

2018年12月04日

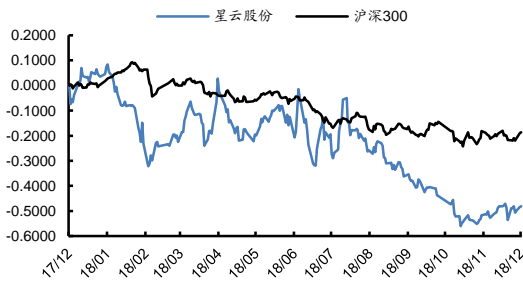
公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所
 证券分析师： 谭倩 S0350512090002
 0755-83473923
 证券分析师： 尹斌 S0350518110001
 yinb@ghzq.com.cn
 联系人： 张涵 S0350118050002
 0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

乘下游旺盛需求东风，锂电检测龙头迎拐点 ——星云股份（300648）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
星云股份	7.6	-19.4	-53.3
沪深300	-0.7	-2.9	-18.7

市场数据	2018-12-04
当前价格（元）	16.94
52周价格区间（元）	14.06 - 36.18
总市值（百万）	2293.68
流通市值（百万）	907.37
总股本（万股）	13540.00
流通股（万股）	5356.39
日均成交额（百万）	59.73
近一月换手（%）	128.33

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **与龙头企业深度合作，市占率有望提升。**公司锂电检测设备行业领先，产品获得宁德时代（CATL）、比亚迪（BYD）、青岛国轩、孚能、天津力神、中航锂电、华为、万向等电池厂商，东风汽车、上汽通用五菱、广汽、蔚来汽车、奇点汽车等汽车厂商以及重庆车辆检测中心、中汽中心、北京201所等研究机构的肯定。CATL 2015-2017年均为公司第一大客户，近期公司承接了CATL 23条产线的锂电池检测设备的采购订单，金额约1300万元，交货期为2019年一季度。公司新品开发卓有成效，今年化成、分容设备的产品实现突破，目前已经向部分动力客户实现了小批量供货。

■ **锂电扩产2.0时代，检测设备打开成长空间。**随着电动车高速增长，电池企业持续大规模扩产，据部分全球电池巨头的产能规划，CATL 2018/2020年产能分别为31/90Gwh(包含时代上汽36Gwh)，同期比亚迪、LG化学、三星SDI 2018/2020年产能分别为28/60, 20/90, 10/20 Gwh。根据高工锂电统计，9月-11月动力电池（拟）企业投资总额累计1290亿元，对应拟扩建/新建动力电池产能规模190GWh。基于对行业判断，我们预计2019-2020年国内每年新增动力电池产能约70Gwh，1Gwh产能设备投资额约3.5亿元，其中后段设备约占30%，目前公司已经基本打通后段设备环节，潜在市场空间约为每年74亿元。后段设备客户更加向头部企业集中，公司与CATL等龙头公司深度合作，市占率有望提升，下游旺盛需求及优质客户有望助推公司迎业绩拐点。

■ **电池生产从粗放式发展转向精细化管理，公司深耕锂电检测设备直接受益。**公司以电池仿真测试、电池过程测试及MES系统为核心，向电池制造及新能源车行业提供智能制造解决方案，覆盖3C、电动工具、电动自行车、动力锂电池检测及储能多个领域。目前已经进入全球动力电池产能扩张的2.0时代，此轮产能扩张更加向头部企业集中，马太效应显著，后续海外龙头在国内扩产有望接力。2020年新能源车补贴将完全退出，目前已经到了动力电池降本的关键时刻，电池生产已经从粗放式发展逐渐转向精细化管理，目前国内动力电池良品率相比日韩龙头仍有差距，基于提升良品率降本，提升安全性、一致性、生产效率等多方面考虑，头部动力电池厂商将加大对

后段在线检测设备的投入。

- **顺应锂电设备、储能发展趋势，再投资助力核心业务做大做强。**公司计划投资 3.0 亿元于福州建设新能源汽车电池智能制造装备及智能电站变流控制系统产业化项目，项目建设期限为 2019-2022 年。目前全球锂电锂电快速发展，同时储能技术也由技术创新进入了商业化转型的窗口期，公司与 CATL 储能产品合作已有良好开端，研发的储能相关产品已通过 CATL 的试运行检测，今年实现销售收入，未来空间广阔。本项目建成将有助于巩固公司在锂电池检测设备优势，助力储能发展，从而优化产品结构，扩大经营规模，顺应产业趋势，提升公司整体竞争力和盈利水平。
- **前三季度收入端高增长，费用投入带来业绩下滑。**公司前三季度实现收入 2.3 亿元，同比增长 22%，归母净利润 0.25 亿元，同比下滑 44%。上半年公司锂电池组充放电检测系统实现收入 0.6 亿元，同比增长 117%。按照产品应用分类，来自新能源汽车业务收入 1.18 亿元，同比增长 62%。前三季度业绩下滑主要系费用端投入增加，销售费用率 13.39%，同比增加 2.89pp，管理费用率 24.28%（包含研发费用），同比增加 3.82pp，其中研发费用占营收比例为 15.89%，相比于 2017 年提升 2.54pp，主要系为客户定制化开发，研发投入增加，同时公司规模化效应优势尚未充分体现，随着业务规模扩大，生产效率、管理水平提升，公司将迎来盈利拐点。
- **盈利预测和投资评级：**我们认为 1) 目前已经进入全球动力电池产能扩张的 2.0 时代，此轮产能扩张更加向头部企业集中，马太效应明显，头部动力电池厂商将加大对后段在线检测设备的投入，公司深耕检测设备将直接受益；2) 公司与 CATL 深度合作，锂电检测设备获得认可，储能产品合作已有良好开端，未来空间广阔；3) 顺应锂电设备、储能发展趋势，再投资助力核心业务做大做强；4) 随着公司业务规模扩大，生产效率、管理水平提升，公司将迎来盈利拐点。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.39、0.77、1.32 元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 44、22、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**动力企业产能扩张不及预期；订单收入确认不及预期风险；原材料大幅涨价风险；大盘系统性风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	309	431	592	827
增长率(%)	36%	40%	37%	40%
归母净利润（百万元）	63	52	105	179
增长率(%)	23%	-16%	99%	71%
摊薄每股收益（元）	0.93	0.39	0.77	1.32
ROE(%)	12.12%	9.48%	16.72%	23.85%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：星云股份盈利预测表

证券代码:	300648.SZ				股价:	16.94	投资评级:	买入	日期:	2018/12/04
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	12%	9%	17%	24%	EPS	0.93	0.39	0.77	1.32	
毛利率	52%	53%	54%	55%	BVPS	7.63	4.09	4.63	5.55	
期间费率	33%	38%	32%	29%	估值					
销售净利率	20%	12%	18%	22%	P/E	18.31	43.73	21.92	12.82	
成长能力					P/B	2.22	4.15	3.66	3.05	
收入增长率	36%	40%	37%	40%	P/S	3.72	5.32	3.88	2.77	
利润增长率	23%	-16%	99%	71%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.48	0.56	0.66	0.76	营业收入	309	431	592	827	
应收账款周转率	1.45	1.51	1.61	1.72	营业成本	148	202	274	372	
存货周转率	1.72	1.81	1.95	2.13	营业税金及附加	5	6	8	11	
偿债能力					销售费用	32	57	62	79	
资产负债率	20%	28%	30%	31%	管理费用	63	103	121	153	
流动比	3.72	2.83	2.59	2.49	财务费用	0	(1)	(1)	(1)	
速动比	3.06	2.30	2.05	1.96	其他费用/(-收入)	(10)	(10)	(12)	(15)	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	69	54	115	198	
现金及现金等价物	149	166	108	74	营业外净收支	0	1	1	1	
应收款项	213	286	368	481	利润总额	70	55	116	199	
存货净额	86	115	144	180	所得税费用	7	3	12	21	
其他流动资产	40	55	75	103	净利润	62	52	104	178	
流动资产合计	489	622	695	837	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)	
固定资产	79	71	64	108	归属于母公司净利润	63	52	105	179	
在建工程	0	0	50	50	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	67	67	72	78	经营活动现金流	(21)	(12)	34	81	
长期股权投资	3	3	3	3	净利润	62	52	104	178	
资产总计	649	774	895	1086	少数股东权益	(0)	(0)	(1)	(1)	
短期借款	0	50	50	50	折旧摊销	5	15	14	14	
应付款项	77	107	145	198	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	20	28	38	53	营运资金变动	(88)	(155)	(180)	(244)	
其他流动负债	35	35	35	35	投资活动现金流	(96)	8	(43)	(44)	
流动负债合计	132	220	269	336	资本支出	(10)	8	(43)	(44)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(86)	0	0	0	
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	134	34	(31)	(54)	
负债合计	132	220	269	336	债务融资	(8)	50	0	0	
股本	68	135	135	135	权益融资	246	0	0	0	
股东权益	517	553	626	750	其它	(104)	(16)	(31)	(54)	
负债和股东权益总计	649	774	895	1086	现金净增加额	16	30	(40)	(16)	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。尹斌，中科院物理化学博士，4年比亚迪动力电池实业经验，3年证券从业经验，2018年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015年新财富第2名、2016年新财富第3名核心成员。张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。