东兴证券 DONGXING SECURITIES

骆驼股份（601311）：有望成为低压电池全方位解决方案厂商

2020 年 08 月 23 日

推荐/维持

骆驼股份 | 公司报告

中报摘要：骆驼股份 2020 年上半年营收 40.7 亿元，同比下滑 6.1%；归母净利润 2.4 亿元，同比下滑 20.4%，扣非仅下滑 8.3%。公司 2020 年上半年毛利率为 20%，同比提升 2%；净利率为 5.8%，同比下滑 1.5%。

骆驼股份有望成为综合能源解决方案厂商。48V 方面，骆驼电池在 2020H1 成功配套东风日产启辰车型量产。12V 方面，**目前大部分新能源车型仍然使用铅酸蓄电池作为低压电池**，但公司提前布局低压锂电，正在与多家欧美高端车企对接。**如能成功量产 12V 锂电，公司将对低压电池全覆盖，在新能源替代燃油车的变革中完全保持中性。**换电方面，公司已与储能公司、主机厂和政府达成意向。储能电池方面，骆驼新能源 MWh 级储能系统已经上线。

启停电池逐渐进入后市场，ASP 有望稳步提升。配套自动启停功能的蓄电池单价是普通蓄电池的 2 倍。启停电池 2016 年左右才开始上量，今年首批启停电池进入更换期，后市场总容量将稳步提升。公司依托前装的龙头优势，2020H1 后市场销量同比增长 5.4%，其中二季度同比增长 21%，维持 25%的市占率。我们看好骆驼股份在启停电池主导的后市场中继续扩张。

前装业务在逆境中跑赢市场，经营韧性很强。骆驼股份的主要产能位于湖北，上半年有 50 余天不能正常运营。在诸多不利因素下，公司上半年前装销量仍能增长 1%，其中启停电池前装业务上半年同比增长 20%，体现了较强的管理能力。上半年，公司在前装市场的份额提升 4%至 49%。公司近期完成了奥迪、上汽通用、北京现代等客户的启停电池切换，成功导入红旗、东风悦达起亚的启停电池业务，未来增速有望持续超出市场。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 94.7/110/122.6 亿元，净利润分别为 6.58/7.69/9 亿元，对应 EPS 分别为 0.76/0.89/1.04 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 11.9/10.2/8.7x。我们看好公司后市场业务的长期 ASP 与份额成长，维持“推荐”评级。

风险提示：汽车销量不及预期；12V 锂电业务进展不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,023	9,465	10,999	12,259	13,038
增长率（%）	-2.2%	4.9%	16.2%	11.5%	6.3%
归母净利润（百万元）	595	658	769	900	1,020
增长率（%）	5.3%	12.3%	15.6%	17.4%	13.3%
净资产收益率（%）	9.1%	9.5%	10.2%	10.9%	11.3%
每股收益(元)	0.69	0.76	0.89	1.04	1.18
PE	13.1	11.9	10.2	8.7	7.7
PB	1.20	1.12	1.04	0.95	0.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司为一家专业从事先进电池研发、生产、销售、回收的综合性高新技术企业，是国内最大的蓄电池制造公司之一。主要从事蓄电池的制造和销售，主要产品是用于汽车起动、电动道路车辆牵引、电动助力车动力用的铅酸蓄电池。公司已建立了完善的销售与服务网络，已成为东风汽车、神龙汽车、一汽大众、上海大众、福特、通用、北京现代、江淮汽车、重庆长安等家国内汽车生产厂商的主要供应商之一。

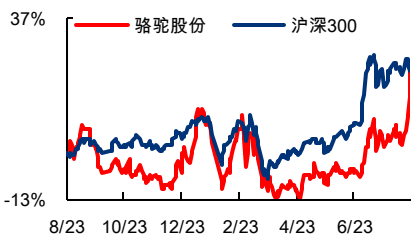
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020 年 10 月 发布 2020 年三季报

交易数据

52 周股价区间（元）	9.06-6.32
总市值（亿元）	101.63
流通市值（亿元）	101.63
总股本/流通 A 股（万股）	112,170/112,170
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.4%

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘一鸣

021-25102862 liu_ym@dxzq.net.cn

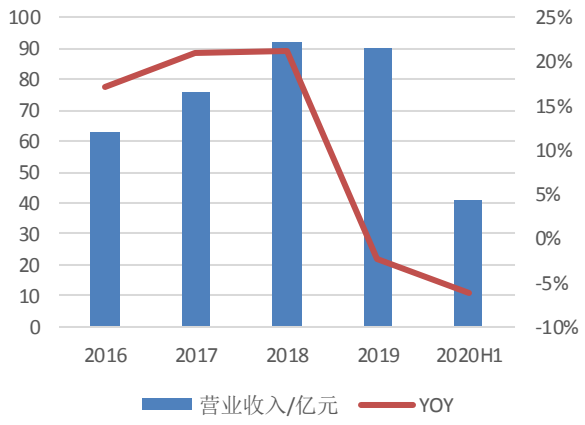
执业证书编号: S1480520050003

研究助理：张觉尹

021-25102862 zhangjueyin@dxzq.net.cn

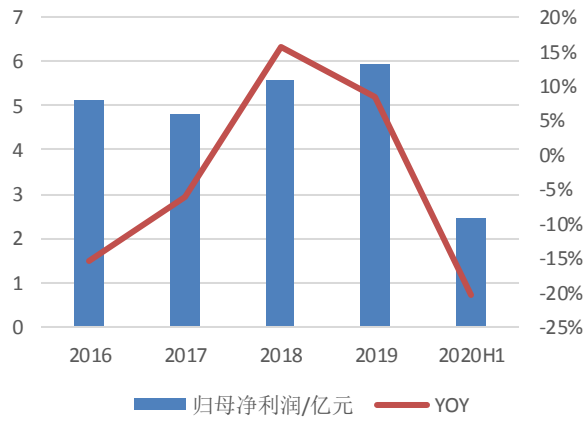
执业证书编号: S1480119070035

图1：骆驼股份营业总收入及同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图2：骆驼股份归母净利润及同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

表1：骆驼股份主要业务销量

骆驼股份销量	2016	2017	2018	2019
铅酸电池（KVAH）	22,071,280	22,660,770	23,528,403	24,578,200
再生铅/万吨			17.4	27.4

资料来源：公司年报；东兴证券研究所

表2：骆驼股份铅酸蓄电池市占率

骆驼股份国内份额	2017	2018	2019	2020H1
OEM	38%	39%	45%	49%
AM	25%	25%	25%	25%
线上			35%	

资料来源：公司年报；东兴证券研究所

表3：骆驼股份新型业务同比增速

	2017	2018	2019	2020h1
自动启停业务增速	150%	110%	60%	20%
线上业务增速		255%	260%	

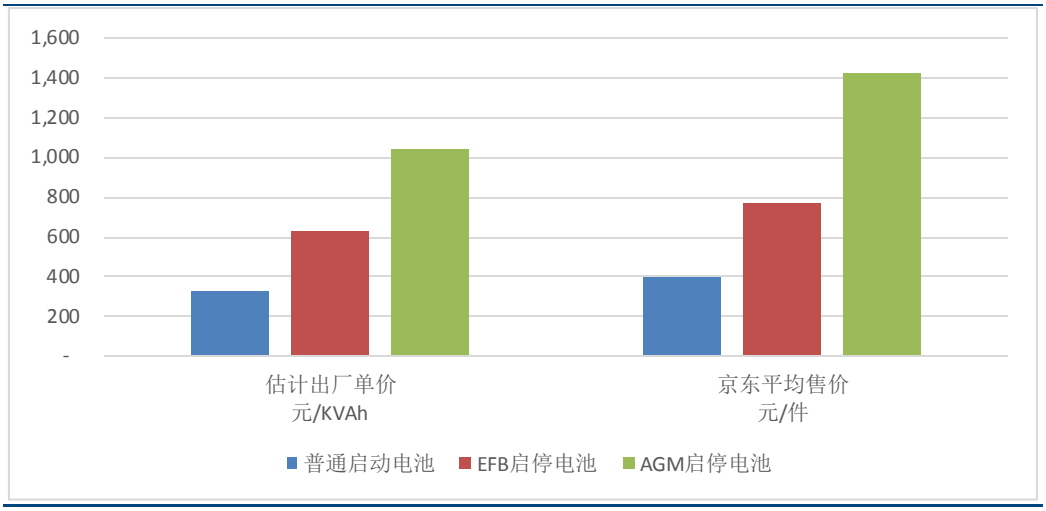
资料来源：公司年报；东兴证券研究所

表4：乘用车主要维护保养项目及费用

	单次材料费用	单次人工	单次总费用	更换周期/万公里	消费频率（次/年）	年均消费/元
机油机滤	225	50	275	0.5	2.40	660
轮胎	1,380	100	1,480	6.0	0.20	296
蓄电池	514	50	564		0.40	226
火花塞	400	50	450	4.0	0.30	135
洗车	-	30	30		4.00	120
空气空调滤芯	140	50	190	2.0	0.60	114
刹车片	225	100	325	8.0	0.15	49
雨刮器	78	-	78		0.50	39

资料来源：京东；东兴证券研究所

图3：普通启动电池与两种自动启停电池的后市场价格对比



资料来源：京东 www.jd.com；东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	5199	5415	5975	6662	7383	**营业收入**	9224	9023	9465	10999	12259
货币资金	537	781	685	874	931	**营业成本**	7511	7415	7729	8906	9852
应收账款	1320	1123	1426	1657	1847	营业税金及附加	435	387	406	472	526
其他应收款	174	139	146	169	189	营业费用	473	510	473	577	644
预付款项	113	92	68	42	13	管理费用	224	311	308	357	398
存货	1749	1780	1906	2196	2429	财务费用	122	126	92	98	90
其他流动资产	501	471	491	642	732	研发费用	79	92	95	110	123
非流动资产合计	5503	6022	5821	5912	5977	资产减值损失	73	-11	0	0	0
长期股权投资	411	490	490	490	490	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	2531	2491	2484	2557	2605	投资净收益	11	71	72	72	72
无形资产	435	445	458	470	482	加：其他收益	223	378	306	306	306
其他非流动资产	192	213	0	0	0	**营业利润**	620	650	741	857	1006
资产总计	10702	11437	11797	12574	13359	营业外收入	1	5	0	0	0
流动负债合计	2850	3029	3298	3455	3497	营业外支出	6	15	0	0	0
短期借款	893	749	990	960	763	**利润总额**	615	640	741	857	1006
应付账款	479	501	423	488	540	所得税	41	36	63	73	85
预收款项	196	249	319	392	477	**净利润**	574	604	678	784	920
一年内到期的非流动负债	0	555	555	555	555	少数股东损益	14	9	20	15	20
非流动负债合计	1641	1484	1013	1037	1079	归属母公司净利润	559	595	658	769	900
长期借款	711	672	672	672	672	**主要财务比率**					
应付债券	610	452	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	4491	4513	4311	4491	4577	**成长能力**					
少数股东权益	372	399	419	434	454	营业收入增长	21.08%	-2.17%	4.90%	16.21%	11.46%
实收资本（或股本）	848	864	864	864	864	营业利润增长	2.76%	4.86%	14.02%	15.59%	17.38%
资本公积	1030	1235	1235	1235	1235	归属于母公司净利润增长	15.83%	6.39%	10.62%	16.82%	17.07%
未分配利润	3572	3978	4373	4835	5375	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	5840	6525	6966	7547	8228	毛利率(%)	18.57%	17.82%	18.35%	19.03%	19.64%
负债和所有者权益	10702	11437	11797	12574	13359	净利率(%)	6.22%	6.70%	7.17%	7.13%	7.51%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	5.23%	5.20%	5.58%	6.12%	6.74%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	9.58%	9.12%	9.45%	10.19%	10.94%
经营活动现金流	539	811	92	756	795	**偿债能力**					
净利润	574	604	678	784	920	资产负债率(%)	42%	39%	37%	36%	34%
折旧摊销	326	344	235	256	282	流动比率		1.79	1.81	1.93	2.11
财务费用	122	126	92	98	90	速动比率		1.20	1.23	1.29	1.42
应收帐款减少	106	197	-303	-231	-190	**营运能力**					
预收帐款增加	83	53	70	73	86	总资产周转率	0.91	0.82	0.81	0.90	0.95
投资活动现金流	-434	-542	231	-270	-270	应收账款周转率	7	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	20.97	18.42	20.48	24.13	23.85
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	11	71	72	72	72	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.69	0.76	0.89	1.04
筹资活动现金流	-236	-96	-418	-297	-469	每股净现金流(最新摊薄)	-0.15	0.20	-0.11	0.22	0.07
应付债券增加	28	-158	-452	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.88	7.55	8.06	8.74	9.52
长期借款增加	116	-38	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	15	0	0	0	P/E	13.73	13.13	11.89	10.18	8.69
资本公积增加	10	205	0	0	0	P/B	1.32	1.20	1.12	1.04	0.95
现金净增加额	-131	174	-96	189	57	EV/EBITDA	8.80	8.51	8.77	7.56	6.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	骆驼股份（601311）：线上线下齐发力，再生模式铸闭环	2020-04-28
公司普通报告	骆驼股份（601311）：售后市场与启停电池打开增长之门	2020-02-13
行业深度报告	汽车后市场产业：“后”积薄发，“后”发制人	2020-04-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

研究助理简介

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526