

珠海冠宇电池股份有限公司向不特定对象 发行可转换公司债券信用评级报告

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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

珠海冠宇电池股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
评级日期	2022-5-6



中证鹏元评定珠海冠宇电池股份有限公司（以下简称“珠海冠宇”或“公司”，证券代码：688772.SH）本次拟发行不超过 31.29 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

- 上述等级的评定是考虑到公司具有一定技术实力和规模优势，成功 IPO 拓宽了融资渠道，资本实力得到增强；同时中证鹏元也关注到，原材料价格波动对公司盈利水平影响较大，公司资产负债率较高，存在一定的资金压力及偿债压力，公司客户集中度较高，议价能力较弱，且存在一定的汇率波动风险和应收账款坏账风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 31.29 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，未转股部分到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

发行目的：13.52 亿元用于聚合物锂离子电池叠片生产线建设项目，4.32 亿元用于珠海生产线技改及搬迁项目，4.45 亿元用于锂离子电池试验与测试中心建设项目，9.00 亿元补充流动资金

未来展望


- 公司在消费类锂电池领域具有一定技术实力和规模优势，预计未来业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

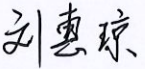
公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	183.09	163.36	85.82	53.48
归母所有者权益	64.26	62.98	32.46	22.21
总债务	54.52	44.08	19.64	12.32
营业收入	30.05	103.40	69.64	53.31
EBITDA 利息保障倍数	--	72.30	35.58	26.95
净利润	0.51	9.45	8.17	4.32
经营活动现金流净额	3.58	19.88	18.76	3.50
销售毛利率	18.98%	25.15%	31.17%	28.26%
EBITDA 利润率	--	21.39%	27.74%	19.71%
总资产回报率	--	8.47%	14.21%	10.20%
资产负债率	64.91%	61.45%	62.18%	58.45%
净债务/EBITDA	--	0.75	0.47	0.93
总债务/总资本	45.91%	41.18%	37.70%	35.66%
FFO/净债务	--	124.44%	189.89%	93.31%
速动比率	0.72	0.79	0.90	0.94
现金短期债务比	0.79	0.96	0.88	0.42

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒋晗 
 jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼 
 liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 公司具有一定技术实力。公司是全球消费类聚合物软包锂离子电池（以下简称“软包电池”）主要供应商之一，电脑类软包电池获工信部制造业“单项冠军产品”认定，在锂电池长寿命、高可靠性领域的研发成果获得 2021 年国家科技进步二等奖，其消费类软包电池产品在高能量密度、安全性能、快充快放等方面亦具有一定技术优势。
- 公司具有一定规模优势。近年公司通过新建产线及实施技改提升生产效率、扩张产能，目前已在珠海、重庆建成两个消费类软包电池生产基地，并拥有排名较前的消费类锂电池电芯产能规模及市场占有率；目前公司产品服务的最终客户包括惠普、联想、OPPO、小米等，客户质量较好。
- 成功 IPO 拓宽了公司融资渠道，资本实力得到增强。公司于 2021 年 10 月在上交所科创板上市，融资渠道得到拓宽，IPO 共募集资金净额 21.04 亿元，较好地提升了公司的资本实力。

关注

- 新增产能能否顺利消化存在一定不确定性。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目总投资较大，项目建成后若未来市场需求不及预期、新增产能无法顺利消化风险，相关项目资产折旧将会一定程度侵蚀公司利润。
- 存货占比较大、存在一定的跌价风险，且主要原材料价格波动对公司盈利水平影响较大。公司存货规模较大且占资产比重较高，近年钴酸锂、铜箔、隔膜等主要原材料价格波动较大，公司无法将原料价格波动向下游客户及时充分传导，导致公司销售毛利率出现下降。
- 公司资产负债率较高，存在一定的资金压力及偿债压力。公司总债务规模快速增长，现金短期债务比表现不佳，截至 2022 年 3 月末资产负债率为 64.91%；此外公司主要在建及拟建项目总投资规模较大，且随着经营规模扩大，营运资金需求亦会进一步增加，公司存在一定的资金压力。
- 公司客户集中度较高，议价能力较弱，且外销收入占比较大，存在一定的汇率波动风险。2019-2021 年公司前五大客户销售占比均大于 65%，与终端客户签署的供货合同中包含较严格的销售定价条款，公司议价能力较弱；此外公司外销收入占比较大，汇率波动对销售毛利率、汇兑损益具有一定影响。
- 公司应收账款规模较大，存在一定坏账风险。受业务规模扩张及应收账款回款周期较长影响，近年公司应收账款规模增长较快、且占资产比重较大，对公司营运资金造成一定占用。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	6
	公司规模	6		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	3		杠杆状况调整分	-3
	业务多样性	3		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	无	无	无	无	无

一、发行主体概况

公司原名为珠海冠宇电池有限公司，于2007年5月由哈尔滨光宇电源股份有限公司（以下简称“哈光宇电源”）、佳运科技有限公司、光宇国际有限公司投资设立，初始注册资本为500万元；公司成立之初控股股东为哈光宇电源，持有公司70%的股权。后历经多次增资、股权转让及未分配利润转增实收资本等事项，截至2020年2月，公司注册资本增加至9.66亿元，其中珠海普瑞达投资有限公司（以下简称“珠海普瑞达”）持有公司20.70%的股权，此外珠海普瑞达与重庆普瑞达企业管理有限公司（以下简称“重庆普瑞达”）等9名股东签署一致行动协议，合计控制公司35.07%的股权；公司的控股股东为珠海普瑞达，实际控制人为徐延铭。徐延铭自2007年5月以来均在公司担任董事长、总经理职务，2017年9-12月历经哈光宇电源转让公司控股权、徐延铭控制的珠海普瑞达向公司增资并实现控股等事项后，徐延铭成为公司的实际控制人。2020年4月，公司整体变更为股份有限公司，名称变更为现名。

2021年10月，公司首次公开发行A股并在上交所科创板上市，股票代码为688772.SH，募集资金净额21.04亿元，注册资本及股本均增加至11.22亿元。截至2022年3月末，公司实际控制人为徐延铭，其通过公司控股股东珠海普瑞达持有公司17.83%的股份，并与重庆普瑞达等签署一致行动人协议，合计可控制公司30.20%的股份。

公司主要从事消费类聚合物软包锂离子电池的研发、生产和销售，产品主要应用于笔记本电脑、平板电脑、智能手机及穿戴设备等消费电子领域。截至2022年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司共12家，具体如附录四所示。

二、本期债券概况

债券名称：珠海冠宇电池股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过312,904.33万元（含）；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次的付息方式，到期归还本金和支付最后一年利息；

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可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：不低于募集说明书公告日前20个交易日和前1个交易日股票交易均价；

转股价格向下修正条款：

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司A股股票交易均价。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

债券赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权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换公司债券：

（1）公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的120%（含120%）；

（2）本次发行的可转换公司债券未转股余额不足5,000万元时。

回售条款：

1、有条件回售条款

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券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。

2、附加回售条款

若本次发行可转换公司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，且根据中国证监会、深交所的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会、深交所认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券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换公司债券的权利。

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312,904.33万元（含），扣除发行费用后，本次发行实际募集资金的投向明细如下：

表1 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
聚合物锂离子电池叠片生产线建设项目	142,894.04	135,190.24	94.61%
珠海生产线技改及搬迁项目	44,098.38	43,233.71	98.04%
其中：总部高性能聚合物锂离子电池生产线技改项目	10,289.76	10,088.00	98.04%

原四、五部锂离子电池生产线自动化升级改造项目	33,808.62	33,145.71	98.04%
锂离子电池试验与测试中心建设项目	45,369.99	44,480.38	98.04%
补充流动资金	90,000.00	90,000.00	100.00%
合计	322,362.41	312,904.33	97.07%

资料来源：公司提供

根据公司公开披露的《向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》（以下简称“可转债可行性分析报告”），本期债券募投项目均由公司本部负责实施，募投项目具体情况如下：

（一）聚合物锂离子电池叠片生产线建设项目

聚合物锂离子电池叠片生产线建设项目（以下简称“叠片电池项目”）拟利用现有厂房，购置先进叠片工艺生产设备，完成自动化叠片产线建设，实现由卷绕工艺到叠片工艺的消费类锂离子电池生产工艺升级。根据可转债可行性分析报告，叠片电池项目建设周期为12个月，总投资14.29亿元，项目建成后形成一定规模的消费锂电池电芯产能，有助于公司提前完成叠片工艺的生产布局，从而满足现有客户的潜在需求。截至2022年3月末，公司该项目尚未开工，已取得该项目所需用地的土地使用权、投资项目备案证，环评（如需）等手续尚未办理完毕。

中证鹏元注意到，截至目前公司暂无叠片电池大规模量产经验，叠片电池项目建成后，产线的生产工艺、生产效率等指标表现是否具有市场竞争力、市场需求是否充分等尚存在不确定性，该项目收益可能不及预期。

（二）珠海生产线技改及搬迁项目

珠海生产线技改及搬迁项目（以下简称“本次技改项目”）包括总部高性能聚合物锂离子电池生产线技改项目（以下简称“总部技改项目”），以及原四、五部锂离子电池生产线自动化升级改造项目（以下简称“四、五部技改项目”）两个子项目；其中总部技改项目拟通过购置自动化设备，对公司珠海总部厂区内产线进行自动化升级改造，替换老旧设备，并针对部分产线引入极耳中置技术以优化生产工艺，完善产品结构。四、五部技改项目拟通过在现有土地上新建厂房，将四部及五部厂区生产线搬迁至新建厂房，同时也对该部分产线进行自动化升级改造。截至2022年3月末，本次技改项目尚未开工，已取得投资项目备案证，环评（如需）等手续尚未办理完毕。

根据可转债可行性分析报告，本次技改项目计划总投资4.41亿元，其中总部技改项目建设周期为12个月，四、五部技改项目建设周期为24个月，项目建成后有助于公司进一步提高产线生产及管理效率，提高盈利能力。中证鹏元注意到，本次技改项目建设周期较长，能否顺利如期完工存在不确定性，且项目建设期间将会对公司的生产经营造成一定影响；此外，本次技改项目投资规模较大，且改造过程需要更换部分设备，项目建成后相关固定资产规模将有所增加，若项目盈利水平不及预期，项目资产折旧将会对公司利润水平造成影响。

（三）锂离子电池试验与测试中心建设项目

锂离子电池试验与测试中心建设项目（以下简称“测试中心项目”）拟在现有土地上新建锂离子电池试验中心及测试中心，并同步引进研发测试设备，建设样品实验线及测试实验室。根据可转债可行性分析报告，测试中心项目总投资4.54亿元，建设周期为24个月，项目建成后将有助于加速公司研发成果落地，推动产品的更新换代，同时也将加强公司对于原材料及在研产品的测试能力。截至2022年3月末，该项目尚未开工，公司已取得该项目所需用地的土地使用权、投资项目备案证，环评（如需）等手续尚未办理完毕。

中证鹏元注意到，测试中心项目投资规模较大且所形成的资产专用性程度高，项目建成后若不能通过提升公司研发效率进一步改善公司盈利水平，项目资产的折旧将会对公司的盈利能力造成影响。

四、运营环境

近年笔记本电脑、智能手机等传统消费电子出货量增长停滞，消费电子存量市场时代对电池性能的升级需求，推动软包电池在笔电及手机市场的渗透率持续提升

近年笔电、手机出货量增长停滞，传统消费电子逐渐步入存量市场。根据集邦咨询（TrendForce）报告，由于受到智能手机与平板电脑等更具娱乐休闲性能的智能终端产品冲击，2013-2019年笔电出货量维持在1.5-1.7亿台之间，增长基本停滞；2020-2021年受疫情带动远程办公等需求，笔电出货量明显增长，但TrendForce预计增长趋势将会放缓，2022年预计同比减少3.3%。而全球智能手机出货量于2016年达到峰值14.37亿台后持续回落，根据IDC数据，2018-2020年全球智能手机出货量持续下降，2020年出货量降至12.92亿台。在新兴消费电子领域，以智能手表、AR/VR眼镜、蓝牙耳机等为代表的可穿戴设备发展势头迅猛；据Modor Intelligence报告，2024年可穿戴设备市场规模预计达5.16亿件，2018-2024年复合增速约19.01%，但整体规模仍然较小。整体上看，传统消费电子出货增长停滞，目前已逐渐步入存量市场，但考虑到存量市场规模巨大，且随着5G等技术创新，未来仍将带来一定的更新换代需求。

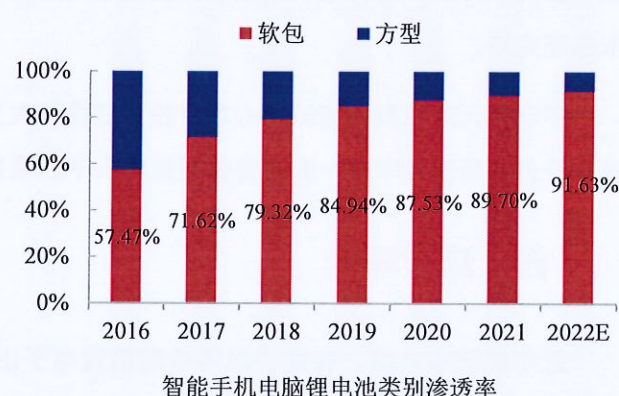
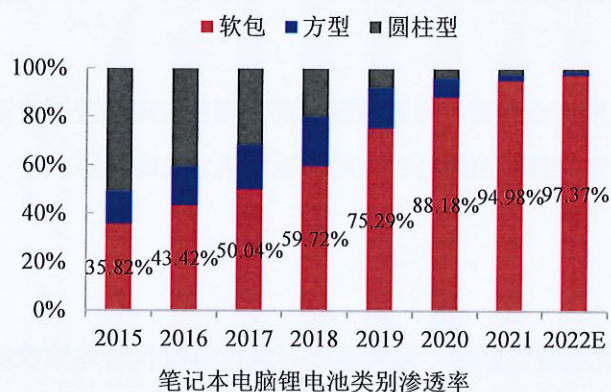
消费电子存量市场时代对电池性能的需求不断升级。随着笔电、智能手机等行业渗透率的持续提升，目前行业已逐步进入存量市场时代，消费者在更新换代时对消费电子的性能、技术创新要求更高，消费电子产品不断向时尚轻薄化、人体工学外形设计及移动互联性不断增强的方向发展，且在消费类电子产品射频频段扩张、像素密度提升、处理器性能增强的背景下，消费类电子产品的能耗和发热问题也日益凸显，其对重量轻、体积小、容量大、能量密度高、尺寸可定制、安全性能好、可快充的锂离子电池需求不断增加。

近年软包电池在笔电和手机市场的渗透率持续提升。目前，主流消费类锂离子电池按外形和包装材料可分为圆柱锂离子电池、方形锂离子电池和软包电池，其中软包电池具有质量较轻、安全性较高、能量密度较高、体积小且循环寿命较长，散热性较好等特点，能够较好满足消费电子产品对轻薄、安全、

能量密度、尺寸多变等方面的需求。因此，消费类锂离子电池经历了从圆柱电池、方形电池向软包电池的转变。根据 Techno Systems Research 的数据，软包电池在笔记本电脑、手机领域的渗透率分别自 2015 年、2017 年起快速提升，截至 2021 年末软包电池在笔电领域的市场渗透率已达 94.98%，预计 2022 年软包电池将普遍应用于笔记本电脑中，其市场占比预计将增至 97.37%。

图 1 近年软包电池在笔电市场的渗透率快速提升

图 2 近年软包电池在手机领域的渗透率快速提升



资料来源：Techno Systems Research，中证鹏元整理

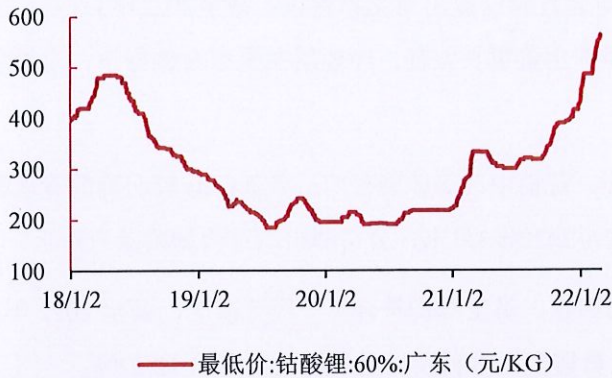
资料来源：Techno Systems Research，中证鹏元整理

消费锂电行业盈利水平受上游原料价格影响较大，目前行业集中度较高、竞争较为激烈，未来具备技术及产能优势的电池厂商更具竞争力

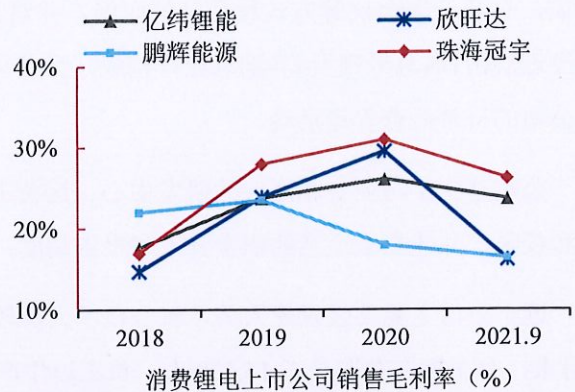
钴酸锂等原料价格波动对消费锂电行业盈利水平影响较大。消费锂电产业链上游为钴酸锂、石墨、电解液等电池材料行业，中游包括电芯制造及电池封装，下游则是笔电、手机等各类消费电子终端厂商。直接原材料成本在锂电行业的生产成本中占比较高，在行业普遍采用成本加成的销售定价模式下，当原料价格波动时，电芯及PACK厂商会通过调整价格向下游传导成本，但调价通常存在时滞或不充分等情形，因而原料价格波动对消费锂电行业的盈利水平影响较大。以消费锂电成本占比最高的钴酸锂为例，2021年钴酸锂价格由年初的22.0万元/吨上涨至年末的42.5万元/吨左右，核心原料价格的快速上涨使得行业内上市公司的销售毛利率均出现明显下降。

图 3 2021 年以来钴酸锂价格大幅上涨

图 4 2021 年以来消费锂电企业毛利率有所下降



资料来源: wind, 中证鹏元整理



资料来源: wind, 中证鹏元整理

全球消费锂电行业集中度较高、竞争较为激烈。随着近年头部厂商产品质量及技术实力的不断提高,全球消费锂电行业的头部厂商已经占据了大部分且较为稳定的市场份额,目前全球消费锂电行业内的主要企业可以分为内资和日韩系两类企业;其中日韩系企业包括 ATL、三星 SDI、LG Chem 等,内资企业则包括珠海冠宇、比亚迪、欣旺达、亿纬锂能、鹏辉能源等。相比于日韩系企业,我国锂离子电池行业起步较晚,但在国家产业政策大力支持以及下游应用市场快速发展的推动下,国内锂离子电池产业发展迅速。目前,三星、LG 等韩系企业逐渐将发展重心转向动力锂电领域,未来市场份额预计将不断向 ATL、珠海冠宇等具备资本实力及产能优势的头部厂商集中,行业头部企业之间的竞争预计日趋激烈。此外,消费锂电行业技术迭代较快,行业内不能根据下游需求改进生产工艺、提高技术水平、提升生产管理效率的中小型企业,生存空间将会逐步被压缩;未来具备技术及产能优势的电池厂商更具竞争力。

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求以及《公司章程》的规定建立了股东大会、董事会和监事会,并且对董事会和董事、监事会和监事、高级管理人员在公司治理及内部控制中的责任进行了规定,基本明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

从股权结构看,公司控股股东及其一致行动人为公司管理层及核心员工组成的持股实体,实际控制人徐延铭为公司创始人,截至2022年3月末,实际控制人通过控股股东及一致行动人合计可控制公司30.20%的股份,股权结构较为稳定。股东大会是公司最高权力机构,通过董事会对公司进行管理和监督。

公司董事会由9名董事组成,其中独立董事3名,设董事长1名,现由徐延铭担任董事长;公司董事会下设审计委员会,提名、薪酬与考核委员会和战略委员会等相关专门委员会;公司董事会的人数及人员构成符合相关法律法规和《公司章程》的要求。

公司监事会由3人组成,其中职工监事1名,并设监事会主席1名。近年公司监事会通过列席董事会

会议，召开专题会议等方式履行监督职能，并对公司运营管理提出意见和建议。截至2022年3月末，公司经理层由1名总经理及4名副总经理构成，目前总理由董事长兼任，经理层在董事会领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。

公司建立了与业务相适应的研发中心、运营中心、营销中心等职能部门；各部门有较明确的管理职责和权限，并建立了适当的职责分工和报告制度；截至2022年3月末，公司的组织结构如附录三所示。

近年公司主要高级管理人员及核心技术人员较为稳定，员工结构符合生产经营情况，截至2022年3月末，公司拥有在职员工16,470人，员工以生产人员居多，本科及以上学历员工占比12.52%。

近年，公司坚持立足消费类电池领域的发展战略，一方面保持在笔记本电脑电池行业较为领先的行业地位，另一方面进一步提高手机电池的市场占有率，营收规模取得较快速度增长。未来公司计划在利用自身优势抢占消费类电池市场份额的同时，进一步加大资金投入，提升消费类电池产能以满足市场需求；同时公司将动力类电池作为重要的战略发展方向之一，通过一定资金投入不断提高公司在动力电池领域的技术实力及研发水平，并根据新进入的动力类客户及潜在的动力类电池订单情况，循序渐进地扩大动力电池产能。

六、经营与竞争

公司主要从事消费类软包电池的研发、生产和销售，产品主要应用于笔记本电脑及智能手机等领域。公司近年积极扩张产能，目前已在珠海、重庆建成2个消费类软包电池生产基地，收入快速增长。公司收入主要来源于消费类电池，其中受益于2020年以来全球笔电出货量增长，公司笔记本电脑类电池销售规模大幅提升；近年全球智能手机市场整体需求下降，公司未大幅扩充手机类电池产能，手机类电池收入增长相对较慢；动力类电池目前尚未形成大批量产，收入规模较小；其他业务收入主要为废品废料及原材料销售收入。

2019-2020年公司销售毛利率维持增长，主要系当期主要原材料钴酸锂采购均价有所下降、笔记本电脑类电池产品结构升级以及公司整体产能利用率有所提升等因素影响所致；2021年以来受钴酸锂采购价格同比大幅上涨，同时下游客户调价存在时滞以及部分订单因市场竞争激烈调价不充分等影响，消费类电池销售毛利率出现一定幅度下降。公司笔记本电脑类电池产品外销比例较大，且产品以中高端型号为主，销售价格相对较高，因此笔记本电脑类电池毛利率整体高于手机类电池；动力类电池尚未大规模量产，目前产能小、产能利用率低，毛利率表现不佳。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
消费类电池	28.57	19.18%	98.73	25.36%	67.38	31.41%	51.71	28.20%

其中：笔记本电脑类电池	19.10	20.43%	67.69	26.58%	45.77	34.18%	31.60	30.72%
手机类电池	8.86	16.51%	27.12	22.60%	20.23	25.42%	19.05	24.34%
其他消费类	0.61	18.94%	3.92	23.47%	1.38	27.45%	1.06	22.47%
动力类电池	0.25	-15.02%	0.94	-16.73%	0.11	-225.98%	0.08	-134.40%
其他业务收入	1.22	21.35%	3.73	30.09%	2.16	36.60%	1.52	38.67%
合计	30.05	18.98%	103.40	25.15%	69.64	31.17%	53.31	28.26%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是全球消费类聚合物软包锂离子电池主要供应商之一，在消费类软包电池领域具有一定技术积累；但锂电行业技术更新迭代快，公司需持续进行研发投入以保持技术创新

公司自成立以来，持续在聚合物软包锂离子电池的高安全、高能量密度、快充电池的关键材料及应用技术等方向上进行研发攻关，目前已基本掌握从产品结构、生产工艺到自动化、智能化生产设备的全产业链技术，并开发、量产了一系列在高能量密度、循环寿命、安全性能、快充快放等方面具有一定技术优势的消费类软包电池。

近年公司持续加强研发投入，研发人员数量及研发投入金额逐年保持较快增长，并取得了一定的研发成果。截至2022年3月末，公司是工信部评选的国家级专精特新“小巨人”企业，电脑类软包电池产品获得工信部制造业“单项冠军产品”认定，公司参与完成的高可靠、长寿命锂电池研究成果获得2021年国家科技进步二等奖，在锂电池高能量密度、高安全等领域的研发项目亦获得“广东省电子信息行业科学技术奖科技进步奖一等奖”等奖项；此外公司拥有博士后科研工作站、国家企业技术中心、广东省软包锂离子电池研究与应用企业重点实验室等研发平台，前述各项研发成果积累和研发平台布局，为公司未来业务发展奠定了基础。依托于公司在消费类软包电池良好的技术创新能力，公司与惠普、联想、戴尔等笔电厂商，以及小米、OPPO等智能手机厂商建立了长期合作关系。

但中证鹏元也关注到，公司主要生产消费类软包电池，虽然目前公司拥有一定的技术实力，但电子行业技术更新周期快、市场需求多变，近年下游手机、笔记本电脑等产品、技术的生命周期持续缩短。若公司不能持续加强研发投入、或不能及时准确把握下游产品、技术的发展趋势并实现产品升级，现有的竞争优势存在被削弱的可能，产品和技术亦存在被淘汰的风险，由此将会对公司的经济效益及发展前景造成不利影响。

近年公司消费类电池产能快速增长，但产能利用率存在提升空间；目前在建及拟建消费锂电电芯及PACK产能较多，须关注长期产能消化情况

近年公司积极投资扩张产能，在珠海、重庆建成两个产能规模较大的生产基地。近年公司抓住软包电池在笔电锂电池市场渗透率不断提升、行业竞争格局不断优化的机遇，一方面在珠海总部新建产线并对已投产产线实施技术改造，另一方面于2018年在重庆万盛新建生产基地、扩张产能；此外公司于2018年收购生产PACK产品的珠海冠宇电源有限公司（以下简称“冠宇电源”），打造为终端客户提供一站

式锂离子电池解决方案的服务能力。2021年公司在浙江布局动力类电池生产基地，其中部分动力锂电产能已经投产。

近年公司消费类电池产能快速增长，但产能利用率有一定提升空间。2019-2021年公司消费类锂电池电芯产能分别同比增长约27%、23%和63%，新投产产能主要来自重庆冠宇新增产能。同期公司产能利用率有所波动，其中2019年重庆冠宇首条新产线投产，产能爬坡时间较长，当年产能利用率较低；而受全球消费电子产业链芯片供给短缺影响，2021年第三季度笔记本电脑类电池订单有所减少，导致2021年产能利用率有所下降；2022年1-3月消费类电池产能继续增长，同期产能利用率为83.02%，仍存在提升空间。公司动力类电池尚处于布局阶段，产品主要应用于汽车启停系统和电动摩托，近年产能较小、产能利用率较低。

表3 公司锂电池产能及生产情况（单位：亿只）

	项目名称	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
锂离子电池	产能	1.21	4.71	2.90	2.35
	产量	1.00	3.85	2.70	1.96
	产能利用率	83.02%	81.62%	93.14%	83.38%
其中：消费类电池	产能	1.20	4.70	2.88	2.34
	产量	1.00	3.84	2.70	1.96
	产能利用率	83.20%	81.78%	93.69%	83.87%
动力类电池	产能（万只）	51.80	187.20	187.20	147.60
	产量（万只）	21.06	78.54	18.44	9.96
	产能利用率	40.66%	41.96%	9.85%	6.75%

注：PACK产品包含多只电芯，折算为实际电芯数计算；2022年1-3月产能已按年产能与投产时间折算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建及拟建产能计划总投资规模较大，能否实现预期收益存在一定不确定性。截至2022年3月末，公司主要在建及拟建项目计划总投资52.23亿元。中证鹏元关注到，近年全球笔电、智能手机等主要消费电子出货量增长停滞，且公司目前暂无大规模量产经验的叠片电池项目投资规模较大，主要在建及拟建项目建成后公司固定资产及折旧规模将大幅增加，若项目达产后市场需求不及预期，将存在新增产能不能完全消化进而影响项目效益、以及因折旧大幅增加而导致盈利下滑的风险。

表4 截至2022年3月末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计新增产能	计划总投资	已投资	项目地址
珠海聚合物锂电池生产基地建设项目**	电芯 1.55 亿只	20.90	6.06	广东珠海
重庆锂电池电芯封装生产线项目**	PACK1.12 亿个	4.02	1.11	重庆万盛
研发中心升级建设项目**	-	4.07	2.15	广东珠海
聚合物锂离子电池叠片生产线建设项目*	电芯 3,600 万只	14.29	--	广东珠海
珠海生产线技改及搬迁项目*	-	4.41	--	广东珠海
锂离子电池试验与测试中心建设项目*	-	4.54	--	广东珠海

合计	--	52.23	9.32	--
----	----	-------	------	----

注：“*”表示该项目为本期债券募投项目，“**”表示该项目为IPO募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司销售规模快速增长，客户较为优质；但客户集中度较高，与部分终端客户所签订合同包含价格不利条款，且外销占比较高，存在一定的汇率波动风险

近年公司销售规模快速增长，市场占有率维持在行业较前水平。2019-2021年公司消费类电池销售数量、收入规模均实现较快增长，但近年全球智能手机市场整体需求下降，公司未大幅扩充手机类电池产能，手机类电池增长幅度相对较小。市占率方面，根据Techno Systems Research统计数据，2021年公司笔记本电脑及平板电脑、手机锂离子电池出货量的全球排名仍分别维持在第二名、第五名。

表5 公司消费类电池产品销售情况

产品	项目名称	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
笔记本电脑类 电池	销售金额（亿元）	19.10	67.69	45.77	31.60
	销售数量（亿只）	0.70	2.58	1.80	1.19
	平均单价（元/只）	27.46	26.21	25.36	26.64
手机类电池	销售金额（亿元）	8.86	27.12	20.23	19.05
	销售数量（亿只）	0.25	0.95	0.79	0.74
	平均单价（元/只）	35.50	28.67	25.50	25.83
其他消费类电 池	销售金额（亿元）	0.61	3.92	1.38	1.06
	销售数量（亿只）	0.03	0.21	0.07	0.07
	平均单价（元/只）	20.88	18.72	19.51	15.80
产销率		97.49%	97.33%	98.76%	101.50%

注：PACK产品包含多只电芯，折算为实际电芯数计算。

资料来源：公司提供

公司产品中PACK产品直接向小米、HP等终端客户销售；对于电芯产品，公司与终端客户签订长期框架协议，并对产能份额、销售数量等交易条件进行定期协商，新普科技、欣旺达等PACK厂客户则在公司与终端客户协商确定的交易条件下向公司采购电芯，电芯的销售价格、货款账期等具体交易条款由PACK厂与公司协商确定。近年公司电芯产品销售占比较高，PACK产品销售占比呈波动上升趋势，未来随着IPO募投的PACK扩产项目投产，公司向终端客户提供一站式锂电池解决方案的能力将会有所提升。

此外值得注意的是，公司与部分笔电及智能手机终端客户签署的供货协议中包含持续降价或最优惠价格及审计核价等价格不利条款，公司对客户的议价能力较弱。若公司无法根据终端客户需求持续推出新型号产品，或者无法通过生产工艺及生产效率的提升降低产品单位生产成本，上述价格不利条款将对公司经营业绩产生不利影响。

公司客户集中度较高，应收账款规模较大。2019-2021年公司前五大客户销售金额占营收比重分别为68.42%、69.89%和68.50%。在结算方面，公司一般向主要客户提供一定期限的应收账款信用账期，

受此影响，公司存在较大规模的应收账款，对公司营运资金形成了一定占用，且存在一定坏账风险。

表6 近年公司前五大客户名单（单位：亿元）

年度	客户名称	销售金额	占营业收入比重
2021年	新普科技 ¹	26.50	25.63%
	HP	12.45	12.04%
	欣旺达	11.35	10.98%
	德赛集团	10.44	10.10%
	小米	10.09	9.76%
	合计	70.82	68.50%
2020年	新普科技	19.20	27.56%
	小米	7.77	11.15%
	德赛集团	7.53	10.82%
	HP	7.24	10.39%
	欣旺达	6.94	9.97%
	合计	48.67	69.89%
2019年	新普科技	12.91	24.22%
	小米	7.43	13.93%
	飞毛腿	5.70	10.69%
	加百裕	5.25	9.84%
	顺达	5.19	9.74%
	合计	36.48	68.42%

资料来源：公司提供

公司外销占比较高，汇率波动对销售毛利率及净利润造成了较大影响。2019-2021年公司外销收入占主营业务收入的比例保持在65%以上，主要以美元结算，集中在国内保税区。公司外销订单交货周期一般在6周左右，合同签订至收入确认需要一定期限，若期间人民币升值将导致外销毛利率下降。此外，公司向外销客户提供了一定期限的信用账期，外币应收款项折算汇兑损益亦对公司利润水平造成影响。

表7 按区域构成的主营业务收入情况（单位：亿元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	8.89	30.86%	31.97	32.08%	21.97	32.55%	17.78	34.34%
外销	19.93	69.14%	67.70	67.92%	45.52	67.45%	34.01	65.66%
合计	28.83	100.00%	99.67	100.00%	67.49	100.00%	51.79	100.00%

资料来源：公司提供

2019-2021年公司汇兑收益分别为0.24亿元、-1.48亿元及-0.41亿元，其中2020年受人民币升值影响汇兑损失金额较大。为应对汇率波动风险，公司于2021年起开展外汇差额交易及远期结售汇业务，可一

¹ 该客户为台湾上市公司 AES-KY（证券代码：6781.TW），主要从事各类电池模组的生产制造。

定程度控制公司面临的汇率波动风险。

近年钴酸锂等主要原材料采购价格波动较大，对公司盈利水平的稳定性造成较大影响；公司对上游具有一定占款能力，经营效率表现尚可

公司营业成本主要由直接材料构成。2019-2021年公司直接材料占营业成本的比重分别为68.78%、69.33%和72.48%，直接材料占比呈小幅上升态势，系2021年以来原材料价格持续上涨所致。制造费用占比维持在20%左右，近年公司处于爬坡阶段的新投产产能较多，且产线自动化水平有所提升、产线折旧规模较大，若公司产能利用水平表现不佳，较大规模的制造费用亦将会对销售毛利率产生不利影响。

钴酸锂等原材料价格波动较大，对公司盈利能力的稳定性造成较大影响。公司主要原材料包括钴酸锂、隔膜、石墨、铝塑包装膜等通用物料，以及温度保险丝、保护板、电解液等专用物料；其中钴酸锂、隔膜、铜箔等包含金属的原材料价格波动较大，尤其钴酸锂采购金额占比高且采购价格波动大。目前，公司主要通过按季度与客户协商调整销售定价并将原材料价格波动向下游传导、在原材料价格处于下跌趋势时做好存货管理等方式进行成本管控；但当原材料价格大幅上涨时，下游对销售价格的调整存在一定时滞、且因市场竞争等影响调价幅度可能无法全部覆盖原材料价格的波动，原材料价格波动对公司盈利水平的稳定性有较大影响；其中2021年钴酸锂采购价格同比大幅上涨，而公司调价不充分，导致当年销售毛利率出现明显下降、且存货面临较大的跌价风险。

公司供应商集中度不高。2019-2021年向前五大供应商采购金额占采购总额的比重分别为34.46%、31.19%及32.90%；公司原材料以国产为主，以外币结算的原材料采购金额较少。在结算方面，供应商通常给予公司一定期限的信用账期。

公司对上游具有一定占款能力，经营效率表现尚可。2019年以来存货周转天数小幅上升，主要系公司对采用VMI模式²交货的客户HP的销售规模大幅提升、收入确认周期有所延长，以及2021年以来主要原材料价格持续增长、公司基于市场预期进行较大规模的战略备货所致。2021年受公司应付工程及设备款大幅增加影响，应付账款周转天数有所延长；公司应付账款周转天数长于应收账款周转天数，对上游具有一定占款能力。综合影响下，公司净营业周期保持在较低水平。

表8 公司营运效率指标（单位：天）

项目	2021年	2020年	2019年
净营业周期	12.00	38.77	26.04
存货周转天数	79.09	71.92	65.67
应收账款周转天数	91.98	105.81	105.17
应付账款周转天数	159.08	138.96	144.79

² VMI模式下，公司将产品交付至客户指定的VMI仓库，客户根据其生产需求自VMI仓库领用产品，公司按客户实际领用产品数量及金额确认收入实现。

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

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致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 12 家，具体如附录四所示。2019 年至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司变动情况如下表所示。

表9 公司纳入合并范围的一级子公司变更情况（单位：亿元）

变更期间	子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
2019年	珠海冠宇动力电池有限公司	100%	4.55	电池制造	投资设立
2020年	珠海冠宇微电池有限公司	100%	0.01	电池制造	投资设立
	Cosmx Power India Private Limited	100%	--	电池制造	投资设立
2021年	珠海冠宇先进新能源技术有限公司	100%	1.00	研究和试验发展	投资设立
	珠海冠启新材料有限公司	95.00%	0.10	新材料技术研发	投资设立
	珠海冠明投资有限公司	100%	0.10	投资	投资设立

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告、公司提供、公开资料，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模大幅增长，应收账款、存货规模较大且存在计提减值风险，在建工程规模较大，需关注未来产能消化情况

受经营规模扩张及 IPO 等因素影响，公司总资产规模近年保持较快增长。公司资产以应收账款、存货及固定资产为主。

截至 2022 年 3 月末，公司货币资金中受限货币资金为 9.25 亿元，主要为银行承兑汇票等借款保证金；同期存在一定规模的交易性金融资产已质押用做银行承兑汇票保证金。

公司应收账款规模较大、集中度较高，对营运资金形成较大占用，且存在一定坏账风险。公司应收账款规模较大且近年增长较快；2022 年 3 月末前五名应收账款余额占比合计 66.18%，应收账款集中度较高，账龄在 0~6 个月以内的应收账款账面余额占比为 99.35%；同期一定规模的应收账款已用于银行借款及综合授信抵押。若未来经济形势恶化或者客户自身发生重大经营困难，公司将面临一定的应收账款坏账风险。

公司存货规模较大，对营运资金形成较大占用，且主要原材料价格波动较为频繁，存货存在较大跌价风险。截至 2022 年 3 月末，公司存货较 2020 年末同比大幅增长 180.47%，主要系公司经营规模扩大，以

及2021年以来主要原材料价格持续上涨，公司基于市场预期进行较大规模战略备货所致。存货主要由原材料、库存商品、在产品及半成品构成，其中原材料及库存商品占比分别为52.15%、20.45%，其中近年库存商品规模增长较快，主要系公司与客户HP采用VMI模式交货，收入确认时间有所延长所致。公司主要采用订单生产模式，产品滞销风险相对可控，但主要原材料中钴酸锂等价格波动频繁且幅度较大，当销售价格无法及时随着原料价格波动进行调整时，存货存在跌价风险；2019-2021年及2022年1-3月公司存货资产减值损失分别为0.63亿元、0.98亿元、2.02亿元和0.46亿元。

公司固定资产主要以机器设备为主，近年随着产能扩建，固定资产账面价值及占比快速增加。截至2022年3月末，19.06亿元固定资产已用于银行综合授信抵押，此外值得注意的是，公司机器设备具有很强的专用性，而公司所处的电池行业技术迭代周期较短，若发生技术升级迭代或技术路线变化等情形，公司固定资产可能会发生减值，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

公司在建的消费锂电池电芯、动力电池扩产项目投资规模较大，需关注未来产能消化情况。2021年以来公司在建工程规模大幅增长，主要系公司继续在珠海、重庆新建消费锂电池电芯产能，以及在浙江嘉兴投资新建动力电池产能所致。截至2022年3月末，公司在建工程主要包括IPO募投项目等；在建工程转固后，公司固定资产及折旧规模将会大幅增长，若未来产能消化不及预期，将会对公司的业绩表现产生不利影响。同期公司长期待摊费用主要为公司本部及重庆冠宇待摊销的生产经营场所装修改造支出。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	26.47	14.46%	29.16	17.85%	11.48	13.37%	2.51	4.69%
交易性金融资产	6.14	3.35%	0.31	0.19%	0.02	0.03%	0.03	0.05%
应收账款	31.58	17.25%	29.37	17.98%	23.47	27.34%	17.22	32.20%
存货	29.39	16.05%	23.53	14.40%	10.48	12.21%	7.01	13.11%
流动资产合计	100.45	54.87%	87.56	53.60%	49.34	57.49%	30.61	57.23%
固定资产	43.91	23.98%	42.80	26.20%	28.49	33.19%	16.37	30.61%
在建工程	22.16	12.10%	17.61	10.78%	1.94	2.26%	2.17	4.06%
长期待摊费用	5.65	3.08%	5.22	3.19%	2.62	3.05%	1.17	2.19%
非流动资产合计	82.64	45.13%	75.80	46.40%	36.49	42.51%	22.87	42.77%
资产总计	183.09	100.00%	163.36	100.00%	85.82	100.00%	53.48	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营收规模增长较快，但原材料价格波动对盈利能力影响较大，汇率波动及资产减值损失亦对盈利水平形成一定影响

近年公司营业收入增长较快，但原材料价格波动对盈利能力影响较大。2019-2021年受益于公司产

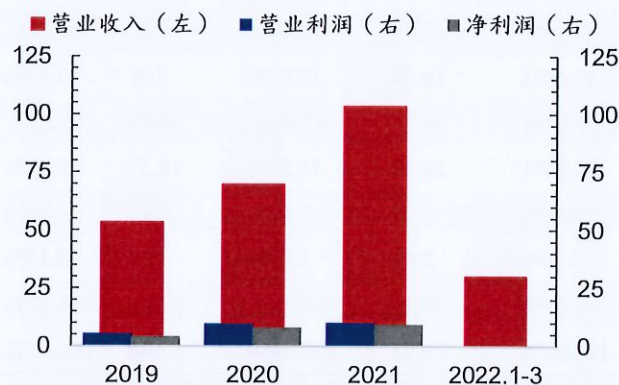
能快速扩张、下游需求较为充足，公司营收规模保持较快增长；但受主要原材料钴酸锂采购价格波动影响，销售毛利率存在较大波动，其中2021年钴酸锂采购价格持续上涨，公司销售毛利率大幅下降至25.15%；受毛利率波动影响，公司总资产回报率和EBITDA利润率等亦出现明显波动。

汇率波动对公司盈利水平形成了一定冲击。2019-2021年公司期间费用占营业收入的比例分别为14.57%、15.62%和13.21%，期间费用以管理费用和研发费用为主。2019年公司管理费用率较高，主要系当期确认员工股权激励计划的股份支付费用；此外，公司存在一定规模的外币存贷款，以及较大规模以外币结算的应收应付款项，汇率波动对公司财务费用率影响较大，其中受人民币兑美元升值影响，公司2020年汇兑净损失规模较大，占当期利润总额的比重达15.85%，财务费用率上升至2.95%。

资产及信用减值损失对公司利润水平造成了较大不利影响。2019-2021年公司资产减值损失及信用减值损失合计分别为-1.63亿元、-1.31亿元和-2.51亿元，主要为对存货及应收账款计提的减值准备，其中2021年存货减值准备计提规模较大，主要系当期存货原值余额同比大幅增长，同时主要原料钴酸锂采购均价同比大幅上涨、而销售价格调整不及时导致存货出现减值导致。此外，2019-2021年公司分别获得计入当期损益的政府补助0.34亿元、0.56亿元和0.92亿元，主要为政府发放的研发、技改及扩产项目补助。

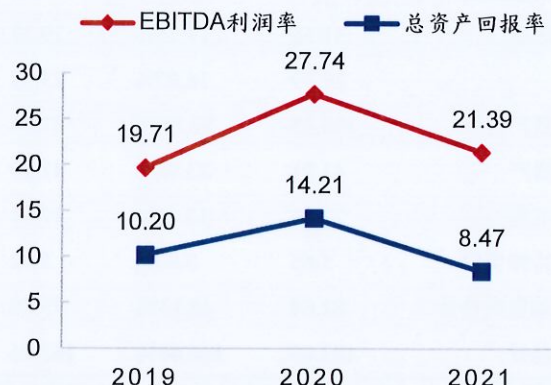
2022年1-3月，公司收入规模同比大幅增长至30.05亿元，而受原材料价格持续上涨导致毛利率下降，以及实施股权激励以及加大研发投入导致期间费用增长等因素影响，2022年1-3月公司归属于上市公司股东的净利润同比下降80.05%。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

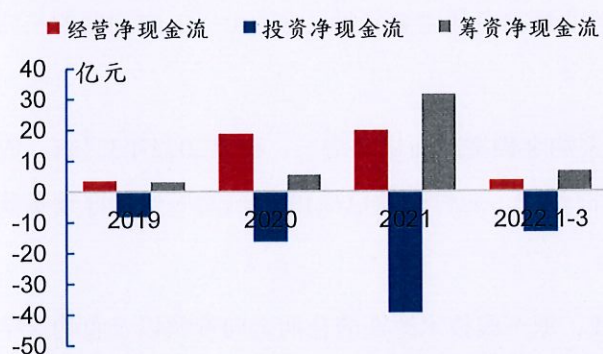
公司经营活动现金生成能力一般，在建及拟建项目投资规模较大，存在一定的建设资金压力

公司现金流生成能力一般。2019-2021 年公司收现比分别为 0.80、0.85 及 0.92，主业收现能力整体表

现一般。2019-2020年受益于销售毛利率持续提升，公司经营活动产生的现金流量净额增长较快，2021年经营净现金流增长幅度远低于营收增速，系当期原材料价格上涨，导致购买商品、接受的劳务支付的现金大幅增加。而受益于公司经营规模扩张，2019-2021年公司EBITDA及FFO均呈上升趋势，但受原材料价格上涨导致盈利能力有所下降影响，2021年EBITDA及FFO增速明显放缓。

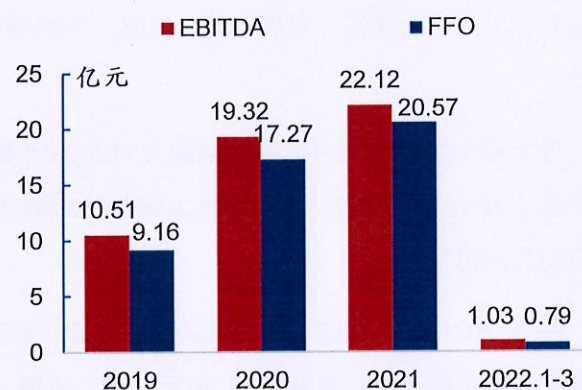
公司存在一定的建设资金压力。近年公司投资净现金流持续净流出且规模较大，系公司扩张产能导致购建厂房及生产设备支出较大。公司筹资活动现金流入主要来源于新增银行借款及IPO募集资金，其中2021年公司筹资活动现金流呈大额净流入，主要系当期公司成功IPO并募集资金净额21.04亿元。截至2022年3月末，公司主要在建及拟建工程包括IPO募投项目、本期债券募投项目等，考虑到公司在建及拟建项目投资规模较大，且随着公司经营规模扩大，营运资金需求亦会增加，而经营净现金流增长放缓，公司存在一定的资金压力，其资金需求预计将主要通过外部融资解决。

图7 公司现金流结构



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图8 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

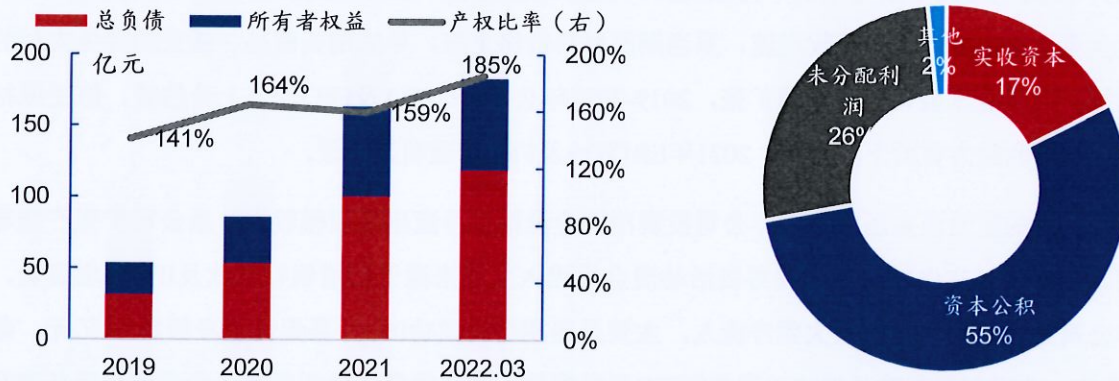
资本结构与偿债能力

公司资产负债率较高，且近年总债务规模快速增长，债务结构以短期债务为主，存在一定的偿债压力

随着生产经营规模逐年扩大，公司负债规模快速增长。近年公司通过经营积累及IPO，所有者权益规模有所增长；综合影响下，截至2022年3月末，公司产权比率为185%，所有者权益对负债的保障程度较低。

图9 公司资本结构

图10 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司负债以应付票据、应付账款等流动负债为主，2019-2021年流动负债占比均超过80%。

截至2021年末，公司短期借款主要包括1.64亿元保证抵押借款、3.24亿元信用借款、2.04亿元质押借款以及2.17亿元保证、质押借款；同期一年内到期的非流动负债主要包括2.18亿元一年内到期的长期借款。

近年应付票据及应付账款规模随公司业务规模及采购金额增加而快速增长，截至2022年3月末，应付票据主要由公司以银行承兑汇票方式与供应商结算而形成，应付账款包括19.05亿元应付工程设备款，其余均为应付货款。

截至 2021 年末，公司长期借款主要由建设新产线、原产线技术改造的长期定向贷款以及收购冠宇电源的并购贷款形成；包括 9.21 亿元保证、质押、抵押借款（含一年内到期部分），及 4.10 亿元保证质押借款等（含一年内到期部分），长期借款的利率区间为 1.311%-5.290%。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15.14	12.74%	9.10	9.06%	4.25	7.96%	3.03	9.68%
应付票据	23.23	19.54%	19.78	19.70%	6.65	12.45%	2.81	9.00%
应付账款	49.58	41.72%	42.89	42.72%	25.51	47.80%	13.05	41.74%
一年内到期的非流动负债	3.89	3.28%	2.58	2.57%	2.85	5.34%	3.18	10.19%
流动负债合计	98.94	83.25%	80.66	80.34%	43.35	81.22%	25.10	80.29%
长期借款	12.26	10.32%	12.62	12.57%	5.79	10.86%	2.22	7.10%
非流动负债合计	19.91	16.75%	19.74	19.66%	10.02	18.78%	6.16	19.71%
负债合计	118.84	100.00%	100.39	100.00%	53.37	100.00%	31.26	100.00%
总债务	54.52	45.88%	44.08	43.91%	19.64	36.80%	12.32	39.41%

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司债务主要为银行借款及应付银行承兑汇票，近年随着经营规模扩大总债务规模快速增长，截至

2022年3月末公司总债务达54.52亿元，债务结构以短期债务为主；考虑到公司货币资金及经营活动现金流规模相对较小，且存在较大的建设资金支出需求，公司存在一定的短期偿债压力。此外，若本期债券成功发行，公司债务规模将大幅提升。

图 11 公司债务占负债比重

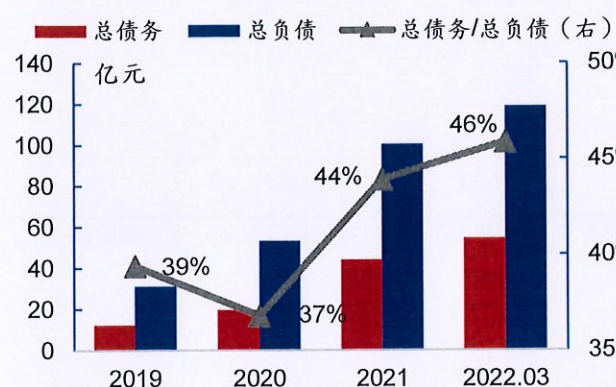
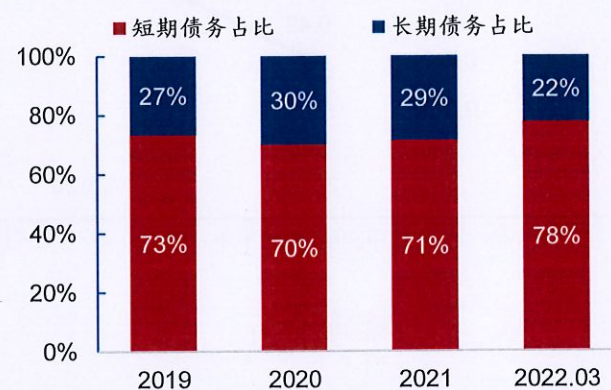


图 12 公司长短期债务结构



资料来源公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资料来源公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债水平较高。近年公司资产负债率波动上升，截至2022年3月资产负债率达64.91%，资产负债水平整体较高；而受益于近年经营规模扩张，EBITDA规模持续增长，且2021年公司成功IPO募集较大规模资金，EBITDA利息保障倍数指标表现较好，且EBITDA及FFO亦能对存量债务本金提供较好保障。

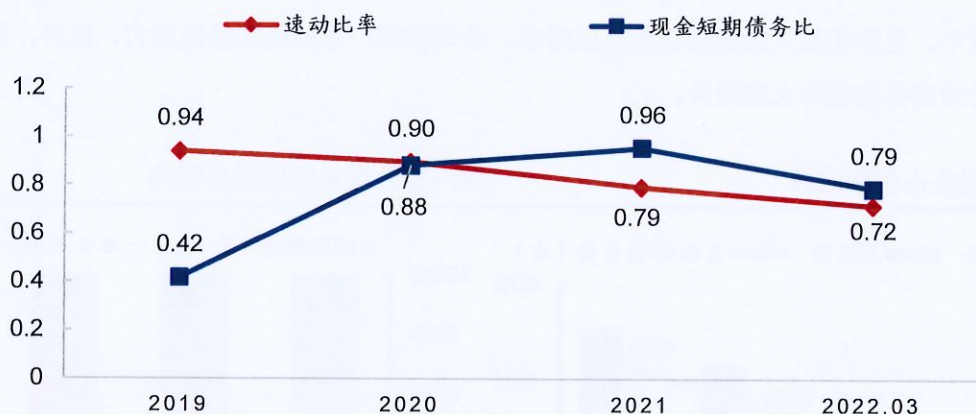
表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2021年	2020年	2019年
资产负债率	64.91%	61.45%	62.18%	58.45%
净债务/EBITDA	--	0.75	0.47	0.93
EBITDA 利息保障倍数	--	72.30	35.58	26.95
总债务/总资本	45.91%	41.18%	37.70%	35.66%
FFO/净债务	--	124.44%	189.89%	93.31%

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率表现较弱。近年公司产能及经营规模快速扩张，且原材料及工程、设备采购规模较大，带动短期借款、应付账款及应付票据规模快速增长，2019-2021年现金短期债务比及速动比率均小于1。根据公司提供的资料，截至2022年3月末，公司尚有一定规模的在合同有效期内的未使用银行授信，同期公司亦有一定规模的受限资产。此外，根据公司提供的资料，截至2022年3月末，公司控股股东珠海普瑞达及一致行动人重庆普瑞达仍存在尚未还清的大额借款，公司通过股东的外部支持等渠道获取流动性资源的能力一般。整体上看，公司融资弹性一般。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

八、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，报告查询日，公司本部、重庆冠宇从 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 2 月 19 日、珠海普瑞达从 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 2 月 21 日，均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。

或有事项分析

根据公司 2021 年年度报告，2021 年 12 月宁德新能源科技有限公司、东莞新能源科技有限公司向公司提起多宗专利侵权诉讼，目前相关诉讼案件仍处于早期阶段，相关结果的不确定性较大。中证鹏元将持续关注相关诉讼纠纷对公司造成的影响。

九、抗风险能力分析

公司是全球消费类聚合物软包锂离子电池主要供应商之一，其消费类锂电产品在高能量密度、安全性能、快充快放等方面亦有一定技术优势；近年公司通过新建产线及实施技改提升生产效率、扩张产能，目前拥有排名较前的消费类锂电池电芯产能规模及市场占有率，2019-2021 年主营业务收入复合增长率达 38.73%。此外，公司于 2021 年 10 月在上交所科创板上市，融资渠道得到拓宽，IPO 共募集资金净额 21.04 亿元，较好地提升了公司的资本实力。

但中证鹏元也注意到，截至 2021 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目总投资较大，项目建成后将新增较多消费类电池电芯、PACK 产能，而近年笔记本电脑、智能手机等消费电子出货量增长停滞，若未来市场需求不及预期，公司将面临产能无法顺利消化风险。此外，近年钴酸锂等主要原材料价格波动对公司盈利水平影响较大，且公司客户集中度较高，与部分终端客户签订的供货合同中包含价格不利条款，

应收账款规模较大，存在一定坏账风险，以及存在一定的汇率波动风险。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目达产后将对公司经营业绩的形成一定支撑。根据可转债可行性分析报告，叠片电池项目建成后，公司将会形成一定规模的叠片电池产能，可在一定程度满足现有客户的潜在需求；本次技改项目达产后将提高技改产线的生产及管理效率、提高盈利能力；而测试中心项目建成后，将有助于加速研发成果落地、推动产品更新换代。整体上看，本期债券募投项目建成后，将会对公司业绩形成一定支撑。但中证鹏元也注意到，目前公司暂无叠片电池大规模量产经验，本次技改项目及测试中心项目并不产生直接收益，募投项目建成后公司固定资产及折旧规模将大幅增加，若募投项目达产后相关产线产能消化不及预期，相关项目资产折旧将对公司盈利水平造成不利影响。

公司主营业务收益及经营现金流入是本期债券还本付息资金的主要来源。近年公司经营情况良好，主营业务收入及净利润规模保持增长，经营活动产生的现金流尚可。但中证鹏元也关注到，钴酸锂等原材料价格波动对公司主营业务的盈利能力影响较大，且公司所处消费锂电行业竞争较为激烈，下游消费电子行业近年增长相对停滞，公司主要在建及拟建的消费锂电产能能否实现预期收益、以及公司能否持续保持良好的经营业绩均存在一定不确定性。

此外，本期债券为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，可视为偿债保障方式之一，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

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本评级机构网站（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。

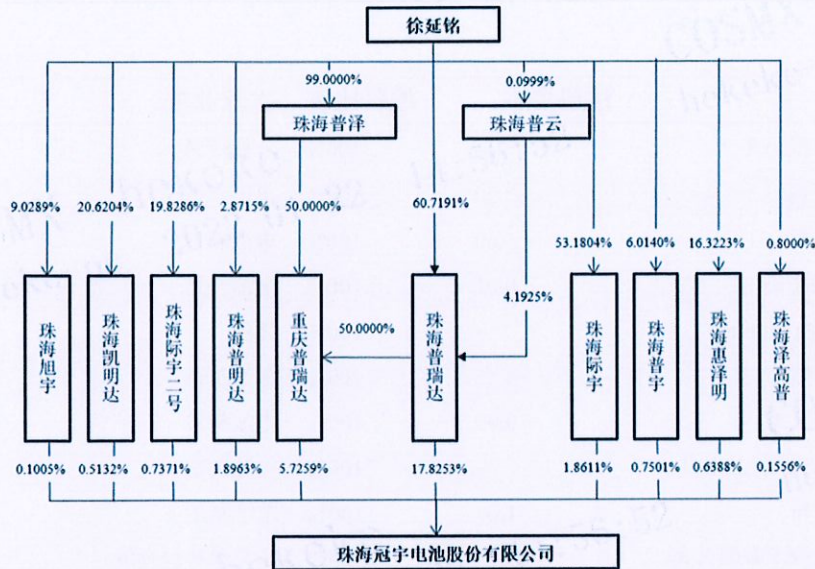
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	26.47	29.16	11.48	2.51
应收票据	0.00	0.02	0.37	0.61
应收账款	31.58	29.37	23.47	17.22
存货	29.39	23.53	10.48	7.01
流动资产合计	100.45	87.56	49.34	30.61
固定资产	43.91	42.80	28.49	16.37
在建工程	22.16	17.61	1.94	2.17
长期待摊费用	5.65	5.22	2.62	1.17
非流动资产合计	82.64	75.80	36.49	22.87
资产总计	183.09	163.36	85.82	53.48
短期借款	15.14	9.10	4.25	3.03
应付票据	23.23	19.78	6.65	2.81
应付账款	49.58	42.89	25.51	13.05
一年内到期的非流动负债	3.89	2.58	2.85	3.18
流动负债合计	98.94	80.66	43.35	25.10
长期借款	12.26	12.62	5.79	2.22
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.10	1.07
非流动负债合计	19.91	19.74	10.02	6.16
负债合计	118.84	100.39	53.37	31.26
总债务	54.52	44.08	19.64	12.32
归属于母公司的所有者权益	64.26	62.98	32.46	22.21
营业收入	30.05	103.40	69.64	53.31
净利润	0.51	9.45	8.17	4.32
经营活动产生的现金流量净额	3.58	19.88	18.76	3.50
投资活动产生的现金流量净额	-13.31	-39.37	-16.30	-8.16
筹资活动产生的现金流量净额	6.54	31.46	5.35	3.11
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	18.98%	25.15%	31.17%	28.26%
EBITDA 利润率	--	21.39%	27.74%	19.71%
总资产回报率	--	8.47%	14.21%	10.20%
产权比率	184.98%	159.43%	164.44%	140.68%
资产负债率	64.91%	61.45%	62.18%	58.45%
净债务/EBITDA	--	0.75	0.47	0.93
EBITDA 利息保障倍数	--	72.30	35.58	26.95
总债务/总资本	45.91%	41.18%	37.70%	35.66%

FFO/净债务	--	124.44%	189.89%	93.31%
速动比率	0.72	0.79	0.90	0.94
现金短期债务比	0.79	0.96	0.88	0.42

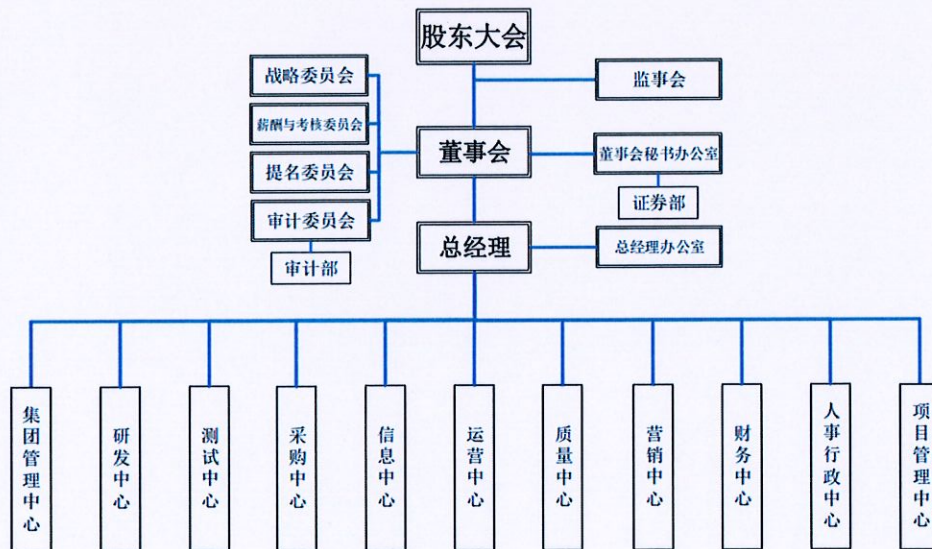
资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	控股比例	主营业务
冠宇电池（香港）有限公司	--	100%	一般贸易
重庆冠宇电池有限公司	7.20	100%	电池制造
珠海冠宇电源有限公司	3.60	100%	电池制造
珠海冠宇新能源有限公司	0.01	100%	电池制造
Mountain Top Holdings Limited	--	100%	投资
珠海冠宇动力电池有限公司	4.55	100%	电池制造
珠海冠宇微电池有限公司	0.01	100%	电池制造
Cosmx Power India Private Limited	--	100%	电池制造
浙江冠宇电池有限公司	1.00	100%	电池制造
珠海冠宇先进新能源技术有限公司	1.00	100%	研究和试验发展
珠海冠启新材料有限公司	0.10	95.00%	新材料技术研发
珠海冠明投资有限公司	0.10	100%	投资

资料来源：公司 2021 年审计报告、公司提供、公开资料，中证鹏元整理

附录五 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。

附录六 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。