批及2018年第1-4批《推荐车型目录》，新能源汽车要获得补贴则必须进入新目录，而新目录在续航里程、百公里能耗以及各方面综合指标上都更高、更严格，此外该通知在补贴力度上也进一步收缩。补贴政策的不断退坡将加速淘汰部分缺乏技术、资金、创新的中小车企，同时政策调整的压力将推动行业技术革新并向上游传导降成本的意愿，长期来看补贴力度的逐步下降对锂动力电池行业的产品价格形成较大压力，2018年每瓦时价格仍延续下跌态势。

除电池本身价格对电池厂盈利有较大影响外，上游原材料价格走势同样有着重要影响。正极三元材料价格在2018年上半年呈上升态势，进入下半年后开始下跌，总体上看2018

年三元材料均价仍高于2017年。负极材料上游石油焦、针状焦等原材料价格基本保持稳定，全年人造石墨价格也基本保持稳定。电解液、隔膜销售价格均有不同程度的下降。由于正极材料系锂电池上游采购占比最大的原材料，2018年上半年以前正极材料价格持续上涨，导致行业生产成本不断攀升，2018年锂电池生产厂商毛利率普遍下行，以宁德时代、国轩高科等行业龙头为例，虽然销售收入大幅增长，但利润却同比下滑。

图5 2018年锂电池原材料价格走势总体趋降

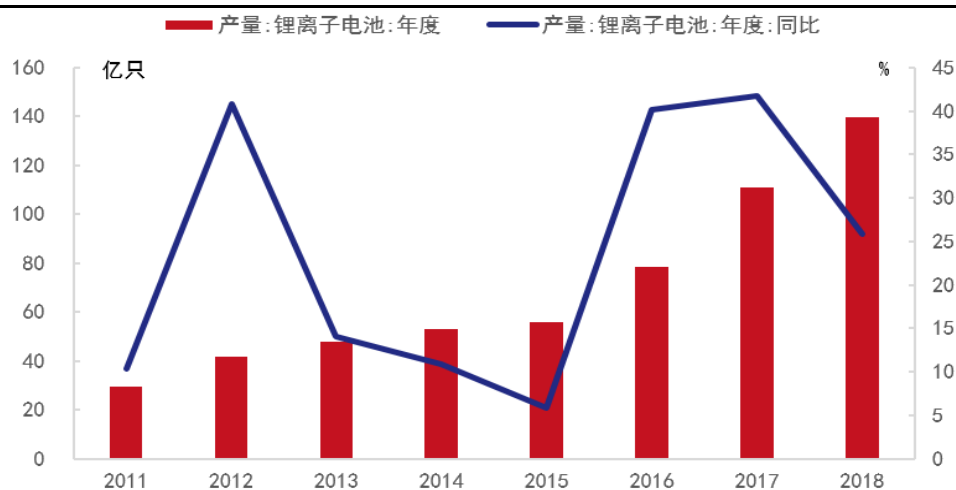


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

市场竞争格局方面，2018年国内动力电池装机量达到57GWH，较2017年增长约57%，市场容量进一步扩大。其中，宁德时代装机量超过23GWH，市占率超过40%，较2017年增长超过11%，龙头地位进一步凸显。此外，比亚迪、国轩高科、亿纬锂能等大型生产厂商也在不断扩产，根据工信部数据，2018年前十大动力电池生产厂商市占率合计达到81%，较2017年大幅提升。两份新能源汽车推广应用的财政补贴通知，在补贴力度及技术参数方面的要求均更加严苛，对于缺乏资金及技术储备的中小企业，其市场份额被龙头企业快速吞噬，市场集中度将持续提升，落后产能将逐步清退。

整体上看，随着下游新能源汽车市场的快速发展，锂电池行业规模也迅速扩张，其中2017年锂电池制造业合计完成固定资产投资1,832.40亿元，同比增长41.30%，随着2017年新增产能的逐步释放，2018年全国锂电池厂商合计生产电池139.87亿只，同比增加25.87%，整体增速同比均有所下滑。锂电池行业投资增速回落是在财政补贴力度退坡叠加行业利润空间收缩背景下，由前期高额财政补贴导致行业内无序竞争向落后产能逐步出清的理性回归。此外，根据《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，2019年补贴标准在2016年基础上下调40%，2020年补贴政策将完全退出，锂电池产业链竞争将进一步加剧。

图6 2018年锂离子电池产量增速有所回落



资料来源：国家统计局，Wind，中证鹏元整理

#### 四、经营与竞争

公司主要从事铅酸电池产品以及锂电池产品的生产、销售及回收，其中铅酸电池产品主要为汽车起动电池，此外还生产少量牵引电池和启停电池。2018年公司营业收入达92.24亿元，同比增长21.08%，其中铅酸电池收入为85.00亿元，较上年增长17.03%，占营业收入的92.15%，仍是公司收入的主要来源。2018年公司再生铅收入显著增长，成为第二大收入来源；锂电池产销量有所减少，销售收入下降至1.01亿元。毛利率方面，铅酸电池毛利率较为稳定，锂电池产能利用程度较低，产线折旧、人员成本等因素使得锂电池毛利率转为负数，综合影响下，2018年公司综合毛利率下降至18.57%。

表2 2017-2018年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
铅酸电池	850,006.84	20.24%	726,324.83	21.19%
锂电池	10,121.50	-36.91%	18,360.74	7.36%
再生铅	46,889.13	2.82%	8,209.74	3.08%
其他收入	15,359.64	10.50%	8,902.73	16.79%
合计	922,377.12	18.57%	761,798.04	20.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司铅酸电池营销网络完善，但产量和产能利用率有所下滑，对于整车厂商议价能力不强

公司是我国汽车起动电池的主要供应商之一，根据公司2018年年报数据，公司铅酸电

池在国内主机配套市场和维护替换市场的市场份额分别为39%和25%左右，处于行业龙头地位。2018年公司汽车起动车电池年产能约2,800万KVAH，较上年小幅增长，具体产能分布情况见下表。

**表3 2018年末公司铅酸电池生产基地及产能分布情况（单位：万 KVAH/年）**

所在区域	2018年末
湖北襄阳市	1,500
湖北谷城县	570
广西梧州市	380
江苏扬州市	300
新疆吐鲁番市	50
<b>合计</b>	<b>2,800</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司铅酸电池产量、销量分别为2,309.48万KVAH和2,352.84万KVAH，较上年分别下降0.26%和增长3.83%，增速有所下降，主要系国内汽车产量及保有量增速放缓及市场竞争影响所致；同时，产能利用水平小幅下降。

**表4 公司铅酸电池产能及产销情况（单位：万 KVAH）**

时间	年产能	产量	销量	产能利用率
2018年	2,800.00	2,309.48	2,352.84	82.48%
2017年	2,748.48	2,315.43	2,266.08	84.24%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

经过多年的发展，公司拥有以“骆驼”品牌为核心兼具“华中”、“天鹅”、“DF”等品牌为辅的多元化品牌，市场竞争力强。在配套市场方面，公司与国内两百多家主要主机厂均形成了稳定的供需关系。维护市场方面，公司在全国主要城市均设有销售分支机构，建立了覆盖全国31个省、自治区、直辖市的一级经销商，遍布全国的3万多家终端门店和维修点。从两个市场销售情况来看，2018年维护市场、配套市场销售收入分别占比约55%和45%，根据市场变化，公司销售策略将向维护市场倾斜，提升维护市场的推广力度，整体销售收入的增长主要来自维护市场，维护市场销量比上年同期增长约13%；此外，随着铅价的整体波动上涨，公司铅酸电池销售单价有所上升，整体使得2018年铅酸电池收入为85.00亿元，较上年增长17.03%。

客户方面，由于维护市场经销商分散，整车生产企业合作者众多，2018年公司前五大客户销售金额为11.60亿元，占营业收入比重为12.58%，客户集中度有所上升。结算方式方面，通常整车生产企业处于强势地位，公司与整车生产企业的议价能力不强，整车生产企业要求公司给予3-6个月的信用周期。公司对维护市场经销商一般仍采用月末结算付款的方式。

**表5 2017-2018 年公司铅酸电池业务前五大客户情况（单位：亿元）**

年份	客户名称	主要产品	金额	占销售总额比重
2018 年	东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	铅酸电池	2.75	2.98%
	一汽-大众汽车有限公司	铅酸电池	2.49	2.70%
	上汽大众汽车有限公司	铅酸电池	2.48	2.69%
	一汽解放青岛汽车有限公司	铅酸电池	2.17	2.35%
	一汽解放汽车有限公司	铅酸电池	1.71	1.85%
	<b>合计</b>		<b>11.60</b>	<b>12.58%</b>
2017 年	浙江远景汽配有限公司（吉利）	铅酸电池	1.76	2.31%
	北京福田戴姆勒汽车有限公司	铅酸电池	1.34	1.76%
	一汽解放汽车有限公司	铅酸电池	1.31	1.72%
	一汽-大众汽车有限公司	铅酸电池	1.24	1.62%
	深圳市永兴行实业有限公司	铅酸电池	1.21	1.59%
	<b>合计</b>		<b>6.86</b>	<b>9.01%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

新建产能方面，为满足差异化需求及更新迭代的增加，实现全国生产基地的布局的需求，2018年公司继续推进骆驼华南大容量新结构密封型蓄电池项目及新疆年产400万KVAH铅蓄电池项目建设。另一方面，为完善铅酸电池产业链，近年公司稳步推进铅回收布局，目前新疆年处理16万吨废铅酸电池回收项目在正常建设中，截至2019年3月末，公司主要在建项目总投资12.57亿元，已投资9.48亿元，尚需3.08亿元。公司主要在建项目完工后，铅酸电池产能将继续扩大，实现全国范围内的生产基地布局，但受汽车产销量增速放缓影响，后续产能利用情况有待观察。

**表6 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	所在区域	类型	预计产能	总投资	已投资
新疆年处理16万吨废铅酸电池回收项目	新疆吐鲁番市	再生铅	年处理16万吨废旧铅酸蓄电池的生产能力	1.93	1.38
新疆年产400万KVAH铅蓄电池项目	新疆吐鲁番市	蓄电池	年产200万KVAH启动型蓄电池，50万KVAH动力型蓄电池，150万KVAH储能型蓄电池	3.93	1.47
骆驼华南大容量新结构密封型蓄电池项目	广西梧州	蓄电池	年生产免维护和新能源汽车铅酸蓄电池500万台/350万KVAH的生产能力	6.71	6.63
<b>合计</b>	-	-	-	<b>12.57</b>	<b>9.48</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司原材料采购渠道稳定，但原料铅价高位震荡，对公司生产经营造成一定压力**

公司铅酸电池主要原材料为铅及合金，约占铅酸电池生产成本的70%，其余原料包括硫酸、隔板、塑壳等。2018年铅价整体呈高位震荡态势，公司铅采购均价同比继续提升，

对生产经营造成一定压力，为应对铅价波动、控制成本对利润的影响，公司在配套市场和维护市场均采取了一定的应对措施。配套市场方面，公司在与整车厂商签订的供货协议中，一般会约定铅酸蓄电池产品的供货价格随铅价变动而相应调整，公司通过与配套厂商签订铅价联动协议，能够根据铅价波动相应地上调产品价格。售后维护市场方面，经销商根据需求向公司发送订单后，公司根据铅价的变动进行毛利水平测算，在铅价波动超过一定的幅度时，公司将铅酸电池售价进行调整。

通过多年发展，公司积累了大量供应商，有效保障产品生产的顺利进行，其中与河南金利金铅集团有限公司、驰宏实业发展（上海）有限公司以及江苏新春兴再生资源有限责任公司等合作关系较为稳定。公司采购电解铅及合金铅一般采用就近原则，2018年公司前五大供应商采购金额为17.15亿元，占年度采购总额的28.35%，供应商集中度有所下降。采购结算方面，公司铅及铅合金材料采用预付款或者现款现货方式，其余原材料付款期在10天至30天之间。

**表7 2017-2018年公司前五大供应商情况（单位：万元）**

年份	供应商名称	采购金额	占年度采购总额比重	采购产品
2018年	江苏新春兴再生资源有限责任公司	52,773.41	8.72%	铅及合金
	驰宏实业发展（上海）有限公司	38,332.04	6.34%	铅及合金
	广西南丹南方金属有限公司	33,339.96	5.51%	铅及合金
	河南金利金铅集团有限公司	27,056.20	4.47%	铅及合金
	上海九石金属材料有限公司	20,028.70	3.31%	铅及合金
	<b>合计</b>	<b>171,530.31</b>	<b>28.35%</b>	
2017年	驰宏实业发展（上海）有限公司	65,279.45	11.30%	铅及合金
	广西南丹南方金属有限公司	52,351.19	9.06%	铅及合金
	江苏新春兴再生资源有限责任公司	43,795.91	7.58%	铅及合金
	湖北金洋冶金股份有限公司	35,951.02	6.22%	铅及合金
	河南金利金铅集团有限公司	32,519.02	5.63%	铅及合金
	<b>合计</b>	<b>229,896.59</b>	<b>39.80%</b>	-

资料来源：公司提供

**公司再生铅产品收入规模显著增长；锂电池产销量有所下降，毛利率转为负，产能利用率仍较低，后续需关注其产能消化情况；**

再生铅方面，公司在2018年度收购了湖北金洋冶金股份有限公司、江西金洋金属股份有限公司，加上楚凯冶金公司、华南再生资源公司，现已形成55万吨/年的废旧铅酸电池回收处理能力。2018年随着合并范围增加以及业务规模扩大，旧电池破碎量与再生铅产量再创新高，废旧电池破碎量较上年同期增长238.26%，再生铅销售收入为4.69亿元，同比显著增长。同时，2018年公司再生铅自用部分占比约37%。

2019年1月中国生态环境部印发《铅蓄电池生产企业集中收集和跨区域转运制度试点工作方案》，鼓励规范的大型电池生产企业建立废铅蓄电池规范收集体系，高效开展废铅蓄电池回收工作。公司正积极申请铅蓄电池生产企业集中收集和跨区域转运试点，依托已有的铅酸蓄电池营销网络建立规范的逆向回收利用体系，拓展再生铅业务。

**表8 2018年末公司废旧铅酸电池处理基地及产能分布情况（单位：万吨/年）**

所在区域	产能
湖北谷城	20
湖北老河口	10
江西丰城	10
广西梧州	15
<b>合计</b>	<b>55</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在提升铅酸电池业务的同时，积极推进新能源业务发展。公司锂电池产品包括单体锂离子电池（电芯）和动力锂离子电池组（PACK）产品，以三元和铁锂产品类型为主；研发方面，公司形成12V启停、48V启停、PHEV（插电式混合动力）电池的重点开发项目，对BEV（纯电动）产品进行梯次开发布局。

2018年公司锂电池产能未发生变化，在BEV生产方面公司完成东风小康等客户的批量订单交付；在低压启停方面，公司得到了东风日产48V启停电池项目等定点开发，预计2020年量产。但由于目前锂电池仍处于市场推广阶段，客户及营销网络尚不成熟，叠加行业产能过剩及市场竞争激烈影响，全年产量、销量分别为10.16万KWH和9.73万KWH，同比下降25.02%和10.82%，同时销售单价有所下降，整体实现销售收入1.01亿元，较上年显著下降。同时，产能利用程度较低，产线折旧、人员成本叠加新能源汽车厂家将压力转移给电池企业，使得2018年公司锂电池毛利率为-36.91%。考虑到国内锂电池产能过剩，市场竞争激烈，国家补贴政策退坡，需关注公司锂电池产能利用情况以及业务盈利情况。

**表9 公司锂电池产能及产销情况（单位：万 KWH）**

时间	年产能	产量	销量	产能利用率
2018年	100.00	10.16	9.73	10.16%
2017年	100.00	13.55	10.91	13.55%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司注重研发以提升技术实力，同时为支持公司业务发展及技术创新，政府给予较大规模补助，提升了公司利润水平**

公司注重研发，在铅酸电池方面以研究院为开发中心，在襄阳配备自有检测中心，并联合国家检测中心，保证研发新产品的可靠性。2018年公司在新技术、新产品的研发和设

计方面共申请专利135项，专利授权105项，授权量同比增加11%，已累计拥有有效专利385项。2018年公司研发投入合计3.83亿元，同比增长9.74%，占营业收入的比重为4.15%。

**表10 2017-2018年公司技术研发投入情况（单位：亿元）**

项目	2018年	2017年
研发投入	3.83	3.49
占营业收入比重	4.15%	4.58%

资料来源：公司2018年年报，中证鹏元整理

为支持公司业务发展及技术创新，2018年公司在增值税税收返还及产业发展基金等方面共获得政府补助2.23亿元，同比显著增长，占当期利润总额的36.26%。近年公司持续获得政府较大支持，对公司利润形成有益补充，但后续政府补助规模可能波动。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下财务分析基于公司披露的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季度报告，审计报告按新会计准则编制。2018年审计报告中对应收款项、应付款项等相关具体科目的会计政策有所调整，为保持数据一致性，2017年末财务数据采用2018年初的数据。2018年公司合并范围具体变化情况见表1。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模增长较快，应收款项有所增长，存货存在一定的跌价风险

随着公司经营规模的扩大以及并购公司形成一定规模的商誉，2018年末公司资产规模为107.02亿元，同比增长12.92%。从资产结构上看，公司主要资产由流动资产转为非流动资产，2018年末非流动资产占总资产的51.42%。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	40,214.90	3.72%	53,745.54	5.02%	66,346.11	7.00%
应收票据及应收账款	252,686.64	23.37%	212,091.39	19.82%	188,239.64	19.86%
其中：应收票据	89,947.14	8.32%	80,127.79	7.49%	45,627.98	4.81%
应收账款	162,739.50	15.05%	131,963.60	12.33%	142,611.66	15.05%
存货	152,071.94	14.07%	174,851.90	16.34%	158,901.84	16.77%



<b>流动资产合计</b>	<b>519,952.89</b>	<b>48.09%</b>	<b>519,942.04</b>	<b>48.58%</b>	<b>502,907.44</b>	<b>53.06%</b>
可供出售金融资产	0.00	0.00%	58,758.46	5.49%	58,162.71	6.14%
长期应收款	32,496.37	3.01%	33,937.59	3.17%	24,328.81	2.57%
长期股权投资	41,360.11	3.83%	41,149.91	3.84%	38,769.56	4.09%
其他非流动金融资产	37,835.17	3.50%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	250,218.93	23.14%	253,150.55	23.65%	215,750.91	22.76%
在建工程	59,351.60	5.49%	52,119.55	4.87%	30,736.69	3.24%
无形资产	44,432.41	4.11%	43,526.85	4.07%	33,834.30	3.57%
商誉	35,962.06	3.33%	35,962.06	3.36%	6,645.62	0.70%
<b>非流动资产合计</b>	<b>561,248.02</b>	<b>51.91%</b>	<b>550,282.88</b>	<b>51.42%</b>	<b>444,840.21</b>	<b>46.94%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,081,200.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,070,224.92</b>	<b>100.00%</b>	<b>947,747.65</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、存货。截至 2018 年末公司货币资金余额为 5.37 亿元，主要为银行存款，其中 5,178.83 万元的其他货币资金使用权受限。应收票据系客户结算货款产生，主要为银行承兑汇票，损失风险较小，其中已质押的票据为 1.56 亿元。应收账款主要为应收客户的货款，2018 年末为 13.20 亿元，同比小幅下降 7.47%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额占比 99.26%，其中，账龄在 1 年以内的占比 86.26%，账龄在 1-2 年的占比 12.05%，按欠款方归集的期末余额前五名占比 25.14%。整体来看，公司应收账款规模较大，前五大欠款对象集中度有所提升，需关注应收账款坏账风险。

2018 年末存货账面价值为 17.49 亿元，库存商品、在产品及原材料占比分别为 41.74%、29.87% 和 27.02%，受铅酸电池备货、原料储备等因素影响，2018 年末公司存货规模增长较快。由于铅在公司产品中成本占比较高，因而存货价值易受铅价波动影响，存在一定的跌价风险。2018 年末公司存货跌价准备为 4,726.77 万元。

非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程及无形资产构成。公司可供出售金融资产均按成本法计量，2018 年末对武汉光谷人才创业投资合伙企业（有限合伙）投资净增加 595.75 万元，2019 年 3 月末，公司根据新的会计准则将可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资和其他非流动金融资产。2018 年末长期应收款系子公司湖北骆驼融资租赁有限公司对外开展融资租赁业务形成的租赁款余额 2.31 亿元以及应收谷城县建设投资经营有限公司（以下简称“谷城建投”）购买公司部分土地房屋建筑物款项 1.31 亿元<sup>1</sup>，融资租赁款已计提坏账准备 2,282.07 万元，需关注融资租赁业务坏账风险。2018 年公司增加对湖北汉江投资管理有限公司投资 2,255.00 万元，使

<sup>1</sup> 公司于 2018 年 12 月 26 日公告，公司与谷城建投签订《资产收购协议》，将位于谷城县石花镇区域内的部分资产出售给谷城建投，交易价款 1.43 亿元。标的资产为公司闲置资产，不会对生产经营产生影响。

得期末长期股权投资账面价值有所增加，2018年公司以权益法确认的投资收益为96.61万元。2019年3月末公司新增3.78亿元其他非流动金融资产，系可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资和其他非流动金融资产所致，主要为公司对太平洋证券等资管计划的投资，资管计划主要投向江西金达莱环保股份有限公司（股票代码：830777）23,883.29万元、贵州万峰电力股份有限公司（股票代码：832648）13,100万元。

固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，随着部分在建项目完工结转以及合并子公司其的增加，固定资产规模有所增长。在建工程为公司在建产能、厂房项目，2018年马来西亚项目、新疆再生场区年处理16万吨废铅酸蓄电池项目、混合动力车用蓄电池项目等项目投资较多，使得在建工程规模增长较大。无形资产主要为土地使用权，随着公司购买土地以及合并范围的增加，无形资产规模有所增长。同时，受公司合并湖北金洋，形成商誉2.93亿元。

总的来看，随着生产经营规模的扩大，公司资产规模增长较快，资产呈多元化，应收款项及存货占比仍较高，存货中铅占比较高，易受市场波动影响，存在一定的跌价风险。

## 资产运营效率

### 公司净营业周期缩短，但应收款项周转率有所下降

2018年公司营业收入增长主要体现于维护市场收入的增加，整体回款情况有所改善，但由于票据提前贴现规模有所减少，使得期末应收票据显著增长，导致应收款项周转天数延长至78.12天。受铅价上升及公司铅酸电池备货等影响，2018年末公司存货规模有所增长，同时受益于经营规模持续扩大，存货周转天数较上年小幅下降。2018年末公司应付票据规模较大，使得应付款项周转天数上升至55.69天。综合影响下，2018年公司净营业周期较上年缩短9.29天。

**表12 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018年	2017年
应收款项周转天数（含应收票据）	78.12	75.09
存货周转天数	79.98	81.42
应付款项周转天数（含应付票据）	55.69	44.81
净营业周期	102.41	111.70
流动资产周转天数	199.61	199.62
固定资产周转天数	91.51	99.67
总资产周转天数	393.80	387.72

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司营业收入增长较快，但盈利能力有所下降

公司主要从事铅酸电池产品以及锂电池产品的生产及销售，其中铅酸电池产品主要为汽车起动车，此外还生产少量牵引电池和启停电池。2018年公司营业收入达92.24亿元，同比增长21.08%，其中铅酸电池收入为85.00亿元，较上年增长17.03%，占营业收入的92.15%，仍是公司收入的主要来源。2018年公司再生铅收入显著增长，成为第二大收入来源；锂电池产销量有所减少，销售收入下降至1.01亿元。毛利率方面，铅酸电池毛利率较为稳定，锂电池产能利用程度较低，产线折旧、人员成本等因素使得锂电池毛利率转为负数，综合影响下，2018年公司综合毛利率下降至18.57%。

受国家对铅蓄电池生产企业征收4%消费税影响，公司营业税金及附加规模持续上升，对利润水平影响较大。2018年公司资产减值损失系坏账及存货跌价损失，同比增长较多，对利润空间形成一定侵蚀。投资收益主要系投资理财产品获得的收益，2018年规模有所下滑。2018年公司在增值税税收返还及产业发展基金等方面共获得政府补助2.23亿元，同比大幅增长，占当期利润总额的36.26%。以上因素综合影响下，2018年公司利润总额及净利润规模同比分别增长2.51%和10.12%。近年公司持续获得政府较大支持，对公司利润形成有益补充，但后续政府补助规模可能波动。

**表13 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年3月	2018年	2017年
营业收入	226,406.60	922,377.12	761,798.04
营业税金及附加	8,783.56	43,544.08	34,208.22
资产减值损失	-2.89	7,315.25	4,045.66
其他收益	11,160.61	22,289.14	12,907.81
投资收益	627.69	1,100.92	1,908.65
营业利润	19,615.32	61,984.84	60,318.44
利润总额	19,396.21	61,501.61	59,995.26
净利润	16,443.60	57,382.24	52,108.26
综合毛利率	16.14%	18.57%	20.61%
期间费用率	10.06%	9.73%	9.61%
总资产回报率	-	7.51%	8.40%
净资产收益率	-	9.58%	9.65%
营业收入增长率	14.85%	21.08%	20.90%
净利润增长率	25.18%	10.12%	-4.24%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司经营活动净现金流表现有所改善，但受偿债规模较大的影响，筹资活动现金流呈现净流出

2018年公司净利润规模有所提升，同期经营收现比为0.89，同比有所上升，主业回款能力有所提升。随着铅酸电池备货、原料储备增加，公司存货规模增幅较大，对资金占用增加，叠加经营性应收项目规模的上升，当年公司营运资本净流出4.16亿元。综合影响下，2018年公司经营活动现金净流入5.39亿元。

2018年公司推进动力型锂离子电池项目及新疆再生场区年处理16万吨废铅酸蓄电池项目等项目建设，同时并购湖北金洋现金支付净额为3.78亿元，导致投资活动现金净流出4.34亿元。未来，公司或将继续在铅酸电池及新能源产业链进行投资布局，预计届时仍将有较大规模的投资活动现金流出。

为满足公司经营及对外投资的资金需求，2018年公司通过借款融资31.10亿元，同比显著增长，但受偿还债务（31.99亿元）、利息支付的现金规模大幅上升的影响，筹资活动现金净流出2.36亿元。

**表14 2017-2018 年公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.89	0.81
净利润	57,382.24	52,108.26
<b>营运资本变化</b>	<b>-41,608.97</b>	<b>-98,780.26</b>
其中：存货减少（减：增加）	568.26	-44,723.35
经营性应收项目的减少（减：增加）	-63,039.83	-68,026.19
经营性应付项目增加（减：减少）	20,862.60	13,969.28
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>53,865.88</b>	<b>-7,597.36</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-43,416.21</b>	<b>-127,617.05</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-23,595.33</b>	<b>178,444.69</b>
现金及现金等价物净增加额	-12,600.57	42,807.35

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

**公司有息债务规模有所增长，短期偿债压力加大**

受益于经营利润的积累，2018年末公司所有者权益规模上升至62.11亿元；同期随着经营规模扩大对资金需求增加，公司负债规模增长至44.91亿元。综合影响下，2018年末公司产权比率上升至72.31%，所有者权益对负债保障程度有所降低。

**表15 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	441,452.93	449,104.06	370,994.05
所有者权益	639,747.98	621,120.86	576,753.60
产权比率	69.00%	72.31%	64.32%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和其他非流动负债构成。截至2018年末，公司短期借款余额为8.93亿元，均为信用借款。应付票据为公司开具的银行承兑汇票，公司收到客户的票据后，将其抵押给银行并由银行开出新的票据支付给上游供应商，原票据期限不一，通过原票据和新开票据的时间差增加利息收入，故应付票据规模较大。应付账款主要是应付上游供应商的材料采购款和设备工程款等。预收款项仍主要为公司针对部分资质较低的经销商采用预收结算方式所形成的货款，无实际支付压力。其他应付款主要为应付其他单位之间的往来款、与客户之间的保证金押金和新增1.00亿元借款（谷城县财政拆借用于收购金洋冶金）。

公司长期债务主要来自长期借款和应付债券。2018年末长期借款主要为6.65亿元信用借款，应付债券为本期债券，于2018年3月和7月（因利润分配）分别下调了转股价格。其他非流动负债系2018年公司与汉江投资控股有限公司（以下简称“汉江控股”）、湖北汉江投资管理有限公司共同投资设立新能源产业基金，根据合伙协议约定，公司对汉江控股的投资承担回购义务。

**表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	92,000.00	20.84%	89,315.00	19.89%	89,500.00	24.12%
应付票据及应付账款	117,893.57	26.71%	119,449.40	26.60%	112,957.97	30.45%
其中：应付票据	79,686.35	18.05%	71,548.09	15.93%	72,886.70	19.65%
应付账款	38,207.22	8.65%	47,901.30	10.67%	40,071.27	10.80%
预收款项	18,853.11	4.27%	19,635.70	4.37%	11,355.42	3.06%
其他应付款	25,154.72	5.70%	24,564.30	5.47%	15,560.89	4.19%
<b>流动负债合计</b>	<b>276,054.74</b>	<b>62.53%</b>	<b>285,003.04</b>	<b>63.46%</b>	<b>243,998.52</b>	<b>65.77%</b>
长期借款	70,567.05	15.99%	71,067.05	15.82%	59,500.00	16.04%
应付债券	61,664.94	13.97%	60,965.42	13.57%	58,169.22	15.68%
其他非流动负债	20,556.48	4.66%	20,223.44	4.50%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>165,398.19</b>	<b>37.47%</b>	<b>164,101.02</b>	<b>36.54%</b>	<b>126,995.53</b>	<b>34.23%</b>
<b>负债合计</b>	<b>441,452.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>449,104.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>370,994.05</b>	<b>100.00%</b>
有息负债	303,918.34	68.85%	292,895.56	65.22%	280,055.92	75.49%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报告，中证鹏元整理

截至2019年3月末，公司有息债务规模为30.39亿元，有息债务规模增速较快，其中短期债务规模为18.61亿元，占有息债务比重为61.24%。截至2019年3月末，公司资产负债率为40.83%，负债程度基本保持稳定。从偿债指标来看，2019年3月末公司流动比率及速动比率进一步下滑至1.88和1.33，期末货币资金对短期有息债务覆盖程度不足，短期偿债压力加大。2018年公司EBITDA为10.83亿元，同比有所增长，但随着有息负债不断扩大，利息费用增长较快，EBITDA利息保障倍数下降至7.31，盈利对利息的保障程度有所下降。

**表17 公司主要偿债能力指标**

名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	40.83%	41.96%	39.14%
流动比率	1.88	1.82	2.06
速动比率	1.33	1.21	1.41
有息债务（万元）	303,918.34	292,895.56	280,055.92
EBITDA（万元）	-	108,292.97	95,937.45
EBITDA利息保障倍数	-	7.31	9.30
经营性净现金流/流动负债	0.58%	18.90%	-3.11%
经营性净现金流/负债总额	0.36%	11.99%	-2.05%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季度报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月11日），近三年公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 七、评级结论

得益于国内汽车产销量及汽车保有量的体量，汽车起动力电池市场需求量仍较大，公司是国内起动力电池主要供应商，市场占有率仍高，公司营销网络完善，营业收入持续增长，并持续获得当地政府在税收返还及产业发展基金方面的支持。同时我们也关注到，公司应收款项对营运资金存在一定的占用、存货存在一定的跌价风险、投资扩产项目产能消化存在一定的不确定性、有息债务规模有所增长等风险因素。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	40,214.90	53,745.54	66,346.11	23,256.27
应收票据及应收账款	252,686.64	212,091.39	188,239.64	129,559.88
其中：应收票据	89,947.14	80,127.79	45,627.98	41,152.64
应收账款	162,739.50	131,963.60	142,611.66	88,407.24
存货	152,071.94	174,851.90	158,901.84	114,677.80
流动资产合计	519,952.89	519,942.04	502,907.44	341,945.41
固定资产	250,218.93	253,150.55	215,750.91	206,092.85
非流动资产合计	561,248.02	550,282.88	444,840.21	351,227.81
资产总计	1,081,200.91	1,070,224.92	947,747.65	693,173.22
短期借款	92,000.00	89,315.00	89,500.00	27,300.00
应付票据及应付账款	117,893.57	119,449.40	112,957.97	37,599.59
流动负债合计	276,054.74	285,003.04	243,998.52	103,039.80
长期借款	70,567.05	71,067.05	59,500.00	-
应付债券	61,664.94	60,965.42	58,169.22	77,500.00
其他非流动负债	20,556.48	20,223.44	-	-
非流动负债合计	165,398.19	164,101.02	126,995.53	87,429.79
负债合计	441,452.93	449,104.06	370,994.05	190,469.59
有息负债	303,918.34	292,895.56	280,055.92	104,800.00
所有者权益合计	639,747.98	621,120.86	576,753.60	502,703.63
营业收入	226,406.60	922,377.12	761,798.04	630,112.17
营业利润	19,615.32	61,984.84	60,318.44	57,530.90
净利润	16,443.60	57,382.24	52,108.26	54,415.22
经营活动产生的现金流量净额	1,606.36	53,865.88	-7,597.36	-2,304.45
投资活动产生的现金流量净额	-12,757.46	-43,416.21	-127,617.05	31,835.22
筹资活动产生的现金流量净额	-2,488.55	-23,595.33	178,444.69	-26,789.68
财务指标	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	78.12	75.09	73.22
存货周转天数	-	79.98	81.42	69.18
应付账款周转天数	-	55.69	44.81	25.28
净营业周期	-	102.41	111.70	117.12
流动资产周转天数	-	199.61	199.62	201.00
固定资产周转天数	-	91.51	99.67	114.72
总资产周转天数	-	393.80	387.72	385.23
综合毛利率	16.14%	18.57%	20.61%	22.81%
期间费用率	10.06%	9.73%	9.61%	9.49%
营业利润率	8.66%	6.72%	7.92%	9.13%

总资产回报率	-	7.51%	8.40%	10.39%
净资产收益率	-	9.58%	9.65%	11.24%
营业收入增长率	14.85%	21.08%	20.90%	17.19%
净利润增长率	25.18%	10.12%	-4.24%	-11.65%
资产负债率	40.83%	41.96%	39.14%	27.48%
流动比率	1.88	1.82	2.06	3.32
速动比率	1.33	1.21	1.41	2.21
EBITDA（万元）	-	108,292.97	95,937.45	95,731.68
EBITDA 利息保障倍数	-	7.31	9.30	15.75
有息债务/EBITDA	-	2.70	2.92	1.17
债务总额/EBITDA	-	4.15	3.87	2.12
经营性净现金流/流动负债	0.58%	18.90%	-3.11%	-2.24%
经营性净现金流/负债总额	0.36%	11.99%	-2.05%	-1.21%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理



## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券

## 附录三 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	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	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，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。