

# 星云股份(300648.SZ) 动力电池行业

评级：买入 首次评级

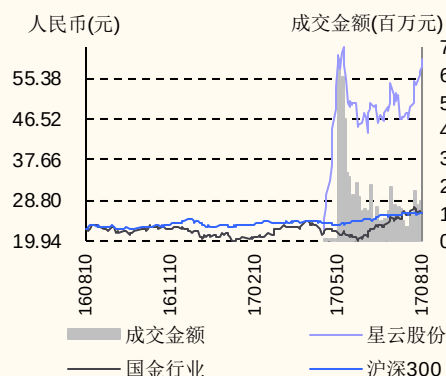
公司研究

市场价格(人民币): 59.64 元  
 目标价格(人民币): 66.00-76.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 17.00  
 总市值(百万元) 4,037.63  
 年内股价最高最低(元) 62.02/22.67  
 沪深300指数 3715.92



## 新能源+储能布局, 锂电检测设备新星升起

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.587  | 1.001  | 1.224  | 1.911  | 2.483  |
| 每股净资产(元)    | 3.45   | 4.39   | 8.24   | 10.15  | 12.63  |
| 每股经营性现金流(元) | 0.38   | 0.73   | 1.55   | 2.14   | 3.16   |
| 市盈率(倍)      | N/A    | N/A    | 48.74  | 31.22  | 24.02  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 127.46 | 150.15 | 215.73 | 215.73 | 215.73 |
| 净利润增长率(%)   | 59.41% | 70.58% | 63.14% | 56.15% | 29.98% |
| 净资产收益率(%)   | 17.03% | 22.82% | 14.85% | 18.82% | 19.66% |
| 总股本(百万股)    | 50.70  | 50.70  | 67.70  | 67.70  | 67.70  |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **国内领先的锂电池检测系统供应商, 经营业绩快速增长。**星云股份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中的电芯充放电、电池模组焊接、检测等工序设备, 整合成锂电池组自动化组装生产线, 产品广泛应用于3C产品、电动工具、电动自行车、新能源汽车等锂领域。公司近年业绩增长迅速, 2012-2016年营业收入由0.47亿元增长到2.27亿元, 年复合增长率为48%; 归母净利润由2012年的1808万元增长到2016年的5077万元, 年复合增长率达29%, 2017年上半年预计盈利1753-2157万元, 较上年同期增长30%-60%。
- **公司客户资源优质, 锂电厂商扩产带来大量订单。**公司客户主要为国内领先的锂电池组装企业及其下游锂电池产品应用企业, 客户集中度高且均为行业龙头。2016年公司前五名客户销售收入合计占营收的45.05%, 其中第一大客户宁德时代(CATL)产量连年翻倍增长, 连续两年年产量位于全球第三, 未来望成为全球第一大锂电池供应商; 另一重要客户比亚迪(BYD)是目前国内锂电池制造企业龙头, 销量国内排名第一, 未来有望成为全球第二大锂电池供应商。优质客户为公司带来大额订单, 支撑业绩增长, 截至2016年底, 公司持有订单1.55亿元, 同比上涨241%。
- **新能源汽车产业快速发展, 锂电池检测设备需求大增。**受益新能源汽车的爆发和储能行业发展, 锂电池需求量持续上升, 2016年我国动力锂电池产量达到29.39GWh, 首次超越3C市场位居第一, 预计到2020年我国动力锂电池产量有望超过120GWh, 年均复合增长率达44%; 整体锂电产量有望达到180GWh。锂电池需求量的快速增长将带动对锂电检测设备的需求, 按照年产1GWh平均设备投资4.8亿元计算, 到2020年我国锂电生产设备需求约230亿元, 其中星云股份所专注的锂电检测及自动化组装设备占比约30%, 2020年市场规模约69亿元、年均复合增速30%。
- **新能源汽车+储能布局, 公司战略准确乘势发展。**公司抓住全球新能源汽车需求增长的良好机遇, 2011年开发出与新能源汽车动力锂电池检测相关的多项核心技术, 新能源汽车应用领域产品占公司营业收入的比例从2012年的1.3%提升至2016年的61.95%。同时公司不断推进在储能领域的发展, 开发智能电站变流器及控制系统, 与大客户宁德时代(CATL)展开战略合作, 产品预计下半年推向市场, 有望借力储能行业发展的东风, 进一步提升

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

卞晨晔 联系人  
 biancy@gjzq.com.cn

业绩。

#### 盈利预测

- 我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 3.6/5.4/7.1 亿元，分别同比增长 61%/48%/32%；归母净利润分别为 83/129/168 百万元，分别同比增长 63%/56%/30%；EPS 分别为 1.22/1.91/2.48 元，对应 PE 分别为 49/31/24 倍。

#### 投资建议

- 我们认为锂电池行业受新能源汽车快速发展的带动将持续增长，对锂电池检测设备的需求不断上升，公司与客户优质深度合作、订单增长迅速，业绩有持续上升空间；同时公司着手布局储能领域，与大客户宁德时代（CATL）展开战略合作，有望受益于储能领域的发展。给予公司“买入”评级，按照 18 年 35-40 倍 PE，目标价 66-76 元。

#### 风险提示

- 应收账款较高的风险；新能源汽车及储能市场发展不达预期的风险；锂电检测设备行业竞争加剧的风险。

## 内容目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 1、国内领先的锂电池检测系统供应商，优质客户带来业绩爆发.....          | 5  |
| 1.1、应用范围拓展，带动产品需求上升.....                   | 5  |
| 1.2、产品线完善，业绩持续增长.....                      | 6  |
| 1.3、布局准确+优质客户+研发创新=业绩爆发.....               | 8  |
| 2、新能源汽车+储能发展，锂电池检测系统设备需求高增长.....           | 11 |
| 2.1、新能源汽车发展趋势确定，锂电企业扩产带动检测设备需求.....        | 11 |
| 2.2、锂电池检测设备需求高增长，预计 2020 年市场规模达 69 亿元..... | 12 |
| 2.3、联合 CATL 战略布局，将受益储能行业发展.....            | 13 |
| 3、盈利预测与投资建议.....                           | 16 |
| 3.1、盈利预测.....                              | 16 |
| 3.2、投资建议.....                              | 16 |
| 风险提示.....                                  | 16 |

## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图表 1：产品下游市场应用.....             | 5  |
| 图表 2：公司所处行业上下游分析.....          | 6  |
| 图表 3：公司股权结构.....               | 6  |
| 图表 4：公司主要产品.....               | 7  |
| 图表 5：营业收入情况.....               | 7  |
| 图表 6：归母净利润情况.....              | 7  |
| 图表 7：2016 年各产品销售收入占比.....      | 8  |
| 图表 8：公司盈利能力.....               | 8  |
| 图表 9：分应用领域的毛利率.....            | 8  |
| 图表 10：分产品类型的毛利率.....           | 8  |
| 图表 11：业务拓展顺势而为.....            | 9  |
| 图表 12：营业收入按应用领域分类（百万元）.....    | 9  |
| 图表 13：公司客户均为业内领先企业.....        | 10 |
| 图表 14：公司客户结构.....              | 10 |
| 图表 15：公司研发投入.....              | 10 |
| 图表 16：主要竞争对手.....              | 10 |
| 图表 17：各国燃油车禁售规划.....           | 11 |
| 图表 18：新能源汽车年销量（万辆）.....        | 11 |
| 图表 19：动力锂电池产量将保持快速增长.....      | 12 |
| 图表 20：我国锂电池产量将保持快速增长.....      | 12 |
| 图表 21：锂电池检测系统市场需求.....         | 13 |
| 图表 22：清洁能源占比将从 19% 升至 32%..... | 14 |
| 图表 23：可再生能源在一次能源中占比将不提升.....   | 14 |

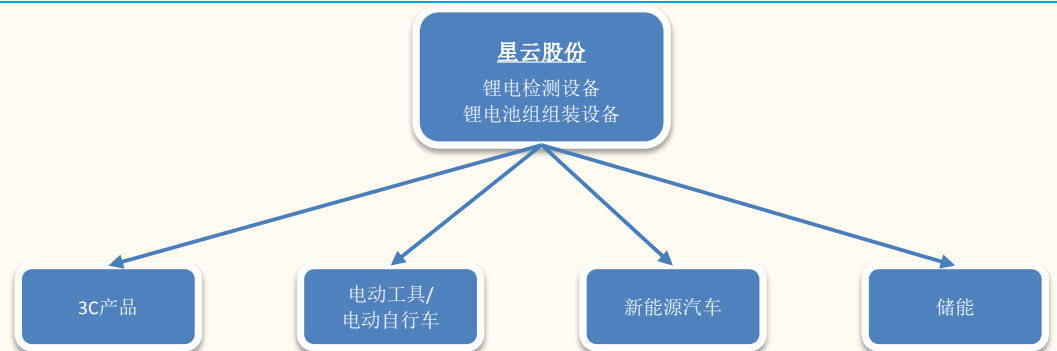
|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 24：储能行业近年来利好政策频出.....                 | 14 |
| 图表 25：截至 2016 年各类型储能项目数占比（除抽水蓄能之外） ..... | 15 |
| 图表 26：双向变流器.....                         | 15 |
| 图表 27：风光储充智能化一体式电站.....                  | 15 |
| 图表 28：公司产品收入拆分 .....                     | 17 |

## 1、国内领先的锂电池检测系统供应商，优质客户带来业绩爆发

### 1.1、应用范围拓展，带动产品需求上升

- **公司是国内领先的锂电池检测系统供应商。**公司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（电池管理系统）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、电动工具、电动自行车、新能源汽车等锂电池检测领域。2011 年以来，公司抓住全球新能源汽车需求增长的良好机遇，开发出与新能源汽车动力锂电池检测相关的多项核心技术，逐渐向新能源汽车、储能等锂电池检测领域拓展。新能源汽车应用领域产品占公司营业收入的比例从 2012 年的 1.3% 提升至 2016 年的 61.95%。

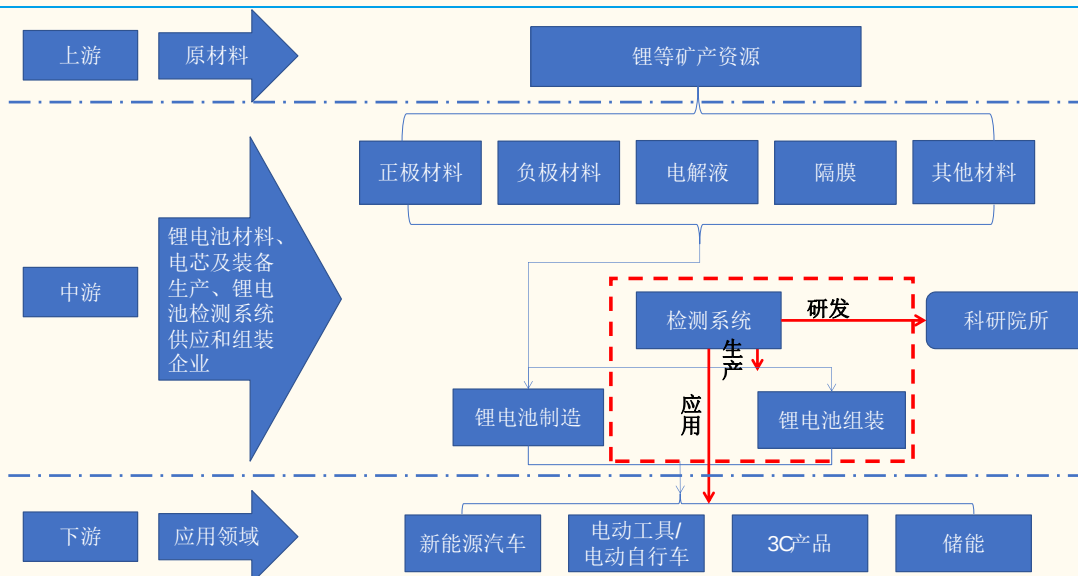
图表 1：产品下游市场应用



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **受下游应用范围拓展，产品需求持续上升。**公司主要产品处于锂电池产业的中游，包括电芯生产企业、锂电池检测系统提供商和锂电池组装企业等。其中，锂电池制造是指把各种锂电池材料组合起来形成电芯，锂电池组装是指把若干电芯组装形成锂电池组，锂电池检测系统主要用于锂电池功能性、安全性及可靠性检测，包括锂电池组充放电检测、BMS 检测、锂电池组 EOL 检测及工况模拟检测等。目前，3C 产品、电动工具、电动自行车等中小型电池仍然是锂电池主要需求领域。随着世界各国对环保的日益重视及多项产业扶持政策的相继出台，新能源汽车、储能领域锂电池需求将呈现高速增长态势，占比持续提升，将带动锂电发展，进而增加对锂电池检测设备的需求。
- **锂电池检测**是锂电池制造和组装必不可少的环节，是锂电池性能实现和安全可靠使用的有力保障。国内锂电池检测系统多为定制产品，通过直销模式销售，受下游客户影响较大，当客户产品扩产和更新换代时需进行锂电池检测系统的采购。
- **锂电池组组装设备**主要用于锂电池组的上线、下线、核心工位安装、检测、厂内传输和包装，随着电芯、电池模组、电池组标准化程度逐渐提高，在生产线上应用机器人和自动化装备并集成各种过程检测系统，实现全自动化生产是未来发展的趋势。

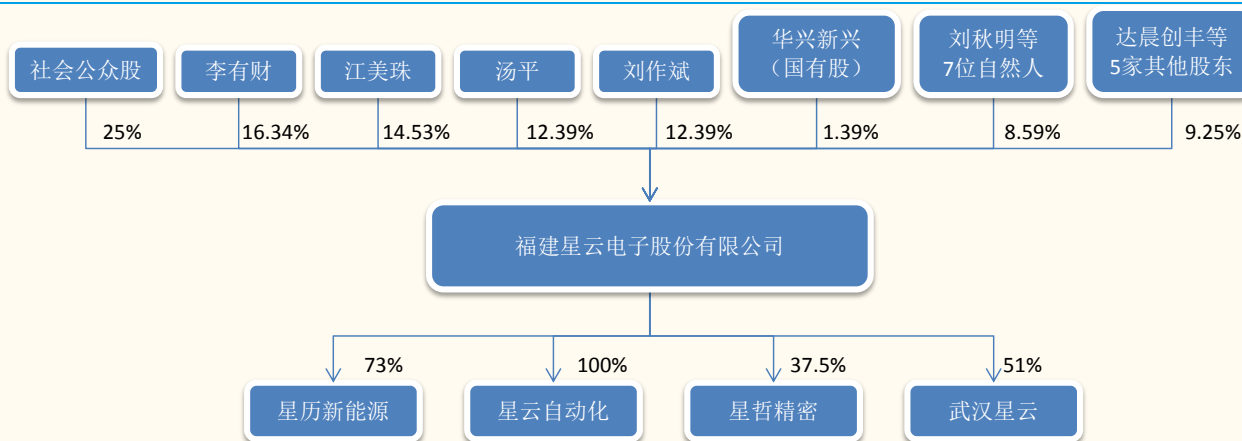
图表 2：公司所处行业上下游分析



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **公司股权结构集中，创始团队技术出身，持股超过 55%。**公司成立于 2005 年，时任飞毛腿公司工程师的肖志云（公司第二大股东江美珠之配偶）和李有财、刘作斌、汤平合作，研发出实现可控、可调、可集中采样的笔记本电池保护板测试设备，星云电子由此诞生。创始人团队目前合计持有公司超过 55% 的股权，除已故创始人肖志云外，其余 3 人仍负责公司的实际经营和管理。

图表 3：公司股权结构



来源：招股说明书，国金证券研究所

## 1.2、产品线完善，业绩持续增长

- **公司产品线丰富，具备提供持续升级解决方案的优势。**公司主要有 7 大类产品，涵盖充放电检测、BMS 检测、锂电池组 EOL 检测及工况模拟检测等核心工序检测系统，形成以锂电池检测系统为核心，并辅以锂电池组自动化组装系统的业务结构，产品可以应用于 3C 产品、电动自行车/电动工具、新能源汽车、储能 4 个领域。公司具有配套软件开发能力，已开发出应用于锂电池组自动化组装生产过程管控系统（MES），具有能够提供持续升级锂电池检测系统整体解决方案及锂电池组自动化组装生产线整体解决方案的优势。

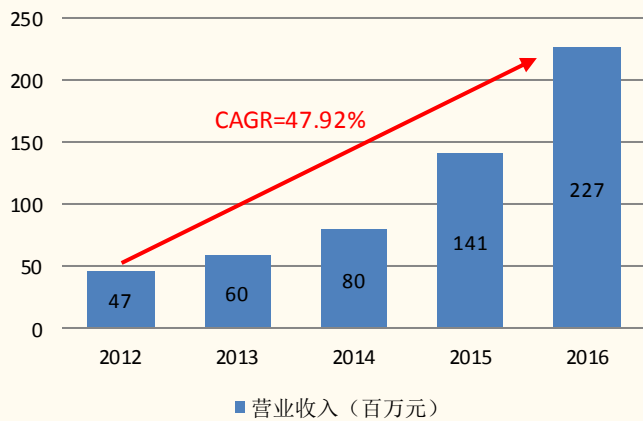
图表 4：公司主要产品

|                   | 锂电池模组/<br>锂电池组<br>(PACK) 自动<br>化组装系统                                              | 锂电池组充<br>放电检测系<br>统                                                               | 锂电池组工<br>况模拟检测<br>系统                                                              | 锂电池保护<br>板检测系统                                                                    | 锂电池成品<br>检测系统                                                                      | 动力电池模组/<br>电池组 EOL 检<br>测系统                                                         | 锂电池组 BMS<br>检测系统                                                                    |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 图示                |  |  |  |  |  |  |  |
| 16 年营收占比<br>毛利率   | 35%<br>36%                                                                        | 21%<br>49%                                                                        | 13%<br>48%                                                                        | 13%<br>81%                                                                        | 5%<br>76%                                                                          | 4%<br>59%                                                                           | 3%<br>76%                                                                           |
| 应用领域              |                                                                                   |                                                                                   |                                                                                   |                                                                                   |                                                                                    |                                                                                     |                                                                                     |
| 1) 3C 产品          | √                                                                                 |                                                                                   |                                                                                   | √                                                                                 | √                                                                                  |                                                                                     |                                                                                     |
| 2) 电动自行车<br>/电动工具 | √                                                                                 | √                                                                                 |                                                                                   | √                                                                                 | √                                                                                  |                                                                                     |                                                                                     |
| 3) 新能源汽车          | √                                                                                 | √                                                                                 | √                                                                                 |                                                                                   |                                                                                    | √                                                                                   | √                                                                                   |
| 4) 储能             | √                                                                                 | √                                                                                 | √                                                                                 |                                                                                   |                                                                                    |                                                                                     | √                                                                                   |

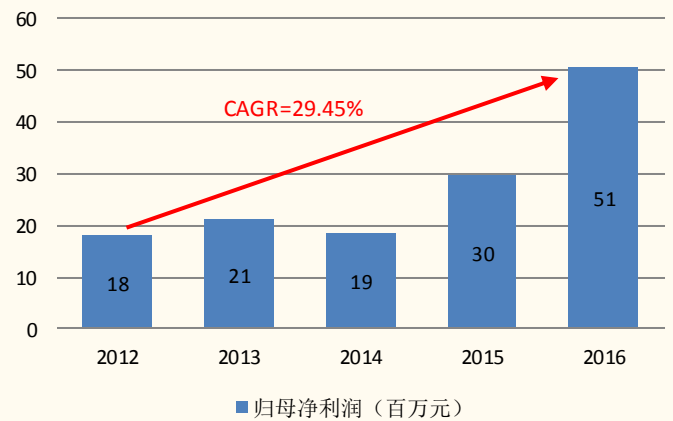
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司近 5 年营收年复合增长率达 47.92%，持有订单快速增长。公司 2012-2016 年营业收入由 0.47 亿元增长到 2.27 亿元，年复合增长率为 47.92%；归母净利润由 2012 年的 1808 万元增长到 2016 年的 5077 万元，年复合增长率为 29.45%，2017 年上半年归母净利润预计较上年同期增长 30%-60%，盈利 1753-2157 万元。截止 2016 年底，公司持有订单 1.55 亿元，同比增长 241%，成为公司业绩增长的保障。

图表 5：营业收入情况



图表 6：归母净利润情况

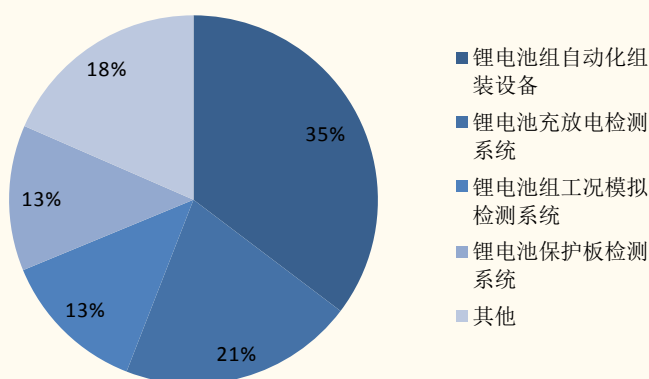


来源：招股说明书，iFind，国金证券研究所

来源：招股说明书，iFind，国金证券研究所

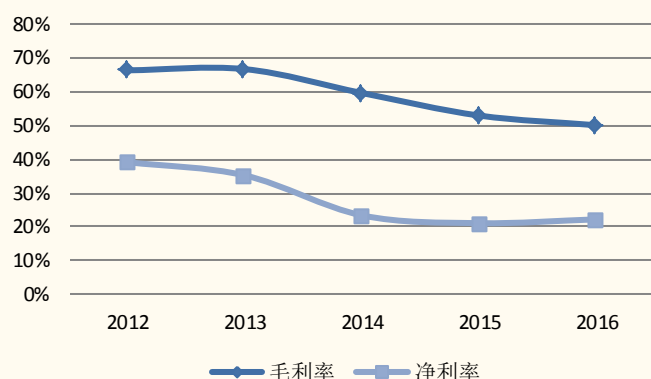
- 业务规模不断扩大，盈利能力有所下降。按产品品种分类来看，锂电池组自动化组装设备和锂电池组充放电检测系统是核心收入来源，占比超过 50%，应用领域范围广，手机、笔记本、电动工具/自行车和新能源汽车应用领域均有销售。随着公司产品线的不断延伸和业务规模的扩大，近年来毛利率、净利率有所下降，综合毛利率由 2012 年的 66%降低到 2016 年的 50%，净利率由 2012 年的 39%降低到 2016 年的 22%。主要系业务调整所致，毛利较高的手机、笔记本应用领域产品销售收入因市场需求放缓而有所下降；新能源汽车应用领域产品销售收入不断上升，但是毛利率因公司扩大市场份额而有所下降。

图表 7：2016 年各产品销售收入占比



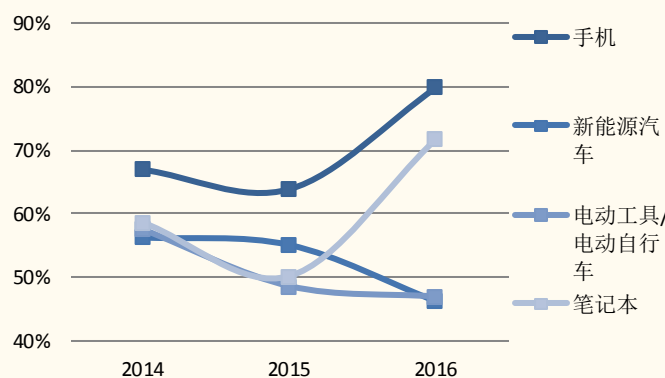
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 8：公司盈利能力



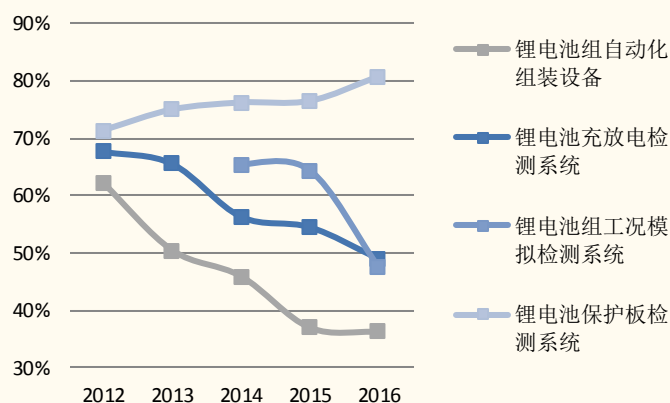
来源：iFind，国金证券研究所

图表 9：分应用领域的毛利率



来源：iFind，国金证券研究所

图表 10：分产品类型的毛利率



来源：iFind，国金证券研究所

### 1.3、布局准确+优质客户+研发创新=业绩爆发

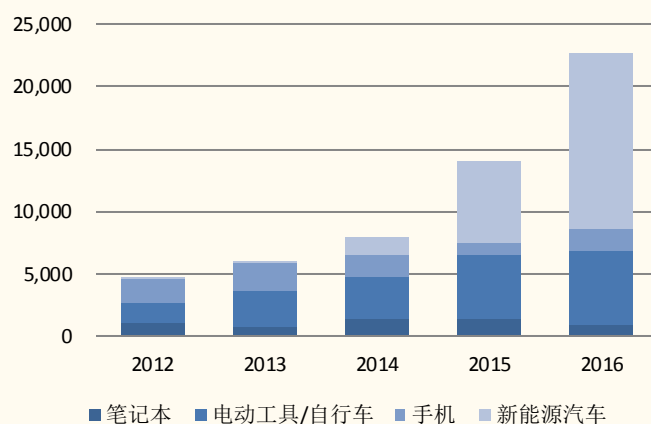
- **战略眼光准确，业务拓展顺势而为。**公司业务拓展均基于其原有业务和技术沉淀，稳扎稳打，从 3C 锂电池延伸到新能源汽车动力锂电池，成为其业绩增长的主要驱动力，未来有望抓住储能市场的风口，实现业绩进一步增长。
- **1) 拓展自动化组装线：**2009 年，公司依赖于 3C 锂电池检测设备的生产经验，将业务延伸至自动化领域，结合自主开发的 MES 系统，将多个工序检测设备整合成完整的自动化组装生产线，自动化组装设备成为公司最主要的收入来源。
- **2) 布局新能源汽车锂电检测：**2011 年，公司利用在小功率电池测试设备的成功经验，成功进入大功率电池测试设备领域，新能源汽车领域产品 2012-2016 年销售收入年复合增长率高达 197.35%，占营收的比例从 2012 年的 1.28% 提升至 2016 年的 61.95%，成为公司近年来业绩上升的主要动力来源。
- **3) 下一步，**公司计划进入利好政策频出的储能领域，同大客户宁德时代（CATL）进行战略合作，并于 2016 年底成立控股子公司武汉星云，专注于储能逆变系统和风光储充智能电站控制系统的研发，为新一轮业绩增长打下基石。

图表 11：业务拓展顺势而为

| 公司成立                       | 专注3C领域                                                | 延伸至整体解决方案及自动化领域                                                   | 拓展新能源汽车领域                                                |
|----------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 成为中国最早研发出笔记本电池测试系统的企业之一    | 产品成功用于华为、联想、小米手机及笔记本电脑的电池生产                           | 将机器人、光学成像定位及测控、自动化控制应用于电池自动化组装机                                   | 研发出新能源汽车用大功率工况模拟系统，响应时间达到领先的ms级                          |
| 2005年                      | 2006-2009年                                            | 2009-2011年                                                        | 2011年至今                                                  |
| 研发出笔记本电脑保护板，解决笔记本电池组量产测试问题 | 开发出笔记本电池保护板测试系统、成品测试系统，并通过客户下游企业认可，广泛用于生产测试，如华为、联想、小米 | 开发以测试系统为核心的电池自动化生产线，进入电动工具和电动自行车领域，向电池组装机企业推出星云的电池组装机制造话制程和整体解决方案 | 进入新能源汽车和储能领域，研发高功率测试设备、能量回馈式充放电系统，建设电池组装机自动化生产线和推出整体解决方案 |

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 12：营业收入按应用领域分类（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

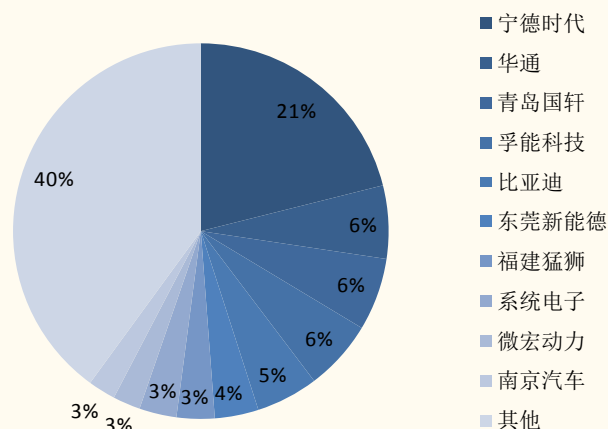
- **公司客户集中度较高，优质客户近年发展迅猛。**2014-2016 年公司前五名客户销售收入合计占公司营业收入总额的比例分别为 41.02%、52.38%和 45.05%，客户集中度较高。主要客户为国内领先的锂电池组装机企业及其下游锂电池产品应用企业，包括宁德时代时代新能源（CATL）、比亚迪（BYD）、捷新动力（ATBS）、飞毛腿（SCUD）等企业，其锂电池产品供给包括华晨宝马、上汽、华为、小米在内的国内外知名企业。其中，第一大客户宁德时代占公司收入比例 21%，并且计划将其产能从目前的 7.5GWh 扩充到 2020 年的 50GWh，星云与其合作紧密，有望伴随客户扩产实现快速增长。
- **宁德时代（CATL）：**产量连年翻倍增长，连续两年年产量位于全球第三，已与国内外多家知名车企达成战略合作关系，并积极布局储能电池领域。6 月发布公告表示拟登陆 A 股，市值预计达 840 亿元，未来两三年有望成为世界第一大锂电池供应商。宁德时代是公司的第一大客户，2016 年对其销售收入达 4778 万元，占到营收的 21%，此外，公司还与宁德时代在储能业务上展开战略合作，随着客户业务的持续扩张，对检测设备的需求也将上升，未来有望持续产生大额订单。
- **比亚迪（BYD）：**目前国内锂电池制造企业龙头，销量国内排名第一，2016 年全球市场份额仅次于松下、LG 和三星，位列第四，目前主要为自家电动车供应锂电池，若未来开始外销动力电池，将进一步扩大销售额。比亚迪目前为公司第五大客户，2016 对其销售收入达 1212 万元，占全年营收的 5%。公司与比亚迪的合作源于向其提供手机、笔记本、电动工具电池的检测设备，之后延伸至向其新能源汽车动力电池实验室和产线提供大功率的充放电检测设备等。
- **新增大客户：**2017 上半年公司有望新增大客户珠海银隆与松下。珠海银隆为格力新投资企业，处于产能扩张初期；松下为 Tesla 配套企业，随着 Tesla 在中国新工厂推出，有望建造新工厂。产能扩张将带动锂电检测设备投资需求，公司积累的大量优质客户将为业绩的持续增长带来动力。

**图表 13：公司客户均为业内领先企业**



来源：招股说明书，国金证券研究所

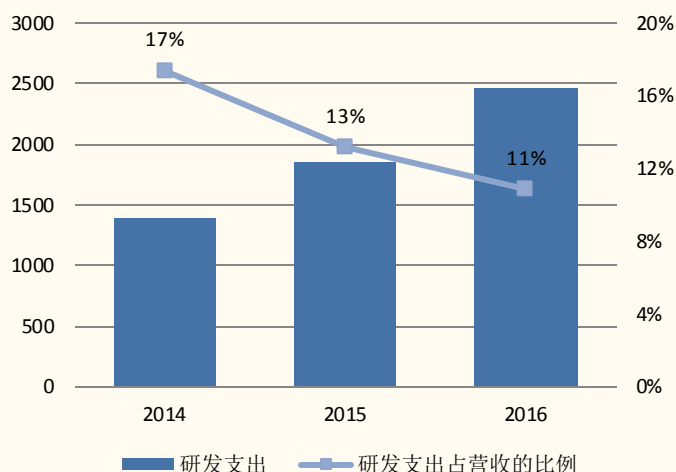
图表 14：公司客户结构



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 十二年注重研发，参与两项国家标准的制定。创始团队的技术背景使得公司尤其重视研发，公司及其子公司拥有 35 项专利，其中包括 10 项发明专利、20 项实用新型专利和 5 项外观设计专利。董事长李有财作为公司的创始人和核心人员，主持并参与公司多项专利的研发，是公司 5 项发明专利、10 项实用新型专利的发明人之一和 5 项外观设计专利的设计人之一。在新能源汽车领域，公司参与了两项电动汽车用动力电池国家标准的制定。
- 截至 2016 年底，公司研发技术人员共计 209 人，占公司员工人数的 31.01%，其中博士 3 人。研发费用呈增长态势，2015 年研发支出 1863 万元，2016 年研发支出 2464 万元，占营收比例大 11%。公司 2011 年推出新能源汽车电池工况模拟测试系统，此前基本被国外产品占有，公司产品的问世填补了国内技术的空白，让星云电子成为国内少数能达到工况模拟级别的设备厂商之一。

**图表 15：公司研发投入**



来源：招股说明书，国金证券研究所

**图表 16：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          | 深圳市恒翼能科技有限公司、深圳市瑞能实业股份有限公司                                                                                                                                                     |
| 锂电池成品金策熊            | 深圳市恒翼能科技有限公司、深圳市瑞能实业股份有限公司                                                                                                                                                     |
| 锂电池组 BMS 检测系统       | 深圳市恒翼能科技有限公司、深圳市瑞能实业股份有限公司                                                                                                                                                     |
| 锂电池组 充放电检测系统        | Aero Vironment Inc.、Bitrode Limited、AVL List GmbH、深圳市新威尔电子有限公司                                                                                                                 |
| 锂电池组 工况模拟检测系统       | Aero Vironment Inc.、Arbin Instruments Inc.、Bitrode Limited、Digatron Industrie-Elektronik GmbH、AVL List GmbH、宁波拜特测试技术股份有限公司、深圳市新威尔电子有限公司、湖北德普电气股份有限公司、浙江杭可科技股份有限公司、广州蓝奇电子实业有限公司 |
| 锂电池组 自动化组装系统        | 上海昭宏自动化机械有限公司、深圳市恒翼能科技有限公司、上海君屹工业自动化股份有限公司、昂化（上海）自动化工程股份有限公司                                                                                                                   |
| 动力电池模组/电池组 EOL 检测系统 | 珠海泰担新动力电子有限公司、湖北德普电气股份有限公司                                                                                                                                                     |

来源：招股说明书，国金证券研究所

## 2、新能源汽车+储能发展，锂电池检测系统设备需求高增长

### 2.1、新能源汽车发展趋势确定，锂电企业扩产带动检测设备需求

- 全球多国推出燃油车禁售时间表，新能源汽车发展趋势确定。截至目前全球已有多个国家宣布将全面禁售燃油车，并公布了时间期限：荷兰通过提案要求 2025 年开始禁止在荷兰本国销售传统的汽车和柴油汽车，德国将在 2030 年后禁售传统的内燃机汽车，法国计划 2040 年全面停止出售汽油车和柴油车。未来以纯电动汽车为代表的新能源汽车将逐步取代燃油车成为汽车销售的主力车型，新能源汽车发展趋势确定。

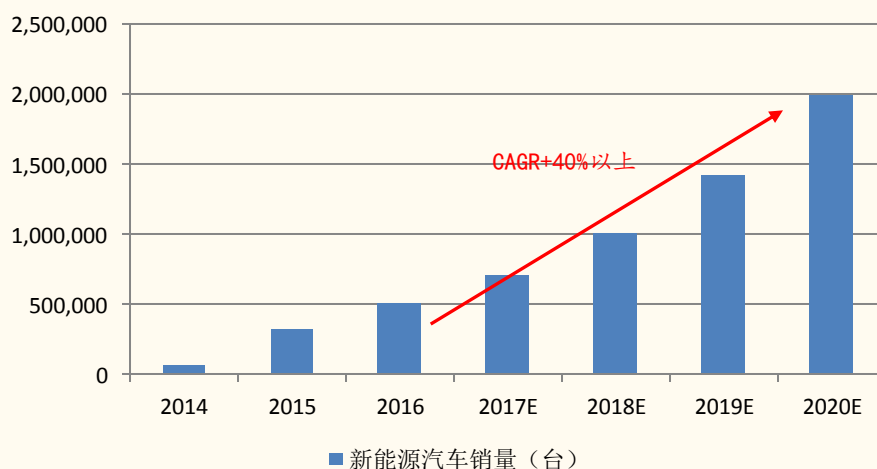
图表 17：各国燃油车禁售规划

| 国家 | 禁售时间  | 具体内容                                                                        |
|----|-------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 荷兰 | 2025年 | 2025年开始禁止在荷兰本国销售传统的汽油和柴油汽车，确保2025年之后所有新车都是新能源汽车                             |
| 挪威 | 2025年 | 主要政党一致同意从2025年起禁止燃油汽车销售                                                     |
| 印度 | 2030年 | 到2030年印度只销售电动汽车，全面停止以石油燃料为动力的车辆销售                                           |
| 德国 | 2030年 | 德国联邦参议院以多票通过了2030年后禁售传统内燃机汽车的提案，参议院还建议德国立法者敦促其它欧盟成员国接受这一建议，2030年后只允许零排放汽车上路 |
| 法国 | 2040年 | 法国能源部长表示为实现《巴黎协定》目标，法国计划从2040年开始全面停止出售汽油车柴油车，将法国打造成为一个碳平衡的国家                |

来源：搜狐汽车，国金证券研究所

- 我国新能源汽车市场发展空间巨大。2016 年我国新能源汽车销售量达到 50.7 万辆、同比增长 53%，连续两年保持全球第一。按照国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，到 2020 年新能源汽车将实现年产销 200 万辆以上，累计产销超过 500 万辆以上。2016-2020 年，新能源汽车销量将保持年均 40% 以上的高速增长，新能源汽车市场发展空间巨大。

图表 18：新能源汽车年销量（万辆）

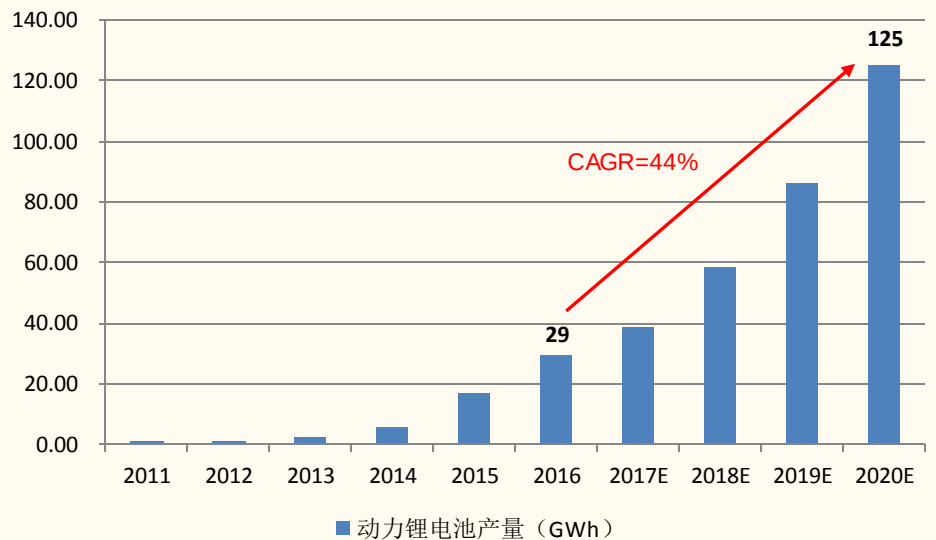


来源：新华网，国金证券研究所

## 2.2、锂电池检测设备需求高增长，预计 2020 年市场规模达 69 亿元

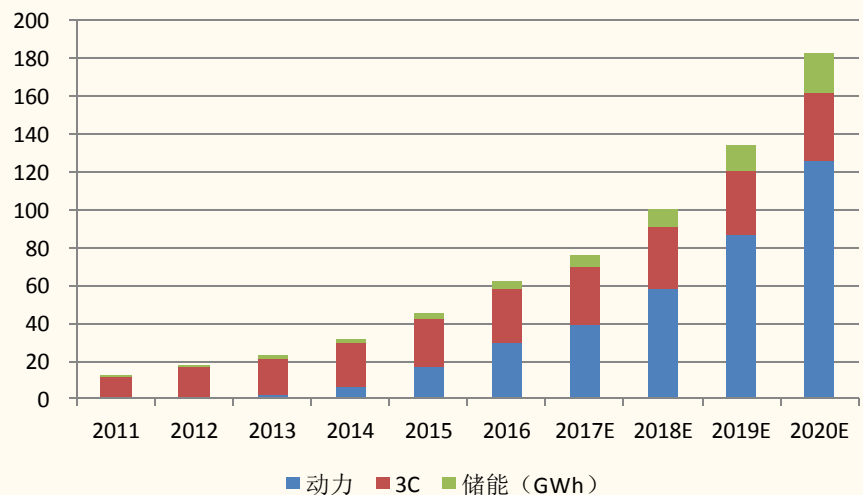
- 锂电池行业受新能源汽车带动快速发展。锂电池按消费终端可分为动力锂电、3C 消费电子和储能，受益新能源汽车的快速发展，动力锂电池增长最快，增速远超其他两大终端。根据 OFweek 锂电数据，2016 年我国动力锂电池产量约 29GWh，同比增长近 74%，成为我国锂电池行业最大的增长驱动引擎。伴随新能源汽车销量的增长，我国动力锂电产量未来几年仍将保持高速增长，2020 年产量有望达到 125GWh。

图表 19：动力锂电池产量将保持快速增长



来源：OFweek 锂电网，国金证券研究所

图表 20：我国锂电池产量将保持快速增长

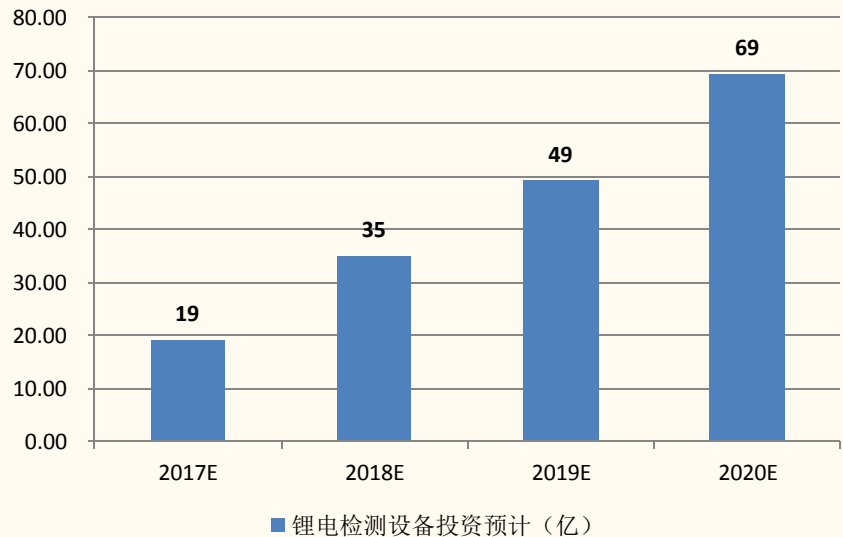


来源：招股说明书，国金证券研究所

- 伴随锂电池产量规模增长，锂电池检测系统市场规模迅速扩大。锂电池检测系统是锂电池组自动化组装生产线的核心部分，未来整个锂电池生产产业将迅速向智能化方向发展，各类锂电池检测系统是实现锂电池生产产业智能制造的关键环节。现阶段而言，锂电池检测系统主要应用于电动汽车、3C 产品、电动自行车等领域。随着锂电池在以电动汽车为主导的新能源汽车和储能领域应用的快速发展，锂电池检测系统行业的市场规模也在迅速扩大。

- 测算 2020 年我国锂电池检测系统市场需求达到 69 亿元。预计到 2020 年我国动力锂电池产量有望超过 120GWh，年均复合增长率达 44%；整体锂电产量有望达到 180GWh。锂电池需求量的快速增长将带动对锂电检测设备的需求，按照年产 1GWh 平均设备投资 4.8 亿元计算，到 2020 年我国锂电生产设备需求约 230 亿元，其中星云股份所专注的锂电检测及自动化组装设备占比约 30%，2020 年市场规模约 69 亿元，年均复合增速达 30%。

图表 21：锂电池检测系统市场需求

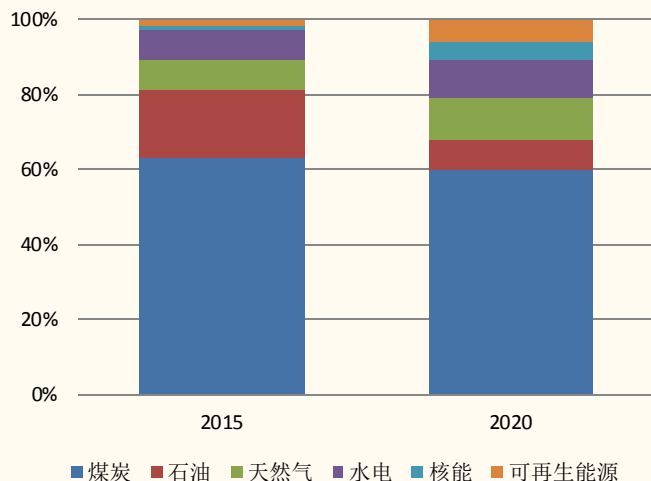


来源：招股说明书，OFweek 锂电网，国金证券研究所

### 2.3、联合 CATL 战略布局，将受益储能行业发展

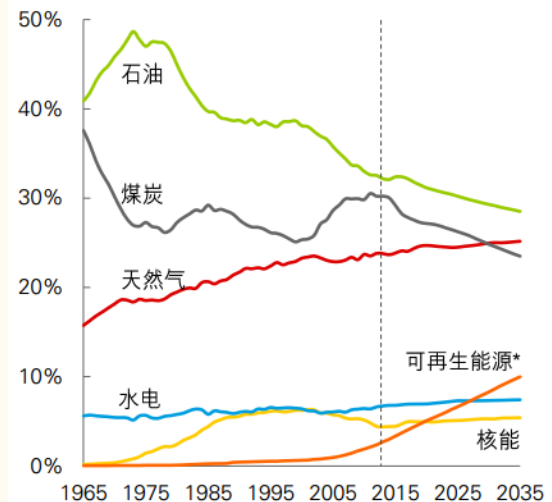
- 全球各国出台政策发展新能源，储能技术意义重大。欧盟计划到 2050 年时，非化石能源在能源消费中的比重将达到 75%；瑞典等国家明确提出到 2040 年前后，电力消费 100%来自可再生能源；国务院发布《能源发展战略行动计划 2014-2020》明确提出，到 2020 年清洁能源占比将从 19%升至 32%，到 2030 年非化石能源占全部发电量的比重力争达到 50%。
- 近年来风、光发电的技术进步很快，由于其生产边际成本趋近于零，随着技术进步和规模化带来的单位造价持续下降，新能源的使用价格将全面低于传统化石能源的价格。风力和太阳能发电呈现出显著的随机性、间歇性和波动性的特点，导致其与用户相对固定的用电需要难以匹配。在新能源集中开发地区，本地消纳不足，区域内电源结构性矛盾日益突出。储能技术的突破与普及将使能源跨越时空进行分配调节，对能源的生产和消费都有革命性意义。

图表 22：清洁能源占比将从 19% 升至 32%



来源：《能源发展战略行动计划 2014-2020》，国金证券研究所

图表 23：可再生能源在一次能源中占比将不提升



来源：《2017BP 能源展望》，国金证券研究所

- **储能行业利好政策频出，预计 2020 年市场总规模达 2300 亿元。**近两年，涉及储能产业的利好政策频出，国家积极推动储能商业化的发展。国家发改委印发《可再生能源发展“十三五”规划》，提出要推动储能技术在可再生能源领域的示范应用，实现储能产业在市场规模、应用领域和核心技术等方面的突破，预计未来 2-3 年，储能行业将进入快速发展期。

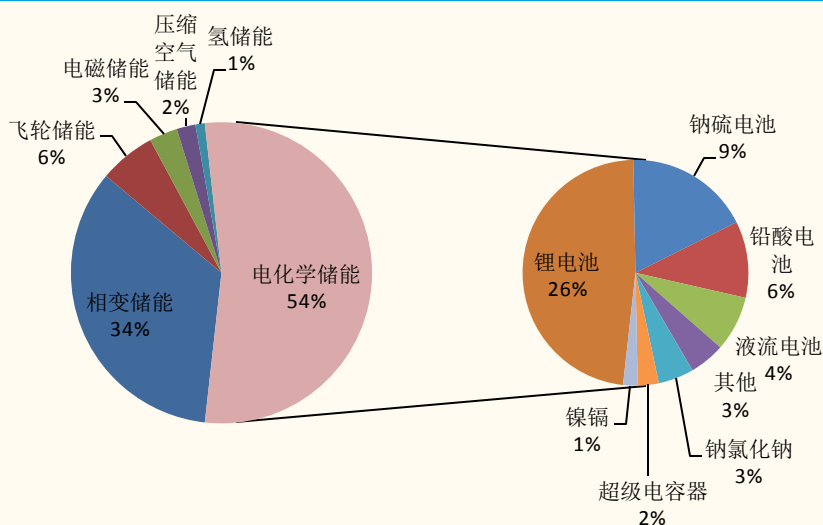
图表 24：储能行业近年来利好政策频出

| 时间       | 部门          | 政策                                     | 内容                                                                                      |
|----------|-------------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 2016年2月  | 发改委、工信部、能源局 | 《关于推进“互联网+”智慧能源发展的指导意见》                | 将发展储能和电动汽车应用新模式作为十大重点任务之一                                                               |
| 2016年6月  | 能源局         | 《关于促进电储能参与“三北”地区电力辅助服务补偿(市场)机制试点工作的通知》 | 明确了电储能设施的独立市场主体地位，鼓励发电企业、售电企业、电力用户、电储能企业等投资建设电储能设施，并要求电网企业要主动为电储能设施接入电网提供服务             |
| 2016年12月 | 发改委         | 《可再生能源发展“十三五”规划》                       | 推动储能技术在可再生能源领域的示范应用，实现储能产业在市场规模、应用领域和核心技术等方面的突破                                         |
| 2017年3月  | 能源局         | 《关于促进储能技术与产业发展的指导意见(征求意见稿)》            | 明确储能发展涵盖5大主要任务：储能技术装备研发示范工程、可再生能源利用水平提升工程、电力系统灵活性稳定性提升工程、用能智能化水平提升工程和储能多元化应用支撑能源互联网发展工程 |
| 2017年7月  | 住建部         | 《风光储联合发电站设计规范(征求意见稿)》                  | 储能系统配置的额定功率不宜小于风力发电、光伏发电安装总功率的10%，在额定功率下持续放电时间不宜小于0.5小时                                 |

来源：各部委网站，国金证券研究所

- **锂电池是储能领域增长最快的技术，商业前景最佳。**储能分为电化学、物理、电磁三大技术路线，电化学储能商业前景最佳。从全球范围来看，除去抽水蓄能后，目前锂电池的项目数占比和装机容量占比最大，是增长幅度最快的电化学储能技术。随着锂电池价格的快速下降，在 3-5 年内锂电池即可满足一些企业的内部投资收益率从而进行商业化推广，进一步带动锂电的销售从而促进对锂电检测设备的需求。

图表 25：截至 2016 年各类型储能项目数占比（除抽水蓄能之外）



来源：中国电科院，国金证券研究所

- **星云股份与 CATL 战略合作，积极布局储能行业。**除锂电检测设备将受益储能行业发展外，公司还开拓了储能双向变流器和风光储充智能电站控制系统。公司与宁德时代（CATL）进行战略合作，将自主研发的 AC/DC、DC/DC 双向变流器以及风光储充一体化智能电站控制系统，配套 CATL 风光储充一体化智能电站整体解决方案，成功应用于星云电子科技园内的风光储充一体化智能电站示范站以及青海西宁某以储能为核心的智能电网中，预计今年下半年实现商用。
- 双向变流器肩负着充电和馈电作用，是储能系统的关键设备之一。星云电子独有的 AC/DC、DC/DC 双向变流器等交直流混网技术可将储能电池及直流充电桩并联于直流母线，解决快充带来的电网波动、能量转换问题，比目前现有的 AC/DC 充电桩提高 30% 的效率，解决能量衰减问题，减少运营成本。
- 风光储充一体化智能电站可采用梯次利用电池或新型的储能电池，整合充电桩、太阳能、风能、市电等资源，在运用星云电子自主研发的智能管理软件的基础上，利用计算机直接进行能源优化管理，在峰谷电价优惠政策下，可以在谷时储能，在峰时供电，起到削峰填谷的作用，减少用电成本。

图表 26：双向变流器



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 27：风光储充智能化一体式电站



来源：公司网站，国金证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

#### 3.1、盈利预测

- 我们预测公司 2017-2019 年营业收入为 3.6/5.4/7.1 亿元，分别同比增长 61%/48%/32%；归母净利润分别为 83/129/168 百万元，分别同比增长 63%/56%/30%；EPS 分别为 1.22/1.91/2.48 元，对应 PE 分别为 49/31/24 倍。

#### 3.2、投资建议

- 我们认为锂电池行业受新能源汽车快速发展的带动将持续增长，对锂电池检测设备的需求也将不断上升，公司客户优质，订单增长迅速，业绩有持续上升空间；同时公司着手布局储能领域，与大客户宁德时代（CATL）展开战略合作，有望受益于储能领域的发展。给予公司“买入”评级，按照 18 年 35-40 倍 PE，目标价 66-76 元。

#### 风险提示

- 应收账款较高的风险；新能源汽车及储能市场发展不达预期的风险；锂电检测设备行业竞争加剧的风险。

**图表 28：公司产品收入拆分**

| 项 目                 | 2015    | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|---------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>锂电池组自动化组设备</b>   |         |         |        |        |        |
| 销售收入（百万元）           | 32.05   | 79.99   | 125.00 | 185.00 | 240.00 |
| 增长率（YOY）            | 17.91%  | 149.60% | 56.28% | 48.00% | 29.73% |
| 毛利率                 | 36.98%  | 36.24%  | 35.80% | 35.50% | 35.30% |
| <b>锂电池组充放电检测系统</b>  |         |         |        |        |        |
| 销售收入（百万元）           | 51.94   | 46.68   | 78.00  | 125.00 | 168.00 |
| 增长率（YOY）            | 226.42% | -10.13% | 67.10% | 60.26% | 34.40% |
| 毛利率                 | 54.48%  | 48.07%  | 54.00% | 53.00% | 52.00% |
| <b>锂电池组工况模拟检测系统</b> |         |         |        |        |        |
| 销售收入（百万元）           | 16.96   | 29.12   | 55.00  | 88.00  | 130.00 |
| 增长率（YOY）            | 209.27% | 71.70%  | 88.86% | 60.00% | 47.73% |
| 毛利率                 | 64.38%  | 47.50%  | 49.00% | 48.50% | 48.00% |
| <b>其他</b>           |         |         |        |        |        |
| 销售收入（百万元）           | 40.27   | 70.77   | 106.00 | 140.00 | 170.00 |
| 增长率（YOY）            | 29.41%  | 75.74%  | 49.79% | 32.08% | 21.43% |
| 毛利率                 | 58.91%  | 68.17%  | 62.00% | 60.00% | 58.00% |
| 销售总收入（百万元）          | 141.21  | 226.55  | 364.00 | 538.00 | 708.00 |
| 销售总成本（百万元）          | 66.43   | 113.05  | 184.46 | 279.40 | 374.92 |
| 毛利（百万元）             | 74.79   | 113.50  | 179.54 | 258.61 | 333.08 |
| 平均毛利率               | 52.96%  | 50.10%  | 49.32% | 48.07% | 47.05% |

来源：公司公告，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2014       | 2015       | 2016        | 2017E       | 2018E       | 2019E       |
|---------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>80</b>  | <b>141</b> | <b>227</b>  | <b>364</b>  | <b>538</b>  | <b>708</b>  |
| 增长率                 |            | 77.2%      | 60.5%       | 60.6%       | 47.8%       | 31.6%       |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-32</b> | <b>-66</b> | <b>-113</b> | <b>-184</b> | <b>-279</b> | <b>-375</b> |
| %销售收入               | 40.4%      | 47.0%      | 49.9%       | 50.7%       | 51.9%       | 53.0%       |
| <b>毛利</b>           | <b>48</b>  | <b>75</b>  | <b>114</b>  | <b>180</b>  | <b>259</b>  | <b>333</b>  |
| %销售收入               | 59.6%      | 53.0%      | 50.1%       | 49.3%       | 48.1%       | 47.0%       |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-1</b>  | <b>-1</b>  | <b>-2</b>   | <b>-3</b>   | <b>-5</b>   | <b>-7</b>   |
| %销售收入               | 0.8%       | 0.9%       | 1.1%        | 0.9%        | 0.9%        | 0.9%        |
| <b>营业费用</b>         | <b>-9</b>  | <b>-15</b> | <b>-23</b>  | <b>-37</b>  | <b>-54</b>  | <b>-71</b>  |
| %销售收入               | 11.7%      | 10.5%      | 10.3%       | 10.2%       | 10.0%       | 10.0%       |
| <b>管理费用</b>         | <b>-19</b> | <b>-28</b> | <b>-38</b>  | <b>-56</b>  | <b>-75</b>  | <b>-92</b>  |
| %销售收入               | 24.2%      | 20.0%      | 16.7%       | 15.5%       | 14.0%       | 13.0%       |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>18</b>  | <b>30</b>  | <b>50</b>   | <b>83</b>   | <b>124</b>  | <b>164</b>  |
| %销售收入               | 23.0%      | 21.6%      | 22.0%       | 22.7%       | 23.1%       | 23.1%       |
| <b>财务费用</b>         | <b>-1</b>  | <b>-1</b>  | <b>0</b>    | <b>4</b>    | <b>8</b>    | <b>10</b>   |
| %销售收入               | 0.7%       | 0.8%       | 0.1%        | -1.1%       | -1.5%       | -1.5%       |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-1</b>  | <b>-3</b>  | <b>-7</b>   | <b>-8</b>   | <b>-3</b>   | <b>-3</b>   |
| 公允价值变动收益            | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>投资收益</b>         | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    |
| %税前利润               | 0.4%       | n.a        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        |
| <b>营业利润</b>         | <b>17</b>  | <b>26</b>  | <b>43</b>   | <b>78</b>   | <b>129</b>  | <b>171</b>  |
| 营业利润率               | 21.0%      | 18.6%      | 18.8%       | 21.5%       | 24.0%       | 24.2%       |
| <b>营业外收支</b>        | <b>5</b>   | <b>8</b>   | <b>15</b>   | <b>16</b>   | <b>18</b>   | <b>20</b>   |
| <b>税前利润</b>         | <b>21</b>  | <b>34</b>  | <b>57</b>   | <b>94</b>   | <b>147</b>  | <b>191</b>  |
| 利润率                 | 27.0%      | 24.0%      | 25.3%       | 25.9%       | 27.4%       | 27.0%       |
| <b>所得税</b>          | <b>-3</b>  | <b>-4</b>  | <b>-7</b>   | <b>-12</b>  | <b>-18</b>  | <b>-23</b>  |
| 所得税率                | 13.3%      | 12.3%      | 12.2%       | 12.2%       | 12.2%       | 12.2%       |
| <b>净利润</b>          | <b>19</b>  | <b>30</b>  | <b>50</b>   | <b>83</b>   | <b>129</b>  | <b>168</b>  |
| 少数股东损益              | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>19</b>  | <b>30</b>  | <b>51</b>   | <b>83</b>   | <b>129</b>  | <b>168</b>  |
| 净利率                 | 23.4%      | 21.1%      | 22.4%       | 22.8%       | 24.0%       | 23.7%       |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2014       | 2015       | 2016       | 2017E      | 2018E      | 2019E      |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>净利润</b>      | <b>19</b>  | <b>30</b>  | <b>50</b>  | <b>83</b>  | <b>129</b> | <b>168</b> |
| 少数股东损益          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>非现金支出</b>    | <b>3</b>   | <b>5</b>   | <b>11</b>  | <b>32</b>  | <b>35</b>  | <b>46</b>  |
| 非经营收益           | 0          | 0          | -1         | -16        | -18        | -20        |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>-32</b> | <b>-16</b> | <b>-24</b> | <b>5</b>   | <b>-1</b>  | <b>20</b>  |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>-11</b> | <b>19</b>  | <b>37</b>  | <b>105</b> | <b>145</b> | <b>214</b> |
| <b>资本开支</b>     | <b>-52</b> | <b>-12</b> | <b>-32</b> | <b>-54</b> | <b>-62</b> | <b>-60</b> |
| <b>投资</b>       | <b>-1</b>  | <b>-1</b>  | <b>-2</b>  | <b>-3</b>  | <b>-3</b>  | <b>-3</b>  |
| 其他              | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-52</b> | <b>-13</b> | <b>-34</b> | <b>-57</b> | <b>-65</b> | <b>-63</b> |
| <b>股权募资</b>     | <b>41</b>  | <b>35</b>  | <b>1</b>   | <b>253</b> | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>债权募资</b>     | <b>18</b>  | <b>-12</b> | <b>2</b>   | <b>-8</b>  | <b>0</b>   | <b>1</b>   |
| 其他              | -2         | -3         | -5         | 0          | 0          | 0          |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>56</b>  | <b>20</b>  | <b>-2</b>  | <b>244</b> | <b>0</b>   | <b>1</b>   |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-7</b>  | <b>26</b>  | <b>2</b>   | <b>293</b> | <b>80</b>  | <b>152</b> |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2014       | 2015       | 2016       | 2017E      | 2018E        | 2019E        |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>13</b>  | <b>43</b>  | <b>53</b>  | <b>346</b> | <b>426</b>   | <b>578</b>   |
| <b>应收款项</b>     | <b>48</b>  | <b>77</b>  | <b>123</b> | <b>165</b> | <b>229</b>   | <b>283</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>47</b>  | <b>70</b>  | <b>106</b> | <b>147</b> | <b>208</b>   | <b>259</b>   |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>4</b>   | <b>5</b>   | <b>7</b>     | <b>9</b>     |
| <b>流动资产</b>     | <b>108</b> | <b>191</b> | <b>286</b> | <b>662</b> | <b>870</b>   | <b>1,129</b> |
| %总资产            | 65.9%      | 71.7%      | 73.2%      | 81.2%      | 81.0%        | 82.2%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>0</b>   | <b>1</b>   | <b>3</b>   | <b>6</b>   | <b>9</b>     | <b>12</b>    |
| <b>固定资产</b>     | <b>28</b>  | <b>43</b>  | <b>69</b>  | <b>115</b> | <b>164</b>   | <b>201</b>   |
| %总资产            | 17.2%      | 16.0%      | 17.6%      | 14.1%      | 15.3%        | 14.6%        |
| <b>无形资产</b>     | <b>27</b>  | <b>26</b>  | <b>26</b>  | <b>25</b>  | <b>24</b>    | <b>24</b>    |
| <b>非流动资产</b>    | <b>56</b>  | <b>75</b>  | <b>105</b> | <b>153</b> | <b>205</b>   | <b>244</b>   |
| %总资产            | 34.1%      | 28.3%      | 26.8%      | 18.8%      | 19.0%        | 17.8%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>164</b> | <b>266</b> | <b>391</b> | <b>816</b> | <b>1,075</b> | <b>1,373</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>18</b>  | <b>6</b>   | <b>8</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>应付款项</b>     | <b>21</b>  | <b>69</b>  | <b>136</b> | <b>219</b> | <b>329</b>   | <b>439</b>   |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>15</b>  | <b>17</b>  | <b>24</b>  | <b>38</b>  | <b>58</b>    | <b>77</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>54</b>  | <b>91</b>  | <b>168</b> | <b>257</b> | <b>387</b>   | <b>516</b>   |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>1</b>     |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>负债</b>       | <b>54</b>  | <b>91</b>  | <b>168</b> | <b>257</b> | <b>387</b>   | <b>517</b>   |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>110</b> | <b>175</b> | <b>222</b> | <b>558</b> | <b>687</b>   | <b>855</b>   |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>     | <b>1</b>     |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>164</b> | <b>266</b> | <b>391</b> | <b>816</b> | <b>1,075</b> | <b>1,373</b> |

**比率分析**

|               | 2014    | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.387   | 0.587   | 1.001   | 1.224   | 1.911   | 2.483   |
| 每股净资产         | 2.276   | 3.446   | 4.388   | 8.240   | 10.150  | 12.634  |
| 每股经营现金净流      | -0.228  | 0.379   | 0.728   | 1.548   | 2.141   | 3.161   |
| 每股股利          | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 16.98%  | 17.03%  | 22.82%  | 14.85%  | 18.82%  | 19.66%  |
| 总资产收益率        | 11.37%  | 11.21%  | 12.99%  | 10.15%  | 12.04%  | 12.24%  |
| 投入资本收益率       | 12.41%  | 14.82%  | 18.96%  | 12.98%  | 15.89%  | 16.77%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 33.48%  | 77.21%  | 60.48%  | 60.63%  | 47.80%  | 31.60%  |
| EBIT增长率       | -14.85% | 66.44%  | 63.69%  | 65.56%  | 50.69%  | 31.47%  |
| 净利润增长率        | -12.07% | 59.41%  | 70.58%  | 63.14%  | 56.15%  | 29.98%  |
| 总资产增长率        | 117.61% | 61.70%  | 47.23%  | 108.64% | 31.73%  | 27.77%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 149.0   | 122.5   | 119.7   | 120.0   | 110.0   | 100.0   |
| 存货周转天数        | 392.1   | 319.5   | 283.5   | 300.0   | 280.0   | 260.0   |
| 应付账款周转天数      | 120.6   | 153.8   | 132.2   | 135.0   | 135.0   | 135.0   |
| 固定资产周转天数      | 13.8    | 9.8     | 110.6   | 65.3    | 43.4    | 36.5    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | 4.77%   | -21.54% | -20.36% | -61.93% | -61.91% | -67.38% |
| EBIT利息保障倍数    | 33.1    | 26.7    | 361.0   | -21.3   | -15.6   | -15.8   |
| 资产负债率         | 33.06%  | 34.20%  | 42.92%  | 31.53%  | 35.98%  | 37.65%  |

来源：公司年报、国金证券研究所

#### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 2    | 3    | 3    | 3    | 3    |
| 增持 | 2    | 4    | 4    | 4    | 4    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.50 | 1.57 | 1.57 | 1.57 | 1.57 |

来源：朝阳永续

#### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

#### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

#### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

#### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

#### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD