

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【467】号

广州鹏辉能源科技股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的广州鹏辉能源科技股份有限公司公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年六月十四日



广州鹏辉能源科技股份有限公司
公开发行可转换公司债券
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 2020 第 Z
【467】号 02

分析师

姓名：
杨培峰 毕柳
电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 6 月 22 日

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

广州鹏辉能源科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA
发行规模：不超过 8.90 亿元（含）
债券期限：6 年
偿还方式：每年付息一次，附债券赎回及回售条款

发行主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定

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”）对广州鹏辉能源科技股份有限公司（以下简称“鹏辉能源”或“公司”，股票代码：300438.SZ）本次拟发行总额不超过 8.90 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司电池品种齐全，分散单一领域周期性风险，公司营业收入规模持续增长，业务盈利能力尚可，公司汽车动力电池客户质量持续提升。同时中证鹏元也关注到，汽车动力电池下游新能源汽车厂商受到补贴退坡的影响，销售回款周期较长，且存在一定坏账损失风险；关注产品价格波动对公司盈利能力的影响；公司在建产能规模较大，新增产能能否顺利消化及经济效益能否达到预期存在不确定性；公司存货规模较大且增速较快，存在一定减值风险，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：

- 公司电池品种齐全，分散单一领域周期性风险。公司是国内绿色电池产品种类最为齐全的公司之一，消费类锂电池是公司传统业务，近年收入规模稳健增长，具有一定市场竞争力，动力锂离子电池发展迅速，除汽车动力电池外公司积极发展新型动力电池市场，取得一定成效，储能电池正在积极进行海内外布局，已进入中国铁塔供应商名录，批量向中国铁塔大批量供应基站后备电源。市场多元化和产品多元化的差异性竞争策略有助于分散公司面临行业单一领域周期性风险。
- 公司营业收入规模持续增长。2017-2019 年公司分别实现营业收入 20.98 亿元、25.69 亿元和 33.08 亿元，三年复合增长率为 25.56%，公司营业收入保持较快速度增长。

2017-2019 年公司综合毛利率分别为 25.01%、23.24%和 23.57%，毛利率小幅波动，处于行业中等水平，业务盈利能力尚可。

- **汽车动力电池客户质量持续提升。**公司于 2015 年下半年全力切入动力电池领域，近年汽车动力电池客户质量不断提高。2019 年 1 月公司与上汽通用五菱签署了战略合作框架协议，并于 2019 年获得了上汽通用五菱的大批量订单，目前公司汽车动力电池其他客户还包括东风汽车、长安汽车等，公司汽车动力电池客户质量持续提升。

关注：

- **动力锂电池下游新能源汽车厂商受到补贴退坡的影响，动力锂电池的回款周期较长，存在一定坏账损失风险。**在新能源汽车补贴政策不断退坡等因素的影响下，公司下游新能源汽车客户的发展受到一定影响，公司动力锂电池的回款周期较长，对公司资金产生一定占用，且存在一定坏账损失风险。2017-2019 年公司应收账款周转天数（含票据）分别为 176 天、206 天和 175 天，应收款项周转天数较长。
- **持续关注产品价格波动对公司盈利能力的影响。**经多年快速发展，锂离子电池市场规模快速壮大，但增速放缓；同时，锂离子电池经过多年技术和市场化发展，成本持续下降，叠加动力电池产能结构性过剩和原材料成本下降的影响，锂离子电池市场价格呈下降趋势，未来需持续关注公司产品价格波动对产品盈利能力的影响。
- **公司在建产能规模较大，新增产能能否顺利消化存在一定不确定性。**截至 2019 年末，公司产能达到 8.90 亿安时/年，在建项目为年产 4.71 亿安时新能源锂离子动力电池建设项目和本期债券募投项目，在建产能合计 5.41 亿 Ah/年，在建产能全部投产后二次锂离子电池产能将大幅上涨，受市场需求变动和宏观经济形势变化的影响，新增产能能否顺利消化及经济效益能否达到预期均存在不确定性。
- **公司存货规模较大，在锂离子电池市场价格呈下跌趋势的环境下，公司面临一定存货减值的风险。**截至 2019 年末，公司存货账面价值为 8.98 亿元，2020 年 3 月末进一步上升至 9.50 亿元，公司存货规模较大，在锂离子电池市场价格持续下跌的环境下，公司面临一定存货减值风险。
- **关注 COVID-19 疫情对公司业务发展的影响。**2020 年一季度受新冠疫情的影响，公司实现营业收入 4.45 亿元，同比下降 24.94%。COVID-19 疫情影响我国的内需和外需，2020 年一季度我国 GDP 由此同比下降 6.8%，2020 年 1-4 月我国新能源汽车销量同比大幅下降 43.06%，对公司动力电池需求产生一定影响，需持续关注本

次疫情对公司业务发展的影响。

公司主要财务指标（万元）

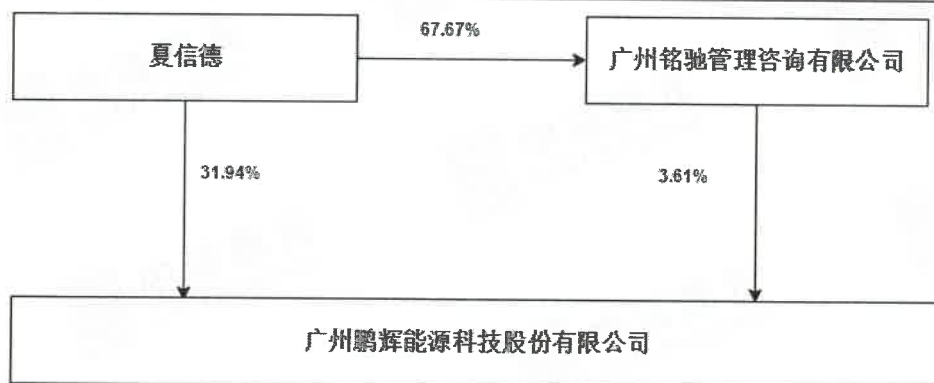
项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	528,653.21	539,824.08	504,279.06	367,507.87
归属于母公司所有者权益	235,071.54	232,834.93	222,435.85	201,284.03
有息债务	107,320.58	111,614.59	92,356.28	74,988.09
资产负债率	52.25%	53.59%	53.13%	45.15%
流动比率	1.20	1.18	1.26	1.70
速动比率	0.82	0.85	0.89	1.34
营业收入	44,485.06	330,844.80	256,870.56	209,849.27
营业利润	1,932.38	20,224.75	31,399.88	28,884.59
净利润	1,623.11	18,113.83	27,290.44	25,055.86
综合毛利率	16.37%	23.75%	23.24%	25.01%
总资产回报率	-	4.40%	7.62%	10.79%
EBITDA	-	41,670.26	42,629.21	36,556.22
EBITDA 利息保障倍数	-	14.16	25.13	32.01
经营活动现金流净额	8,380.66	19,128.03	12,772.12	-703.82
收现比	1.20	0.64	0.63	0.60

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2001年1月18日，初始名称为广州市鹏辉电池有限公司，由自然人夏信德、曾建平及李克文共同出资组建，初始注册资本200.00万元。2011年8月8日公司以经审计的净资产折合6,000.00万股，变更为股份有限公司，公司名称变更为现名。2011年11月公司完成定向增资300.00万股，增资完成后公司总股本变更为6,300.00万股。2015年4月经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]533号文“关于核准广州鹏辉能源科技股份有限公司首次公开发行股票批复”核准，公司发行人民币普通股股票2,100.00万股，公司股票于2015年4月24日起在深圳证券交易所创业板上市交易（股票简称“鹏辉能源”，股票代码300438），此次发行后公司总股本为8,400.00万股。后经资本公积转增股本以及非公开发行股票，截至2020年3月末，公司股本为28,115.19万股，自然人夏信德为公司实际控制人，直接持股比例达31.94%，通过广州铭驰管理咨询有限公司¹间接持股3.61%，截至2020年5月27日，实际控制人夏信德所持公司股份中处于质押状态的股份共计3,796.80万股，占公司总股本的13.50%，占其全部所持股份的42.27%，广州铭驰管理咨询有限公司所持公司股份中处于质押状态的股份共计104万股，占公司总股本的0.37%，占其全部所持股份的10.24%。截至2019年末公司股权结构如下图所示：

图1 截至2019年末公司股权及控制关系图



资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

公司从事以锂离子电池为主的绿色高性能电池产品的研发、生产和销售，主要产品系二次锂离子电池，此外还生产少量一次电池（锂铁电池、锂锰电池）以及镍氢电池等。截至2019年年末，公司下辖一级子公司12家，如表1所示。

¹ 原名来宾铭驰企业管理有限公司，2020年6月工商登记变更为现名。

表1 截至 2019 年末纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
珠海鹏辉能源有限公司	16,000.00	100.00%	锂电池电池的生产销售
河南省鹏辉电源有限公司	5,000.00	100.00%	锂电池生产、销售
广州耐时电池科技有限公司	500.00	90.00%	锂电池销售
鹏辉新能源有限公司	港币 100.00 万元	100.00%	海外销售和服务
珠海市冠力电池有限公司	600.00	60.00%	生产锂锰电池
Great Power Nexcell 株式会社	日元 9,600.00 万元	80.00%	研发、生产、销售锂电池
鹏辉能源常州动力锂电有限公司	20,000.00	100.00%	锂电池生产、销售
广州鑫盛创赢股权投资管理有限公司	1,000.00	100.00%	股权投资
广州绿圆鑫能汽车租赁有限公司	1,000.00	100.00%	汽车租赁
广州市骥鑫汽车有限公司	5,125.00	51.22%	汽车租赁与销售
佛山市实达科技有限公司	6,048.387	38.89%	锂电池生产、销售
江苏天辉锂电池有限公司	30,000.00	51.00%	锂电池生产、销售

注：公司持有实达科技 38.889% 股权，委派三名董事并在该公司董事会中占多数席位，该公司成为公司的控股子公司。

资料来源：公司 2019 年年度报告

二、本期债券概况

债券名称：广州鹏辉能源科技股份有限公司公开发行可转换公司债券

发行总额：不超过人民币 8.90 亿元（含）；

债券期限：6 年；

还本付息方式：每年付息一次，计息起始日为可转换公司债券发行首日；

转股期限：本期债券转股期限自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；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息等引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期内，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少二十个交易日的收盘价格低于当期转股价格 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决；修正后的转股价格应不低于该次股东大会

召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于公司最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

债券赎回条款：本期债券到期后五个交易日内，公司将向可转债持有人赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权董事会在本次发行前根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

债券回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司股票任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转债的权利。

向原股东配售安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，向原股东优先配售的具体比例由公司股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和/或通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由公司股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过89,000万元（含），扣除发行费用后，将用于常州锂离子电池及系统智能工厂（一期）建设项目、新型高性能锂离子电池的研发设备购置项目和补充流动资金。募集资金使用的具体计划如下表所示：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
常州锂离子电池及系统智能工厂（一期）建设项目	100,000.00	64,000.00	64.00%
新型高性能锂离子电池的研发设备购置项目	5,649.14	5,000.00	88.51%
补充流动资金	20,000.00	20,000.00	-
合计	125,649.14	89,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）常州锂离子电池及系统智能工厂（一期）建设项目

1、项目基本情况

子公司江苏天辉锂电池有限公司（以下简称“天辉锂电”）为项目建设主体，建设内容包括电芯厂房、化成分容厂房、办公楼等，合计新建建筑面积63,434平方米，项目拟建于江苏省金坛经济开发区。该项目预计总投资为100,000万元，购置土地193.63亩，新增生产和测试工艺设备190台/套。项目建成投产后将产出锂离子电池2GWh/年，锂离子电池Pack 2GWh/年(Pack原料为自产锂离子电池)，预计实现达产年均销售收入160,000万元，项目达产年均税后利润14,330.11万元。截至2019年末，募投项目已投入资金5,775.18万元。

2、项目批复情况

该项目已获得常州金坛发展和改革委员会出具的《江苏省投资项目备案证》（坛发改备[2018]192号）和常州市环境保护局出具《市环保局关于鹏辉能源常州动力锂电有限公司新建鹏辉能源锂离子电池及系统智能工厂项目（一期）环境影响报告表的批复》（常金环审[2018]143号）。

3、项目效益预测

根据上海电子工程设计研究院有限公司出具的《鹏辉能源常州动力锂电有限公司新建鹏辉能源锂离子电池及系统智能工厂项目（一期）可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），项目建成投产后产出锂离子电池2GWh/年，锂离子电池Pack 2GWh/年(Pack原料为自产锂离子电池)，预计实现达产年均销售收入160,000万元。原材料费用根据建设单位提供的有关资料进行测算，动力燃料费按产品的实际消耗估算，工资及福利费按实际消耗估算，折旧费采用直线折旧法，厂房折旧年限20年，设备及其他费用折旧年限10年，厂房残值率按原值的3%计算，设备残值率按原值的3%计算，项目营业税金及附加预计979.20万元，所得税税率按照25%计算，可预计达产期总成本费用为139,913.98万元，项目达产期内年平均税后利润为14,330.11万元，投资回收期（税后静态含建设期）为5.50年，达产第三年项目盈亏平衡点达到58.15%。但中证鹏元关注到，我国的动力电池市场进入的企业较多，行业竞争激烈，且需求易受到下游新能源汽车政策的影响，项目投产之后，企业面临着较大的市场规模提升压力，募投项目产能的充分利用及收益的实现存在一定不确定性。

（二）新型高性能锂离子电池的研发设备购置项目

新型高性能锂离子电池的研发设备购置项目是在公司现有的研发基础上，在原有建设研发平台中购置国内外领先的研发设备，确保在未来激烈竞争条件下能满足持续性技

术研发和快速推出新产品的需要。项目购置的研发设备包括锂离子电池分析设备、检测设备和中试设备等，研发设备投资合计为5,649.14万元，项目购置期为2年。

四、运营环境

锂离子电池产量规模持续快速增长，但增速有所放缓；2017年动力锂电市场规模首次超过消费类锂电规模，随着新能源汽车的发展和应用，动力类锂电池市场份额有望进一步提高

锂离子电池主要由负极、正极、电解质、隔膜以及外部包装等组成。正极、负极和隔膜通过叠片和卷绕等工艺形成方形或圆形的形状，在空隙处注入电解液，并用铝壳、钢壳等进行包装，组成锂离子电池。与传统电池比较，锂离子电池具有能量密度高、工作电压高、重量轻、体积小、自放电小、无记忆效应、循环寿命长、充电快速等优势，同时由于不含铅、镉等重金属，无污染、不含毒性材料，被称为绿色新能源产品。

锂离子电池已大量应用于消费电子产品（手机、笔记本电脑等电子数码产品）、动力领域（电动自行车、电动摩托车和电动汽车等）和储能领域（移动基站电源、家庭储能、电网储能）等。2010-2019年我国锂离子电池年产量由26.87亿只增长至157.22亿只，年均复合增长率为21.69%。近年来，由于消费电子市场整体趋于饱和，而电动汽车产销量增长迅速，国内锂离子电池应用市场格局发生了显著变化，电动汽车成为驱动锂离子电池产业成长的主要力量。但受新能源汽车补贴退坡的影响，2019年国内新能源汽车的销量出现下滑，影响对上游锂离子电池的需求，锂电池产量增速快速下滑。

图2 受新能源汽车销量下滑影响动力电池需求的影响，锂电池产量增速有所下滑



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

消费类锂电池市场增速放缓，未来智能可穿戴设备及智能音箱等新型产品或将成为推动消费类锂电池增长的重要支撑

手机、智能手机、笔记本电脑和移动电源是消费锂电池装机的主要产品，据真锂研究统计，2017年这四类产品的电池装机量占消费电池的92%。据市场研究机构国际数据公司（IDC）统计，2019年全球智能手机出货量为13.71亿部，市场规模大，但受需求饱和的影响，2017年以来全球智能手机出货量连续负增长。受手机尺寸放大、功能日趋多样化带来的替代冲击，以及产品生命周期较长等因素影响，近年全球平板电脑出货量持续回落，2019年全球平板电脑出货量为1.44亿台，同比下降1.44%。笔记本电脑发展和应用历史较长，又由于平板电脑的快速发展代替部分需求，2018年全球笔记本电脑出货量为1.84亿台，近几年来全球笔记本电脑出货量亦呈下降趋势。整体来看，智能手机、平板电脑和笔记本电脑市场规模较大，对锂离子电池的需求量较大，但其需求较为饱和，近年产量增速均呈下降趋势。

图3 近年全球智能手机、平板电脑和笔记本电脑出货量接近饱和



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

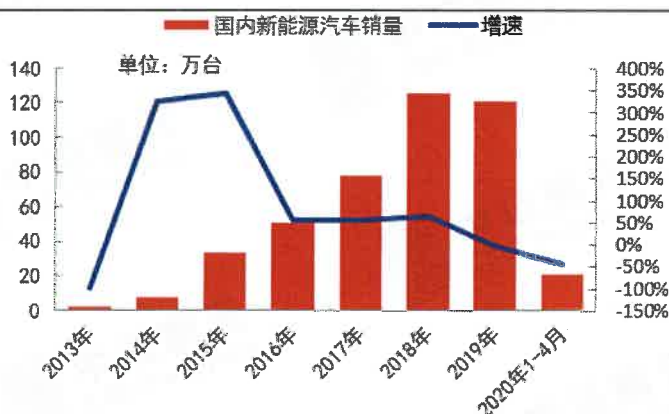
随着AI技术、传感器技术的逐步成熟，以及5G万物互联时代的加速到来，智能可穿戴设备有望成为继手机之后最为重要的消费者数据入口，其体积小、可穿戴的特性，能够更好地实现在健康监测、运动健身、生物识别等领域的广泛应用。根据IDC预计，至2022年，智能可穿戴市场出货量将达到1.90亿台，五年年均复合增长率达到11.6%。另外，智能音箱作为未来重要的数据入口之一，市场规模迅速崛起。需要关注的是，国内消费类电池生产企业众多，行业集中度目前还处于相对较低水平。随着行业环保要求的日益严格以及市场对产品技术和质量要求的不断提高，小型企业生存空间将被逐步压缩，而行业领先企业将凭借技术、质量、规模和环保治理等优势逐步扩大市场份额，逐步提高行业集中度，从而促进行业研发、规模整体实力的提升。

政策加持新能源汽车行业高速增长，带动动力电池需求量不断增长；动力电池市场集中度较高且不断提升

动力类锂电池主要运用于交通领域，如电动自行车、电动摩托车等轻型动力和新能源汽车等，其中新能源汽车锂电池需求量占比最大。随着全球能源危机和环境污染问题日益突出，节能、环保有关行业的发展被高度重视，发展新能源汽车已经在全球范围内形成共识。不仅各国政府先后公布了禁售燃油车的时间计划，各大国际整车企业也陆续发布新能源汽车战略。我国新能源汽车从2009年开始起步，经过不到10年的时间，新能源汽车产业规模已经全球领先，累计推广超过100万辆新能源汽车，占全世界的一半。我国新能源汽车销量从2012年的1.28万辆增长至2019年的120.60万辆，占全国汽车销量比例由2012年的0.07%提升至2019年的4.68%，占比不断提升。

受新能源汽车补贴退坡幅度较大的影响，2019年我国销售新能源汽车120.60万辆，同比下降4.0%，受新冠疫情叠加去年同期抢装导致高基数的影响，2020年1-4月我国新能源汽车销量同比下降43.06%。为推进新能源汽车产业的发展，2020年4月，财政部联合工信部、科技部和国家发改委正式下发《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，新能源汽车补贴政策实施期限延长至2022年底，平缓补贴退坡力度和节奏，原则上2020-2022年补贴标准分别在上一基础上退坡10%、20%、30%，这一补贴政策能够支持新能源汽车产业高质量发展，做好新能源汽车推广应用工作，促进新能源汽车消费。同时，2020年以来多地出台相关支持政策，据各地政府网站披露，包括北京、上海、广州、深圳、浙江、江苏、海南等多个省市出台相关配套政策，对新能源车购置、充电桩建设等提供实质性的支持。在政策的加持下，新能源汽车市场有望趋于恢复，但目前全球疫情尚在持续进行，需持续关注本次疫情对新能源汽车市场的影响。

图4 受补贴退坡影响，2019年系新能源汽车销量有所下滑



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

随着新能源汽车行业高速增长，作为核心部件的动力电池需求量不断增长，2019年我国动力电池总装机量达62.37GWh，同比增长9.5%，但增速较上年下降47.64个百分点。

从竞争格局看，2019年动力电池装机量排名前五的企业分别是宁德时代、比亚迪、国轩高科、力神和亿纬锂能，合计装机量占比80.3%，其中宁德时代以装机量32.31GWh处于绝对领先的优势，装机量占比为51.8%，比亚迪2019年动力电池装机量为10.78GWh，装机量占比17.3%，动力电池行业龙头效应明显，市场集中度较高。同时，由于行业规模效应、政策扶持、资本涌入等因素，我国动力电池产能扩张迅猛，当前产能严重过剩，且高端产能不足、低端产能利用率极低。据国家863电动车重大专项动力电池测试中心主任王子冬披露，2018年我国动力电池总产能达260GWh，销售仅50GWh。据GGII统计，2019Q2我国动力电池企业整体产能利用率只有32.4%。

锂离子电池经过多年技术和市场化发展，成本持续下降，叠加动力电池产能结构性过剩和原材料成本下降的影响，据北极星电力网数据，2019年锂电池价格同比下降13%，至156美元/kWh，2010-2019年锂电池价格共下降87%，年复合降幅达20%。

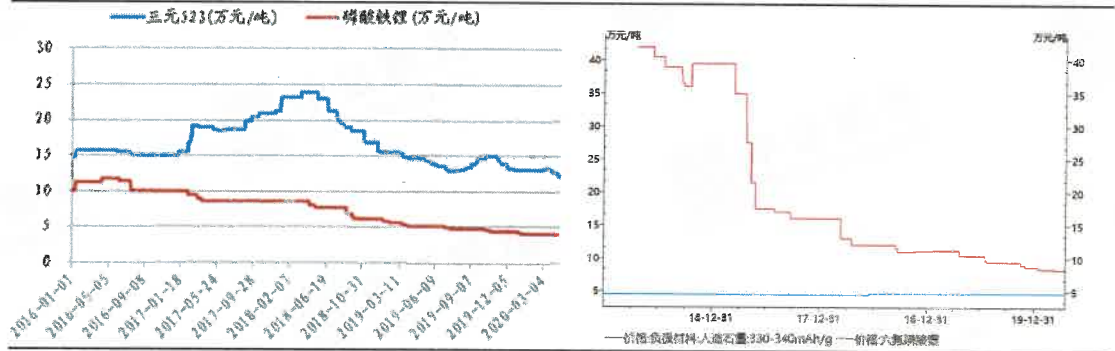
图5 锂离子电池价格走势



资料来源：北极星电力网、申港证券研究所，中证鹏元整理

从原材料价格来看，受钴价影响，2019年523三元材料价格先升后降，在产能释放市场供过于求的行业环境下，磷酸铁锂和六氟磷酸锂价格持续下降，负极材料石墨价格相对稳定。整体来看，锂电池上游原材料价格整体呈下降趋势，有利于锂电池生产厂商成本控制。

图6 锂离子电池主要上游原材料价格走势



整体上看，新能源汽车补贴退坡影响2019年新能源汽车销量，动力电池需求放缓，2019年锂离子电池产量增速持续回落。动力电池行业整体处于结构性产能过剩状态，预计短期难以缓解，低端产能加速淘汰，市场集中度继续提升，市场竞争愈加激烈。

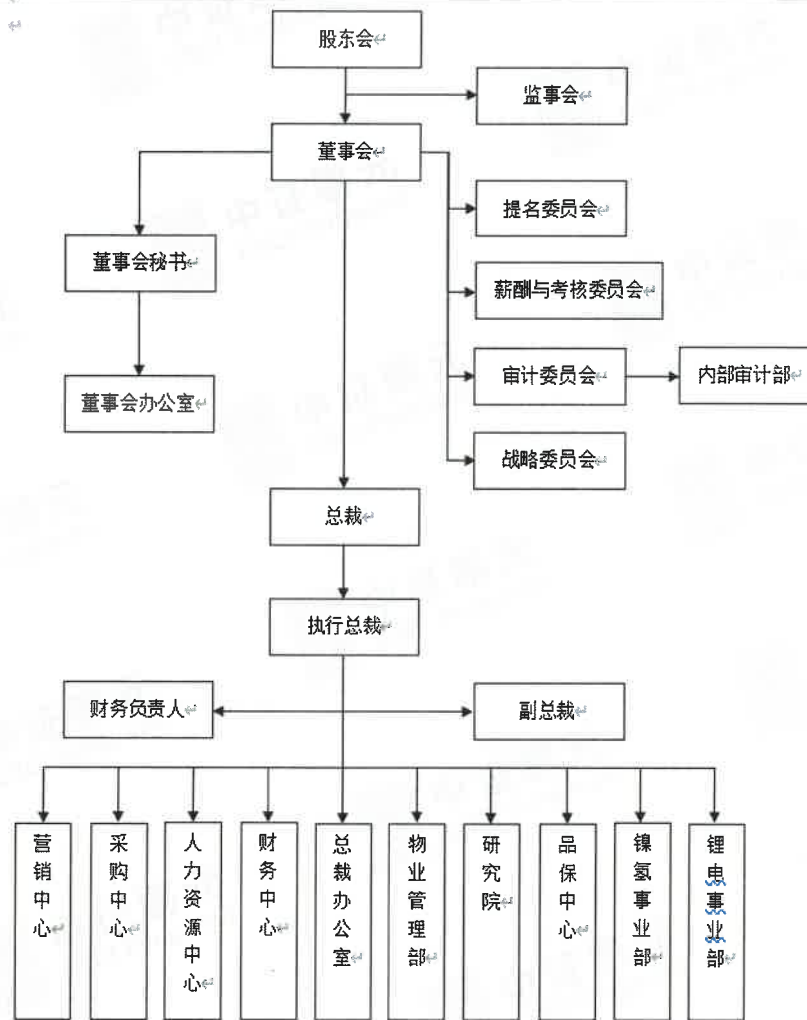
五、公司治理与管理

公司依据《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》等法律、法规的要求，不断完善公司法人治理结构，健全股东大会、董事会、监事会、独立董事以及相关的议事规则和内控管理制度。股东大会方面，近年来，公司能够根据《公司法》、《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召开股东大会，股东大会的会议提案、议事程序、会议表决严格按照相关规定要求执行。股东大会决议符合法律法规的规定和全体股东特别是中小股东的合法权益。董事与董事会方面，公司董事会由9名董事组成，董事经股东大会选举产生，每届任期三年，连选可以连任。董事会设董事长1人，副董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。近年来公司各位董事均依据《董事会议事规则》等制度出席董事会会议。公司董事会下设审计委员会、战略发展委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专业委员会。监事与监事会方面，公司监事会由3名监事组成，其中职工监事不能低于1/3，监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。近年来公司监事会严格执行《公司法》、《公司章程》的有关规定履行职责，对公司财务以及董事和高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督，并对公司的重大事项提出建议。

内部管理方面，公司设总裁1名，由董事会聘任，统管各个部门，具体组织架构如下图所示。近年来公司管理层较为稳定，且逐步建立健全和完善了系统的内部控制制度，涵盖公司生产、销售、采购、财务、绩效考核及信息披露等各个经营管理环节。总体来

看，公司部门设置齐全。

图7 截至2020年3月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司从事以锂离子电池为主的绿色高性能电池产品的研发、生产和销售，主要产品系二次锂离子电池，此外还生产少量一次电池（锂铁电池、锂锰电池）以及镍氢电池等。二次锂离子电池按应用领域可分为消费类锂离子电池、动力类锂离子电池（包括汽车动力和轻型动力锂电池）和储能锂离子电池，近年来公司营业收入规模快速增长，2017-2019年营业收入复合增长率为25.56%，2020年一季度受新冠疫情的影响，公司实现营业收入4.45亿元，同比下降24.94%。从毛利率来看，受原材料价格和销售价格波动影响，2017-2019

年公司二次锂离子电池毛利率小幅波动，2020年第一季度，企业复工延迟、产能产线恢复延缓，固定资产折旧、人员工资等固定费用较高，导致公司电池产品毛利率下降较快。近年公司营业收入构成及毛利率情况具体如下表所示。

表3 2017-2019年及2020年1-3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2020年1-3月		2019年		2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
二次锂离子电池	37,662.17	16.39%	298,949.57	23.57%	233,390.92	22.04%	185,292.96	24.12%
其他电池产品	6,822.89	16.28%	31,895.24	25.36%	23,479.64	35.11%	24,556.30	31.73%
合计	44,485.06	16.37%	330,844.80	23.75%	256,870.56	23.24%	209,849.26	25.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采取市场多元化竞争策略，在消费类锂离子电池领域具有一定市场竞争力，同时积极拓展动力电池领域并得到快速发展

公司专注于以锂离子电池为主的绿色高性能电池产品的研发、生产和销售，主要产品包括聚合物锂离子、磷酸铁锂锂电、三元体系锂电等可充电电池，产品广泛应用于电子数码产品、可穿戴产品、银行口令卡、新能源汽车、电力储能和电动工具等领域。

从行业地位来看，消费类数码锂电池业务为公司传统业务，在可穿戴产品、蓝牙音响和ETC设备等细分市场具有一定市场竞争力；在动力电池领域，公司2015年下半年开始全力切入动力电池市场并得到快速发展，公司的动力电池产品已和多家车厂的多种车型配套进入了工信部《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，目前主要客户包括上汽通用五菱、东风汽车等，根据中国化学与物理电源行业协会动力电池应用分会的数据，2019年公司动力锂离子电池装机量在全国排名第十一位；储能电池领域，公司拥有较完整的储能产品线，已进入中国铁塔供应商名录，可直接向中国铁塔大批量供应基站后备电源，同时，公司储能电池领域向无人机、航模等多个应用领域拓展，近年公司储能电池业务规模快速增长。

近年公司不断加大研发投入，2017-2019年研发投入分别为8,502.96万元、11,474.96万元和14,228.41万元，占当年营业收入的比重在4.3%左右波动，处于行业中等水平。截至2019年末，公司已获得各类专利132项，公司在技术和产品研发方面的持续投入提升了公司生产效率和成本控制能力。

近年公司不断扩大产能以满足市场需求，在建项目达产后将大幅增加公司产能，但新增产能能否顺利消化及经济效益能否达到预期均存在不确定性

目前公司共有三处电池生产基地，分别位于广州番禺区沙湾镇、珠海市斗门区新青

科技园和河南驻马店市，广州和珠海基地的制造能力匹配3C数码下游市场需求，河南基地的自动化生产能力匹配动力电池批量化需求，2020年3月末合计产能达8.76亿安时。目前公司正在新建常州市金坛区生产基地（本期债券募投项目），预计于2021年全部建成投产，常州生产基地定位于动力电池领域高端产能，用以拓展公司在电动自行车、电动工具、新能源汽车和储能领域的市场份额。

表4 截至2020年3月末公司主要生产基地情况（单位：亿安时）

生产基地	产品定位	投产年份	产能
广州生产基地	3C 数码产品市场需求	2001 年	0.65
珠海生产基地	3C 数码产品市场需求	2003 年	3.11
驻马店生产基地	动力电池批量化需求	2016 年	5.00

资料来源：公司提供

生产模式上，由于不同客户所需的产品规格型号和具体配置不同，同一客户不同时间所需的产品规格型号和具体配置也不相同，因此，公司产品生产具有定制生产的特点。从生产环节来看，不同类型电池生产流程有所差异，但主要制造程序相似，公司部分生产线可共用，必要时公司会调节生产线生产的产品类型以适用市场情况及订单需求。截至2019年末，公司二次锂离子电池产能达8.90亿安时，为适应二次锂离子销售规模的快速增长，产能不断扩大，整体产能利用率较高。

表5 2017-2019 年公司主要电池产品产能产量情况(单位：万安时)

项目	2019 年	2018 年	2017 年	
二次锂离子电池	年产能	88,975.79	71,236.84	54,597.00
	产量	98,780.43	86,018.44	56,744.93
	产能利用率	111.02%	120.75%	103.93%

注：本表中年产能除了广州、珠海和驻马店生产基地产能外，还包括子公司佛山市实达科技有限公司少量产能。

资料来源：公司提供

目前公司主要在建产能项目为年产4.71亿安时新能源锂离子动力电池建设项目和常州锂离子电池及系统智能工厂（一期）建设项目（本期债券募投项目），年产4.71亿安时新能源锂离子动力电池建设项目计划总投资8.07亿元，截至2019年末已投入6.54亿元，部分产线已于2018年6月30日达到预定可使用状态并投入生产；本期债券募投项目预计总投资10.00亿元，截至2019年末已投资0.58亿元，预计于2021年完工投产，在建产能合计5.41亿安时，在建产能全部投产后二次锂离子电池产能将大幅上涨。截至2019年末，公司主要在建项目预计总投资18.07亿元，尚需投资10.95亿元，未来投资规模较大，且受市场需求变动或者宏观经济形势变化的影响，新增产能能否顺利消化及经济效益能否达到预期均存在不确定性。

表6 截至2019年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	设计年产能	预计完工时间
年产4.71亿安时新能源锂离子动力电池建设项目	8.07	6.54	4.71亿安时	部分产线于2018年6月30日达到预定可使用状态
常州锂离子电池及系统智能工厂（一期）建设项目	10.00	0.58	2.00GWh	2020年

资料来源：公司提供

公司业务规模持续扩大，消费锂电池平稳增长，动力和储能电池收入增长较快；锂电池市场价格呈下降趋势，未来需持续关注公司产品价格变动情况及对毛利率的影响

销售模式方面，公司主要客户多系工业生产企业或大型品牌商，公司采用直接销售模式。公司的在集团层面设立销售中心，销售中心负责集团整体销售情况，此外各事业部也会负责一定的销售情况，但占比较小。

从产品结构来看，消费类锂电池是公司传统业务，收入占比较高，在45%左右，近年公司消费类电池收入稳定增长，随着公司储能类和动力类锂电池业务规模的快速扩张，近年收入占比有所下滑，但仍是公司二次锂电池收入占比最大的品种。其次是动力类锂电池，公司动力类电池包括汽车动力电池和轻型动力电池，轻型动力电池主要应用于电动自行车、电动工具和汽车应急启动电池等，公司汽车动力电池开拓了上汽通用五菱、东风汽车、长安汽车等整车客户，近年公司积极开拓电动自行车、电动工具和汽车应急启动电源等多个领域，轻型动力电池收入规模扩张较快，动力类锂电池收入合计占比在35%左右。受益于4G基站备用电源铅酸换锂电、5G基站建设、海外家庭储能和光伏电站建设等需求增加，近年公司储能类锂电池收入规模保持较快速度增长。

从近年公司产品销量情况来看，随着公司不断加大开拓市场力度以及产能释放，二次锂离子电池的销量持续增长，2017-2019年二次锂离子电池销量复合增长率为31.59%。公司大部分产品具有按订单定制化生产的特征，2018年整体产销率下降较多，主要系公司对通用型18650型号电池进行备货，18650型号电池相对寿命时间长，应用领域广，可作为轻型动力（电单车）、消费类及部分储能类的电芯所致。

表7 2017-2019年公司主要产品产销情况（单位：万安时，元/安时）

项目	2019年	2018年	2017年	
二次锂离子电池	产量	98,780.43	92,366.38	56,744.93
	销售量	93,210.55	72,645.62	53,827.81
	产销率	94.36%	78.65%	94.86%
	单价	3.21	3.21	3.44
	毛利率	23.57%	22.04%	24.12%

资料来源：公司提供

产品销售价格方面，由于公司产品主要为定制化产品，产品价格主要受原材料价格、客户需求、产品结构影响较大。锂离子电池经过多年技术和市场化发展，成本持续下降，叠加动力电池产能结构性过剩和原材料成本下降的影响，锂离子电池市场价格呈下降趋势，公司二次锂离子电池每安时单价亦呈下降趋势。对比毛利率来看，2017-2019年公司二次锂离子电池毛利率分别为24.12%、22.04%和23.57%，毛利率小幅波动，处于行业中等水平，业务盈利能力尚可。

销售区域方面，国内销售主要集中在华南和华东地区，占比在60%以上。同时，公司产品部分外销至香港和北美市场等地，2017-2019年外销收入占比分别为19.87%、20.14%和12.53%，2019年受中美贸易战及公司调整销售策略、大力拓展国内市场的影响，公司外销收入规模和占比下降较快。此外，2017-2019年公司汇兑损益分别为-1,391.06万元、-771.57万元和-450.11万元，汇兑损益主要受美元兑人民币汇率波动影响，汇率波动对公司海外业务盈利规模带来一定影响。

从下游销售终端来看，公司采取直销的销售模式，消费电池领域客户比较零散，公司与主要客户形成长期稳定合作；在动力电池领域，公司积极拓展下游客户，2019年1月公司与上汽通用五菱签署了战略合作框架协议，2019年公司获得了上汽通用五菱的大批量订单，公司动力电池其他客户还包括东风汽车、长安汽车等，值得关注的是，动力电池市场竞争激烈，市场集中度较高，且长期来看新能源汽车补贴退坡已成定势，部分整车厂面临较大资金压力，未来需持续关注公司动力电池领域和核心大客户的合作情况及其他大客户开拓情况。整体来看，2017-2019年，公司前五大客户的销售金额占收入的比重分别为31.28%、25.26%和30.34%，公司客户集中度一般。

表8 2017-2019年公司前五大客户的销售收入情况（单位：万元）

项目	客户名称	收入金额	占比
2019年	第一名	50,745.42	15.34%
	第二名	13,078.65	3.95%
	第三名	12,846.16	3.88%
	第四名	12,261.64	3.71%
	第五名	11,433.09	3.46%
	合计	100,364.96	30.34%
2018年	第一名	22,288.20	8.68%
	第二名	16,934.14	6.59%
	第三名	13,259.59	5.16%
	第四名	6,316.10	2.46%
	第五名	6,078.38	2.37%
	合计	64,876.41	25.26%

2017年	第一名	28,327.62	13.50%
	第二名	16,274.89	7.76%
	第三名	7,546.78	3.60%
	第四名	6,808.55	3.24%
	第五名	6,681.90	3.18%
	合计	65,639.74	31.28%

资料来源：公司提供

2019年末我国COVID-19疫情爆发，使得2020年一季度我国经济发展受到较大影响，据国家统计局统计，2020年一季度我国GDP同比下降6.8%。目前此次COVID-19疫情对世界经济的影响还在持续发展，目前依然充满了不确定性，但可以预见的是疫情拖的时间越久，受新冠疫情影响，2020年1-4月我国新能源汽车销量同比下降43.06%，对公司动力电池需求产生一定影响，需持续关注本次疫情对公司业务发展的影响。

主要材料价格呈波动向下趋势，有利于缓解公司成本控制压力；公司合理利用商业信用，与上游的结算周期较长，一定程度缓解了公司的资金压力

公司营业成本主要包括原材料成本、人工成本和制造费用等，随着公司生产线自动化程度不断提高及原材料价格的下降，一定程度缓解了电池单位成本的上涨幅度。

采购方面，集团层面下设采购中心，公司本部及子公司所有采购需求提交到集团采购中心进行集中采购，以获得采购竞争优势。近年公司主要采购的直接材料包括镍钴锰酸锂、磷酸铁锂、石墨、铜箔、电解液和隔膜等，镍钴锰酸锂、磷酸铁锂用作正极材料，石墨用作负极材料。受产能释放以及补贴推动新能源汽车行业转向对高能量密度正极材料的选择，磷酸铁锂动力电池市场占比萎缩，磷酸铁锂市场产能过剩的影响，磷酸铁锂市场价格自2017年以来持续快速下降；石墨是电池主要的负极材料，采购价格有所波动。由于电解液的主要原材料之一六氟磷酸锂产能过剩、价格不断下跌，2018年公司电解液采购价格大幅下降，2019年电解液价格保持相对稳定。总的来看，公司大部分主要材料价格呈波动向下趋势，有利于缓解公司成本控制压力。

表9 2017-2019年公司主要产品的直接材料采购单价情况

原材料名称	单位	2019年	2018年	2017年
镍钴锰酸锂	元/公斤	113.70	178.88	148.33
石墨	元/公斤	35.07	38.99	33.31
磷酸铁锂	元/公斤	39.94	55.49	73.80
铜箔	元/公斤	81.00	83.52	79.68
电解液	元/公斤	33.58	33.23	48.65
隔膜	元/平方米	1.20	1.58	2.27

资料来源：公司提供

目前，公司与多家上游原材料厂商建立了稳定、良好的合作关系，主要供应商有广

东金光高科股份有限公司和深圳市贝特瑞纳米科技有限公司等公司。2017-2019年公司前五名供应商的采购额占年度原材料采购额的比重分别为21.02%、18.69%和19.33%，不存在对主要供应商的重大依赖情况。考虑公司在市场竞争中的优势地位及对上游客户较强的议价能力，与上游供应商的结算周期不断延长，2017-2019年公司应付账款（及票据）周转天数分别为232天、295天和269天，一定程度缓解了公司的资金压力。

表10 2017-2019年前五大供应商及采购情况（单位：万元）

年度	前五大供应商	采购金额	占全部采购金额比重
2019年	第一名	8,336.76	4.45%
	第二名	7,869.75	4.20%
	第三名	7,179.38	3.83%
	第四名	6,888.21	3.68%
	第五名	5,941.73	3.17%
	合计	36,215.84	19.33%
2018年	第一名	9,411.19	5.28%
	第二名	8,493.53	4.76%
	第三名	6,421.70	3.60%
	第四名	4,932.33	2.77%
	第五名	4,056.34	2.28%
	合计	33,315.09	18.69%
2017年	第一名	10,222.40	6.93%
	第二名	6,081.70	4.12%
	第三名	5,223.60	3.54%
	第四名	5,170.91	3.50%
	第五名	4,322.80	2.93%
	合计	31,021.41	21.02%

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（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、经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留的2019年审计报告和公司未经审计2020年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年会计政策调整影响其他应付款、管理费用等科目，为保持数据可比性，2017年财务数据使用2018年审计报告年初数。截至2019年末，公司合并范

围一级子公司12家，详见表1，2017-2019年度公司合并报表范围变化情况详见下表。

表11 2017-2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

年份	子公司名称	变动情况	变动原因	注册资本
2017年	鹏辉能源常州动力锂电有限公司	增加	设立	20,000.00
	广州鑫盛创赢股权投资管理有限公司	增加	设立	1,000.00
	广州绿圆鑫能汽车租赁有限公司	增加	非同一控制下企业合并	1,000.00
2018年	广州市骥鑫汽车有限公司	增加	非同一控制下企业合并	5,125.00
	佛山市实达科技有限公司	增加	非同一控制下企业合并	6,048.39
	桂林暖途汽车科技有限公司	增加	新设	100.00
2019年	江苏天辉锂电池有限公司	增加	设立	30,000.00
	柳州鹏辉能源科技有限公司	增加	设立	2,000.00
	广州鹏泰能源科技有限公司	增加	设立	60.00
	广州鹏穗新能源有限公司	增加	设立	60.00
	广州鹏信新能源科技有限公司	增加	设立	60.00

资料来源：公司2017-2019年年度报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，应收账款规模较大，对资金产生较大占用且存在一定坏账损失风险；公司存货规模较大，面临一定存货减值的风险

近年来公司业务规模不断扩张，且受益于公司业务规模扩大和2017年非公开发行股票募集资金，资产规模持续增长，截至2020年3月末，公司资产总额为52.87亿元。从资产结构来看，流动资产占比较高，但随着公司在建工程的持续投入，非流动资产规模增长较快，流动资产占比逐年下降。

公司货币资金主要为银行存款，截至2019年末货币资金余额为4.57亿元，其中使用受限的货币资金为1.69亿元，占货币资金的37.05%，主要系开具的应付票据和信用证所对应的保证金所致。截至2019年末，公司应收账款账面价值为15.16亿元，其中，账龄在1年以内的应收账款占比为70.02%；从客户集中度来看，前五大客户应收账款余额合计4.87亿元，占应收账款总额的27.63%；截至2019年末公司合计计提应收账款坏账准备2.49亿元，坏账准备计提比例为14.09%，公司坏账损失计提比例较高，为未来坏账损失的发生形成一定的缓冲垫。近年公司不断扩大业务规模且动力电池收入占比持续上升，由于动力电池回款较消费电池慢，使得公司应收账款增速较快，对公司资金产生较大占用，同时，在新能源汽车补贴政策不断退坡等因素的影响下，下游实力较弱的新能源汽车客户的发展受到一定影响，公司存在一定坏账损失风险，应持续关注公司应收账款质量和回款情况。

截至2019年末，公司存货账面价值为8.98亿元，2018年公司存货规模增长较快，主要系对通用型18650号电池进行备货所致，2019年18650号锂电池市场价格下降较快，公司计提0.31亿元存货跌价准备。公司存货规模较大，锂离子电池经过多年技术和市场化发展，成本持续下降，叠加动力电池产能结构性过剩和原材料成本下降的影响，锂电池市场单价整体呈下降趋势，公司面临一定存货跌价损失的风险。

表12 2017-2019年及2020年3月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	45,226.43	8.56%	45,661.44	8.46%	44,990.50	8.92%	67,933.63	18.48%
应收账款	134,836.01	25.51%	151,554.36	28.07%	155,181.20	30.77%	116,593.48	31.73%
存货	95,027.88	17.98%	89,796.56	16.63%	91,002.97	18.05%	55,874.55	15.20%
流动资产合计	304,124.70	57.53%	315,655.01	58.47%	309,451.67	61.37%	266,506.65	72.52%
固定资产	151,830.18	28.72%	147,866.92	27.39%	121,741.86	24.14%	69,521.95	18.92%
在建工程	25,114.55	4.75%	28,346.03	5.25%	25,813.89	5.12%	11,171.66	3.04%
其他非流动资产	8,902.93	1.68%	9,717.39	1.80%	23,513.87	4.66%	8,611.33	2.34%
非流动资产合计	224,528.51	42.47%	224,169.07	41.53%	194,827.39	38.63%	101,001.22	27.48%
资产总计	528,653.21	100.00%	539,824.08	100.00%	504,279.06	100.00%	367,507.87	100.00%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

近年随着公司产能扩建，固定资产账面价值持续增长。截至2018年末公司固定资产账面价值同比增长75.11%，主要系河南锂电产业园部分完工由在建工程转入固定资产，以及在建工程中的在安装的机器设备和新购入动力电池生产设备、运输工具所致；2019年公司固定资产增加主要系河南锂电在安装设备安装完毕转入固定资产所致。截至2019年末，公司固定资产账面价值14.79亿元，无使用受限情况。目前公司主要在建项目系河南锂电产业园二期和常州产业园项目，河南锂电产业园二期工程进度已达到90%，常州产业园项目是本期债券募投项目，截至2019年末已投入0.58亿元。其他非流动资产主要系预付设备款、抵债车辆和股权投资款，其中抵债车辆账面价值0.35亿元，系东风特汽（十堰）专用车有限公司的抵债车辆，截至2019年末公司其他非流动资产账面价值为0.97亿元。公司截至2019年末，公司受限资产账面价值合计2.58亿元，占同期总资产的比例较小。

总体来看，公司资产规模持续增长，动力锂电池收入规模快速增长，其回款较消费锂电慢，使得公司应收账款增长较快，对资金产生较大占用且存在一定坏账损失风险。同时，公司存货规模较大，锂离子电池市场价格呈下降趋势，公司存在一定存货减值的风险。

资产运营效率

公司应付款项周转天数较长，使得净营业周期保持较低水平

2017-2019年公司应收账款周转天数有所波动，2018年公司动力类锂电池收入增长较快，动力类锂电池应收账款回款慢于消费类锂电池，消费类锂电池账期一般为3个月，动力类锂电池账期一般为3-6个月，使得应收账款周转天数上升至206天，整体来看，公司应收账款周转天数较长，应收账款回款速度较慢。公司按照订单进行生产，随着业务规模扩大，2018年公司原材料和半成品备货增长较快，使得公司2018年存货周转天数明显增加，2019年存货周转天数小幅下滑。采购方面，公司对上游有一定议价能力，2017-2019年平均应付账款周转天数平均为265天，公司应付账款周转天数较长，一定程度上缓解公司营运资金压力。2017-2019年公司流动资产周转天数分别为332天、404天和340天，流动资产周转天数有所波动，但整体保持较高水平，公司流动资产周转效率整体较低。

表13 2017-2019年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（含票据）	175	206	176
存货周转天数	129	134	102
应付账款周转天数（含票据）	269	295	232
净营业周期	35	45	47
流动资产周转天数	340	404	332
固定资产周转天数	147	134	105
总资产周转天数	568	611	478

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入持续增长，产品盈利能力尚可，但坏账损失和存货跌价损失对公司利润产生较大侵蚀，净资产盈利能力有所下降，关注新冠疫情对公司业务的影响

近年来公司营业收入快速增长，主要是公司消费类锂电池收入稳健增长的同时，公司与上汽通用五菱等大客户合作推动动力类锂电池收入规模快速增长，同时公司积极开拓轻型动力市场和储能市场的发展，2017-2019年营业收入复合增长率为25.56%，2020年一季度受新冠疫情的影响，公司实现营业收入4.45亿元，同比下降24.94%。从毛利率来看，2017-2019年公司毛利率窄幅波动，处于行业中等水平，产品盈利能力尚可。2020年第一季度，企业复工延迟、产能产线恢复延缓，固定资产折旧、人员工资等固定费用较高，导致公司电池产品毛利率下降较快。受市场竞争加剧的影响，二次锂电池市场价格呈下降趋势，未来需持续关注公司产品价格变动对毛利率的影响。

近年公司销售费用及研发费用逐年增长，期间费用率有所上升。受新能源汽车补贴

退坡的影响，公司动力锂电池下游实力较弱的客户受影响较大，2019年公司计提的坏账准备规模大幅上升，同时公司2018年备货较多的18650型电池在2019年跌价较多，公司计提的存货跌价准备也有所上升，综合使得2019年公司发生的资产减值损失和信用减值损失规模较大，对公司利润产生较大侵蚀。综合上述因素影响，2019年公司净利润同比下滑33.63%。近年公司净资产收益率逐年下降，2019年下降至7.44%。整体来看，近年公司消费类电池收入稳健增长，在动力和储能电池业务规模的快速增长下，公司收入规模持续增长，但动力类锂电池市场竞争激烈，公司动力锂电销售收入对客户依赖较大、收入回款速度不如其他消费类锂电池，且下游客户受到新能源政策影响较大，应收账款坏账损失风险有所增加，综合削弱了公司资产盈利能力。2020年一季度受新冠疫情的影响，公司收入和净利润同比下滑较快，关注疫情对公司业务开展产生的影响。

表14 2017-2019年及2020年1-3月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	44,485.06	330,844.80	256,870.56	209,849.27
资产减值损失	-484.50	-5,936.75	-8,184.91	-3,408.57
信用减值损失	337.08	-12,805.93	-	-
其他收益	2,350.15	2,383.49	6,326.96	2,163.39
营业利润	1,932.38	20,224.75	31,399.88	28,884.59
利润总额	1,907.95	20,141.20	31,504.53	28,936.82
净利润	-1,623.11	18,113.83	27,290.44	25,055.86
综合毛利率	16.37%	23.75%	23.24%	25.01%
期间费用率	15.57%	12.29%	10.44%	10.82%
营业利润率	4.34%	6.11%	12.22%	13.76%
总资产回报率	-	4.40%	7.62%	10.79%
净资产收益率	-	7.44%	12.46%	16.88%
营业收入增长率	-24.94%	28.80%	22.41%	65.06%
净利润增长率	-64.47%	-33.63%	8.92%	82.24%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司收现比处于较低水平，随着公司不断扩大业务规模，未来资金需求或将更加依赖筹资渠道

2017-2019年公司收现比维持较低水平，公司将下游客户的应收票据背书转让支付采购款，有利于加快资金运转。随着公司业务规模扩大，存货和经营性应收项目持续增加，公司运营资本持续为负。2017年公司汽车动力电池销售规模扩张较快，资金回笼速度较慢，使得经营活动产生的现金流量净流出，2018-2019年，随着公司汽车动力电池客户的

不断开拓，客户质量有所提升，销售回款有所改善，经营活动现金净流入由负转正，经营活动现金流有所改善。

投资活动方面，投资活动方面，公司的投资活动主要是投资理财产品和购进机器设备，2017-2019年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为2.71亿元、4.55亿元和3.12亿元，近年公司投资活动现金持续净流出。目前公司主要在建项目年产4.71亿安时新能源锂离子动力电池建设项目和本期债券募投项目，预计总投资18.07亿元，截至2019年末尚需投资约为10.95亿元，公司未来投资活动所需资金较大。

筹资活动方面，2017年公司非公开发行股票募集资金8.67亿元使得2017年公司筹资活动现金流入较大；2018-2019年公司筹资活动现金流入主要系取得借款收到的现金分别为4.70亿元和6.92亿元。考虑未来公司将不断扩大业务规模、扩建生产基地，由于经营活动生成现金能力一般，未来公司资金需求或将更多的依赖筹资活动。

整体来看，公司收现比处于较低水平，公司将下游客户的应收票据背书转让支付采购款，有利于加快资金运转，随着公司不断扩大业务规模、扩建生成基地，未来资金需求或将更加依赖筹资渠道。

表15 2017-2019 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
收现比	0.64	0.63	0.60
净利润	18,113.83	27,290.44	25,055.86
营运资本变化	-38,342.61	-31,547.68	-35,055.43
其中：存货减少（减：增加）	-1,935.54	-26,923.45	-22,897.88
经营性应收项目的减少（减：增加）	-18,182.26	-18,773.26	-71,868.73
经营性应付项目的增加（减：减少）	-18,224.81	14,149.03	59,711.18
经营活动产生的现金流量净额	19,128.03	12,772.12	-703.82
投资活动产生的现金流量净额	-32,396.77	-50,076.96	-29,332.32
筹资活动产生的现金流量净额	7,430.80	17,369.58	75,546.29
现金及现金等价物净增加额	-5,958.90	-19,601.63	45,278.36

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模持续增长，流动比率和速动比率呈下降趋势，但公司盈利对利息的保障程度较好

随着公司业务规模不断扩大融资规模扩大且应付款项增加较快，公司负债规模增长较快，2017-2019年年均复合增长率为32.04%；受益于2017年公司非公开发行股票和利润

的不断积累，公司所有者权益持续增长，但负债规模增长速度较快，使得产权比率呈上升之势，所有者权益对负债的保障程度有所减弱。

表16 2017-2019年及2020年3月末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	276,230.94	289,300.03	267,934.03	165,933.31
所有者权益	252,422.27	250,524.05	236,345.03	201,574.56
产权比率	109.43%	115.48%	113.37%	82.32%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，近年流动负债占比在90%以上。截至2019年末，公司短期借款规模为5.79亿元，主要系保证借款，近年公司短期借款规模持续上升。随着公司业务规模快速上升且公司对上游供应商具有一定议价能力，公司应付票据和应付账款规模增长较快，2019年末公司应付票据及应付账款规模为18.68亿元，占总负债的比重达64.56%。公司非流动负债主要为长期借款和递延收益，公司长期借款规模较小，递延收益系政府补助产生，截至2019年末账面价值为1.46亿元。

表17 2017-2019年及2020年3月末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	55,875.70	20.23%	57,851.64	20.00%	40,800.00	15.23%	16,644.71	10.03%
应付票据	47,597.99	17.23%	49,214.86	17.01%	44,409.28	16.57%	53,153.67	32.03%
应付账款	130,717.93	47.32%	137,568.65	47.55%	146,267.33	54.59%	79,821.59	48.10%
流动负债合计	253,605.99	91.81%	266,794.00	92.22%	245,939.99	91.79%	157,175.57	94.72%
长期借款	1,942.20	0.70%	1,942.20	0.67%	7,147.00	2.67%	5,185.56	3.13%
递延收益	14,420.55	5.22%	14,615.48	5.05%	13,262.80	4.95%	3,110.94	1.87%
非流动负债合计	22,624.95	8.19%	22,506.03	7.78%	21,994.05	8.21%	8,757.74	5.28%
负债合计	276,230.94	100.00%	289,300.03	100.00%	267,934.03	100.00%	165,933.31	100.00%
有息债务	107,320.58	38.85%	111,614.59	38.58%	92,356.28	34.47%	74,988.09	45.19%

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

随着公司业务规模扩大及建设常州生产基地的推进，公司有息债务增长较快。截至2019年末，公司有息债务规模为11.16亿元，占同期负债总额的38.58%，主要系短期借款和应付票据。短期偿债指标方面，随着短期债务的增加，公司流动比率和速动比率呈下降趋势。2017-2019年公司EBITDA利息保障倍数持续下降，但仍保持较高水平，公司盈利对利息的保障程度较好。

表18 2017-2019年及2020年3月末公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	52.25%	53.59%	53.13%	45.15%

流动比率	1.20	1.18	1.26	1.70
速动比率	0.80	0.85	0.89	1.34
EBITDA (万元)	-	41,670.26	42,629.21	36,556.22
EBITDA 利息保障倍数	-	14.16	23.48	29.00
有息债务/EBITDA	-	2.68	2.17	2.05

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券本息的偿付资金来源主要来源于公司经营活动产生的现金流。公司业务规模逐步扩张，公司收入规模快速增长，公司营业收入持续增长带动经营活动受到现金持续增长，对本期债券的本息偿付提供一定支撑。但考虑汽车动力类锂电池销售收入规模对客户依赖较大、收入回款速度不如消费类锂电池，且下游客户受到新能源政策影响较大，或将影响公司收入增长速度。

九、其他事项分析

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 6 月 10 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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

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3月	2019年	2018年	2018年期初数	2017年
货币资金	45,226.43	45,661.44	44,990.50	67,933.63	67,933.63
应收账款	134,836.01	151,554.36	155,181.20	116,593.48	116,593.48
存货	95,027.88	89,796.56	91,002.97	55,874.55	55,874.55
固定资产	151,830.18	147,866.92	121,741.86	69,521.95	69,521.95
资产总计	528,653.21	539,824.08	504,279.06	367,507.87	367,507.87
短期借款	55,875.70	57,851.64	40,800.00	16,644.71	16,644.71
应付票据	47,597.99	49,214.86	44,409.28	53,153.67	53,153.67
应付账款	130,717.93	137,568.65	146,267.33	79,821.59	79,821.59
一年内到期的非流动负债	1,904.68	2,605.88	0.00	4.16	4.16
长期借款	1,942.20	1,942.20	7,147.00	5,185.56	5,185.56
总负债	276,230.94	289,300.03	267,934.03	165,933.31	165,933.31
有息债务	107,320.58	111,614.59	47,947.00	21,830.27	21,830.27
所有者权益合计	252,422.27	250,524.05	236,345.03	201,574.56	201,574.56
营业收入	44,485.06	330,844.80	256,870.56	209,849.27	209,849.27
营业利润	1,932.38	20,224.75	31,399.88	28,884.59	28,884.59
净利润	1,623.11	18,113.83	27,290.44	25,055.86	25,055.86
经营活动产生的现金流量净额	8,380.66	19,128.03	12,772.12	-703.82	-703.82
投资活动产生的现金流量净额	-6,847.91	-32,396.77	-50,076.96	-29,332.32	-29,332.32
筹资活动产生的现金流量净额	-3,350.79	7,430.80	17,369.58	75,546.29	75,546.29
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年	
应收账款周转天数（含票据）	-	175	206	176	
存货周转天数	-	129	134	102	
应付账款周转天数（含票据）	-	269	295	232	
净营业周期	-	35	45	47	
流动资产周转天数	-	340	404	332	
固定资产周转天数	-	147	134	105	
总资产周转天数	-	568	611	478	
综合毛利率	16.37%	23.75%	23.24%	25.01%	
期间费用率	15.57%	12.29%	10.44%	10.82%	
营业利润率	4.34%	6.11%	12.22%	13.76%	
总资产回报率	0.36%	4.40%	7.62%	10.79%	
净资产收益率	0.65%	7.44%	12.46%	16.88%	

营业收入增长率	-24.94%	28.80%	22.41%	65.06%
净利润增长率	-64.47%	-33.63%	8.92%	82.24%
资产负债率	52.25%	53.59%	53.13%	45.15%
流动比率	1.20	1.18	1.26	1.70
速动比率	0.80	0.85	0.89	1.34
EBITDA (万元)	-	41,670.26	42,629.21	36,556.22
EBITDA 利息保障倍数	-	14.16	25.13	32.01
有息债务/EBITDA	-	2.68	2.17	2.05
债务总额/EBITDA	-	6.94	6.29	4.54
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.08	0.08	-0.01
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.07	0.08	-0.01

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，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
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期(天)	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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
营业收入增长率	$(\text{本年营业收入} - \text{上年营业收入}) / \text{上年营业收入} \times 100\%$
净利润增长率	$(\text{本年净利润} - \text{上年净利润}) / \text{上年净利润} \times 100\%$
产权比率	负债总额/所有者权益合计×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款
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	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
有息债务/EBITDA	有息债务/EBITDA
债务总额/EBITDA	负债总额/EBITDA
经营性净现金流/流动负债	经营活动产生的现金流量净额/流动负债
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。