

2017 年骆驼集团股份有限公司
可转换公司债券
2020 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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【394】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：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次；本期债券期
满后五个交易日内，公
司将赎回全部未转股债
券

分析师

姓名：
龚程晨 杨培峰

电话：
021-51035670

邮箱：
gongchch@cspengyuan.c
om

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
评级方法已披露于中证
鹏元官方网站。

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 2020 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	2020 年 06 月 23 日	2019 年 06 月 06 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 2020 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启动电池主要供应商，市场占有率高，公司再生铅业务规模快速扩张，对公司整体收入贡献度明显提升，且降低了公司铅酸电池对外部采购原材料的依赖程度，政府继续给予公司较大力度的支持；同时我们也关注到，下游汽车整车市场行情低迷，对公司铅酸蓄电池配套需求产生一定抑制，有息债务规模有所增长以及关注 COVID-19 疫情对公司业务发展的影响等风险因素。

正面：

- 公司是国内启动电池主要供应商，市场占有率高。2019 年公司铅蓄电池在国内主机配套市场和维修替换市场的市场份额分别为 45%和 25%左右，公司新开拓了多个主机厂的定点项目订单，其中包括奥迪、大众、本田等品牌，在国内主机配套市场份额较上年提升 6 个百分点，仍处于行业龙头地位。
- 公司再生铅业务规模快速扩张，对公司整体收入贡献度明显提升，降低了公司铅酸电池对外部采购原材料的依赖程度。截至 2019 年末公司已获得了 12 个省份试点资格，共计建设了 71 个废铅蓄电池集中转运点、1,666 个废铅蓄电池收集网点，2019 年公司实现再生铅收入 11.88 亿元，同比大幅增长 153.36%，且毛利率较上年

有所提升，对公司收入和利润的贡献度明显提升。公司生产出的成品铅超过 75% 用于自供，降低了公司铅酸电池对外部采购原材料的依赖程度。

- **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。**2019 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 3.78 亿元，同比显著增长，提升了公司的利润水平。

关注：

- **下游汽车整车市场行情低迷，对公司铅酸蓄电池配套需求产生一定抑制。**2019 年我国汽车销量下滑幅度加大，同比下降 8.23%，对公司汽车起动车和启停电池的配套市场需求产生一定抑制。2019 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，观察公司后续产能消化情况。
- **公司有息债务规模有所增长，短期偿债压力较大。**截至 2020 年 3 月末，公司有息债务规模为 35.29 亿元，有息债务规模有所增长，其中短期债务规模为 21.15 亿元，占有息债务比重为 59.92%，短期有息负债的占比较高，短期偿债压力较大。
- **关注 COVID-19 疫情对公司业务发展的影响。**受新冠疫情影响，2020 年 1-4 月我国汽车累计销量同比大幅下降 31.03%，同时公司的主要生产基地位于湖北省境内，因疫情管控及由此导致的供应链和物流受阻，公司一季度逾 50 天无法正常运行，对公司一季度生产运营产生较大不利影响，2020 年一季度公司实现营业收入 17.01 亿元，实现净利润 0.58 亿元，分别同比下降 24.89% 和 64.79%，需持续关注新冠疫情对公司业务发展的影响。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,182,773.31	1,143,725.34	1,075,486.54	947,747.65
归属于母公司所有者权益	658,828.01	652,519.61	588,232.77	540,308.29
有息债务	352,942.80	333,546.05	327,335.44	294,272.43
资产负债率	40.90%	39.46%	41.85%	39.14%
流动比率	1.72	1.79	1.81	2.06
速动比率	1.32	1.20	1.19	1.41
营业收入	170,051.29	902,339.42	923,853.25	761,798.04
营业利润	8,806.92	64,999.90	60,540.47	60,318.44
净利润	5,789.64	60,424.98	56,293.21	52,108.26

综合毛利率	20.01%	17.82%	18.56%	20.61%
总资产回报率	-	6.93%	6.93%	8.40%
EBITDA	-	111,235.21	102,769.26	94,925.12
EBITDA 利息保障倍数	-	8.65	10.20	12.05
经营活动现金流净额	63,299.84	81,136.00	54,473.95	-7,597.36
收现比	1.08	1.00	0.89	0.81

注：2018 年数据使用 2019 年期初数。

资料来源：公司 2017 年、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

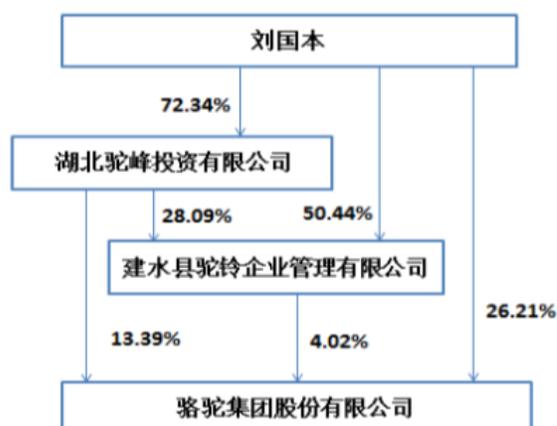
一、本期债券募集资金使用情况

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12月31日，骆驼新能源公司募集资金专项账户余额为4,877.25万元（包含4,500.00万元理财产品），骆驼华南蓄电池募集资金专项账户余额为860.86万元。

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，2019年本期债券转股2.07亿元，转股数1,542.59万股，致使公司股本总数增加1,542.59万股至86,382.37万股。截至2019年末，刘国本先生合计控制公司43.62%的股份，为公司控股股东和实际控制人。截至2020年6月13日，公司控股股东刘国本先生及其一致行动人湖北驼峰投资有限公司、建水县驼铃企业管理有限公司累计质押公司股份162,754,991股，占其持有公司股份总数的44.47%，占公司总股本的18.84%。

图 1 截至 2019 年末公司产权及控制关系



资料来源：公司 2019 年年度报告

公司主要从事铅酸电池产品的生产、销售及回收，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，是我国汽车起动电池的主要供应商之一。合并范围变动方面，2019年3月公司同一控制下合并骆驼汽车配件电子商务有限公司，此外，公司还投资设立骆驼集团贸易有限公司、骆驼集团蓄电池陕西销售有限公司和骆驼集团（乌兹别克）蓄电池有限公司等5家子公司，无减少子公司，具体情况见下表。

表1 2019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
骆驼汽车配件电子商务有限公司	100.00%	商品销售	同一控制下企业合并
骆驼集团贸易有限公司	100.00%	商品销售	新设
骆驼集团蓄电池陕西销售有限公司	100.00%	商品销售	新设
骆驼集团（乌兹别克）蓄电池有限公司	100.00%	工业生产	新设
骆驼集团江苏牵引电池销售有限公司	82.00%	商品销售	新设
襄阳海博瑞动力技术有限公司	100.00%	工业生产	新设

资料来源：公司 2019 年年度报告，中证鹏元整理

三、运营环境

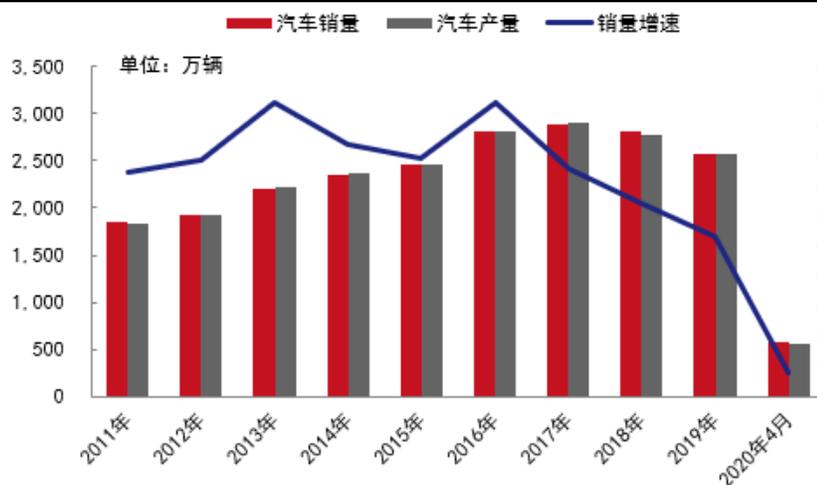
2019年我国汽车产销量下滑幅度加大，但受益于我国汽车保有量整体规模较大，汽车起动和启停电池市场需求仍较大

汽车起动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电池，一般每3年左右需更换一次。相比锂离子电池，作为汽车起动/启停电池，出于成本、低温性能、大电流输出能力和安全性等多方面考虑，铅酸蓄电池仍将是主机厂的主流选择。

根据中国汽车工业协会的统计数据，自2018年我国汽车销量首次出现了负增长以来，2019年我国汽车销量持续下滑，且下滑幅度加大，2019年我国汽车销量同比下降8.23%。受新冠疫情的影响，2020年1-4月我国汽车累计销量同比大幅下降31.03%，分月份来看，2020年1-4月各月汽车销量增速分别为-18.01%、-79.99%、-43.12%和5.46%，随着全国疫情控制的持续稳定，经济发展各项工作的稳步推进，同时，为稳定汽车市场，今年以来全国各地20多个省市陆续出台了促进汽车消费的地方政策，汽车市场供需逐渐修复。目前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，叠加疫情的影响，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2019年末我国汽车保有量2.6亿辆，比2018年底增加2,122万辆，增长8.83%，其中，

私家车(私人小微型载客汽车)持续快速增长, 2019年保有量达2.07亿辆, 首次突破2亿辆, 近五年年均增长1,966万辆。

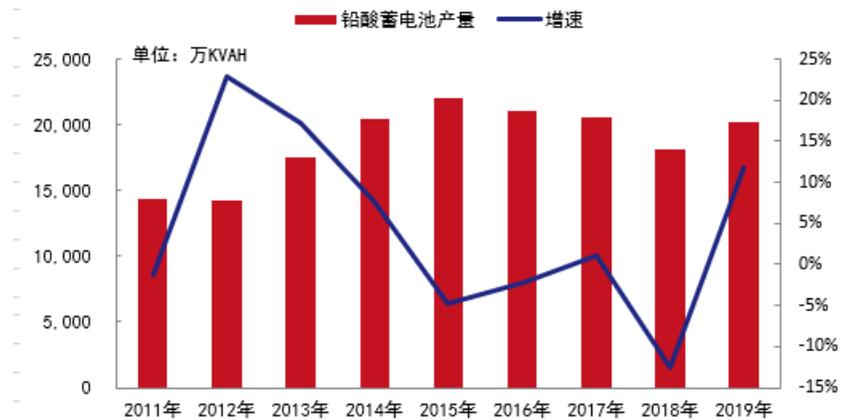
图2 2019年我国汽车销量持续下滑, 且下滑幅度加大



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

汽车起动电池作为汽车的消耗件, 需要定期更换, 平均使用寿命为1-3年, 假设每年有40%的存量汽车需要更换起动电池, 按目前的汽车销量和保有量测算, 2021年汽车起动电池市场空间超400亿, 汽车保有量的持续增长支撑起动电池市场。另一方面, 国内汽车厂商受国家节能减排政策影响, 油耗限值压力陡增, 受双积分政策的影响, 车企纷纷采用自动启停、48V 轻混来降低油耗, 目前新车启停系统渗透率约为 70%, 后续新生产的燃油车均有望搭载启停系统, 带动启停电池前装和后装市场繁荣, 对铅酸蓄电池的市场需求起到一定程度支撑, 2019年全国铅酸蓄电池产量为20,248.60万KVAH, 同比增长11.73%。总体来看, 经过下游汽车行业不景气影响汽车起动和启停电池市场, 但受益于我国汽车保有量整体规模较大, 汽车起动和启停电池市场需求仍较大。

图3 2019年铅酸蓄电池产量回升

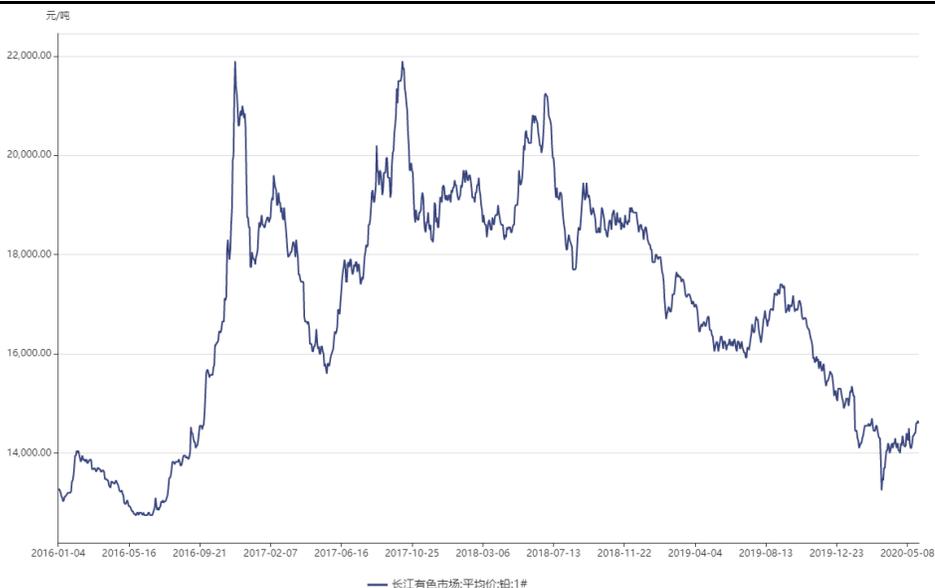


资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，中证鹏元整理

2019年铅价弱势下跌，但铅价已处于历史低位，持续下跌空间不大

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，给铅蓄电池生产企业运营带来较大的风险。从供给端来看，在全球铅精矿供应恢复的背景下，冶炼厂利润开始修复，精铅产量增加，同时再生铅在可观利润的驱动下，产量也是保持高增速，供给增加，而下游需求依旧疲弱，汽车产业的不景气直接影响铅酸电池的需求，电动车、移动通信基站等更倾向锂电池，国内精铅供需过剩也在加剧，在供需过剩的格局下，2019年铅价基本成弱势运行。具体来看，2019年一季度铅价开启单边下行走势，从高位1.8万元/吨下挫至1.68万元/吨；二季度铅价几乎呈单边下跌之势；三季度铅价有所回升，高位探至1.7万元/吨；四季度铅价快速回调，创近三年新低至1.42万元/吨，2020年以来，铅价持续下探，最低至1.35万元/吨。整体来看，国家对环保方面越来越严格，至2020年蓄电池企业轻量化技改基本可完成，预计用铅量将继续下降5万吨，但国家大力推进5G基站的建设，2020年根据规划初步估算将至少为68万个5G基站，成为铅消费最大增长点，且铅价已处于历史低位，持续下跌空间不大。

图 4 2019 年长江有色金属市场 1#铅均价持续下跌



资料来源：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的生产、销售及回收，主要为汽车起动电池和启停电池，此外还生产少量牵引电池。2019年公司实现营业收入90.23亿元，同比下降2.33%，其中电池收入为77.70亿元，较上年下降9.82%，占营业收入的86.11%，仍是公司收入的主要来源。2019年公司实现再生铅收入11.88亿元，同比大幅增长153.36%。受新冠疫情的影响，2020年一季度，公司实现营业收入17.01亿元，同比下降24.89%。毛利率方面，一方面公司通过和主要配套厂商签订铅价联动协议，能够根据铅价波动相应地调整产品价格，另一方面公司再生铅业务放量，降低了公司铅酸电池对外部采购原材料的依赖程度，综合使得在2019年铅的市场价快速下跌的背景下，公司铅酸电池毛利率较为稳定；2019年公司再生铅业务规模扩大，摊薄了固定资产折旧成本，再生铅业务毛利率有所上升，但再生铅毛利率较电池毛利率低，再生铅收入规模快速增长，占营业收入的比重提高，拉低了公司综合毛利率。

表2 2018-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电池	776,966.38	20.06%	861,604.48	19.56%
再生铅	118,799.02	3.54%	46,889.13	2.82%
其他收入	6,574.40	11.23%	15,359.64	10.50%

合计	902,339.42	17.82%	923,853.25	18.56%
----	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

汽车整车市场行情低迷，对铅酸蓄电池配套需求产生一定压制，公司铅酸蓄电池产能进一步扩张，在建产能规模较大，关注后续产能利用情况

公司是我国汽车起动电池的主要供应商之一，根据公司2019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45%和25%左右，2019年公司新开拓了多个主机厂的定点项目订单，在国内主机配套市场份额较上年提升6个百分点，维护替换市场份额持平，处于行业龙头地位。2019年公司汽车铅酸电池年产能约3,100万KVAH，较上年增长10.71%，为加大海外市场的拓展力度，公司第一个海外工厂-马来西亚电池工厂于2019年年底部分投产，以便满足东南亚、非洲、中东和澳大利亚等国家的产产品需求，2019年公司实现外销收入2.33亿元，占公司营业收入的比重为2.58%。

表3 2018-2019年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	2019年末	2018年末
湖北襄阳市	2,120	2,070
广西梧州市	380	380
江苏扬州市	300	300
新疆吐鲁番市	100	50
马来西亚	200	-
合计	3,100	2,800

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 and 开拓海外渠道的需求，2019年公司继续推进马来西亚工厂的建设；为完善铅酸电池产业链，近年公司稳步推进铅回收布局，目前子公司骆驼集团安徽再生资源有限公司（以下简称“安徽再生公司”）废铅酸电池回收项目在正常建设中。同时，2019年公司新增建设年产5万吨动力锂电池回收及梯次利用项目，公司主要在建项目完工后，公司产能将继续扩大，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4 2020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
马来西亚项目	马来西亚关丹	蓄电池	年产400万KVAH起动型蓄电池的生产能力	6.28	3.93
年产5万吨动力锂电池回收及梯次利用项目	湖北襄阳	锂电池回收	年处理5万吨动力锂电池及梯次利用的生产能力	5.05	0.21
合计	-	-	-	11.33	4.14

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司铅酸电池产量、销量分别为2,460.12万KVAH和2,457.82万KVAH，较上年

分别增长6.52%和增长4.46%，马来西亚工厂于2019年年底部分投产使公司产能进一步扩大。

表5 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
2019年	3,100.00	2,460.12	2,457.82	79.36%
2018年	2,800.00	2,309.48	2,352.84	82.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司铅酸电池销量持续增长，但铅价大幅下跌使得公司铅酸蓄电池价格下降较多，电池收入规模有所下滑；另外需关注新冠疫情对公司业务发展的影响

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，维护市场、配套市场销售收入占比较为平均，各占50%左右，2019年新开拓了多个主机厂的定点项目订单，其中包括奥迪、大众、本田等品牌，配套市场发展良好，但值得关注的是，2019年整车行业市场行情低迷，我国汽车产销量下滑幅度加大，对公司配套市场电池销量带来一定抑制。此外，公司进一步打通电子商务平台，新并入骆驼汽车配件电子商务有限公司，2019年公司线上订单较去年同期增长了260%，但目前线上订单收入整体占比仍较小。

从产品价格来看，公司铅酸蓄电池销售价格和铅价有一定联动性，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。2019年铅价全年弱势下跌，且下降幅度较大，公司铅酸电池销售单价有所下降，使得2019年电池收入为77.70亿元，较上年下降9.82%。受新冠疫情的影响，2020年1-4月我国汽车累计销量同比大幅下降31.03%，同时公司的主要生产基地位于湖北省境内，因疫情管控及由此导致的供应链和物流受阻，公司一季度逾50天无法正常运行，对公司一季度生产运营造成较大不利影响，2020年一季度公司实现营业收入17.01亿元，实现净利润0.58亿元，分别同比下降24.89%和64.79%，需持续关注新冠疫情对公司业务发展的影响。

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，2019年公司前五大客户销售金额为10.60亿元，占营业收入比重为11.75%，客户集中度略有下降，仍维持较

低水平。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6 2018-2019 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
2019 年	第一名	铅酸电池	2.77	3.07%
	第二名	铅酸电池	2.19	2.42%
	第三名	铅酸电池	2.22	2.46%
	第四名	铅酸电池	1.91	2.11%
	第五名	铅酸电池	1.52	1.69%
	合计			10.60
2018 年	第一名	铅酸电池	2.75	2.98%
	第二名	铅酸电池	2.49	2.70%
	第三名	铅酸电池	2.48	2.69%
	第四名	铅酸电池	2.17	2.35%
	第五名	铅酸电池	1.71	1.85%
	合计			11.60

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，2019年公司原材料铅采购均价随市下降

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。2019年铅价弱势运行，全年价格下降幅度超20%，铅价下跌幅度较大，公司原材料铅采购均价随市下降。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。公司采购电解铅及合金铅一般采用就近原则，2019年公司前五大供应商采购金额为16.40亿元，占年度采购总额的24.65%，供应商集中度不高，且有所下降。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 2018-2019 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
2019 年	第一名	68,950.36	10.36%	铅及合金
	第二名	30,785.31	4.63%	铅及合金
	第三名	25,080.20	3.77%	铅及合金
	第四名	20,193.27	3.03%	铅及合金
	第五名	19,021.02	2.86%	铅及合金
	合计		164,030.15	24.65%
2018 年	第一名	52,773.41	8.72%	铅及合金
	第二名	38,332.04	6.34%	铅及合金
	第三名	33,339.96	5.51%	铅及合金

第四名	27,056.20	4.47%	铅及合金
第五名	20,028.70	3.31%	铅及合金
合计	171,530.31	28.35%	-

资料来源：公司提供

公司再生铅业务规模快速扩张，降低了公司铅酸电池对外部采购原材料的依赖程度

再生铅方面，2019年新疆年处理16万吨废铅酸电池回收项目投产，为公司新增16万吨/年的废旧铅酸电池回收处理能力，截至2019年末，公司已形成71万吨/年的废旧铅酸电池回收处理能力，铅酸电池回收处理能力持续提升。在建产能方面，安徽再生公司已开始建设，一期项目规划废铅蓄电池处理能力16万吨/年，总规划29万吨/年，建成后公司废旧铅酸电池回收处理能力将达到100万吨/年。

目前公司再生铅产品大部分用于自供，同时也积极维护外部优质资源，2019年公司废旧电池破碎处理量约26.3万吨（生产出的成品铅超过75%用于自供），实现再生铅收入11.88亿元，同比大幅增长153.36%。

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。以国家废铅蓄电池回收试点为契机，公司积极参与全国所有试点省份的试点工作，目前已获得了12个省份试点资格，共计建设了71个废铅蓄电池集中转运点、1,666个废铅蓄电池收集网点，再生铅业务拓展良好。

表8 2018-2019年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	2019年	2018年
湖北谷城	20	20
湖北老河口	10	10
江西丰城	10	10
广西梧州	15	15
新疆再生	16	-
合计	71	55

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司锂电池业务转型调整，实现收入较少，关注公司锂电池产能利用情况及业务开拓情况

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，聚焦新能源细分市场，形成12V和48V低压启停系统以及BEV（纯电动）产品系列，拥有三元体系和磷酸铁锂体系产线，同时能生产软包和铝壳两种规格，现有产品包括单体锂离子电池（电芯）和动力锂离子电池组（PACK）。受产能利用程度较低，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的综合影响，2018年公司锂电池业务毛利率为负，锂电池业务呈

现亏损，2019年公司对锂电池业务进行战略调整，根据客户需求进行定向研发，新建48V锂电池生产线，实现销售收入规模较小。目前公司锂电池业务转型初见成效，公司48V启停产品已获得日产5款车型的定点订单，部分于2020年3月实现量产，需关注公司锂电池产能利用情况以及业务盈利情况。此外，2018年公司与国际纯电动超级跑车公司克罗地亚RIMAC公司合资成立了中克骆瑞新能源科技有限公司，目前新能源电机生产线已建设完成，具备年产5万套驱动系统的产能。值得关注的是，公司在新能源产业领域尚处于布局和初步推广阶段，国内锂电池市场竞争激烈，未来投资回报和收益实现情况尚待观察。

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。2019年公司研发投入5.74亿元，占营业收入的比重为6.36%，较上年提高2.21个百分点。截至2019年末，公司拥有专利532项，同比增加了38.18%，其中授权的发明专利69项，实用新型专利427项，外观专利36项。

表9 2018-2019年公司技术研发投入情况（单位：亿元）

项目	2019年	2018年
研发投入	5.74	3.83
占营业收入比重	6.36%	4.15%

资料来源：公司2018-2019年年报，中证鹏元整理

为支持公司业务发展及技术创新，2019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3.78亿元，同比增加了69.66%，占当期利润总额的59.10%。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2019年审计报告及未经审计的2020年一季度报告，审计报告按新会计准则编制。财政部于2017年分别发布了关于金融工具确认、计量和列报等方面的会计准则，要求境内上市公司自2019年1月1日起执行，经公司第八届董事会第四次会议决议，公司于2019年1月1日起执行新的金融工具准则，对应收票据、可供出售金融资产等科目2018年期末数有所调整，为保持数据一致性，2018年财务数据采取2019年期初数。2019年公司合并范围具体变化情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，应收款项及存货占比仍较高，存货存在一定的跌价风险

随着公司经营规模的扩大，2019年末公司资产规模为114.34亿元，同比增长6.34%。截至2019年末公司货币资金余额为7.81亿元，同比增长44.68%，主要为银行存款，其中0.55亿元的货币资金用于质押开证和借款保证金使用受限，2020年3月末公司货币资金规模增长至9.79亿元。公司交易性金融资产主要系理财产品，2019年末账面价值为1.88亿元。2019年末应收账款账面价值为11.23亿元，同比小幅下降14.45%；其中账龄一年以内应收账款占比为87.90%，前五大欠款对象应收账款合计占比为20.48%，较上年有所下降，公司应收账款集中度较低。应收款项融资主要系客户结算货款产生应收票据，主要为银行承兑汇票，损失风险较小，其中已质押的票据为5.08亿元，主要是作为票据保证金。2019年末存货账面价值为17.80亿元，存货规模和结构较上年变化不大。值得注意的是，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，2019年末公司存货跌价准备为0.52亿元。其他流动资产包括待抵扣及留抵的进项税额和结构性存款，2019年公司将结构性存款分类至此科目使得其他流动资产规模同比增长105.97%。2020年一季度，公司其他流动资产进一步增长至9.70亿元。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	97,939.12	8.28%	78,082.42	6.83%	53,967.45	5.02%
交易性金融资产	33,450.77	2.83%	18,802.87	1.64%	32,011.03	2.99%
应收账款	106,425.79	9.00%	112,307.60	9.82%	130,814.01	12.16%
应收款项融资	83,841.56	7.09%	83,607.30	7.31%	80,127.79	7.45%
存货	136,698.82	11.56%	177,978.06	15.56%	176,842.12	16.44%
其他流动资产	96,993.93	8.20%	47,090.94	4.12%	14,891.68	1.38%
流动资产合计	585,430.84	49.50%	541,526.70	47.35%	518,132.82	48.18%
长期应收款	22,980.56	1.94%	23,258.96	2.03%	33,937.59	3.16%
其他权益工具投资	28,465.51	2.41%	28,465.51	2.49%	27,598.46	2.57%
其他非流动金融资产	35,237.36	2.98%	35,237.36	3.08%	35,237.36	3.28%
长期股权投资	48,646.98	4.11%	48,976.05	4.28%	43,066.13	4.00%
固定资产	245,855.59	20.79%	249,148.17	21.78%	253,203.46	23.54%
在建工程	89,890.31	7.60%	92,119.81	8.05%	52,119.55	4.87%
无形资产	44,041.68	3.72%	44,451.61	3.89%	43,772.80	4.07%
商誉	35,962.06	3.04%	35,962.06	3.14%	35,962.06	3.36%

非流动资产合计	597,342.47	50.50%	602,198.64	52.65%	557,353.71	51.82%
资产总计	1,182,773.31	100.00%	1,143,725.34	100.00%	1,075,486.54	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

2019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1.47亿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1.00亿元¹，融资租赁款已计提坏账准备0.14亿元，需关注融资租赁业务坏账风险。2019年公司其他权益工具投资和其他非流动金融资产的投资规模较上年基本持平，仍主要系对克罗地亚Rimac Automobili d.o.o等公司的投资和公司投资的太平洋证券定向资管计划。公司长期股权投资主要系投资的创新基金及对其他联营和合营企业的投资，2019年确认投资收益0.59亿元。

固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，2019年公司购置和在建工程完工转入的固定资产规模较小，折旧的计提使得固定资产规模较上年略有下降。2019年马来西亚项目、混合动力车用蓄电池项目和48V软包新线项目等项目投资较多，使得在建工程规模增长较快，期末账面价值为9.21亿元，同比增加76.75%。无形资产主要为土地使用权，商誉主要系合并湖北金洋、阿波罗公司等形成的，湖北金洋主要从事废铅酸蓄电池综合利用，2019年公司未计提商誉减值准备，商誉账面价值未发生变化。

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

2019年公司净营业周期小幅上升，资产周转效率有所下降

2019年受铅价下降较多的影响，公司铅酸蓄电池单价下降，使得营业收入规模同比小幅下滑，而公司应收款项类和应付款项类规模较上年变动较小，周转天数较上年小幅波动。2019年公司存货规模小幅增加，存货周转天数略有上升，综合使得公司净营业周期上升至113天，较上年增加9天。同时，由于公司资产规模持续上升，2019年营业收入规模小幅下降使得总资产周转天数上升较快，资产周转效率有所下降。

表11 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
----	-------	-------

¹ 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，支付方式采用分期支付的方式，自协议签订之日起5年内付清，每年支付金额不低于剩余收购款的20%，2019年谷城建投分期支付0.32亿元。标的资产为公司闲置资产，不会对生产经营产生影响。

应收款项周转天数（含应收票据）	81	78
存货周转天数	86	80
应付款项周转天数（含应付票据）	54	56
净营业周期	113	102
流动资产周转天数	211	199
固定资产周转天数	100	91
总资产周转天数	442	394

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入规模小幅下降，较大规模的政府补助对公司盈利形成有益补充

公司主要从事铅酸电池产品的生产及销售，主要为汽车起动电池和启停电池，此外还生产少量牵引电池，2019年公司实现营业收入90.23亿元，同比下降2.33%，其中电池收入为77.70亿元，同比下降9.82%，占营业收入的86.11%，仍是公司收入的主要来源，受2019年铅价快速下降的影响，使得公司铅酸蓄电池销量有所上升但销售收入同比有所下降。2019年公司再生铅收入快速增长，实现销售收入11.88亿元，同比增长了153.36%，对公司整体收入贡献度明显提升。毛利率方面，一方面公司通过和主要配套厂商签订铅价联动协议，能够根据铅价波动相应地调整产品价格，另一方面公司再生铅业务放量，降低了公司铅酸电池对外部采购原材料的依赖程度，综合使得在2019年铅的市场价快速下跌的背景下，公司铅酸电池毛利率较为稳定；2019年公司再生铅业务规模扩大，摊薄了固定资产折旧成本，再生铅业务毛利率有所上升，但再生铅毛利率较电池毛利率低，再生铅收入规模快速增长，占营业收入的比重提高，拉低了公司综合毛利率。受新冠疫情的影响，2020年1-4月我国汽车累计销量同比大幅下降31.03%，同时公司的主要生产基地位于湖北省境内，因疫情管控及由此导致的供应链和物流受阻，公司一季度逾50天无法正常运行，对一季度生产运营造成较大不利影响，2020年一季度公司实现营业收入17.01亿元，同比下降24.89%，需持续关注新冠疫情对公司业务发展的影响。

随着公司生产基地的不断扩建，2019年公司管理费用增加较快，使得期间费用率较上年上升了1.63个百分点。公司再生铅业务享受增值税即征即退优惠政策，2019年公司再生铅业务规模扩大，计入其他收益的增值税即征即退金额大幅增长，叠加公司获得的产业发展基金补助等，2019年公司其他收益规模合计3.78亿元，同比大幅增加了69.66%，占当期利润总额的59.10%。以上因素综合影响下，2019年公司利润总额及净利润规模同比分别增长6.53%和7.34%。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12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年
营业收入	170,051.29	902,339.42	923,853.25
其他收益	6,780.97	37,816.27	22,289.14
营业利润	8,806.92	64,999.90	60,540.47
利润总额	8,239.56	63,981.66	60,058.20
净利润	5,789.64	60,424.98	56,293.21
综合毛利率	20.01%	17.82%	18.56%
期间费用率	15.06%	11.52%	9.89%
营业利润率	5.18%	7.20%	6.55%
总资产回报率	-	6.93%	6.93%
净资产收益率	-	9.20%	15.10%
营业收入增长率	-24.89%	-2.33%	21.27%
净利润增长率	-64.79%	7.34%	8.03%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，投资活动现金持续净流出

2019年公司经营收现比为1.00，较上年有所上升，经营活动回款情况有所提升。随着铅酸电池备货、原料储备增加，公司存货规模持续上升，2019年公司经营性应收、应付项目小幅变动，当年公司营运资本占用资金1.27亿元。综合影响下，2019年公司经营活动产生现金净流入8.07亿元，公司经营活动现金流表现较好。

2019年公司推进马来西亚项目和年产5万吨动力锂电池回收及梯次利用等项目建设，构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的资金规模同比上升较快，导致投资活动现金净流出5.42亿元。随着公司在铅酸电池及新能源产业链进行投资布局，公司投资活动现金持续净流出。2019年公司通过借款融资25.96亿元，偿还债务及支付利息后，筹资活动现金净流出0.96亿元。整体来看，近两年公司筹资活动主要系债务的滚动和续作需求，投资活动所需资金主要由经营活动产生的现金供给，公司财务稳健性较好。

表13 2018-2019 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	60,424.98	56,293.21
营运资本变化	-12,682.90	-41,608.97
其中：存货减少（减：增加）	-3,334.75	568.26
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,685.76	-63,039.83
经营性应付项目的增加（减：减少）	-7,662.39	20,862.60

经营活动产生的现金流量净额	80,739.00	54,473.95
投资活动产生的现金流量净额	-54,195.20	-43,950.93
筹资活动产生的现金流量净额	-9,581.21	-23,595.33
现金及现金等价物净增加额	18,867.47	-12,527.22

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债水平保持稳定，但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，2019年末公司所有者权益规模上升至69.24亿元，同期负债规模增长幅度较小，综合使得公司产权比率下降至65.18%，所有者权益对负债保障程度有所上升。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债合计	483,793.64	451,307.32	450,097.26
所有者权益合计	698,979.68	692,418.02	625,389.57
产权比率	69.21%	65.18%	71.97%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款余额为7.49亿元，主要系信用借款；2020年一季度借入较多短期借款，公司短期借款规模上升至11.54亿元，较2019年末上升54.01%。应付票据为公司开具的银行承兑汇票，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，2020年公司将预收款项调整至合同负债科目，2020年3月末预收款项科目余额为0，合同负债科目余额为2.49亿元。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预提费用等。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款，2019年末余额为5.55亿元，2020年一季度公司偿还部分到期借款，余额下降至3.60亿元。2019年公司长期借款由信用借款转为保证借款为主，期末余额为6.72亿元，应付债券为本期债券，2019年转股2.07亿元，剩余余额为4.52亿元。其他非流动负债系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15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	115,398.37	23.85%	74,929.77	16.60%	89,315.00	19.84%

应付票据	60,102.35	12.42%	54,192.55	12.01%	71,548.09	15.90%
应付账款	51,466.28	10.64%	50,096.29	11.10%	48,158.85	10.70%
预收款项	0.00	0.00%	24,886.31	5.51%	19,635.70	4.41%
其他应付款	20,462.53	4.23%	21,226.89	4.70%	24,564.30	5.48%
一年内到期的非流动负债	36,000.00	7.44%	55,500.00	12.30%	29.43	0.01%
流动负债合计	339,410.70	70.16%	302,944.85	67.13%	285,641.39	63.46%
长期借款	60,142.32	12.43%	67,249.07	14.90%	71,067.05	15.79%
应付债券	45,674.55	9.44%	45,214.26	10.02%	60,965.42	13.54%
其他非流动负债	20,650.27	4.27%	20,650.27	4.58%	20,223.44	4.49%
非流动负债合计	144,382.94	29.84%	148,362.47	32.87%	164,455.87	36.54%
负债合计	483,793.64	100.00%	451,307.32	100.00%	450,097.26	100.00%
有息负债	352,942.80	72.95%	333,546.05	73.91%	327,335.44	72.73%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报告，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司有息债务规模为35.29亿元，有息债务规模增速较快，其中短期债务规模为21.15元，占有息债务比重为59.92%。截至2020年3月末，公司资产负债率为40.90%，负债水平基本保持稳定。从偿债指标来看，2019年公司流动比率和速动比率较上年基本保持稳定，公司EBITDA利息保障倍数为8.65，盈利对利息的保障程度尚可。

表16 公司主要偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	40.90%	39.46%	41.85%
流动比率	1.72	1.79	1.81
速动比率	1.32	1.20	1.19
EBITDA（万元）	-	111,235.21	102,769.26
EBITDA 利息保障倍数	-	8.65	10.20
有息债务/EBITDA	-	3.00	3.19
债务总额/EBITDA	-	4.06	4.38
经营性净现金流/流动负债	0.19	0.27	0.19
经营性净现金流/负债总额	0.13	0.18	0.12

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾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，汽车起动电池市场需求量仍较大，公司是国内起动电池主要供应商，市场占有率仍高，2019年公司再生铅业务规模快速扩张，对公司整体收入贡献度明显提升，降低了公司铅酸电池对外部采购原材料的依赖程度，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。同时我们也关注到，下游汽车整车市场行情低迷，对公司铅酸蓄电池配套需求产生一定抑制，有息债务规模有所增长以及关注COVID-19疫情对公司业务发展的影响等风险因素。

基于以上分析，中证鹏元维持维持本期债券信用等级为 AA，公司主体长期信用等级为 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)	2020年 1-3月	2019年	2019年期初数	2018年	2017年
货币资金	97,939.12	78,082.42	53,967.45	53,745.54	66,346.11
应收账款	106,425.79	112,307.60	130,514.01	142,611.66	88,407.24
应收款项融资	83,841.56	83,607.30	80,127.79	0.00	0.00
存货	136,698.82	177,978.06	176,842.12	174,851.90	158,901.84
固定资产	245,855.59	249,148.17	253,203.46	253,150.55	215,750.91
资产总计	1,182,77.31	1,143,725.34	1,075,486.54	1,070,224.92	947,747.65
短期借款	115,398.37	74,929.77	89,315.00	89,315.00	89,500.00
应付票据	60,102.35	54,192.55	71,548.09	71,548.09	72,886.70
应付账款	51,466.28	50,096.29	48,158.85	47,901.30	40,071.27
一年内到期的 非流动负债	36,000.00	55,500.00	29.34	0.00	0.00
长期借款	60,142.32	67,249.07	71,067.05	71,067.05	59,500.00
应付债券	45,674.55	45,214.26	60,965.42	60,965.42	58,169.22
负债合计	483,793.64	451,307.32	450,097.26	449,104.06	370,994.05
归属于母公司 所有者权益合计	658,828.01	652,519.61	588,232.77	583,964.35	540,308.29
有息债务	352,942.80	333,546.05	327,335.44	327,335.44	294,272.43
所有者权益合计	698,979.68	692,418.02	625,389.57	621,120.86	576,753.60
营业收入	170,051.29	902,339.42	923,853.25	922,377.12	761,798.04
营业利润	8,806.92	64,999.90	60,540.47	61,984.84	60,318.44
净利润	5,789.64	60,424.98	56,293.21	57,382.24	52,108.26
经营活动产生的 现金流量净额	63,299.84	81,136.00	54,473.95	53,865.88	-7,597.36
投资活动产生的 现金流量净额	-70,627.42	-54,195.20	-43,950.93	-43,416.21	-127,617.05
筹资活动产生的 现金流量净额	20,020.04	-9,581.21	-23,595.33	-23,595.33	178,444.69
财务指标	2020年 1-3月	2019年	2018年	2017年	
应收款项周转 天数(含票据) (天)	-	81	78	55	
存货周转天数 (天)	-	86	80	81	

应付款项周转天数(含票据)(天)	-	54	56	23
净营业周期(天)	-	113	102	113
流动资产周转天数(天)	-	211	199	200
固定资产周转天数(天)	-	100	91	100
总资产周转天数(天)	-	442	394	388
综合毛利率	20.01%	17.82%	18.56%	20.61%
期间费用率	15.06%	11.52%	9.89%	9.61%
营业利润率	5.18%	7.20%	6.55%	7.92%
总资产回报率	-	6.93%	6.93%	8.40%
净资产收益率	-	14.03%	15.10%	9.65%
营业收入增长率	-24.89%	-2.33%	21.27%	20.90%
净利润增长率	-64.79%	7.34%	8.03%	-4.24%
资产负债率	40.90%	39.46%	41.85%	39.14%
流动比率	1.72	1.79	1.81	2.06
速动比率	1.32	1.20	1.19	1.41
EBITDA(万元)	-	111,235.21	102,769.26	94,925.12
EBITDA利息保障倍数	-	8.65	10.20	12.05
有息债务/EBITDA	-	3.00	3.19	3.10
债务总额/EBITDA	-	4.06	4.38	3.91
经营性净现金流/流动负债	0.19	0.27	0.19	-0.03
经营性净现金流/负债总额	0.13	0.18	0.12	-0.02

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 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。