

## 星云股份（300648）研究简报

### 专注于锂电自动化检测的小而美公司

投资评级：增持（首次）

2017年7月29日

#### 投资要点

##### ■ 国内领先的锂电池检测系统供应商

公司是国内领先的锂电池检测系统供应商，主营产品包括锂电池检测系统和锂电池自动化组装系统。公司的收入和利润近几年快速发展，我们认为主要原因有三点：1) **动力锂电设备行业高增长**：我们预计2020年动力锂电池设备将达432亿元，CAGR30%；2) **客户竞争优势明显**：公司客户主要有CATL（2016年占比总收入的20%），珠海银隆，比亚迪等，锂电池行业未来强者恒强，公司绑定龙头有望更快发展；3) **公司技术水平优势**：公司参与了锂电检测行业国家标准的制定，同时在锂电设备行业涉足7大类产品，公司产品线还在不断延伸中，收入利润规模有望继续高增长。

##### ■ 公司收入规模快速扩张中，中报业绩增长30%-60%

2016年公司实现营收2.27亿元，同比+60%，归母净利5077万元，同比+70.58%，扣非归母净利4635万元，同比+59%。分产品看，锂电池检测系统全年营收1.33亿元，同比+28%，占总营收的59%；锂电池组自动化组装系统全年营收7999万元，同比+150%，占总营收的35%。2017Q1实现营收3927万元，同比+82%，归母净利564万，同比+48%。7月14日，公司上调了中报业绩区间，为同比增长30%-60%，净利润为0.18-0.22亿元，公司业绩高速增长，系新能源应用领域产品收入大幅增加所致。

##### ■ 盈利水平从高位略有下滑，绑定大客户战略空间巨大，毛利有望企稳

2016年公司综合毛利率50.09%，同比-2.87pct，有所下滑。但龙头产品锂电池组自动化组装设备和充放电检测系统的毛利率维持高位，分别维持在36%和48%左右。同时，公司期间费用控制良好，合计占比27.04%，同比-4.23pct。我们认为，随着募投项目（电池检测系统产业化项目）的有序推进，公司将设备生产产能将会扩张，随着生产规模效应的显现，以及新能源汽车的良好发展前景，公司的盈利能力有望企稳、维持高位。

##### ■ 大力拓展检测应用领域，进入化成分容检测领域

随着锂电池在新能源汽车和储能领域的快速发展，电池质量的要求也越来越高，检测设备市场应运而生，公司的传统业务“工况模拟测试设备”属于实验室配套设备，需求量较小，最近进入的“充放电检测设备”领域市场空间巨大，2020年约为86亿元。自动化成和自动分选设备领域技术门槛高，进口替代空间大，星云的先发优势明确。

##### ■ 盈利预测与投资建议

公司作为国内领先的锂电池检测系统供应商，具备先发优势。随着公司募投项目的稳步推进，以及下游新能源汽车领域未来的广阔前景，公司有望依靠绑定大客户高速增长，预计公司2017-2019年EPS为1.10/1.45/1.96元，对应PE为45/34/25X，首次覆盖，给予“增持”评级。

##### ■ 风险提示：研发进度不及预期，宏观经济波动，扩产水平不及预期。

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号:S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

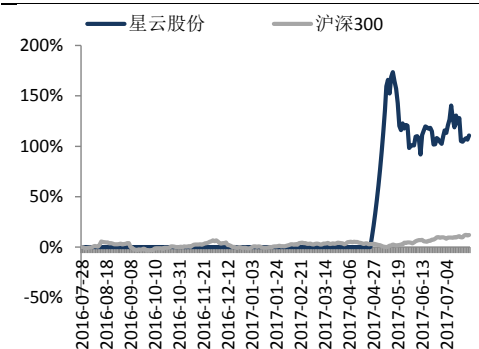
证券分析师 周尔双

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

执业资格证书号:S0600515110002

13915521100

#### 股价走势



#### 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 49.12       |
| 一年最高价/最低价   | 18.89/66.00 |
| 市净率         | 7.2         |
| 流通A股市值（百万元） | 835.0       |

#### 基础数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 每股净资产（元）  | 6.79  |
| 资产负债率（%）  | 37.15 |
| 总股本（百万股）  | 67.70 |
| 流通A股（百万股） | 17.00 |

#### 相关研究

## 1. 国内领先的锂电池检测系统供应商之一

公司是国内领先的锂电池检测系统供应商，总部设在福建福州，主营产品包括锂电池检测系统和锂电池自动化组装系统，客户遍及国内主要动力电池厂商。随着公司产能扩张、生产规模效应显现，以及下游新能源汽车领域的广阔前景，公司有望保持稳定且快速的业绩增长。

公司注重技术积累、崇尚自主创新，公司及其子公司已取得 35 项专利（其中发明专利 10 项），并积极参与多项国家和行业标准的制定，是 GB/T 31486-2015 《电动汽车用锂离子蓄电池性能要求及试验方法》和《电动汽车用锂离子蓄电池性能要求及试验方法》标准起草的单位之一。目前公司已成为国内规模、产量、产值居前的锂电池检测系统供应商之一。

图表1：公司主要产品概述

| 动力电池模组/电池组EOL检测系统                                                                   | 锂电池保护板检测系统                                                                           | 锂电池成品检测系统                                                                             |
|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
|    |    |    |
| 锂电池组工况模拟检测系统                                                                        | 锂电池组自动化组装系统                                                                          | 锂电池组充放电检测系统                                                                           |
|  |  |  |

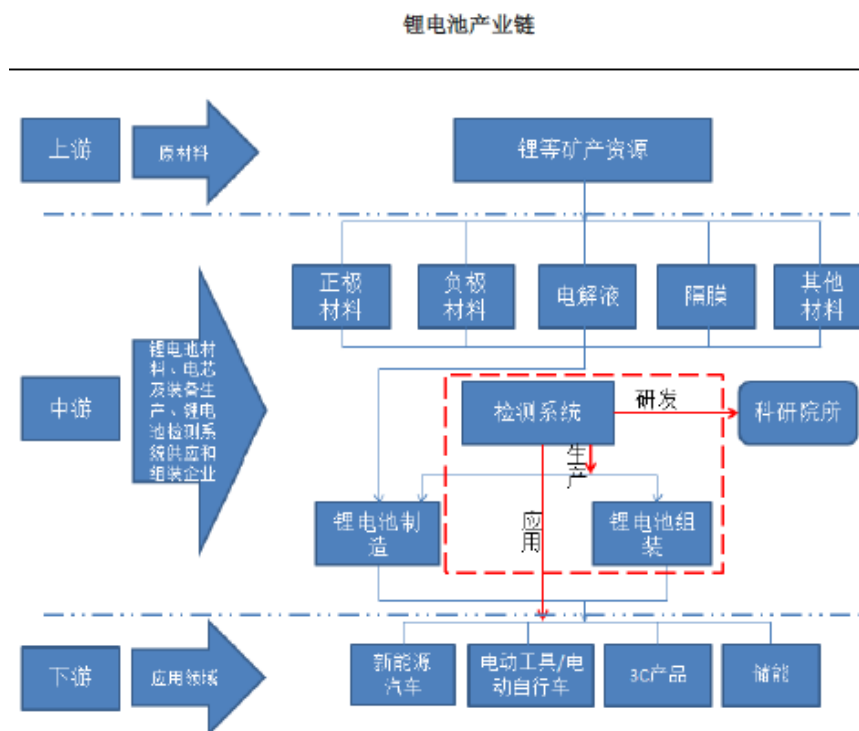
资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图表2：公司在锂电检测领域的主要竞争对手

| 细分领域              | 主要竞争对手                                                                                                                                      |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 锂电池保护板检测系统        | 恒翼能科技、瑞能实业                                                                                                                                  |
| 锂电池成品检测系统         | 恒翼能科技、瑞能实业                                                                                                                                  |
| 锂电池组BMS检测系统       | 恒翼能科技、瑞能实业                                                                                                                                  |
| 锂电池组充放电检测系统       | Aero Vironment Inc.、Arbin Instruments Inc.、Bitrode Limited、Digatron Industrie-Elektronik GmbH、AVL List GmbH、宁波拜特测控、新威尔电子、湖北德普、浙江杭可科技、广州蓝奇电子 |
| 锂电池组工况模拟检测系统      | Aero Vironment Inc.、Bitrode Limited、AVL List GmbH、新威尔电子                                                                                     |
| 锂电池组自动化组装系统       | 上海昭宏自动化、恒翼能科技、上海君屹、昂化（上海）自动化                                                                                                                |
| 动力电池模组/电池组EOL检测系统 | 珠海泰坦新动力、湖北德普                                                                                                                                |

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图表3：公司产品位列锂电池生产的后道环节

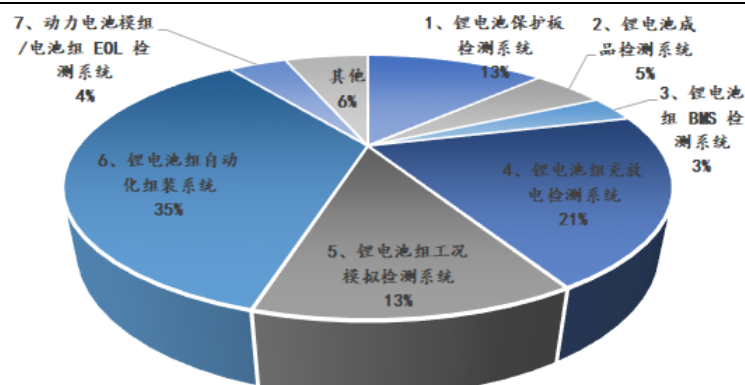


资料来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2. 营业收入快速增长，核心产品收入增长明显

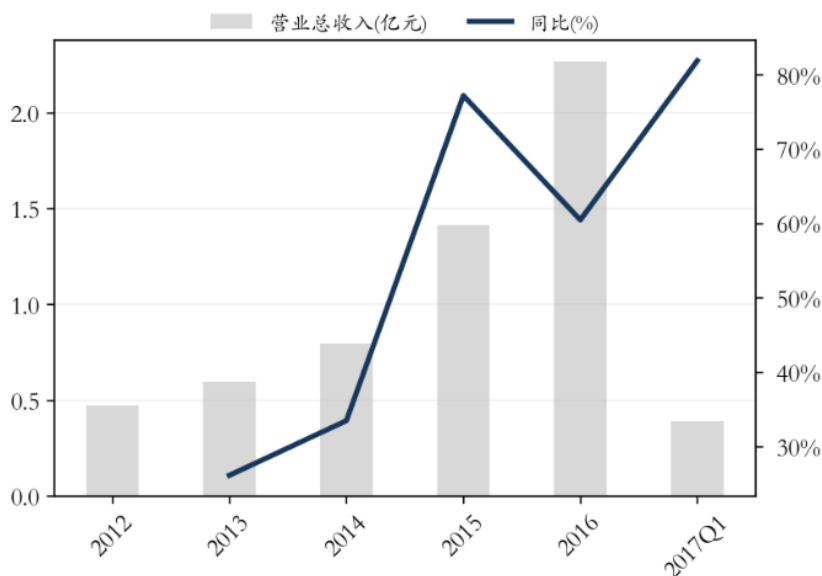
2016 年公司实现营收 2.27 亿元，同比+60%，归母净利 5077 万元，同比+70.58%，扣非归母净利 4635 万元，同比+59%。分产品看，锂电池检测系统全年营收 1.33 亿元，同比+28%，占总营收的 59%；锂电池组自动化组装系统全年营收 7999 万元，同比+150%，占总营收的 35%。2017Q1 实现营收 3927 万元，同比+82%，归母净利 564 万，同比+48%。7 月 14 日，公司上调了中报业绩区间，为同比增长 30%-60%，净利润为 0.18-0.22 亿元，公司业绩高速增长，系新能源应用领域产品收入大幅增加所致。

图表4：锂电池检测系统收入占比达 59%



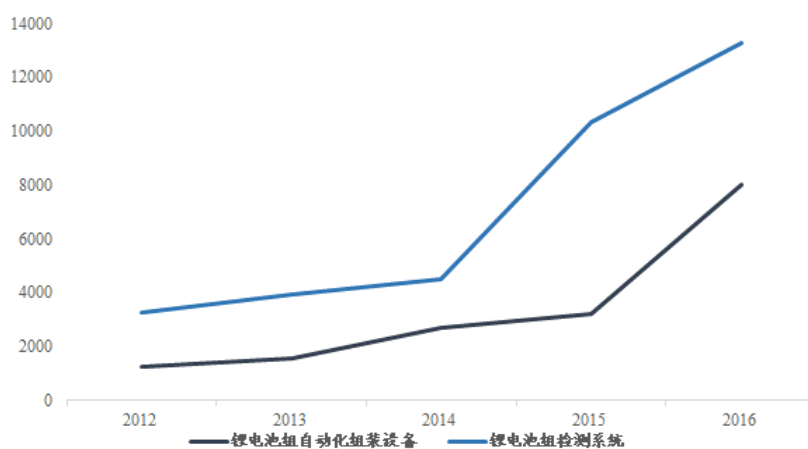
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表5：公司自 2012 年以来，营业收入增长迅速



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表6：受益于新能源汽车行业发展，细分业务锂电组装和检测的发展迅速（单位：万元）

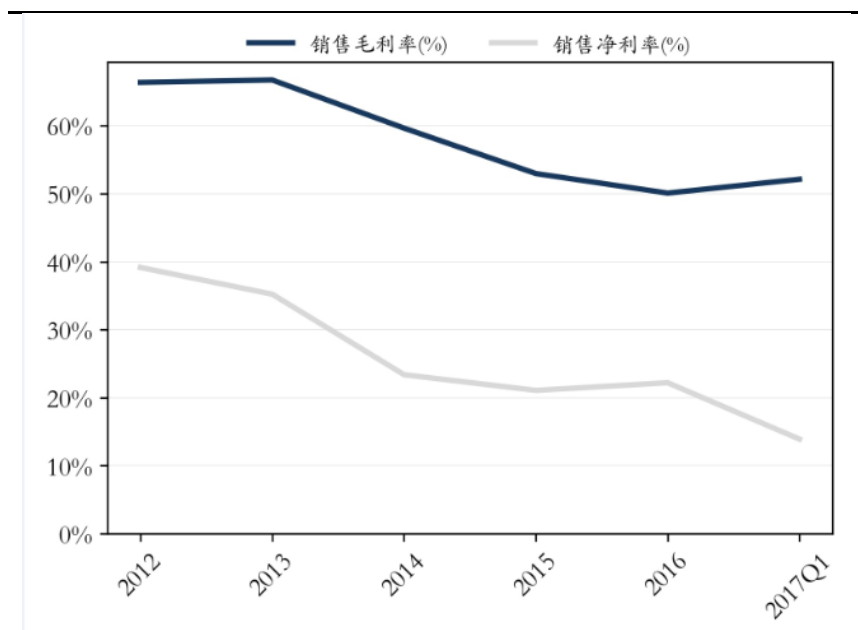


资料来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 盈利能力略有下滑，但主要产品维持高盈利能力

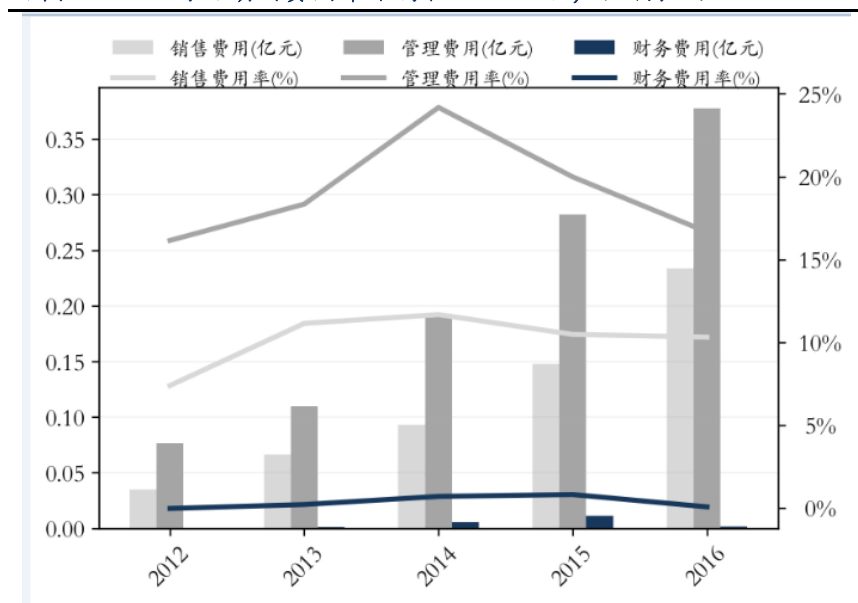
2016 年公司综合毛利率 50.09%，同比-2.87pct，有所下滑。但龙头产品锂电池组自动化组装设备和充放电检测系统的毛利率维持高位，分别维持在 36%和 48%左右。同时，公司期间费用控制良好，合计占比 27.04%，同比-4.23pct。我们认为，随着募投项目（电池检测系统产业化项目）的有序推进，公司将设备生产产能将会扩张，随着生产规模效应的显现，以及新能源汽车的良好发展前景，公司的盈利能力有望企稳、维持高位。

图表7：公司盈利能力良好，净利润率维持在 20%左右



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表8：公司的期间费用率维持在 27% 左右，控制良好



资料来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 2020 年动力锂电池设备将达 432 亿元，检测设备占比 20%

随着锂电池在新能源汽车和储能领域的快速发展，电池质量的要求也越来越高，检测设备市场应运而生，公司的传统业务“工况模拟测试设备”属于实验室配套设备，需求量较小，刚刚进入的“充放电检测设备”领域市场空间巨大。根据我们的测算，2020 年中国国内的检测设备的市场空间约为 86 亿元。

图表 9：2020 年动力锂电池设备将达 432 亿元，CAGR30%

| 项目              | 车型分类         | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 新能源汽车销量预测       |              | 52   | 75    | 110   | 166   | 256   |
| 销量增速            |              | 36%  | 45%   | 47%   | 51%   | 54%   |
| 国内动力锂电池产能需求/gwh | 总需求          | 29   | 38    | 53    | 77    | 123   |
|                 | 三元材料占比       | 28%  | 40%   | 49%   | 59%   | 69%   |
|                 | 磷酸铁锂占比       | 72%  | 60%   | 51%   | 41%   | 31%   |
| 国内动力锂电池产能规划/gwh | 保有量合计        | 49   | 95    | 151   | 221   | 307   |
|                 | 新增合计         | 29   | 46    | 56    | 70    | 86    |
|                 | yoy          |      | 57%   | 24%   | 24%   | 23%   |
| 产能利用率假设         |              | 60%  | 40%   | 35%   | 35%   | 40%   |
| 锂电设备新增需求/亿元     | 涂布机(30%)     | 43   | 68    | 85    | 105   | 129   |
|                 | 卷绕机(20%)     | 29   | 46    | 56    | 70    | 86    |
|                 | 检测设备(20%)    | 29   | 46    | 56    | 70    | 86    |
|                 | 制片模切(10%)    | 14   | 23    | 28    | 35    | 43    |
|                 | 辊压分切(10%)    | 14   | 23    | 28    | 35    | 43    |
|                 | PACK 设备(10%) | 14   | 23    | 28    | 35    | 43    |
|                 | 合计           | 145  | 228   | 282   | 351   | 432   |
|                 | yoy          |      | 57%   | 24%   | 24%   | 23%   |

资料来源：高工锂电，东吴证券研究所

锂电设备分为前道，中道和后道设备：其中后道设备，包括化成，分容，检测，组装设备的价值占比 30%；其中分容检测占 70%，组装占 30%。检测设备的属于行业发展到成熟阶段的产物，未规模生产时采用抽检方式，出于对电池安全性和能量密度的考虑，我们认为未来检测设备的普及度会大幅提升。自动化成和自动分选设备领域技术门槛高，进口替代空间大，星云的先发优势明确。

## 5. 绑定大客户，订单确定性加强

公司的客户结构优质，星云与 CATL 的合作关系绵延多年。公司 2016 年前 5 大客户为 CATL、华通、国轩高科、孚能、BYD，其中 CATL 占订单量的 20%。

各主要客户的合作情况如下：

1) CATL。公司和时代新能源（CATL）保持良好的战略合作关系，双方都是福建省的公司。双方的合作范围主要是在新能源汽车实验室的检测设备、PACK 线的检测设备以及模组测试。

星云股份的的工况模拟检测系统（检测设备），主要用在 CATL 的实验室——主要原理是模拟电动车起步、刹车、加速、减速等运行过程中电流电压的各种变化过程，该设备 2016 年 CATL 大概采购了有 40 台，采购总金额大约 5000 万元。公司在 CATL 的驻外销售售后技术人员约有

40-50 人。

2) 比亚迪。公司早期和比亚迪在手机、笔记本、电动工具领域合作。近期在新能源汽车上，公司主要是给比亚迪的实验室和产线提供大功率充放电检测设备。

3) 国轩高科。公司从 2015 年开始跟青岛国轩合作，国轩是动力电池领域的知名品牌，公司主要向国轩供应实验室的检测设备、自动化 PACK 线。通过与优质客户深度合作，公司在动力电池领域未来发展可期。

图表 10：公司主要客户涵盖 3C 与新能源汽车领域



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图表 11：2016 年公司前五大客户遍及动力电池领域主要厂商

| 排名 | 客户名称               | 营业收入<br>(万元) | 占营业收入<br>比重 (%) |
|----|--------------------|--------------|-----------------|
| 1  | 宁德时代新能源科技股份有限公司    | 4778         | 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    | 1426         | 6.29            |
|    | 华通电脑(苏州)有限公司       |              |                 |
| 3  | 青岛国轩电池有限公司         | 1415         | 6.25            |
| 4  | 孚能科技(赣州)有限公司       | 1376         | 6.07            |
| 5  | 比亚迪股份有限公司          | 1211         | 5.35            |
|    | 深圳市比亚迪锂电池有限公司坑梓分公司 |              |                 |
|    | 上海比亚迪有限公司          |              |                 |
|    | 韶关比亚迪实业有限公司        |              |                 |
|    | 深圳市供应链管理有限公司       |              |                 |

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

## 6. 盈利预测及投资建议

公司作为国内领先的锂电池检测系统供应商，具备先发优势。随着公司募投项目的稳步推进，以及下游新能源汽车领域未来的广阔前景，公司有望依靠绑定大客户高速增长，预计公司2017-2019年EPS为1.10/1.45/1.96元，对应PE为45/34/25X，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 7. 风险提示

**1) 市场规模受宏观经济影响：**国内宏观经济、产业政策的变动，将会直接影响到下游工业新能源汽车行业市场需求，进而影响到锂电检测设备行业。

**2) 扩产水平影响：**公司目前积极募投资金，建设新厂，扩产放量，以扩大主营产品的市占率。如扩产水平不达预期，将直接影响公司当年营业收入，从而对公司业绩造成一定影响。

**3) 研发进度不及预期：**公司一直重视核心技术研发，每年都投入大量的研发费用，但若研发项目失败或不及预期，将会对公司业绩造成一定影响。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

