

行业研究/动态点评

2017年04月16日

行业评级:

机械设备 增持 (维持)

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

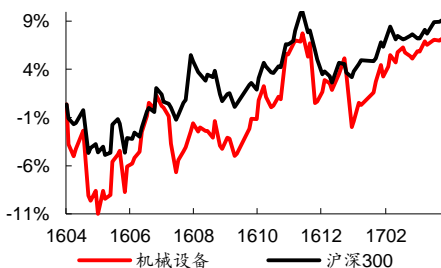
王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

金榜 021-28972092
联系人 jinbang@htsc.com

相关研究

- 1《机械设备: 地热, 或成“雄安”重要能源选择》2017.04
- 2《机械设备: 地热, 或成“雄安”重要能源选择》2017.04
- 3《恒泰艾普(300157,买入): 服务链完善的综合性能源企业》2017.04

行业走势图



资料来源: Wind

机械行业新锐系列报告之二十五 星云股份(300648)

国内领先的锂电池检测系统服务商

公司主要产品包括锂电池保护板检测系统、锂电池成品检测系统、锂电池组 BMS 检测系统、锂电池组充放电检测系统、锂电池组工况模拟检测系统、锂电池组自动化组装系统、动力电池模组/电池组 EOL 检测系统七大类。近年来公司产品应用领域逐步从 3C 产品向电动工具、电动自行车、新能源汽车等领域发展, 产品线由检测系统向锂电池组自动化制程及解决方案延伸, 并与国内外各领域主要锂电池生产商建立长期合作关系, 可提供锂电池检测系统及锂电池组装整体解决方案服务。

近年收入高速增长, 毛利率水平大幅下滑

2014~2016 年, 公司营业收入年复合增长率达 68.63%, 营业收入快速增长的主要原因包括: 锂电池下游行业快速发展、拓展新能源汽车领域及政策扶持、品牌优势和持续性技术服务优势。2015 年公司综合毛利率较 2014 年下降 6.68 个百分点, 毛利率较高的锂电池保护板检测系统和锂电池成品检测系统的收入占比下降和锂电池组自动化组装设备毛利率下降是综合毛利率下降幅度较大的主要因素; 2016 年公司综合毛利率较 2015 年下降 2.87 个百分点, 锂电池组充放电检测系统的毛利率下降和收入占比下降、锂电池组工况模拟检测系统的毛利率下降是综合毛利率下降的主要因素。

募投项目重点: 提升公司核心产能, 加大基础研究投入力度

公司本次拟向社会公开发行股票 1,700 万股, 预计募集资金 26,758 万元, 资金拟投向: 新能源汽车动力锂电池检测系统产业化项目、中小型锂电池检测系统产业化项目、研发中心项目、补充流动资金。参考 Wind 一致预测, 可比上市公司 2017 年对应 PE 处于 26~44 倍区间; 2017 年仪器仪表行业的上市公司 PE 处于 24~140 倍区间, 中位数为 55 倍, 平均值为 59 倍。

风险提示: 市场情绪变化, 导致估值中枢下移。

星云股份 (300648.SZ)

国内领先的锂电池检测系统服务商

公司主要产品包括锂电池保护板检测系统、锂电池成品检测系统、锂电池组 BMS 检测系统、锂电池组充放电检测系统、锂电池组工况模拟检测系统、锂电池组自动化组装系统、动力电池模组/电池组 EOL 检测系统七大类。公司高度融合锂电池检测、电力电子、自动化等行业技术，以高精度的锂电池检测系统为基础，辅以公司自主开发的 MES 系统，将锂电池组组装制造过程的电芯充放电、电芯分选、电池模组焊接、BMS 检测、电池模组检测、电池组成品下线检测等工序设备，整合成锂电池组自动化组装生产线。公司产品广泛应用于 3C 产品及电动工具、电动自行车、新能源汽车等领域。

图表1：公司主要产品一览



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

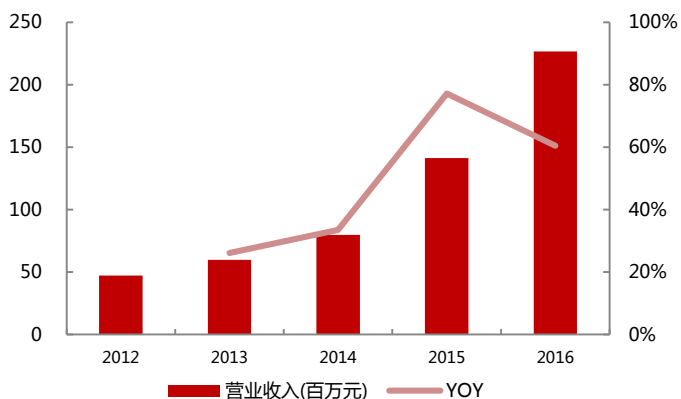
近年收入高速增长，毛利率水平大幅下滑

2016 年，公司实现营业收入 2.27 亿元，同比增长 60.48%，归属于上市公司股东利润 0.51 亿元，同比增长 70.58%；2015 年，公司实现营业收入 1.41 亿元，同比增长 77.21%，归属于上市公司股东利润 0.30 亿元，同比增长 59.41%；2012~2016 年，公司营业收入复合增长率为 47.92%，归母净利润复合增速为 29.46%。

近三年公司营业收入保持高速增长。2014~2016 年，公司营业收入年复合增长率达 68.63%，主要系新能源汽车应用领域的产品销售收入大幅增加所致。公司营业收入快速增长的主要原因包括：锂电池下游行业快速发展、拓展新能源汽车领域及政策扶持、品牌优势和持续性技术服务优势。

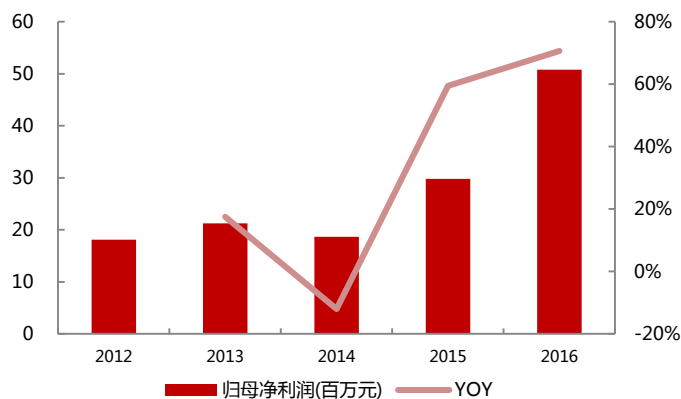
近三年公司毛利率水平不断下滑。2014~2016 年公司毛利率分别为 59.64%、52.96%、50.09%。2014~2016 年公司净利率分别为 23.38%、21.08%、22.21%，近三年基本保持相对稳定。2015 年公司综合毛利率较 2014 年下降 6.68 个百分点，毛利率较高的锂电池保护板检测系统和锂电池成品检测系统的收入占比下降和锂电池组自动化组装设备毛利率下降是综合毛利率下降幅度较大的主要因素；2016 年度公司综合毛利率较 2015 年下降 2.87 个百分点，锂电池组充放电检测系统的毛利率下降和收入占比下降、锂电池组工况模拟检测系统的毛利率下降是综合毛利率下降的主要因素。

图表2：公司历年营业收入及增速



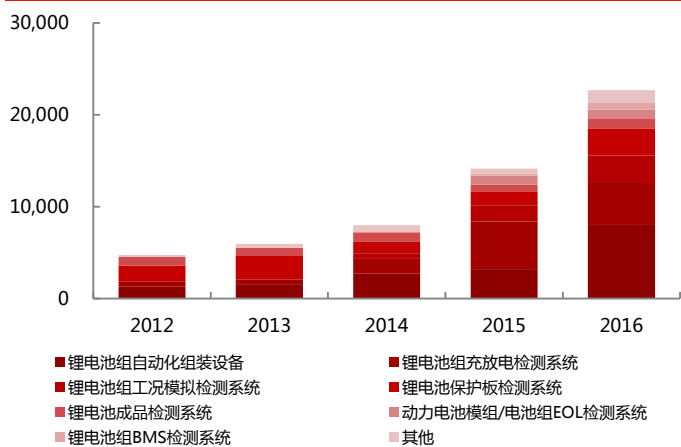
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司历年归母净利润及增速



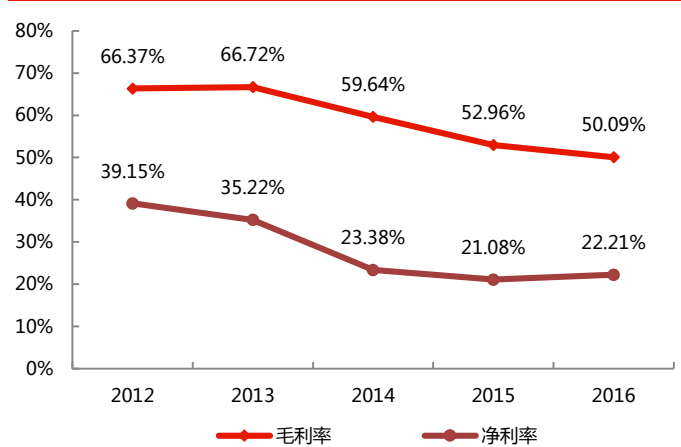
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：公司历年分产品营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：公司历年毛利率与净利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

锂电池检测系统市场前景广阔，国内企业本地化服务优势明显

✓ 行业市场规模：

由于锂电池具有显著的性能优势，近年来锂电池在电池行业中的占比持续提升。以我国为例，2014年锂电池销售收入达715亿元，占电池行业的市场份额为31.34%，相较2013年的28.83%提高2.51个百分点。尽管近几年燃料电池等新型二次电池的研发方兴未艾，但由于技术难度较高和性能稳定性有待提升，预计锂电池在未来较长时间内仍将引领二次电池的发展。

锂电池检测系统市场发展与下游锂电池市场紧密相关。随着锂电池需求量的快速增长，及锂电池在新能源汽车和储能领域的应用占比迅速提高，锂电池制造、组装、应用企业对锂电池的安全性、可靠性愈发重视，锂电池检测系统未来市场需求将高速增长。根据中国化学与物理电源行业协会的统计分析和推算，2014年全球锂电池检测系统市场需求为44亿元人民币，我国市场需求约为26亿元人民币。预计2018年全球锂电池检测系统市场需求为120亿元人民币，我国市场需求约为65亿元人民币。

✓ 行业竞争格局：

国外企业技术发展时间长，品牌效应高。锂电池是上个世纪新发展的一种绿色能源，其研究开发一直受到各国的重视。国外的锂电池检测系统开发起步较早，技术较为成熟。全球锂电池检测系统制造商中，规模较大、知名度及市场份额较高的企业有美国 Bitrode、德国 Digatron 及纳斯达克上市公司 AV 等公司。此外，美国 MACCOR、日本 HIOKI 在部分锂电池产品检测领域也具有一定产品优势。国外企业具有市场先发优势，品牌效应高，占据高端锂电池检测系统一定市场份额。

国内企业技术发展迅速，本地服务优势明显。受益于国际产业转移以及我国政策大力鼓励，我国锂电池工业及配套产业发展迅速，现已成为全球主要的锂电池生产国家之一。我国锂电池检测系统生产具备紧密结合实际应用优势，围绕主要锂电池生产区域已形成一定规模。国内锂电池应用领域的快速发展和锂电池市场需求高速增长，推动我国锂电池检测系统生产商加大自主开发力度。目前国内企业已开发出不同应用领域的锂电池检测系统，技术成熟，部分产品参数达到了国际领先水平，如本公司开发的应用于电动汽车动力锂电池的工况模拟检测系统，响应时间达到 3 毫秒；随着国内企业技术水平的迅速发展，部分领先企业的产品已应用对供应商要求严格的下游企业供应链中。

✓ 公司行业地位：

经过近 10 年发展，公司产品应用领域逐步从 3C 产品向电动工具、电动自行车、新能源汽车等领域发展，产品线由检测系统向锂电池组自动化制程及解决方案延伸，不断将在 3C 锂电池检测领域、电动工具锂电池检测系统领域、电动自行车锂电池检测系统领域形成的影响力向新能源汽车动力锂电池检测领域拓展，与国内外各领域主要的锂电池生产商建立长期合作关系，为时代新能源（CATL）、欣旺达、华通、微宏动力、新能德（NVT）、沃特玛、索尔新能源、飞毛腿（SCUD）、捷新动力（ATBS）、比亚迪（BYD）、青岛国轩、孚能、猛狮等企业提供锂电池检测系统及锂电池组装整体解决方案的服务。

✓ 主要客户情况：

公司主要客户包括时代新能源（CATL）、欣旺达、华通、微宏动力、新能德（NVT）、沃特玛、索尔新能源、飞毛腿（SCUD）、捷新动力（ATBS）、比亚迪（BYD）、青岛国轩、孚能、猛狮等企业，上述企业生产的锂电池系列产品广泛应用于国内外知名企业生产的相关产品。

图表6：2016年公司前五名销售客户

序号	客户名称	销售金额（万元）	销售占比（%）
1	宁德时代新能源科技股份有限公司	4,777.83	21.08
	青海时代新能源科技有限公司		
2	华通精密线路板（惠州）有限公司	1,426.06	6.29
	华通电脑（苏州）有限公司		
3	青岛国轩电池有限公司	1,415.90	6.25
4	孚能科技（赣州）有限公司	1,376.50	6.07
	比亚迪股份有限公司		
5	深圳市比亚迪锂电池有限公司坑梓分公司	1,211.52	5.35
	上海比亚迪有限公司		
	韶关比亚迪实业有限公司		
	深圳市比亚迪供应链管理有限公司		
合计		10,207.81	45.04

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

募投项目重点：提升公司核心产能，加大基础研究投入力度

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股，采取新股发行方式。发行上限为 1,700 万股，且不低于发行后总股本的 25%。公司本次公开发行预计募集资金 26,758.00 万元，募集资金在扣除发行费用后，将投资于以下项目：

图表7：募投项目概况

项目名称	投资预算 (万元)	拟使用募集资金数额 (万元)	项目备案
新能源汽车动力锂电池检测系统产业化项目	9,010.70	9,010.70	闽发改备[2015]A05027号
中小型锂电池检测系统产业化项目	7,048.57	7,048.57	闽发改备[2015]A05028号
研发中心项目	3,399.29	3,399.29	闽发改备[2015]A05029号
补充流动资金	4,000.00	4,000.00	-
合计	23,458.56	23,458.56	-

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新能源汽车动力锂电池检测系统产业化项目及中小型锂电池检测系统产业化项目：

以上两个项目的实施是在现已掌握的工艺技术基础上，对生产布局、工艺控制等方面进行优化和改进，并配套引进先进的生产设备和高精度的检测设备，开发生产出具备更多检测指标、更快检测速度、更高可靠性、更高安全性的检测系统。项目将提升公司产品的生产能力，解决公司日益紧张的产能和市场需求日益增长之间的矛盾，巩固公司的行业领先地位。

研发中心项目：

本项目资金投向公司研发中心，研发方向将以现有业务为核心，开发新工艺、新功能，提高工作效率和产品核心竞争力，同时向分布式储能、无线快速充电桩等市场发展潜力巨大的新兴行业相关领域发展，确保公司技术领先性，保证公司的技术创新需求。

补充流动资金：

本次募集的流动资金将用于公司补充营运资金。流动资金到位后，可以减少公司财务费用，降低资产负债率，改善公司资本结构，增强公司抗风险能力。

估值建议

公司的同行业可比上市公司主要包括开元仪器、南华仪器、远方光电等。目前国内 A 股上市公司中没有主营业务为从事锂电池检测系统及自动化组装系统的上市公司，选择“仪器仪表制造业”中以检测系统为主要收入来源的上市公司开元仪器、南华仪器、远方光电和东华测试作为可比对象；因正业科技的部分设备可用于锂电池检测，也将其作为可比对象。

同行业估值水平：

参考 Wind 一致预测，可比上市公司 2017 年对应 PE 处于 26~44 倍区间；2017 年仪器仪表行业的上市公司 PE 处于 24~140 倍区间，中位值为 55 倍，平均值为 59 倍。

图表8：可比上市公司估值一览表（参考 Wind 一致预测）

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS				P/E				PB 当前
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	
300338.SZ	开元仪器	26.41	0.01	0.44	0.60	0.77	2364	60	44	34	11.87
300417.SZ	南华仪器	39.18	0.40	-	-	-	99	-	-	-	8.68
300306.SZ	远方光电	20.19	0.19	0.65	0.77	0.86	104	31	26	23	3.13
300354.SZ	东华测试	19.83	0.06	-	-	-	336	-	-	-	8.07
300410.SZ	正业科技	39.51	0.20	0.55	1.45	2.37	198	72	27	17	6.70
300648.SZ	星云股份	-	0.44	0.68	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据日期：2017年4月14日；注：星云股份2016年EPS为本次发行摊薄后数据

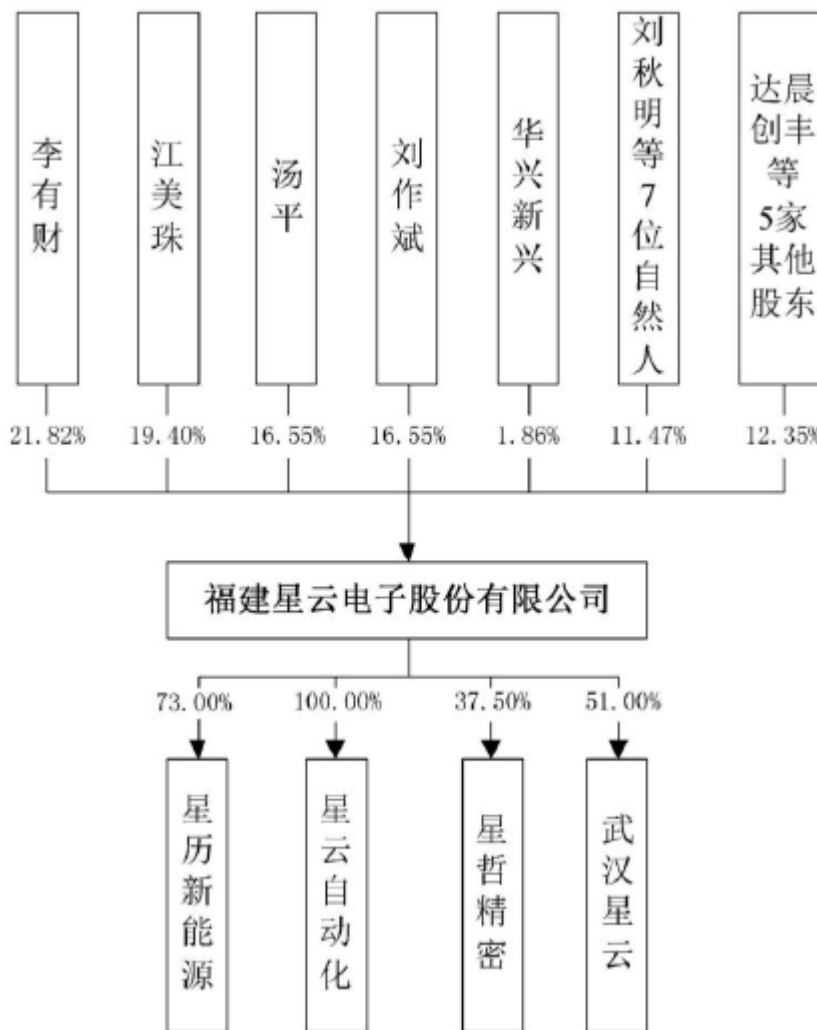
发行与股本概况

图表9: 本次发行概况

发行价格	15.74 元
发行股数	1,700 万股
发行后总股本	6,770 万股
发行后 EPS (2016)	0.68 元
发行市盈率 (2016)	22.99 倍

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 发行前公司股权结构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: IPO 时间表

发行进程	时间
招股	2017-04-11
路演及询价	--
发行公告	2017-04-12
网上申购	2017-04-13
公布中签	2017-04-14 至 04-17
待上市	2017-04-17
上市	--

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com