



2017年骆驼集团股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



2017年骆驼集团股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-6-10	2020-6-23

债券概况

债券简称: 骆驼转债

债券剩余规模: 5.09 亿元

债券到期日期: 2023-3-24

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

联系方式

项目负责人: 顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员: 龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对骆驼集团股份有限公司(以下简称“骆驼”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 2021 年跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到: 公司是国内起动力电池行业龙头, 市场占有率高且持续上升; 跟踪期内公司经营稳健, 整体盈利表现较好。同时中证鹏元也关注到, 2020 年汽车整车产销量持续下降, 仍对铅酸蓄电池主机配套需求产生一定抑制, 公司存在一定外债风险敞口等风险因素。

未来展望

- 公司业务规模和市场占有率持续扩大, 2020 年收入规模继续增长, 整体经营较为稳健。综合考虑, 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标 (单位: 亿元)

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	127.61	123.65	114.37	107.02
归母所有者权益	76.81	74.31	65.25	58.40
总债务	30.56	28.17	32.78	32.73
营业收入	32.27	96.40	90.23	92.24
净利润	2.82	7.22	6.04	5.74
经营活动现金流净额	-3.90	9.98	8.11	5.39
销售毛利率	20.66%	19.73%	17.82%	18.57%
EBITDA 利润率	-	13.35%	12.07%	11.39%
总资产回报率	-	7.84%	6.94%	7.51%
资产负债率	37.20%	37.13%	39.46%	41.96%
净债务/EBITDA	-	0.38	1.58	2.07
EBITDA 利息保障倍数	-	11.49	8.47	7.39
总债务/总资本	27.61%	26.59%	32.13%	34.51%
FFO/净债务	-	48.71%	-17.43%	-2.30%
速动比率	1.39	1.35	1.20	1.21
现金短期债务比	1.26	1.80	0.98	0.83

资料来源: 公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表, 中证鹏元整理

优势

- **公司是国内启动电池行业龙头，市场占有率高且持续上升。**2020 年公司铅蓄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约为 48% 和 25%，在国内主机配套市场份额较上年提升 3 个百分点，仍处于行业龙头地位。
- **跟踪期内公司经营稳健，整体盈利表现较好。**公司在 2020 年一季度受疫情影响 50 余天停工停产的情况下，2020 年全年营业利润和净利润均有明显增长，EBITDA 利润率和总资产回报率持续上升，全年盈利能力表现较好。

关注

- **2020 年汽车整车产销量持续下降，仍对铅酸蓄电池主机配套需求带来一定压力。**2020 年我国汽车产销量同比分别下降 1.93% 和 1.78%，下滑幅度较 2019 年收窄，但仍给铅酸蓄电池主机配套市场带来了一定的压力。同时，随着在建项目的持续推进，在主机配套市场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。
- **公司长期借款中外币借款规模较大，存在一定外债风险敞口。**截至 2020 年末，公司长期借款中按照 2020 年末汇率折算的外币债务合计 5.61 亿元，占当期末长期借款的 74.78%，主要以美元计价，存在一定外债风险敞口。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、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，募集资金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。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为4,279.51万元。

三、发行主体概况

跟踪期间内公司控股股东和实际控制人未发生变化，截至2021年3月末，刘国本先生合计控制公司39.65%的股份，较2019年末减少3.97个百分点，为公司控股股东和实际控制人。公司2019年年度权益分配每股派送红股0.3股股本增加25,787.22万股，2020年本期债券转股0.74万股，综合使得2020年末公司股本总数增加25,787.96万股至112,170.33万股。截至2021年3月末，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累计质押公司股份14,712.10万股，占其持有公司股份总数的33.08%，占公司总股本的13.12%。截至2021年3月末公司股权结构图见附录二。

公司主要从事汽车铅酸电池产品的生产、销售及回收，是我国汽车起动电池的主要供应商之一，2020年公司主营业务未发生变化。合并范围变动方面，2020年公司新设4家子公司，注销2家子公司，具体情况见下表。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020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	注册资本	主营业务	合并方式
骆驼集团蓄电池（山东省）有限公司	100.00%	1,000.00	电池及零部件等销售	设立
骆驼蓄电池河北有限公司	100.00%	1,000.00	蓄电池及其零部件等销售	设立
骆驼集团四川贸易有限公司	100.00%	1,000.00	电池及元器件等销售	设立
乌兹别克（中亚）销售有限公司	-	-	-	设立
2、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
骆驼集团东北蓄电池有限公司	100.00%	3500.00	蓄电池及零部件的制造、销售	注销
骆驼集团东北再生资源有限公司	100.00%	5000.00	废旧蓄电池、铅渣、铅泥及铅废物的回收利用、销售	注销

资料来源：公司 2020 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

四、运营环境

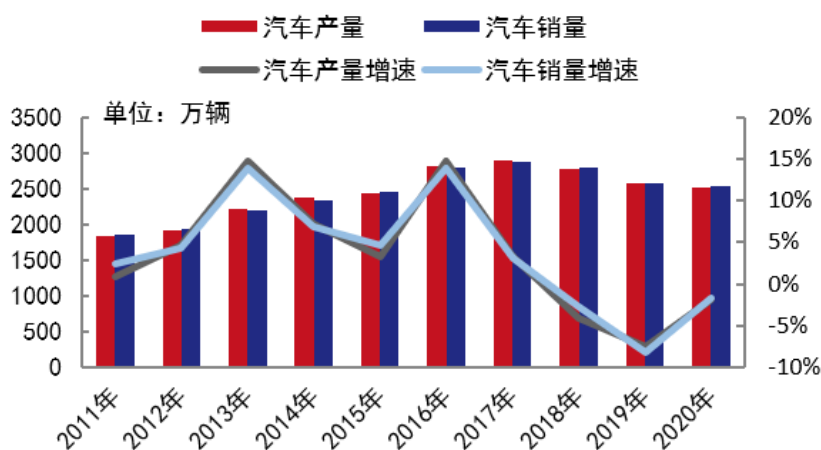
行业环境

2020年我国汽车产销量降幅收窄，但仍给铅酸蓄电池主机配套市场带来了一定的压力；我国汽车保有量整体规模较大且持续增长，汽车起动和启停电池维护市场需求仍较大

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。

2020年国内车市形成前低后高的走势，2020年一季度受国内疫情影响，汽车市场遭受打击。在经济下行压力加大的背景下，汽车消费承担了促消费稳增长的职能，2020年从中央到地方发布了多项促进汽车消费的利好政策，包括鼓励放宽传统汽车限购号牌、新能源补贴延续至2022年、调整部分地区“国六”排放标准实施期限等，各地积极响应，陆续发布购车补贴、置换优惠等激励举措，伴随着2020年2季度以来疫情的缓解，共同推动了国内车市加速恢复。根据中汽协统计，2020年下半年我国汽车销量同比增长约12%。整体来看，2020年我国分别实现汽车产量和销量2,522.5万辆和2,531.1万辆，同比分别下降1.93%和1.78%，下滑幅度较2019年快速收窄，但仍给铅酸蓄电池主机配套市场带来了一定的压力。

图1 2020年我国汽车产销量继续下降，但降幅收窄



资料来源：中国汽车工业协会、Wind，中证鹏元整理

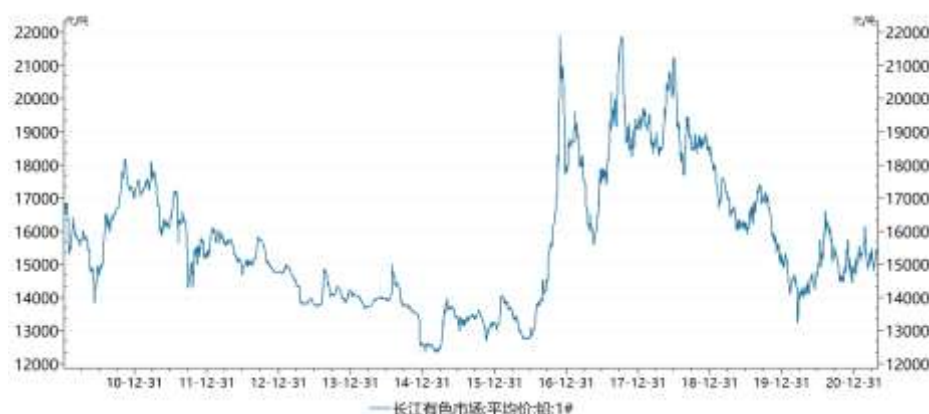
汽车起动电池作为汽车的消耗件，需要定期更换，平均使用寿命为1-3年，据公安部统计数据，2021年3月末我国汽车保有量2.87亿辆，较2019年末增长10.38%，我国汽车保有量整体规模较大且持续增长，汽车起动和启停电池维护市场需求仍较大。另一方面，国内汽车厂商受国家节能减排政策影响，油耗限值压力陡增，受双积分政策的影响，车企纷纷采用自动启停、48V 轻混来降低油耗，目前新车启

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，对汽车铅酸蓄电池的市场需求起到一定程度支撑。

2020年铅价反复波动，受多空因素交叉影响，预计短期内铅价波动上下空间有限

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。2020年铅市场与其他金属类似，在较大程度上受新冠疫情冲击及后续宽松货币政策影响，国内铅市在2020年整体呈现“W”走势，从价格驱动上看，3月中旬之前，铅价下跌更多源自新冠疫情爆发后市场整体风险情绪蔓延，随后，因国内疫情好转需求复苏快于再生铅恢复，形成供需阶段性错配，铅市场展开一轮近5个月的反弹，价格从年内低点13,000元/吨左右反弹至16,000元/吨之上。8月中旬之后，铅市场旺季消费不及预期，累库压力下铅市场经历了一轮回调。自2020年11月开始，流动性宽松导致经济复苏的预期愈加强烈，新冠疫苗取得明显进展，伴随美国大选落定，减少了政治不稳定对中国的冲击，铅价跟随金属整体强势节奏进行小幅修复，年底铅价在15,000元/吨左右。对于2021年，宏观层面处于海内外经济整体复苏阶段，流动性宽裕，市场处于弱美元周期，通胀预期下的大宗商品会得到较好支撑，铅价亦然。但从基本面的角度，消费领域无亮点，铅酸蓄电池由于用途单一，难以享受到“新基建”等政策红利，铅市场仍将面临供过于求的压力，全球库存仍将延续增长，铅价上下空间有限。

图 2 2020 年长江有色市场 1#铅均价反复波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、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。随着业务规模扩大，2020年公司实现营业收入同比增长6.83%，其中铅酸电池收入占营业收入的87.94%，仍是公司收入的主要来源。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，以及随着产量增加单位产品摊销的固定费用减少，综合使得2020年公司铅

酸电池毛利率较上年小幅上升，2020年综合毛利率较上年上升1.91个百分点，产品盈利表现较佳。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
铅酸电池	84.77	22.47%	77.69	20.06%
再生铅	10.57	0.09%	11.88	3.54%
锂电池	0.18	-42.81%	0.00	-
其他收入	0.88	4.35%	0.66	11.23%
合计	96.40	19.73%	90.23	17.82%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司铅酸电池销量持续增长，龙头地位稳固，产品盈利能力稳定，客户集中度不高

公司产品共计400多个品种与规格，广泛应用于汽车、农用车、船舶、叉车、高尔夫球车、电动汽车及工业和各种特殊用途，主要产品包括汽车铅酸电池产品有起动车、启停电池、新能源汽车辅助电池、商用车驻车空调电池等，汽车铅酸电池产能、销量、市场占有率连续多年位居全国第一。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。

公司铅酸电池产品的销售模式主要分为三种：一是对主机厂直接销售模式，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，公司是上汽、一汽、东风、广汽、吉利、长安等众多大型车企的主要供应商之一，近年来还陆续实现了戴姆勒、奥迪、林肯、红旗等豪华品牌的批量供货，重点开发乘用车及商用车高端市场，优化客户结构。根据公司年报数据，2020年公司铅酸电池在国内主机配套市场的市场份额提升至48%，较上年上升了3个百分点，2020年公司主机配套市场销量同比增长约16.4%，其中启停电池、驻车空调电池销量持续提升，新能源汽车辅助电池覆盖率和市场份额快速上升。二是经销商+自营销售模式，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22个省、5个自治区和4个直辖市的一级经销商，遍布全国的4万多家终端门店和维修点，公司拥有较完善的渠道布局和较强营销网络，是公司维护配套市场保持市场份额的核心竞争力之一，2020年，公司在维护替换市场的市场份额保持在25%左右，与上年基本持平。此外，公司还拥有线上销售模式，通过电子商务平台，线上下单，线下提供上门安装服务的经营模式，使线上线下相融合，全年维护替换市场年销量同比增长约8.3%。整体来看，2020年公司铅酸电池全年销量2,810.30万KVAH，比上年增长14.34%，创公司历史新高，公司铅酸电池业务开展情况较好。

海外市场方面，2020年受国际疫情影响，公司马来西亚电池工厂产量受限，产品海外销售及交付受阻，但公司借助国内主机配套优势和品牌优势，拓展海外渠道，通过网上展会、网络销售等方式开发新客户，2020年海外销售新增出口国家29个，销量同比增长约111%。其中，北美是主要外销区域之一，北美区域销量占海外市场总销量的45%。目前公司大力拓展海外市场，一是加快马来西亚工厂二期建设，在马来西亚或周边国家投资建设废旧电池处理工厂，与马来电池工厂形成产业链闭环；二是建设北美电

池工厂，以期实现北美配套业务突破；三是继续扩大中亚市场销售份额，伺机建设乌兹别克蓄电池生产及再生铅工厂，未来海外市场产能和业务规模或将进一步提升。

表3 铅酸电池销售区域分布（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
境内	79.76	82.74%	75.43	83.60%
境外	5.01	5.20%	2.26	2.51%

注：上表中占比为占整体营业收入的比重。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从毛利率来看，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，公司将对铅酸电池售价进行调整。2020年公司铅酸电池毛利率为22.47%，较上年小幅上升2.4个百分点，产品的盈利表现较佳。

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，2020年公司前五大客户销售金额占营业收入比重为11.57%，较上年基本持平，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，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4 2019-2020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
2020年	第一名	铅酸电池	3.16	3.29%
	第二名	铅酸电池	2.93	3.05%
	第三名	铅酸电池	2.15	2.23%
	第四名	铅酸电池	1.70	1.77%
	第五名	铅酸电池	1.19	1.24%
		合计		11.14
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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司产能规模持续提升，产能利用率仍有一定提升空间，产销率保持较高水平

目前公司已经形成国内多个生产基地以及一个海外工厂（马来西亚电池生产工厂）的布局，在汽车铅酸电池领域的产能居国内首位。2020年公司汽车铅酸电池年产能较上年增长10.00%，年产能达3,430KVAH。

表5 2019-2020 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	2020 年末	2019 年末
湖北襄阳市	2,220	2,120
广西梧州市	380	380
江苏扬州市	430	300
新疆吐鲁番市	200	100
马来西亚	200	200
合计	3,430	3,100

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和开拓海外渠道的需求。公司继续推进马来西亚工厂和新疆生产基地的建设，全部建设完毕后预计将给公司增加合计400万KVAH的年产能。

表6 2021 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 启动型蓄电池的生产能力	6.28	4.19
骆驼新疆年产 400 万 KVAh 蓄电池项目	新疆托克逊	蓄电池	年产 400 万 KVAH 蓄电池项目	4.68	1.98
合计	-	-	-	10.96	6.17

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司实行“以销定产”的生产模式，2020年产销率保持较高水平，受益于产品销量增长，在疫情状况导致一季度停工50天及公司年产能持续增长的情况下，2020年公司产能利用率较上年小幅提升2.23个百分点至81.59%，2020年公司实际产能利用率情况较好。随着公司在建产能的持续投入产能将进一步扩大，在主机配套市场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。

表7 公司铅酸电池产能及产销情况（单位：万 KVAH）

时间	年产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2020 年	3,430.00	2,798.5	81.59%	2,810.3	100.42%
2019 年	3,100.00	2,460.12	79.36%	2,457.82	99.91%

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，原材料采购集中度不高，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

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。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，2020年公司前五大供应商采购金额为12.84亿元，占年度采购总额的18.86%，供应商集中度不高，且较上年进一步下降。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。

由于铅价波动较大，一方面，公司主机配套和维护替换市场的订单制生产模式可以加快原材料的周转，而且公司及早与下游配套主机厂达成了铅价联动机制协议；另一方面，公司大力发展再生铅业务，降低铅酸电池对外部采购原材料的依赖程度，产业链的闭环使公司的整体盈利能力更加稳定。

再生铅业务方面，2020年12月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部分投产，为公司新增15万吨/年的废旧铅酸电池回收处理能力，截至2020年末，公司已形成86万吨/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。公司多区域布局的生产基地将形成更小的辐射区域，同时回收利用与生产制造的地理位置接近，降低了物流费用和缩短服务响应时间；同时，电池销售与回收渠道共用、物流共用，“销一收一”，可以降低物流成本，节约渠道费用，提升经营效率。此外，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，共计建设了85个废铅蓄电池集中转运点和2,407个废铅蓄电池收集网点，分别较上年增加14个和741个，再生铅业务拓展良好。

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，2020年公司废旧电池破碎处理量约34.4万吨（生产出的成品铅超过80%用于自供，较上年上升5个百分点），同比增长约30%，实现再生铅收入10.57亿元，同比有所下降，主要是公司加大再生铅产品的自供所致。

表8 2019-2020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	2020年	2019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	16
安徽界首	15	-
合计	86	71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

再生铅在建产能方面，安徽再生公司项目总规划废铅蓄电池处理能力29万吨/年，已投入15万吨年产能，建成后公司废旧铅酸电池回收处理能力将达到100万吨/年。

表9 2021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
安徽再生项目	安徽界首	再生铅	年产20万吨再生精铅冶炼及深加工	2.60	1.40

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司锂电池业务聚焦低压锂电细分市场开发，目前收入规模较小

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，聚焦低压锂电细分市场开发，现有产品包括 12V/24V/48V 锂电启停与备用电源、单体锂离子电池（电芯）、动力锂离子电池组（PACK）、储能电池等。2020 年公司主要推进 12V、24V、48V 低压平台业务，积极拓展 EV 平台业务、储能业务等。2020 年公司锂电池收入规模较小且呈亏损状态。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（公司持股 60%，克罗地亚 RIMAC 公司持股 40%），一期项目已建设完成，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。

六、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-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至 2020 年末，纳入合并报表子公司共 43 家，合并范围变动方面，2020 年公司新设 4 家子公司，注销 2 家子公司，具体情况见表 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

2020 年公司资产规模持续增长，资产结构较上年变动不大。截至 2020 年末，公司使用受限货币资金规模较小，仅 0.16 亿元。2020 年公司购买的理财产品增加，期末交易性金融资产较上年末增长较多。2020 年末公司应收账款规模较上年有所下降，其中账龄一年以内应收账款占比为 92.10%，前五大欠款对象应收账款合计占比为 18.26%，较上年下降 2.22 个百分点，公司应收账款账龄较短且集中度较低，坏账损失风险不大。2021 年一季度，公司营业收入规模同比大幅增长 89.78%，使得期末应收账款规模快速增长。应收款项融资主要为银行承兑汇票，其中作为票据保证金质押而使用受限票据规模为 2.40 亿元，占比 20.19%。2020 年末公司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，2020 年末公司计提的存货跌价准备 0.93 亿元。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.81	5.34%	7.04	5.70%	7.81	6.83%
交易性金融资产	6.24	4.89%	6.46	5.22%	1.88	1.64%
应收账款	17.61	13.80%	10.13	8.19%	11.23	9.82%

应收账款融资	7.53	5.90%	11.88	9.61%	8.36	7.31%
存货	19.91	15.60%	17.16	13.88%	17.80	15.56%
流动资产合计	63.11	49.46%	56.84	45.97%	54.15	47.35%
其他权益工具投资	4.85	3.80%	7.79	6.30%	2.85	2.49%
长期股权投资	4.53	3.55%	4.64	3.76%	4.90	4.28%
固定资产	30.82	24.15%	28.66	23.18%	24.91	21.78%
在建工程	4.56	3.57%	6.15	4.98%	9.21	8.05%
商誉	3.60	2.82%	3.60	2.91%	3.60	3.14%
非流动资产合计	64.50	50.54%	66.81	54.03%	60.22	52.65%
资产总计	127.61	100.00%	123.65	100.00%	114.37	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年公司其他权益工具投资规模较上年大幅增长，主要是对克罗地亚Rimac Automobili d.o.o公司的投资公允价值增加所致¹。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，较上年变动不大，2020年确认投资收益0.26亿元。2020年，马来西亚动力工厂建设项目和骆驼新能源49V轻混动力型锂离子电池项目等在建项目部分转入固定资产，使得固定资产和在建工厂项目相应增减。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，2020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。

盈利能力

2020年公司经营状况稳健，较大规模政府补助提升了公司利润水平，整体盈利表现较好

2020年公司铅酸电池销量较上年增长14.34%，铅酸电池是公司主要收入来源，带动公司营业收入较上年增长6.83%。随着公司业务规模扩大，一方面产量增加使得单位产品摊销的生产固定资产折旧费用减少等因素使得销售毛利率有提升，另一方面管理费用、销售费用未同步增加，财务费用随着有息债务的减少而下降，使得营业利润和净利润增长幅度远大于营业收入增长幅度，分别为27.84%和19.46%。由于公司总部和其中较大的生产基地之一位于湖北襄阳，在2020年一季度受疫情影响50余天停工停产的情况下，公司2020年全年营业利润和净利润均有明显增长，全年盈利能力表现较好。此外，根据财政部和国家税务总局关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》财税〔2015〕78号规定，纳税人销售自产的资源综合利用产品和提供资源综合利用劳务，可享受增值税即征即退政策，公司再生铅业务享受增值税即征即退优惠政策，叠加公司获得的产业发展基金补助等，2020年其他收益规模占公司当

¹ 2021年3月8日，公司将持有的部分克罗地亚Rimac Automobili d.o.o公司的股权转让给克罗地亚Rimac Automobili d.o.o公司股东之一的Neurone R.S.A公司，公司根据该转让价格对其他权益工具投资的年末余额进行了调整。

期利润总额的41.12%，对公司利润形成有益补充，但需关注后续政府补助的持续性。

受益于收入带动公司净利润增长，2020年公司EBITDA利润率和总资产回报率均较上年小幅上升，公司经营获利情况和资产收益率较2019年进一步提升。国内存量汽车规模较大，对铅酸电池维护市场需求形成有利支撑，公司是汽车铅酸电池行业龙头，具有较强的规模优势和完善营销网络，在维护市场的市场占有率仍有提升空间，同时公司不断优化主机配套市场客户结构和大力开拓海外市场，有助于公司业务规模进一步扩大。

图3 公司收入及利润情况（单位：亿元）

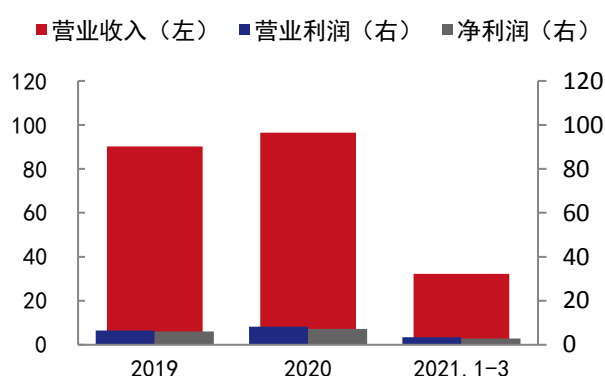
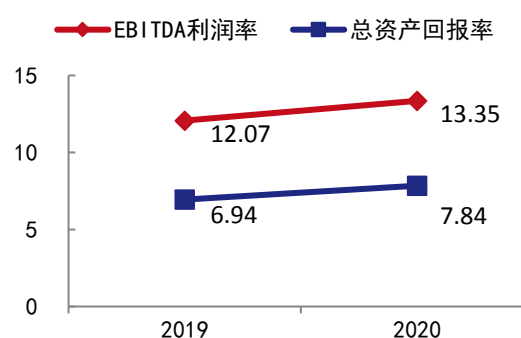


图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

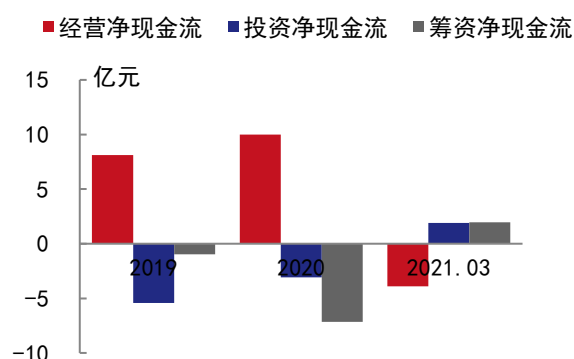
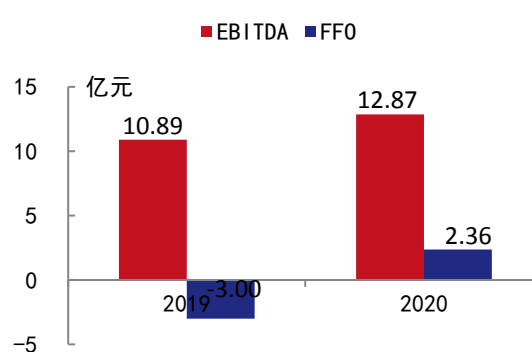
资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续净流入，现金流状况表现良好

随着业务和收入规模扩大，2020年公司净利润有所上升，且公司经营活动回款能力较好，2020年公司经营活动产生的现金持续净流入，且规模有所上升，公司经营活动现金流表现较好。公司投资活动方面，2020年公司收回投资收到的现金规模和投资支付的现金规模较大，主要是短期理财产品的购买和到期累积的现金流动，随着在建项目的持续进行，投资活动现金持续净流出。筹资活动方面，2020年公司净偿还部分短期有息债务，筹资活动现金净流出且规模较上年有所上升。

2020年公司EBITDA随着净利润增加较上年有所上升，经营活动现金生成能力较上年亦有所提升。

图 5 公司现金流结构

图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况


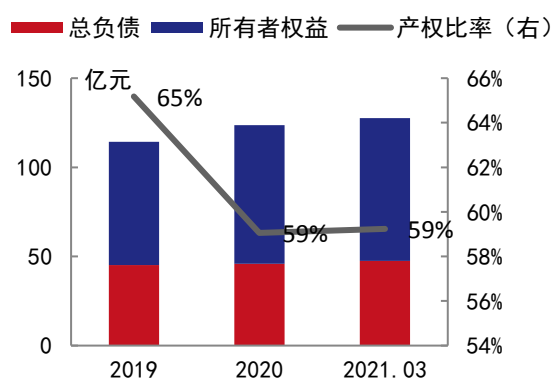
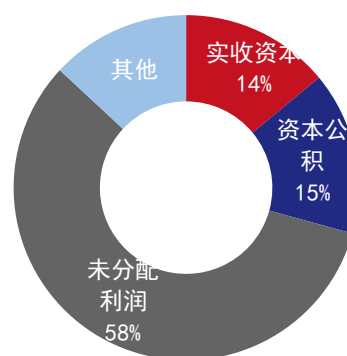
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2020 年公司有息债务下降带动资产负债水平持续下降，债务偿付压力不大，但长期借款中外债占比较高，存在一定外债风险敞口

2020 年末公司所有者权益同比增长了 12.27%，一方面是由于未分配利润累积增加，另一方面是公司其他权益工具投资中对克罗地亚 Rimac Automobili d.o.o 公司的投资公允价值增加计入其他综合收益所致。2020 年末公司负债规模较上年基本持平，综合使得产权比例较上年有所下滑，公司所有者权益对负债的保障程度较好。

图 7 公司资本结构

图 8 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020 年末，公司短期借款规模上升较快，但应付票据和一年内到期的非流动负债规模下降较快，主要是公司调整短期融资方式所致，整体短期融资规模有所收缩。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，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，2020年末规模均较上年基本持平。

2020年末公司长期借款规模小幅上升，应付债券为本期债券，2020年转股金额较少，受计提利息、溢折价摊销影响，期末账面余额较上年略有上升。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，2020年11月公司以1.57亿元收购汉江股份在新能源产业基金中的1.50亿元出资份额，使得期末非流动负债规模有所下降。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.20	27.80%	12.35	26.90%	7.49	16.60%
应付票据	3.46	7.30%	1.98	4.32%	5.42	12.01%
应付账款	5.47	11.52%	5.26	11.45%	5.01	11.10%
其他应付款	2.68	5.64%	2.10	4.58%	2.12	4.70%
一年内到期的非流动负债	0.08	0.17%	0.08	0.17%	5.55	12.30%
流动负债合计	31.04	65.38%	29.47	64.20%	30.29	67.13%
长期借款	7.50	15.79%	7.48	16.28%	6.72	14.90%
应付债券	4.74	9.99%	4.70	10.25%	4.52	10.02%
其他非流动负债	0.56	1.18%	0.56	1.22%	2.07	4.58%
非流动负债合计	16.43	34.62%	16.44	35.80%	14.84	32.87%
负债合计	47.47	100.00%	45.91	100.00%	45.13	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末公司有息债务规模有所下降，由于公司净偿还部分短期有息债务，短期有息债务占有息债务的比重较上年有所下降。截至2020年末，公司长期借款中按照2020年末汇率折算的外币债务合计5.61亿元，占当期末长期借款的74.78%，主要以美元计价，存在一定外债风险敞口。

图 9 公司债务占负债比重

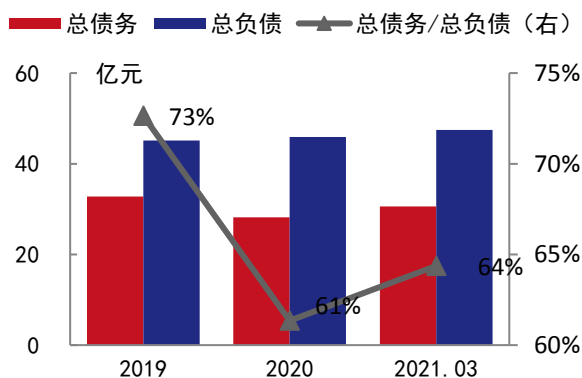
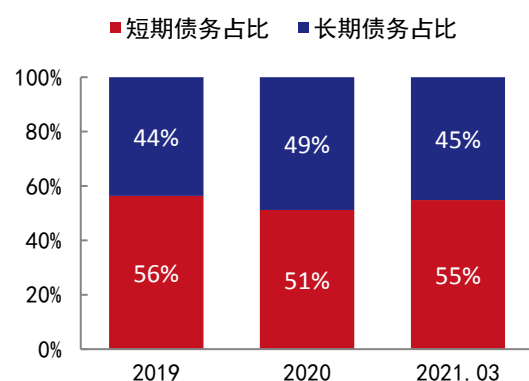


图 10 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年公司有息债务规模下降，期末公司资产负债率较上年小幅下降，资产负债水平不高。2020年公司净利润水平提升，EBITDA利息保障倍数进一步提高，公司盈利对利息的保障程度较好，总债务/总资本进一步下降，处于较好水平。由于公司经营活动现金生成能力一般，FFO/净债务表现相对较弱。整体来看，公司杠杆率不高，债务偿付压力不大。

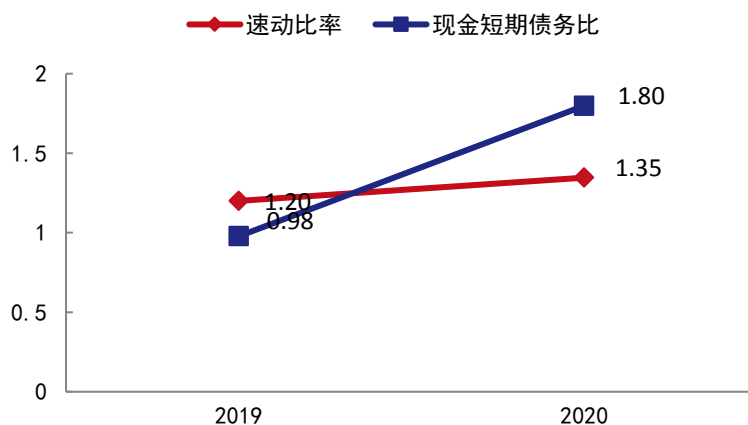
表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	37.20%	37.13%	39.46%
净债务/EBITDA	-	0.38	1.58
EBITDA 利息保障倍数	-	11.49	8.47
总债务/总资本	27.61%	26.59%	32.13%
FFO/净债务	-	48.71%	-17.43%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020年公司速动比率和现金短期债务比均有所提升，其中现金短期债务比上升明显，期末现金类资产对短期有息债务的保障程度较好。截至2021年3月末，公司银行授信额度为54.70亿元，剩余可使用额度为38.30亿元，公司备用流动性较为充足。

图 11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月7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

期末偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保合计2.00亿元，是公司及其全资子公司骆驼集团贸易有限公司（以下简称“贸易公司”）为下游经销商在中国农业银行的授信额度内提供全额连带责任保证担保，用于下游经销商向贸易公司支付订单货款，总额度不超过2亿元，具体以银行签订的担保合同为准，担保合同期限为三年。参与贷款的经销商以其公司资产或其实际控制人及配偶的全部资产向公司及贸易公司提供反担保。

表13 截至2020年12月31日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
下游经销商	2.00	2023.1.20	是

资料来源：公司2020年年报、公司公告，中证鹏元整理

八、结论

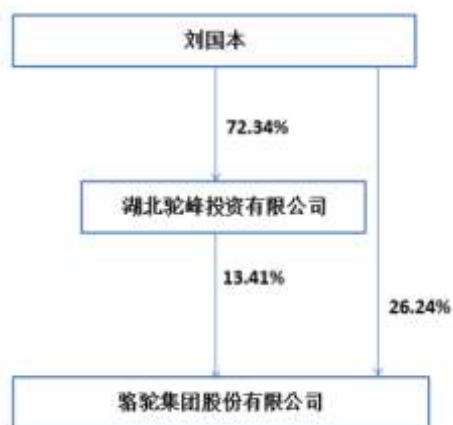
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	6.81	7.04	7.81	5.37
应收票据及应收账款	18.15	10.66	11.23	21.21
应收账款	17.61	10.13	11.23	13.20
应收账款融资	7.53	11.88	8.36	-
存货	19.91	17.16	17.80	17.49
流动资产合计	63.11	56.84	54.15	51.99
固定资产	30.82	28.66	24.91	25.32
非流动资产	64.50	66.81	60.22	55.03
资产总计	127.61	123.65	114.37	107.02
短期借款	13.20	12.35	7.49	8.93
应付账款	5.47	5.26	5.01	4.79
一年内到期的非流动负债	0.08	0.08	5.55	0.00
流动负债合计	31.04	29.47	30.29	28.50
长期借款	7.50	7.48	6.72	7.11
应付债券	4.74	4.70	4.52	6.10
非流动负债合计	16.43	16.44	14.84	16.41
负债合计	47.47	45.91	45.13	44.91
总债务	30.56	28.17	32.78	32.73
归属于母公司的所有者权益	76.81	74.31	65.25	58.40
营业收入	32.27	96.40	90.23	92.24
净利润	2.82	7.22	6.04	5.74
经营活动产生的现金流量净额	-3.90	9.98	8.11	5.39
投资活动产生的现金流量净额	1.89	-3.08	-5.42	-4.34
筹资活动产生的现金流量净额	1.97	-7.15	-0.96	-2.36
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	20.66%	19.73%	17.82%	18.57%
EBITDA 利润率	-	13.35%	12.07%	11.39%
总资产回报率	-	7.84%	6.94%	7.51%
产权比率	59.24%	59.06%	65.18%	72.31%
资产负债率	37.20%	37.13%	39.46%	41.96%
净债务/EBITDA	-	0.38	1.58	2.07
EBITDA 利息保障倍数	-	11.49	8.47	7.39
总债务/总资本	27.61%	26.59%	32.13%	34.51%
FFO/净债务	-	48.71%	-17.43%	-2.30%
速动比率	1.39	1.35	1.20	1.21
现金短期债务比	1.26	1.80	0.98	0.83

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录五 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。