

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)

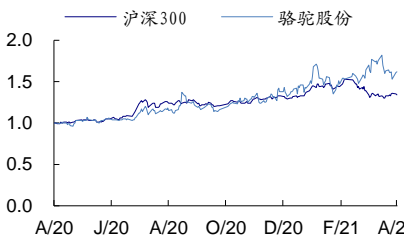
买入

2020 年快报暨 2021 年一季报预告点评

(维持评级)

2021 年 04 月 08 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)	11,991/11,991
上证综指/深圳成指	3,480/13,979
12 个月最高/最低(元)	12.11/7.23

相关研究报告:

《骆驼股份-601311-2020 年业绩预告点评: 业绩超预期, 市占率持续提升的低估值细分赛道龙头》——2021-02-01
 《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

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

Q1 表现靓丽, 三大市场齐头并进, 产品结构持续升级

● Q4 利润增长加速, 三大市场齐头并进

2020 年, 公司实现营业收入 96 亿元, 同比+7%; 归母净利润 7 亿元, 同比+22%; 扣非 6 亿元, 同比+30%。公司全年铅酸蓄电池销量 2810 万 KVAH, 同比+14%。拆分单 Q4 公司实现营业收入 28.51 亿元, 同比+20%; 归母净利润 2.76 亿元, 同比+58%; 扣非 1.95 亿元, 同比+51%, 我们测算单 Q4 铅酸蓄电池销量 828.5 万 KVAH, 同比+22%。业绩符合预期, Q4 增长加速, 主要受益于: 1) 全产业链布局; 2) 前装/后装/海外三大市场销量分别同比增长 16%/8%/111%, 三大市场齐头并进; 3) 科技创新, 产品结构升级; 4) 组织变革与管理优化。

● 2021Q1 销量创新高, 利润持续高速增长

公司发布 21Q1 业绩预增公告: 预计 2021Q1 实现归母净利润 2.6-2.9 亿元 (去年同期 0.65 亿), 同比增长 295%-341%, 较 2019 年同期增长 61%-80%; 预计 2021Q1 扣非净利润为 2.4-2.6 亿元, 同比增长 387%-436%, 较 2019 年同期增长 106%-127%。Q1 利润大幅增长, 主要原因是: 1) 国内外市场发力, 铅酸电池单季销量及营收持续创新高; 2) 再生铅业务盈利能力提升; 3) 持续优化产品结构和成本管控。

● 铅酸蓄电池龙头企业, 产品持续升级, 单车价值量有望翻倍

骆驼股份是起动电池龙头企业 (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, 发力于前装、后装、海外三大市场。同时, 公司产品由传统起动电池向启停电池升级、驻车空调电池升级, 容量增大, 性能提高。启停电池在前装市场的渗透率经测算大约为 60%, 2020 年骆驼的启停电池销量维持较高增速, 我们预计市场份额约 35%, 相较于传统起动电池, 单车价值量有望翻倍。

● 风险提示: 宏观经济和市场波动; 原材料价格波动; 境外经营等。

● 低估值细分市场龙头, 维持买入评级

维持盈利预测及一年期目标估值, 预计 20-22 年 EPS 为 0.65/0.81/0.99 元, 当前股价对应 PE 分别 16.5/13.2/10.8 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

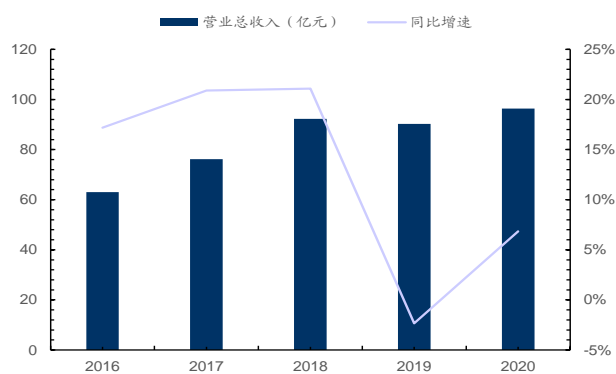
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,023	9,640	12,030	14,509
(+/-%)	-2.2%	6.8%	24.8%	20.6%
净利润(百万元)	595	726	910	1111
(+/-%)	6.4%	22.1%	25.3%	22.1%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.65	0.81	0.99
EBIT Margin	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%
净资产收益率(ROE)	9.1%	10.2%	11.7%	12.8%
市盈率(PE)	15.5	16.5	13.2	10.8
EV/EBITDA	18.6	21.6	17.3	14.7
市净率(PB)	1.42	1.69	1.54	1.38

资料来源: Wind、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

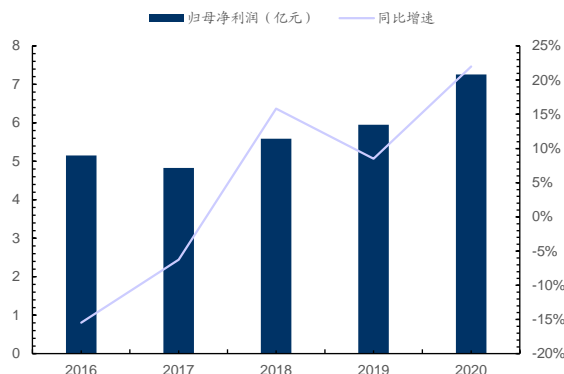
2020 年利润增速 22%，三大销售市场齐头并进。骆驼股份发布 2020 年业绩快报，2020 年公司实现营业收入 96 亿元，同比增长 7%；归母净利润 7 亿元，同比增长 22%；归母扣非净利润 6 亿元，同比增长 30%。公司铅酸蓄电池销量为 2810 万 KVAH，同比增长 14%，其中国内前装/国内后装/海外市场分别同比增长 16%/8%/111%，三大销售市场齐头并进。

图 1：2016-2020 骆驼股份营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

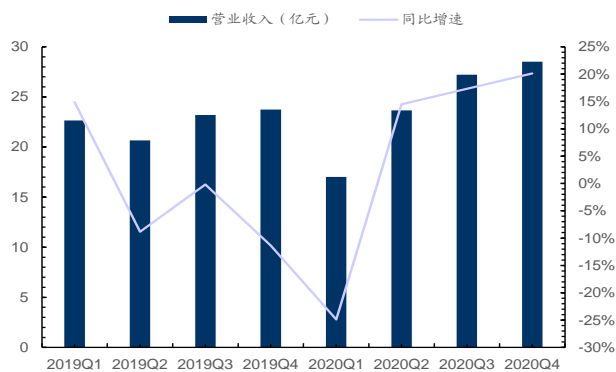
图 2：2016-2020 骆驼股份归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

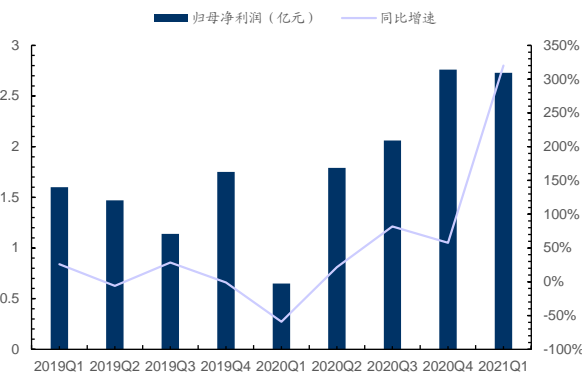
Q4 业绩增长加速。单 Q4 公司实现营业收入 28.51 亿元，同比增长 20%；归母净利润 2.76 亿元，同比增长 58%；扣非归母净利润 1.95 亿元，同比增长 51%。我们测算单 Q4 铅酸蓄电池销量 828.5 万 KVAH，同比+22%。

图 3：骆驼股份单季营收及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：骆驼股份单季归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：2021Q1 归母净利润取预告中值）

2020 年公司业绩稳健增长的主要原因有：

- 1) 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。
- 2) 三大销售市场业务齐头并进。在主机配套市场，通过客户结构优化和产品升级，公司的市场竞争力进一步增强，2020 年国内主机配套市场销量同比增长约 16.4%；在维护替换市场，继续开展销售渠道下沉，推动经销商向服务商转型，促进终端商进行数字化转型，渠道经营能力进一步提升，2020 年国内维护替换市场销量同比增长约 8.3%；在海外市场，借助公司主机配套优势和品牌优势拓展海外渠道，2020 年海外市场销量同比增长约 111%，保持高速增长态势。
- 3) 公司强化科技创新，产品技术水平持续提升。公司重点推进 AGM 启停、EFB

启停、驻车空调电池及低压锂电产品等先进电池的迭代开发，持续进行电池轻量化、高温性能、循环寿命等方面的技术提升，研发出的产品得到国内外众多主机厂客户的认可。

4) 公司实施组织变革及管理模式优化，经营管理效率及水平进一步提升。

公司同时发布了 2021Q1 业绩预增公告，预计 2021Q1 实现归母净利润 2.6-2.9 亿元，较上年同期增加 1.9-2.2 亿元，同比增长 295%-341%。预计 2021Q1 归母扣非净利润为 2.4-2.6 亿元，较上年同期增加 1.9-2.1 亿元，同比增长 387%-436%。与 2019 年的同期数据相比，2021Q1 的归母净利润增长 61%-80%，扣非归母净利润增长 106%-127%。2021Q1 业绩大幅增长的主要原因是：

1) 主营业务增长。受益于公司“铅酸电池循环产业链”（生产-销售-回收-再生-生产再利用）的形成，2021Q1，公司汽车用电池销量继续保持去年 4 月以来的良好增长态势，国内市场和国外市场均再创佳绩，单季度销量和主营业务收入均创历史新高；公司再生铅业务向好，盈利能力增强；公司持续优化产品结构，加强成本管控，增强产品竞争力，主营业务盈利能力持续提升。

2) 上年比较基数较低。2020Q1，公司销售因疫情原因受到较大影响，导致上年同期对比基数较低。

表 1: 2021Q1 业绩预增公告数据

	2020Q1 (万元)	2021Q1 (万元)	同比	净增加额 (万元)
归母净利润	6,526.38	25,800-28,800	295.32%-341.29%	19,273.62- 22,273.62
扣非归母净利润	4,829.05	23,500-25,900	386.64%-436.34%	18,670.95- 21,070.95

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们认为，按 KVAH 来计算，铅酸蓄电池市场空间仍处于上升阶段，主要受益于以下三个原因：

1) 节油需求，启停电池加速渗透：受益于优越的节油性能，启停电池在汽车中加速渗透，渗透率约为 60%。启停车要比传统燃油车对电池的要求更高，使用的容量更大，一般轿车过去可能用 45/50/60AH，现在需要用 60/70/80AH。近年来骆驼股份启停电池销量持续维持较高增速水平。

2) 商用车舒适度需求：商用车随着人们对舒适度的要求不断提高，一些辅助电池的用量也在增长。越来越多的商用车配备驻车空调，原先可能用 150/165/180AH 的电池，就需要切换到 180/200/220/300/330AH，部分商用车对电池的需求有望会翻倍甚至更高。

3) 整车需求反弹，替换市场空间大：国内虽然整车从 2018 年开始有所下降，从 2020 年下半年、2021 年初来看，汽车市场出现明显的复苏迹象。同时，汽车保有量持续增长，替换市场空间广阔。

据测算，国内汽车保有量大约 2.8 亿辆，全球除中国外保有量大约 14 亿辆，中国占比不到 20%。从量的角度，国内每年新车销量在 2500 万辆上下波动，其中骆驼在前装市场（OEM）市占率近 50%；后市场平均每 3 年换一次电池，考虑 2.8 亿辆保有量，每年约 9000 多万替换市场（AM）需求，目前骆驼 AM 市占率约 25%，仍有较大提升空间。中国之外的汽车保有量大概 14 亿辆，考虑三年更新频率，每年海外近 5 亿替换市场（AM）需求，替换市场总体空间非常广阔。

投资建议：低估值细分市场龙头，维持“买入”评级

骆驼股份是起动电池龙头企业（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，发力于前装、后装、海外三大市场。同时，公司产品由传统起动电池向启停电池升级、驻车空调电池升级，容量增大，性能提高，单车价值量有望翻倍。基本维持前期盈利预测，预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.65/0.81/0.99 元，目前股价对应 PE 分别为 16.5/13.2/10.8 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 23 倍，参考公司历史 PE 和可比公司估值水平，维持给予骆驼股份 21 年目标 PE 为 16-18 倍，对应 21 年 EPS 的股价为 13.0-14.6 元（维持前期目标估值），距当前股价有 22%-38%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	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
601966	玲珑轮胎	买入	48.57	667	1.39	1.73	1.99	2.3	35	28	24	21
000887	中鼎股份	无评级	9.93	121	0.49	0.40	0.59	0.75	20	25	17	13
	平均		29.25	394	0.94	1.07	1.29	1.53	31	27	23	19
601311	骆驼股份	买入	10.69	120	0.69	0.65	0.81	0.99	15	16	13	11

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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	2038	2556	3280	营业收入	9023	9640	12030	14509
应收款项	1262	1189	1483	1789	营业成本	7415	7864	9752	11701
存货净额	1780	1818	2260	2724	营业税金及附加	387	415	517	624
其他流动资产	1405	964	1203	1451	销售费用	510	496	618	740
流动资产合计	5415	6208	7702	9444	管理费用	311	394	487	584
固定资产	3413	3424	3244	3001	财务费用	126	110	86	76
无形资产及其他	445	427	409	391	投资收益	71	40	40	40
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	380	370	370
资产总计	11437	12234	13540	15031	营业利润	650	781	979	1195
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	1314	1634	1969	利润总额	640	781	979	1195
其他流动负债	682	887	1103	1329	所得税费用	36	44	55	67
流动负债合计	3029	3201	3737	4298	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	726	910	1111
其他长期负债	359	409	459	509					
长期负债合计	1484	1534	1584	1634	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4513	4734	5320	5932	净利润	595	726	910	1111
少数股东权益	399	408	418	431	资产减值准备	(62)	3	(0)	(1)
股东权益	6525	7092	7802	8668	折旧摊销	338	303	347	361
负债和股东权益总计	11437	12234	13540	15031	公允价值变动损失	(11)	0	0	0
					财务费用	126	110	86	76
					营运资本变动	(115)	1005	(390)	(407)
					其它	67	5	11	14
关键财务与估值指标					经营活动现金流	813	2043	878	1078
每股收益	0.69	0.65	0.81	0.99	资本开支	(632)	(300)	(150)	(100)
每股红利	0.27	0.14	0.18	0.22	其它投资现金流	(184)	(12)	0	0
每股净资产	7.55	6.32	6.95	7.73	投资活动现金流	(894)	(322)	(160)	(110)
ROIC	5%	6%	8%	10%	权益性融资	18	0	0	0
ROE	9%	10%	12%	13%	负债净变化	(38)	0	0	0
毛利率	18%	18%	19%	19%	支付股利、利息	(230)	(160)	(200)	(244)
EBIT Margin	4%	5%	5%	6%	其它融资现金流	843	(304)	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	8%	8%	融资活动现金流	325	(464)	(200)	(244)
收入增长	-2%	7%	25%	21%	现金净变动	243	1257	518	724
净利润增长率	6%	22%	25%	22%	货币资金的期初余额	537	781	2038	2556
资产负债率	43%	42%	42%	42%	货币资金的期末余额	781	2038	2556	3280
息率	2.5%	1.7%	2.2%	2.6%	企业自由现金流	(31)	1453	426	667
P/E	15.5	16.5	13.2	10.8	权益自由现金流	774	1045	344	595
P/B	1.4	1.7	1.5	1.4					
EV/EBITDA	18.6	21.6	17.3	14.7					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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