

云路股份 (688190)

2022Q3 点评：产能顺利投放，盈利能力进一步提高

业绩概要：前三季度公司实现营业收入 10.3 亿元 (+54.5%)，实现归母净利润 1.5 亿元 (+69.5%)，对应基本 EPS 为 1.26 元。其中 Q3 营收 3.9 亿元 (同比+55.0%，环比+12.3%)，归母净利润为 0.61 亿元 (同比+118.0%，环比+18.0%)，Q3 单季度 EPS 为 0.51 元；

原材料价格下跌，行业需求高增：成本端看，三季度受到国内宏观经济下行压力和美联储加息超预期影响，大宗商品价格持续走低——电解铜、钢铁价格指数较二季度回落 15.1%、26.2%，成本端压力进一步缓解。**需求侧看，非晶合金板块**受益于变压器能效提升计划推动，非晶合金变压器国网招标比例领先，按计划到 2023 年节能变压器比例将提高 10%，同时三季度持续高温天气导致变压器容量不足，加速了变压器的替换增容；**纳米晶领域**主要受到汽车行业需求牵动，三季度汽车销量有所回暖，在新能源汽车电气化的背景下，纳米晶需求进一步提高；**磁粉芯领域**，三季度光伏、新能源汽车及充电桩等领域需求旺盛，各磁粉芯公司积极推动下游客户认证，出口表现亮眼；

产销两旺，公司 Q3 盈利能力进一步提高：公司 Q3 实现营收 3.9 亿元，环比提升 12.3%，分析主要原因是公司产品量价齐升——**产销量方面：**三项业务产能爬坡顺利，其中非晶合金和磁性粉末募投项目有序推进，产能逐步释放；而纳米晶受疫情扰动，产线建设有所推迟，截止到三季度，产能尚未达到预定可使用状态；**价格方面，**我们推测三季度公司三大业务产品均价基本保持稳定。**盈利能力方面，**Q3 毛利率 29.4%，环比提升了 5.4pcts，在产品价格保持稳定的情况下，我们认为主要是**成本端贡献较多：**1) 大宗商品的回落缓解了原材料的压力，2) 公司募投项目投产摊薄了折旧成本 3) 工艺优化和精益生产提高了良品率。净利率环比上升 0.75pcts，小于毛利率上升水平——主要系研发费用率 (+2.4pcts) 和减值损失 (+0.1 亿元) 大幅提升，分析原因包括公司加强高校合作，加大了对于非晶合金立体卷变压器的研发投入，同时公司二季度存货较多所致；财务费用率进一步下降 (-0.43pcts)，我们推测与公司出口业务汇兑收益有关；

投资评级

买入

维持评级

2022年10月27日

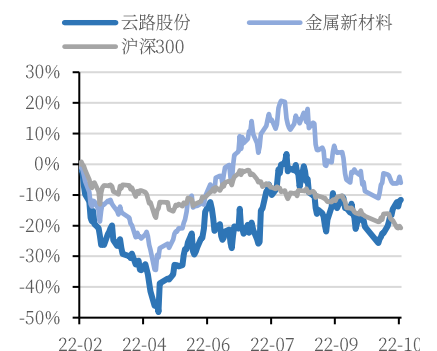
收盘价(元):

86.90

公司基本数据

总股本(百万股)	120.00
总市值(百万)	10,428.00
流通股本(百万股)	27.45
流通市值(百万)	2,385.49
12月最高/最低价(元)	104.00/50.00
资产负债率(%)	21.28
每股净资产(元)	0.00
市盈率(TTM)	57.40
净资产收益率(%)	7.78

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com
王勇杰 研究助理
SAC 执业证书: S0640122070026
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

2022 年中报点评：产能投放顺利，盈利能力改善 —2022-09-01

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

财务数据: 报告期内, 较半年报末, 应收票据及账款增加 16%, 主要系公司产销量有所提高; 固定资产增加 51.4%、在建工程减少 73%, 体现出公司快速扩张, 产能逐步达产的情况; 应付职工薪酬增加 37.5%, 我们推测主要原因包括随着产能扩大, 人员数量变多, 同时员工绩效工资提高等; 流动比率和速动比率有所上升, 体现出公司较好的偿债能力;

稳立新能源浪潮, 龙头充分受益:公司以非晶合金薄带为主要产品, 横向延伸纳米晶、磁性粉末业务, 纵向深加工非晶合金立体卷, 紧紧围绕新能源浪潮中电气化的主题, 在风电、光伏、新能源汽车及充电桩等高速增长的下游领域与行业客户深度绑定。公司原定 10 月投产的高性能超薄纳米晶带材及其器件产业化项目受疫情影响推迟至 2023 年 6 月达到预定可使用状态, 磁性粉末产能按原计划于 2023 年 6 月达产, 非晶合金立体卷产能将根据下游需求投放。需求旺盛的背景下, 公司将充分受益;

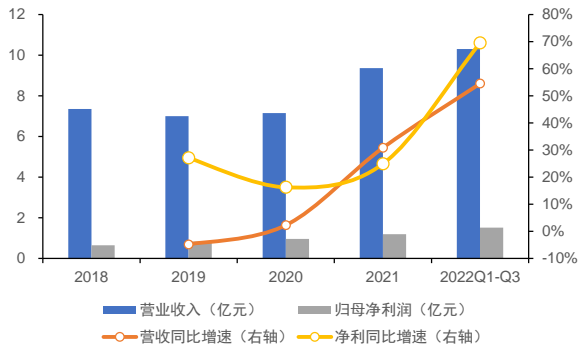
投资建议:公司作为非晶合金的龙头企业, 三季度业绩维持高增, 成本端压力趋缓, 盈利性逐步改善。预计在下游非晶合金、纳米晶和磁性粉末渗透率加速提升的情况下, 随着募投产能投放, 公司业绩将维持较快增速。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 15.8/20.4/25.4 亿元, 同比增长 68.6%/29.1%/24.7%, 归母净利润 2.3/3.4/4.5 亿元, 同比增长 87.8%/49.9%/34.7%, 对应 PE 46X/31X/23X, 维持“买入”评级。

风险提示:下游渗透率不及预期, 原材料上涨, 产能投放不及预期, 行业竞争加剧

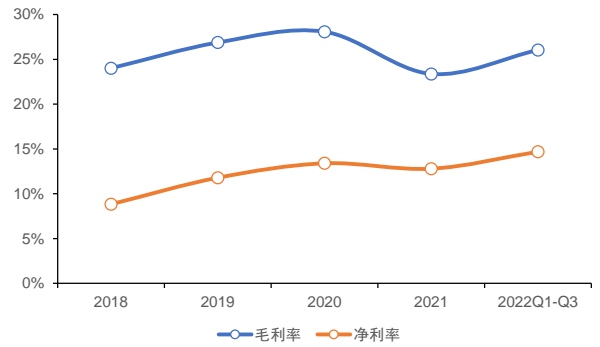
盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	715	936	1,577	2,036	2,539
增速 (%)	2.25%	30.82%	68.57%	29.06%	24.69%
归母净利润 (百万元)	96	120	225	337	454
增速 (%)	16.25%	24.94%	87.84%	49.88%	34.66%
每股收益 (元)	0.80	1.00	1.87	2.81	3.78
市盈率 (倍)	108.80	87.08	46.36	30.93	22.97

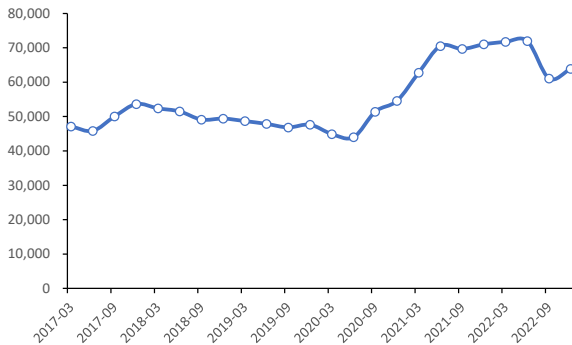
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图1 营业收入、利润及增速


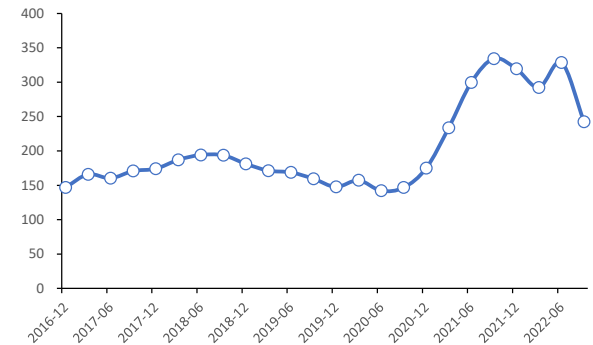
资料来源：iFinD,中航证券研究所

图2 毛利率和净利率


资料来源：iFinD, 中航证券研究所

图3 电解铜价格（元/吨）


资料来源：iFinD,中航证券研究所

图4 钢铁价格指数（1994年4月=100）


资料来源：iFinD, 中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	391	348	291	269	252	228	186
营业成本(百万元)	276	265	221	207	203	168	139
销售费用率	2.4%	2.8%	2.4%	2.5%	1.8%	1.5%	2.5%
管理费用率	2.2%	2.6%	3.9%	3.8%	1.9%	2.8%	3.0%
财务费用率	-1.7%	-1.3%	0.1%	0.7%	-0.1%	0.6%	-0.2%
研发费用率	7.6%	5.2%	5.0%	7.7%	4.1%	4.9%	5.6%
资产减值损失(百万元)	11.3	3.1	0.0	0.3	0.1	0.2	0.2
利润总额(百万元)	67	57	43	33	31	40	29
所得税费用(百万元)	6	5	5	2	3	5	3
净利润(百万元)	61	52	38	31	28	35	26
EPS	-1.08	-0.08	-0.40	0.83	-0.51	-0.36	-0.62
毛利率	29.4%	24.0%	24.0%	23.0%	19.5%	26.6%	25.2%
期间费用率	3.0%	4.1%	6.3%	6.9%	3.7%	4.9%	5.4%
所得税率	8.6%	9.3%	11.0%	7.5%	9.3%	11.6%	10.1%
净利率	15.6%	14.9%	13.2%	11.3%	11.1%	15.4%	14.0%

资料来源：iFinD, 中航证券研究所

图6 财务报表预测及比率分析 (百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	61.92	75.27	99.21	158.92	360.98	503.20	营业收入	699.56	715.28	935.75	1577.40	2035.86	2538.53
应收票据及账款	283.52	302.89	366.48	494.83	586.22	751.13	营业成本	511.54	514.38	717.02	1146.67	1446.40	1759.49
预付账款	7.61	9.34	45.91	86.43	100.40	118.23	营业税金及附加	6.10	5.24	4.50	5.68	7.33	9.14
其他应收款	0.65	4.49	1.39	4.32	3.35	5.29	销售费用	22.40	15.46	19.51	33.13	44.79	55.85
存货	80.19	67.25	86.82	137.13	174.84	195.52	管理费用	26.41	29.52	26.90	42.12	53.95	67.02
其他流动资产	10.95	8.31	1275.94	1047.61	1010.66	984.24	研发费用	30.61	41.25	52.96	89.91	122.97	154.85
流动资产总计	444.84	467.55	1875.74	1929.24	2236.44	2557.61	财务费用	0.72	6.61	2.65	-0.45	-0.91	-1.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-0.17	-0.22	-0.76	-15.77	-1.02	-0.25
固定资产	138.05	177.40	289.41	366.28	398.63	412.62	信用减值损失	0.31	-2.12	-0.23	-9.46	-0.41	-0.25
在建工程	87.35	83.66	73.48	78.57	59.52	90.13	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	41.66	41.25	40.63	45.31	51.25	53.75	投资收益	-6.97	-4.03	0.35	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	-1.52	2.94	1.75	1.00	2.00	1.00
其他非流动资产	10.94	12.15	18.90	68.90	71.60	75.00	资产处置收益	0.00	0.83	-0.03	0.27	0.27	0.27
非流动资产合计	278.00	314.46	422.42	559.06	581.00	631.50	其他收益	5.06	5.91	18.36	10.40	12.00	9.78
资产总计	722.84	782.01	2298.16	2488.30	2817.44	3189.11	营业利润	98.50	106.13	131.66	246.77	374.18	504.24
短期借款	45.62	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.20	2.42	1.22	1.24	1.45	2.05
应付票据及账款	228.92	227.45	382.87	314.16	380.42	443.49	营业外支出	5.06	0.34	0.25	0.56	1.04	1.88
其他流动负债	43.38	44.44	48.26	156.42	193.41	197.85	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	317.92	271.90	431.13	470.57	573.84	641.34	利润总额	93.64	108.21	132.63	247.45	374.59	504.41
长期借款	19.98	19.98	0.03	0.03	0.03	0.03	所得税	11.19	12.37	12.88	22.52	37.46	50.44
其他非流动负债	29.98	39.50	35.03	35.03	35.03	35.03	净利润	82.45	95.85	119.75	224.94	337.13	453.97
非流动负债合计	49.96	59.48	35.06	35.06	35.06	35.06	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	367.88	331.38	466.19	505.63	608.90	676.40	归属母公司股东净利	82.45	95.85	119.75	224.94	337.13	453.97
股本	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00	120.00	EBITDA	118.10	139.46	163.76	360.36	556.94	713.30
资本公积	141.89	141.89	1403.48	1403.48	1403.48	1403.48	NOPLAT	89.46	96.52	119.71	222.75	333.90	451.32
留存收益	123.06	218.74	308.49	459.19	685.07	989.23	EPS(元)	0.69	0.80	1.00	1.87	2.81	3.78
归属母公司权益	354.96	450.63	1831.96	1982.67	2208.55	2512.71							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
股东权益合计	354.96	450.63	1831.96	1982.67	2208.55	2512.71							
负债和股东权益合计	722.84	782.01	2298.16	2488.30	2817.44	3189.11							
							主要财务比率						
							会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金流量表							成长能力						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营收增长率	-4.82%	2.25%	30.82%	68.57%	29.06%	24.69%
税后经营利润	82.45	95.85	119.75	213.71	323.92	443.87	营业利润增长率	28.79%	21.69%	17.82%	82.58%	51.28%	34.58%
折旧与摊销	23.74	24.64	28.48	113.36	183.26	210.40	EBITDA增长率	20.70%	18.09%	17.42%	120.06%	54.55%	28.08%
财务费用	0.72	6.61	2.65	-0.45	-0.91	-1.51	归母净利润增长率	27.10%	16.25%	24.94%	87.84%	49.88%	34.66%
投资损失	6.97	4.03	-0.35	0.00	0.00	0.00	经营现金流增长率	-916.65%	92.90%	-33.00%	42.80%	73.86%	12.17%
营运资金变动	-117.49	-40.01	-81.83	-211.61	-66.37	-151.94	盈利能力						
其他经营现金流	9.83	-3.63	-2.92	0.00	0.00	0.00	毛利率	26.88%	28.09%	23.37%	27.31%	28.95%	30.69%
经营性现金净流量	6.21	87.49	65.78	115.01	439.89	500.82	净利率	11.79%	13.40%	12.80%	14.26%	16.56%	17.88%
资本支出	55.74	18.76	32.34	250.00	205.00	260.00	营业利润率	14.08%	14.84%	14.07%	15.64%	18.38%	19.86%
长期投资	0.00	0.00	-1265.00	0.00	0.00	0.00	ROE	23.23%	21.27%	6.54%	11.35%	15.26%	18.07%
其他投资现金流	-106.22	-45.93	-60.20	-231.52	-332.49	-470.30	ROA	11.41%	12.26%	5.21%	9.04%	11.97%	14.24%
投资性现金净流量	-50.49	-27.17	-1292.86	18.48	-127.49	-210.30	ROIC	27.34%	22.79%	25.64%	29.32%	28.49%	34.55%
短期借款	-8.64	-45.62	0.00	0.00	0.00	0.00	估值倍数						
长期借款	19.98	0.00	-19.94	0.00	0.00	0.00	P/E	126.48	108.80	87.08	46.36	30.93	22.97
普通股增加	0.00	0.00	30.00	0.00	0.00	0.00	P/S	14.91	14.58	11.14	6.61	5.12	4.11
资本公积增加	0.00	0.00	1261.58	0.00	0.00	0.00	P/B	29.38	23.14	5.69	5.26	4.72	4.15
其他筹资现金流	19.81	7.64	-30.75	-73.78	-110.34	-148.30	股息率	0.00%	0.00%	0.38%	0.71%	1.07%	1.44%
筹资性现金净流量	31.15	-37.99	1240.89	-73.78	-110.34	-148.30	EV/EBIT	83.61	68.25	69.16	38.94	25.49	18.84
现金流量净额	-16.58	13.64	14.07	59.71	202.06	142.22	EV/EBITDA	66.81	56.20	57.13	26.69	17.10	13.28
							EV/NOPLAT	88.19	81.20	78.15	43.17	28.53	20.99

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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限。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637