

证券研究报告—动态报告

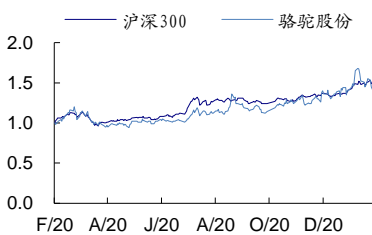
汽车汽配

汽车零部件 II

骆驼股份(601311)
买入
2020 年业绩预告点评

(维持评级)

2021 年 02 月 01 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,122/1,122
总市值/流通(百万元)	9,961/9,961
上证综指/深圳成指	3,483/14,822
12 个月最高/最低(元)	11.97/7.23

相关研究报告:

《骆驼股份-601311-2020 年三季报点评: Q3 利润+82%, 营收及扣非利润创历史新高》——2020-10-23

《骆驼股份-601311-2020 半年报点评: 疫情影响逐步淡化, 业绩增长势头良好》——2020-08-21

《骆驼股份-601311-2020 年一季报点评: 疫情管控致 Q1 业绩下滑, 全年可期》——2020-04-30

《骆驼股份-601311-2019 年年报点评: 业绩符合预期, 蓄电池闭环产业链逐步完善》——2020-04-28

《骆驼股份-601311-深度报告: 聚焦起动车电池, 细分龙头再起航》——2020-01-06

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814
 E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩超预期, 市占率持续提升的低估值细分赛道龙头

● 2020 归母净利润增长 18%+, 业绩超预期

公司公布 2020 年业绩预告, 2020 年全年, 预计归母净利润为 7.03-7.63 亿元, 同比增加 18.11%-28.19%; 扣非净利润为 5.59-6.19 亿元, 同比增加 18.08%-30.76%。单 Q4 归母净利润为 2.52-3.12 亿元, 同比增加 44%-78%; 扣非净利润为 1.38-1.98 亿元, 同比增加 7%-53%。业绩增长的主要原因是公司生产效率及产能利用率提高, 汽车用电池销量及市占率实现增长, 主营业务收入增加, 盈利能力加强, 经营管理水平提升, 以及投资的金融资产公允价值上升。

● 新项目、新车型持续落地, 积极切入低压锂电市场

2020 年上半年, 公司顺利导入红旗、广州本田、长安马自达等 5 款车型的量产供货, 并完成奥迪、上汽通用等 6 款车型的切换供货, 其中 9 款车型都是 AGM 启停电池。公司 2020 年度的 26 个配套新项目开发如期进行, 与福特、通用、日产、本田等 9 个海外项目开发也在持续推进中。同时, 公司积极切入锂电池低压应用, 48V 启停项目独家配套东风日产, 12V 项目也已经与多家欧美高端 OEM 进行技术对接。

● 三季度铅酸电池销量+23%, 市占率进一步提升

骆驼股份是起动车电池龙头企业 (2020 年中报 OEM 市占率 48%、AM 市占率 25%), 布局铅酸电池循环产业链 (生产-销售-回收-再制造) 和新能源电池循环产业链, 单 Q3 公司铅酸电池销量同比+23% (疫情导致部分海外竞争对手供应不及时, 骆驼品牌认知度和市占率进一步提升), 截至三季度末, 主要产品铅酸蓄电池销量累计 1,981.5 万 KVAH, 同比增长约 11%。公司主业在 Q4 继续保持良好发展态势, 主要得益于公司管理流程的持续优化和维护替换市场渠道下沉成效的显现。

● 风险提示

宏观经济和市场波动; 原材料价格波动; 行业竞争加剧; 境外经营。

● 低估值细分赛道龙头, 上调盈利预测, 维持“买入”评级

上调盈利预测, 预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.65/0.81/1.02 元 (原预测为 0.60/0.70/0.83), 对应 PE 为 14/11/9x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,023	10,269	12,217	14,748
(+/-%)	-2.2%	13.8%	19.0%	20.7%
净利润(百万元)	595	734	910	1139
(+/-%)	6.4%	23.3%	24.0%	25.2%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.65	0.81	1.02
EBIT Margin	4.4%	4.6%	5.5%	6.5%
净资产收益率(ROE)	9.1%	10.3%	11.7%	13.1%
市盈率(PE)	12.9	13.6	11.0	8.7
EV/EBITDA	16.5	19.2	15.0	12.1
市净率(PB)	1.18	1.40	1.28	1.15

资料来源: 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 归母净利润增长 18%-28%，Q4 增长提速，业绩超预期：公司公布 2020 年业绩预告，2020 年全年，预计归母净利润为 7.03-7.63 亿元，同比增加 18.11%-28.19%；扣非净利润为 5.59-6.19 亿元，同比增加 18.08%-30.76%。单 Q4 归母净利润为 2.52-3.12 亿元，同比增加 44%-78%；扣非净利润为 1.38-1.98 亿元，同比增加 7%-53%。**业绩增长的主要原因是：**

1) 主营业务影响。公司通过在汽车用电池领域全产业链的布局，发挥规模与协同效应，生产效率及产能利用率显著提高；通过销售渠道不断下沉、客户结构调整及服务水平的提升，2020 年公司汽车用电池产销量及市场占有率均实现增长，主营业务收入较上年增加；公司持续强化科技创新、优化产品结构、加强成本和费用管控、增强产品竞争力，2020 年度主营业务盈利能力进一步提升；公司同时推进组织架构优化，加强人力资源管理，提高集团管控效率，实现经营管理水平的提升。

2) 非经营性损益的影响。公司投资的其他非流动金融资产公允价值变动损益增加。

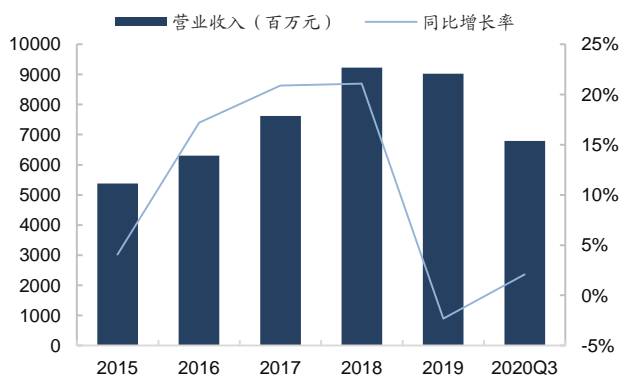
表 1: 骆驼股份 2020 年业绩预告

项目	2020 年	同比	2019 年
归母净利润	7.03-7.63 亿元	18.11%-28.19%	5.95 亿元
扣非净利润	5.59-6.19 亿元	18.08%-30.76%	4.73 亿元
单 Q4 归母净利润	2.52-3.12 亿元	44.00%-78.29%	1.75 亿元
单 Q4 扣非净利润	1.38-1.98 亿元	6.98%-53.49%	1.29 亿元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

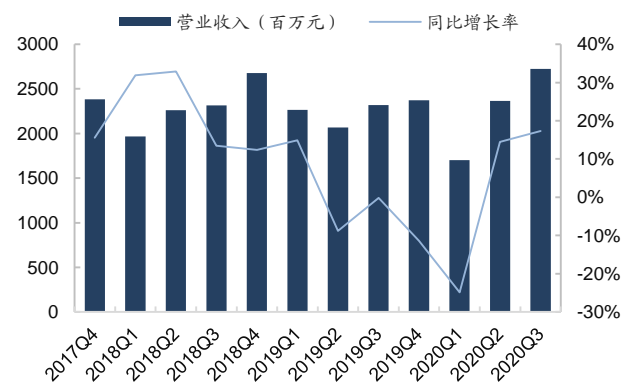
公司 2020 年前三季度实现营收 67.89 亿，同比+2.08%，实现归母净利润 4.51 亿，同比+7.2%，实现扣非归母净利润 4.21 亿，同比+22%。单三季度来看，公司实现营收 27.22 亿，同比+17%，实现归母净利润 2.06 亿，同比+82%，扣非利润+89%。总结来看，**2020 年第三季度骆驼股份营收、扣非净利创历史新高，营收符合预期，利润高增长（略超预期），业绩表现亮眼。**

图 1: 公司营业收入及增速



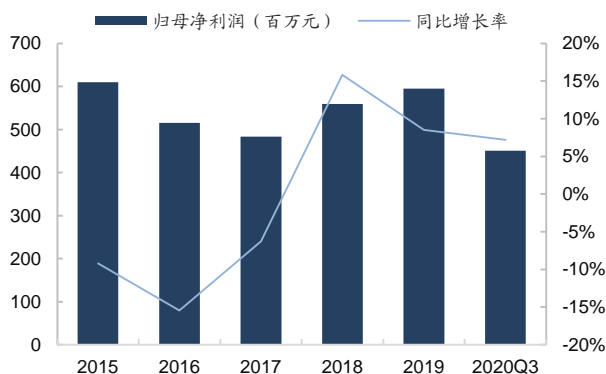
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速



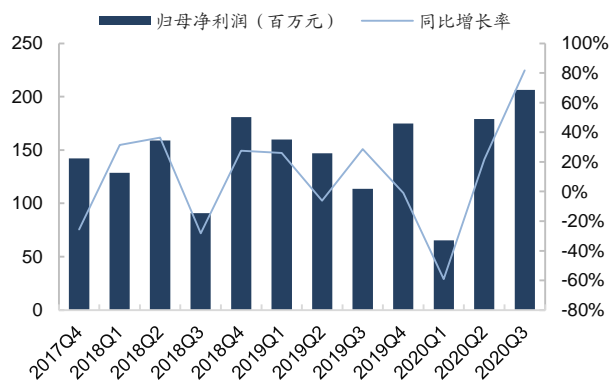
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

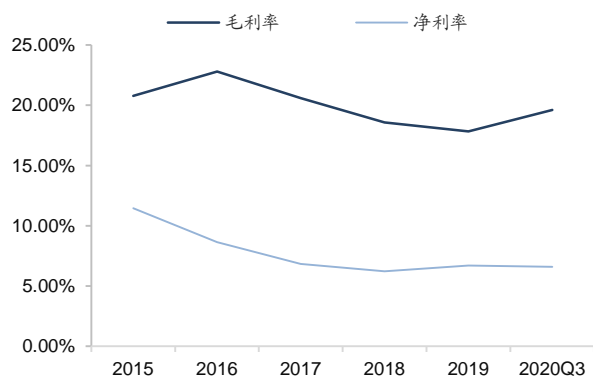
图 4: 公司单季度净利润及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

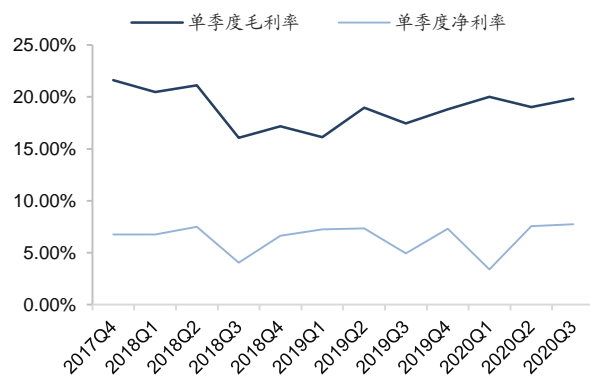
公司前三季度毛利率为 19.60%，同比上升 2.13pct，净利率为 6.60%，同比上升 0.12pct。单三季度毛利率为 19.83%，同比上升 2.38pct，环比上升 0.79pct，净利率为 7.75%，同比上升 2.80pct，环比上升 0.19pct。毛利率提升的主要原因有：公司内部销售结构改善，低毛利率的再生铅外销比例减少，电池客户结构改善，公司成本管控到位等。

图 5: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

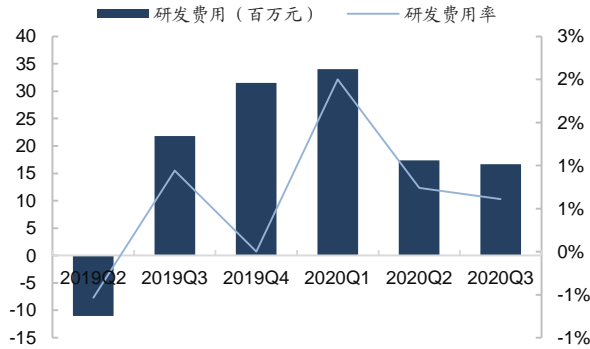
图 6: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

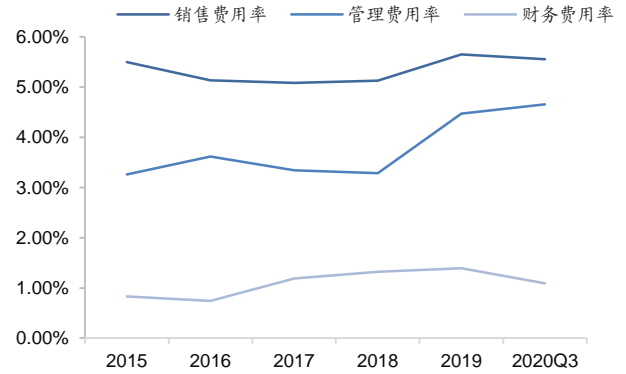
前三季度四费率为 11.30%，同比上升 0.28pct，单三季度四费率 9.90%，同比下降 2.14pct，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 3.21/0.61/5.69/0.39%，同比变动-0.16/-0.33/0.36/-1.08pct。

图 7: 公司单季度研发费用及费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 (注: 此处管理费用率中含销售费用率)

三季度铅酸电池销量+23%，市占率进一步提升。骆驼股份是起动电池的龙头企业（2020 年中报显示 OEM 市占率 48%、AM 市占率 25%），布局铅酸电池循环产业链（生产-销售-回收-再制造）和新能源电池循环产业链。公司配套市场业务 2-3 月销售情况因疫情影响低于同期，后期随着汽车产业链逐步复工复产，公司产能及时恢复，4-6 月各月销量均赶超同期（2020 年上半年公司配套市场业务累计销量同比增长约 1%，优于行业水平，其中启停电池配套量同比增长近 20%，商用车配套量同比增长约 4.3%），7-9 月开始呈现一定幅度的同比正增长，主要得益于公司管理流程的持续优化和维护替换市场渠道下沉成效的显现。**单 Q3 公司铅酸电池销量同比+23%（疫情导致部分海外竞争对手供应不及时，骆驼品牌认知度和市占率进一步提升），截至第三季度末，公司主要产品铅酸蓄电池销量累计实现 1,981.5 万 KVAH，同比增长约 11%。**

截至上半年，公司 2020 年度 26 个配套新项目开发按计划进行，与福特、上汽大通、通用、起亚、日产、本田等 9 个海外项目开发也在推进中，为后期配套市场份额的提升提供了强有力的保障。

公司顺利导入红旗 HS5\HS7、东风悦达起亚新 K5、智跑、广州本田飞度、长安马自达 CX-30 5 款车型量产供货，前三款车型配套电池均为 AGM 启停电池；完成奥迪 A6L、Q5L、A4L、北京现代悦纳、上汽通用探界者、昂科威 6 款车型的切换供货，全部为 AGM 启停电池。

风险提示：宏观经济和市场波动；原材料价格波动风险；行业竞争加剧；境外经营。

投资建议：公司作为国内起动电池龙头，市场份额稳步提升，聚焦起动电池产业链，加速海外布局，发力再生铅业务，打造“生产-销售-回收-拆解-再生产”产业链。考虑公司市占率持续提升，上调盈利预测，预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.65/0.81/1.02（原预测为 0.60/0.70/0.83），对应 PE 分别为 14/11/9 倍，低估值细分赛道龙头，维持“买入”评级。

可比公司估值：选取的可比公司玲珑轮胎和公司都是汽车后市场核心产品公司标的、中鼎股份和公司同为传统赛道细分龙头。可比公司 2021 年平均 PE 为 19 倍，参考公司历史 PE 和可比公司估值水平，给予骆驼股份 21 年目标 PE 为 16-18 倍，对应 21 年 EPS 的股价为 13.0-14.6 元，距当前股价有 47%-66%的提升空间，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601966	玲珑轮胎	买入	42.96	590	1.39	1.73	1.99	31	25	22
887	中鼎股份	无评级	9.94	121	0.49	0.39	0.60	20	25	17
	平均				0.94	1.06	1.30	26	25	19
601311	骆驼股份	买入	8.88	100	0.69	0.65	0.81	13	14	11

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	781	1931	2525	3254	营业收入	9023	10269	12217	14748
应收款项	1262	1266	1506	1818	营业成本	7415	8402	9923	11912
存货净额	1780	1946	2301	2775	营业税金及附加	387	442	525	634
其他流动资产	1405	1027	1222	1475	销售费用	510	526	611	708
流动资产合计	5415	6370	7754	9522	管理费用	311	429	482	534
固定资产	3413	3424	3244	3001	财务费用	126	111	88	76
无形资产及其他	445	427	409	391	投资收益	71	42	52	60
投资性房地产	1675	1675	1675	1675	资产减值及公允价值变动	11	0	0	0
长期股权投资	490	500	510	520	其他收入	293	386	337	280
资产总计	11437	12395	13592	15110	营业利润	650	788	977	1224
短期借款及交易性金融负债	1304	1000	1000	1000	营业外净收支	(10)	0	0	0
应付款项	1043	1407	1663	2006	利润总额	640	788	977	1224
其他流动负债	682	949	1119	1343	所得税费用	36	43	54	67
流动负债合计	3029	3356	3783	4349	少数股东损益	9	11	14	17
长期借款及应付债券	1125	1125	1125	1125	归属于母公司净利润	595	734	910	1139
其他长期负债	359	409	459	509					
长期负债合计	1484	1534	1584	1634					
负债合计	4513	4890	5366	5982					
少数股东权益	399	408	418	432					
股东权益	6525	7098	7807	8696					
负债和股东权益总计	11437	12395	13592	15110					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	595	734	910	1139
资产减值准备	(62)	3	(0)	(1)
折旧摊销	338	303	347	361
公允价值变动损失	(11)	0	0	0
财务费用	126	111	88	76
营运资本变动	(115)	892	(314)	(424)
其它	67	5	11	14
经营活动现金流	813	1938	954	1090
资本开支	(632)	(300)	(150)	(100)
其它投资现金流	(184)	(12)	0	0
投资活动现金流	(894)	(322)	(160)	(110)
权益性融资	18	0	0	0
负债净变化	(38)	0	0	0
支付股利、利息	(230)	(161)	(200)	(251)
其它融资现金流	843	(304)	0	0
融资活动现金流	325	(466)	(200)	(251)
现金净变动	243	1150	594	729
货币资金的期初余额	537	781	1931	2525
货币资金的期末余额	781	1931	2525	3254
企业自由现金流	(31)	1341	523	745
权益自由现金流	774	932	440	672

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.69	0.65	0.81	1.02
每股红利	0.27	0.14	0.18	0.22
每股净资产	7.55	6.33	6.96	7.75
ROIC	5%	6%	8%	11%
ROE	9%	10%	12%	13%
毛利率	18%	18%	19%	19%
EBIT Margin	4%	5%	6%	7%
EBITDA Margin	8%	8%	8%	9%
收入增长	-2%	14%	19%	21%
净利润增长率	6%	23%	24%	25%
资产负债率	43%	43%	43%	42%
息率	3.0%	2.1%	2.6%	3.3%
P/E	12.9	13.6	11.0	8.7
P/B	1.2	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	16.5	19.2	15.0	12.1

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032