

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

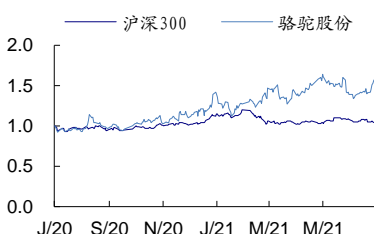
汽车零部件 II

骆驼股份(601311)
买入

2021 年半年报预告点评

(维持评级)

2021 年 07 月 11 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)	13,965/13,965
上证综指/深圳成指	3,524/14,844
12 个月最高/最低(元)	13.13/7.23

相关研究报告:

《骆驼股份-601311-2020 年报点评: 业绩稳健增长, 三大市场齐头并进, 未来五年“再造一个骆驼”》——2021-04-16

《骆驼股份-601311-2020 年快报暨 2021 年一季度报告点评: Q1 表现靓丽, 三大市场齐头并进, 产品结构持续升级》——2021-04-08

《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 年三季度报点评: 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

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码: 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

业绩符合预期, 市场份额稳中有升

● 2021H1 净利大幅增长, 铅循环产业链不断完善

公司发布 21H1 业绩预增公告: 预计 2021H1 实现归母净利润 4.9-5.3 亿元, 同比增长 101%-115%, 较 2019 年同期增长 60%-71%; 预计 2021Q1 扣非净利润为 4.4-4.8 亿元, 同比增长 105%-121%, 较 2019 年同期增长 88%-103%。单 Q2 归母净利润中位数为 2.3 亿元, 同比 +30%; 扣非归母净利润中位数 2.1 亿元, 同比 +26%。H1 利润持续高速增长, 主要原因是: 1) “铅酸电池循环产业链”不断完善, 主营业务实现良性发展; 2) 持续优化渠道建设和产品结构, 加强成本管控和服务能力; 3) 汽车用电池销售份额稳中有升, 整体盈利能力提升

● 2021Q1 销量创新高, 利润持续高速增长

公司 2021Q1 实现归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 322%, 较 2019 年同期增长 72%; 2021Q1 扣非净利润为 2.5 亿元, 同比增长 416%, 较 2019 年同期增长 118%。2021Q1 的销售/管理/研发/财务费用分别为 1.7/0.8/0.3/0.4 亿元, 分别同比 +77%/-7%/-21%/+3%。Q1 利润大幅增长, 主要原因是: 1) 国内外市场发力, 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。

● 汽车铅酸蓄电池龙头企业, 未来五年“再造一个骆驼”

骆驼股份是起动力电池龙头企业 (2020 年 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。公司致力于成为全球汽车低压电池全方位解决方案龙头企业, 从铅酸蓄电池、新能源电池、海外市场、创新孵化四维度明确发展目标, 力争到 2025 年在营收规模上“再造一个骆驼”, 实现营业收入突破 200 亿元的战略目标。

● 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 21-23 年 EPS 为 0.81/0.99/1.16 元, 当前股价对应 PE 分别 15/13/11 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,640	12,029	14,508	17,497
(+/-%)	6.8%	24.8%	20.6%	20.6%
净利润(百万元)	726	912	1116	1305
(+/-%)	22.0%	25.5%	22.4%	16.9%
摊薄每股收益(元)	0.65	0.81	0.99	1.16
EBIT Margin	6.6%	5.4%	5.9%	6.0%
净资产收益率(ROE)	9.8%	11.2%	12.4%	13.0%
市盈率(PE)	19.2	15.3	12.5	10.7
EV/EBITDA	18.5	19.6	16.3	14.6
市净率(PB)	1.88	1.72	1.55	1.39

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

公司发布了2021H1业绩预增公告,预计2021H1实现归母净利润4.9-5.3亿元,较上年同期增加2.5-2.8亿元,同比增长101%-115%。预计2021H1归母扣非净利润为4.4-4.8亿元,较上年同期增加2.3-2.6亿元,同比增长105%-121%。与2019年的同期数据相比,2021H1的归母净利润增长60%-71%,扣非归母净利润增长88%-103%。2021H1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)的不断完善和高效运行,公司主营业务实现良性发展。同时,公司持续优化渠道建设和产品结构,加强成本管控,提升服务能力,增强市场和产品竞争力。2021H1,公司汽车用电池销售份额稳中有升,整体盈利能力提升。

2) 上年比较基数较低。2020H1,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: 2021H1 业绩预增公告数据

	2020H1 (亿元)	2021H1 (亿元)	同比	净增加额 (亿元)
归母净利润	2.44	4.91-5.26	100.85%-115.18%	2.46-2.81
扣非归母净利润	2.17	4.45-4.80	104.55%-120.65%	2.27-2.62

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

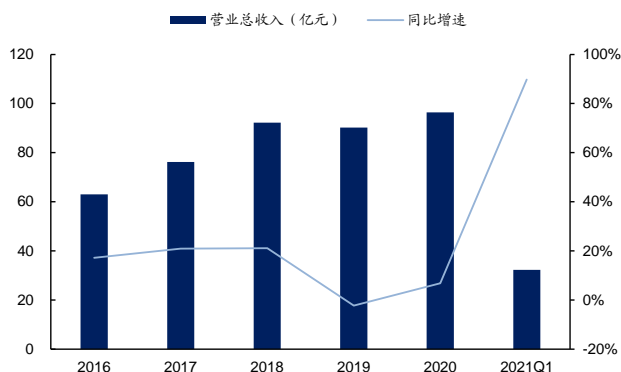
单 Q2 的归母净利润大约为 2.16-2.51 亿元,同比增长 21%-20%,相较于 2019 年同期增长了 47%-71%;扣非归母净利润大约为 1.96-2.31 亿元,同比增长 16%-37%,相较于 2019 年同期增长了 59%-88%。

表 2: 2021Q2 骆驼股份业绩

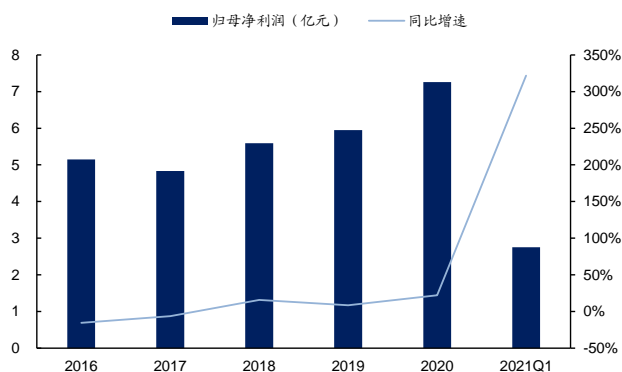
	2019Q2	2020Q2	2021Q2
归母净利润	1.47	1.79	2.16-2.51
同比		22%	21%-40%
相较于 2019 同期		22%	47%-71%
扣非归母净利润	1.23	1.69	1.96-2.31
同比		37%	16%-37%
相较于 2019 同期		37%	59%-88%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

公司 2021Q1 实现归母净利润 2.8 亿元(去年同期 0.65 亿),同比增长 322%,较 2019 年同期增长 72%;2021Q1 扣非净利润为 2.5 亿元,同比增长 416%,较 2019 年同期增长 118%。2021Q1 的销售/管理/研发/财务费用分别为 1.7/0.8/0.3/0.4 亿元,分别同比+77%/-7%/-21%/+3%。

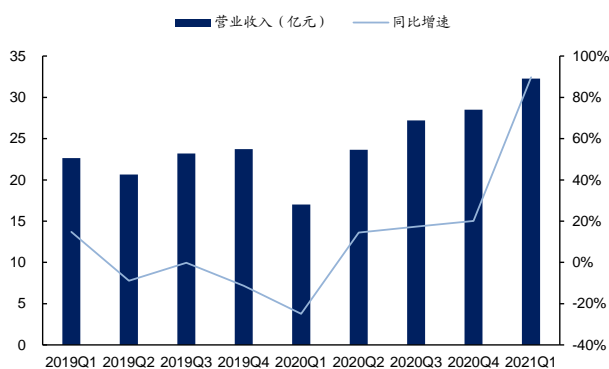
图 1: 2016-2021Q1 骆驼股份营业收入及同比


资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

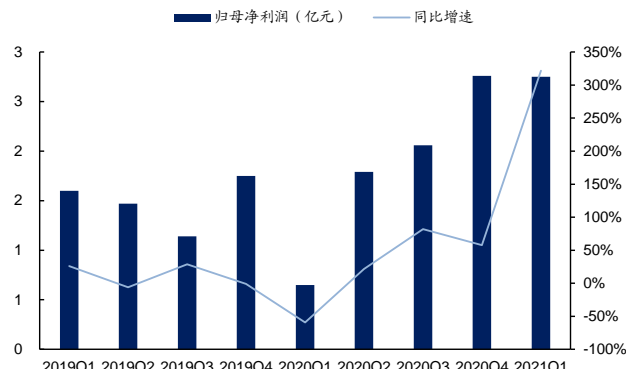
图 2: 2016-2021Q1 骆驼股份归母净利润及同比


资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

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。

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

提出 2021-2025 年总体战略目标，未来五年“再造一个骆驼”。

公司致力于成为全球汽车低压电池全方位解决方案龙头企业，力争到 2025 年在营收规模上“再造一个骆驼”，实现营业收入突破 200 亿元的战略目标，为未来在营收规模上实现“再造两个骆驼”的远期目标奠定坚实基础。

1) 铅酸蓄电池：巩固细分领域龙头地位，提升产品力和市场份额。未来三到五年，公司将通过绿色发展、品牌战略、渠道深耕，以“购销一体化”为支撑点，重塑供应链体系，改善成本结构，全面实现铅酸蓄电池业务的跨越式增长；在汽车低压电池领域取得全国 50% 以上市场份额，奠定全球排名前三的市场地位。

2) 新能源电池：紧跟趋势，关注需求，技术驱动，构建新商业模式。公司将确保 48V 锂电产品达到国内技术领先，力争实现海外市场突破；将 12V 锂电产品作为公司战略重点，快速提升全球市场份额；完成 24V 锂电产品的战略卡位，做强 24V 驻车空调电池；与主机厂形成战略合作，开发 HEV 产品；强化 BMS 核心竞争力，建立先进的产品平台和供应链体系；完成锂电“购销一体化”产业链布局，建成废旧锂电池梯次利用及回收处理工厂；大力发展储能事业。

3) 海外市场：配套突破，本地化制造。加快马来西亚工厂二期建设，尽早实现全面达产，同时就近实现配套业务突破；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；建设北美电池工厂，实现北美配套业务突破；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；服务欧洲客户，谋划布局欧洲锂电 PACK 工厂。

4) 创新孵化：投资锂电储能，开发智能装备，研发燃料电池，参与固态锂电。公司将基于骆驼集团武汉光谷研发中心建立项目孵化平台，通过人才引进、高校合作、创业团队培育等方式，加大对公司未来战略新兴产业的布局力度，包括对于锂电储能产业的投资等，培育一批服务于公司智能装备开发及工艺难题突破的技术团队；同时加大对大功率燃料电池系统的研发，与高校合作突破固态锂电池产业化技术。

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。

公司携旗下主力产品亮相 2021 年中国品牌日活动: 作为代表湖北的 21 个实体参展品牌之一, 公司重点展出 AGM 电源系统、48V-P2 启停系统、12V30Ah(LN1) 电源系统、12V60Ah(LN3) 电源系统等主力核心产品, 代表了公司在行业领先的安全、环保技术水平。

图 5: 骆驼股份 2021 年中国品牌日活动参展产品



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所整理

公司近年来积极响应国家“一带一路”建设和融入“双循环”的号召, 不断拓展海外市场。公司运营部负责人刘知力在中国品牌日活动现场接受媒体采访时透露, 骆驼目前在马来西亚、乌兹别克斯坦、美国、香港等地投资建立生产基地或贸易公司及研发中心, 未来五年, 骆驼还将强化马来西亚东南亚生产基地, 建成乌兹别克斯坦中亚循环产业基地, 设立北美生产基地, 布局欧洲锂电 PACK 工厂。

图 6: 骆驼股份表示将持续拓展海外市场



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 低估值细分市场龙头, 维持“买入”评级

骆驼股份是起动力电池龙头企业(2020年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力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21-23年EPS为0.81/0.99/1.16元, 当前股价对应PE分别15/13/11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20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18-20倍, 对应21年EPS的股价为14.6-16.2元(维持前期目标估值), 距当前股价有17%-30%的提升空间, 维持“买入”评级。

表 1: 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	2020A	2021E	2022E	2019	2020A	2021E	2022E
601966.SH	玲珑轮胎	买入	40.52	557	1.39	1.62	1.91	2.21	29	25	21	18
000887.SZ	中鼎股份	无评级	12.82	157	0.49	0.4	0.65	0.81	26	32	20	16
	平均				0.94	1.01	1.28	1.51	28	29	20	17
601311.SH	骆驼股份	买入	12.45	140	0.69	0.65	0.81	0.99	18	19	15	13

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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	704	2117	2784	3568	营业收入	9640	12029	14508	17497
应收款项	1205	1483	1789	2157	营业成本	7737	9751	11700	14111
存货净额	1716	2263	2722	3297	营业税金及附加	389	517	624	752
其他流动资产	1412	1203	1451	1750	销售费用	533	619	746	892
流动资产合计	5684	7266	8946	10971	管理费用	348	487	583	700
固定资产	3482	3457	3256	2995	财务费用	107	114	89	77
无形资产及其他	436	418	401	383	投资收益	20	40	40	40
投资性房地产	2300	2300	2300	2300	资产减值及公允价值变动	129	0	0	0
长期股权投资	464	474	484	494	其他收入	157	380	370	370
资产总计	12365	13915	15387	17144	营业利润	831	960	1176	1375
短期借款及交易性金融负债	1243	1000	1000	1000	营业外净收支	(10)	0	0	0
应付款项	724	1636	1968	2383	利润总额	821	960	1176	1375
其他流动负债	980	1104	1328	1607	所得税费用	99	54	66	77
流动负债合计	2947	3740	4296	4991	少数股东损益	(4)	(5)	(6)	(7)
长期借款及应付债券	1218	1218	1218	1218	归属于母公司净利润	726	912	1116	1305
其他长期负债	426	476	526	576					
长期负债合计	1644	1694	1744	1794	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4591	5433	6040	6784	净利润	726	912	1116	1305
少数股东权益	343	339	334	329	资产减值准备	31	7	(2)	(3)
股东权益	7431	8142	9013	10031	折旧摊销	369	335	369	382
负债和股东权益总计	12365	13915	15387	17144	公允价值变动损失	(129)	0	0	0
					财务费用	107	114	89	77
关键财务与估值指标					营运资本变动	(436)	478	(408)	(501)
每股收益	0.65	0.81	0.99	1.16	其它	(34)	(11)	(3)	(2)
每股红利	0.26	0.18	0.22	0.26	经营活动现金流	528	1721	1073	1180
每股净资产	6.63	7.26	8.03	8.94	资本开支	(582)	(300)	(150)	(100)
ROIC	6%	7%	9%	11%	其它投资现金流	(458)	446	0	0
ROE	10%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(1014)	136	(160)	(110)
毛利率	20%	19%	19%	19%	权益性融资	12	0	0	0
EBIT Margin	7%	5%	6%	6%	负债净变化	75	0	0	0
EBITDA Margin	10%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(289)	(201)	(246)	(287)
收入增长	7%	25%	21%	21%	其它融资现金流	826	(243)	0	0
净利润增长率	22%	26%	22%	17%	融资活动现金流	410	(444)	(246)	(287)
资产负债率	40%	41%	41%	41%	现金净变动	(77)	1413	667	783
息率	2.1%	1.4%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	781	704	2117	2784
P/E	19.2	15.3	12.5	10.7	货币资金的期末余额	704	2117	2784	3568
P/B	1.9	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	(93)	1131	619	765
EV/EBITDA	18.5	19.6	16.3	14.6	权益自由现金流	808	780	534	692

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