

云路股份 (688190)

2022 年报点评：非晶量价齐升，产能打开新局面

业绩概要：2022 年公司实现营业收入 14.5 亿元 (+54.7%)，实现归母净利 2.3 亿元 (+89.3%)，对应基本 EPS 为 1.9 元，扣非归母净利润 2.0 亿元 (+96.0%)，每股派发现金红利 0.57 元，股息率为 0.74%。其中 2022Q4 公司实现营收 4.2 亿元(同比+55.2%，环比+6.8%)，实现归母净利 0.75 亿元 (同比+147.2%，环比+23.3%)，扣非归母净利润 0.69 亿元 (同比+222.6%，环比+25.1%)；

需求旺盛，行业竞争格局良好：非晶合金板块方面，2022 年国内非晶带材需求旺盛，其中非晶合金变压器在国网的渗透率在 2021 年基础上进一步增加，需求量有望突破 30 万台，主要受到能效提升计划以及国内稳增长背景下基础设施建设投资加快等利好因素推动。成本端方面，硅铁价格前高后低，生铁价格全年均价保持稳定，竞争材料方面，硅钢价格保持高位震荡；**纳米晶领域**，下游新能源汽车的销量提升对纳米晶的需求有所支撑，用于无线充的纳米晶带材占比预计将达到 25%，同时竞争材料高导铁氧体原材料铁红受到环保政策限制价格维持高位；**磁性粉末板块方面**，受到 2022 年光伏逆变器需求提升影响，同时国内高端磁粉芯供给有限，整体维持较好的竞争格局；

产品量价齐升，盈利能力再创新高：在非晶合金、纳米晶以及软磁粉需求高增的背景下，公司业绩实现较快发展。**营业收入方面**，分产品来看，非晶合金薄带 11.0 亿元(+72.9%)，主要系公司新投产 3 万吨产线带来的产品销量 6.9 万吨 (+32.1%) 的提升以及产品价格 1.6 万元/吨 (+31.0%) 的传导；纳米晶产品收入 2.2 亿元 (+1.6%)，保持稳定；磁粉业务实现 1.3 亿元收入 (+52.1%)，收入大幅提升主要由于公司产能投放带来的销量 0.61 万吨大幅增长 60%所致。**盈利能力方面**，公司 2022 年毛利率 26.8% (+3.4pcts)，分产品来看，非晶合金毛利率 30.5% (+8.3pcts)，主要系公司产品供不应求因此价格传导顺利、新产能投产规模效应显现等因素；纳米晶和磁粉业务毛利率分别下降 10.0pcts 和 4.8pcts，主要是公司纳米晶与磁粉业务价格传导较慢所致。**期间费用率方面**，公司通过降本增效，管理费用率减少了 0.4pcts，销售费用提升 0.6pcts，主要系公司营收扩大的同时加大新兴市场开拓所致；而财务费用受益于美元升值带来的汇兑收益降低 0.8pcts。综合来看，公司净利率 15.7% (+2.9pcts)，再创新高；

财务数据：与同期相比，应收账款增长 61.5%，主要系公司非晶合金业务增长较多，与下游客户结算节奏有关；预付款项、存货、合同负债增加 67.5%、42.4%、376.3%，主要系公司产销两旺，订单增加导致的库存、备料及合同增加较多所致；在建工程下降 80.6%、固定资产增加 52.6%，主要系公司新增产线完工，产能转固所致；

投资评级

买入

维持评级

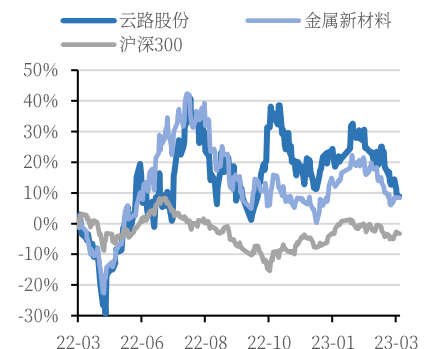
2023年03月31日

收盘价(元): 75.42

公司基本数据

总股本(百万股)	120.00
总市值(百万)	9,423.60
流通股本(百万股)	55.12
流通市值(百万)	4,328.26
12月最高/最低价(元)	104.70/50.00
资产负债率(%)	21.28
每股净资产(元)	0.00
市盈率(TTM)	51.84
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

2022Q3 点评: 产能顺利投放, 盈利能力进一步提高 —2022-10-28

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

能效提升计划大年，节能变压器加速渗透：根据工信部《变压器能效提升计划（2021-2023）》要求，到2023年高效节能变压器在网运行比例提高10%，当年新增节能变压器占比达到75%。根据计划，2023年节能变压器将新增需求至少30万台，带来约16万吨的非晶合金带材需求。同时，美国能源部提出新标准生产的变压器均采用非晶合金，该项评议目前于2023年3月27日截止公示，美国变压器新标准的实施将有力的提升非晶合金的需求。根据非晶合金中国数据，2022年全球配电变压器用非晶合金总产量13万吨，国内占比近70%，作为国内非晶合金领域的龙头企业，云路股份将充分受益；

数据中心建设加速，公司充分受益：非晶合金空载损耗较一般硅钢变压器低70-80%，因此将成为数据中心的最佳选择。据数据中心国家标准编制人钟景华所述，采用非晶合金变压器，一万平米数据中心每年节电8万度。在算力需求高增，数据中心等基础设施加速建设的情况下，非晶合金变压器将有望迎来高增，从而带动高性能非晶合金带材需求；

产能逐步投产，公司打开成长空间：公司2022年三季度新增投产两条万吨级非晶产线，新增产能3万吨，此外，募投项目中纳米晶和磁粉芯项目预计于2023年年中投产，届时，公司非晶合金产能达到9万吨，纳米晶带材产能达到8600吨，磁性粉末产能达到9650吨，产能的扩张打开了公司成长空间。此外，公司与置信电气合作的非晶立体卷变压器已实现挂网运行，随着下游用户的认可，在一二级能效变压器渗透率将持续提升；

投资建议：公司作为非晶合金带材龙头企业，横向拓展纳米晶和磁粉芯业务，高效节能变压器需求大幅增长有力保证了产能消化，随着募投项目的建成达产，公司业绩将保持平稳较快增长。我们预计公司2023-2025年实现营业收入18.4亿元、20.9亿元、23.7亿元，同比增长27.2%、13.8%、13.0%，实现归母净利润3.0亿元、3.7亿元、4.5亿元，同比增长32.0%、23.1%、21.8%，对应PE 30X、25X、20X，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

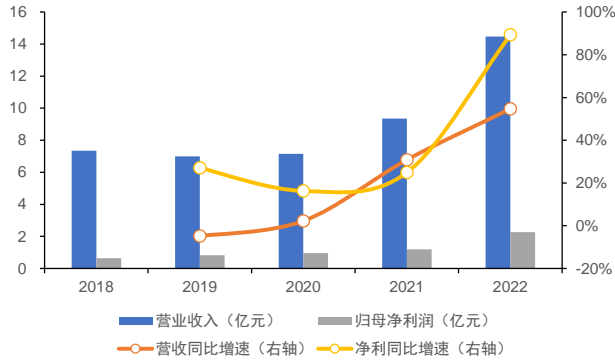
盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	936	1,447	1,841	2,094	2,366
增速（%）	30.82%	54.68%	27.21%	13.75%	12.96%
归母净利润（百万元）	120	227	299	368	449
增速（%）	24.94%	89.32%	31.92%	23.10%	21.82%
每股收益（元）	1.00	1.89	2.49	3.07	3.74
市盈率（倍）	75.58	39.92	30.26	24.58	20.18

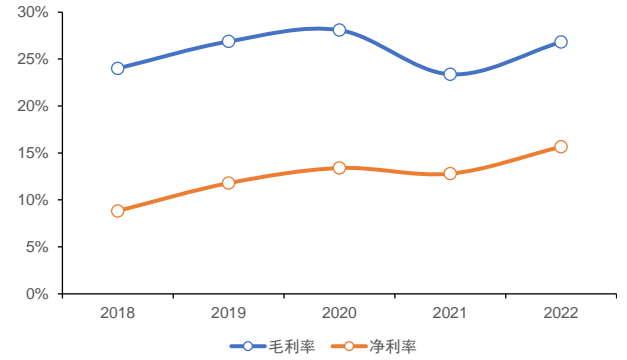
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、利润及增速

图2 毛利率和净利率



资料来源: iFinD, 中航证券研究所



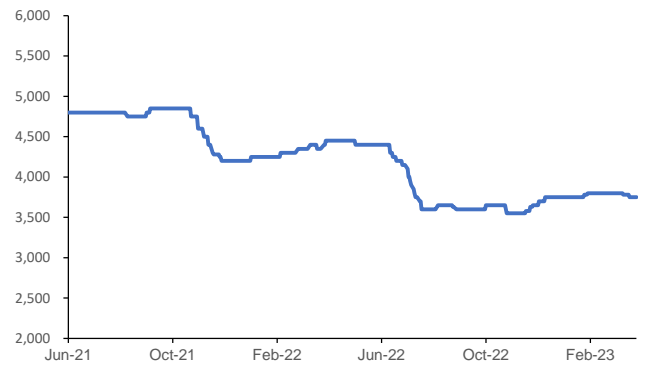
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图3 硅铁现货价 (元/吨)



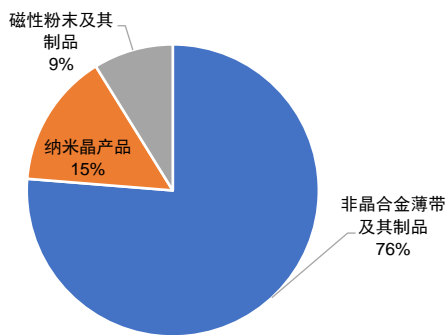
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图4 国内生铁价格 (元/吨)



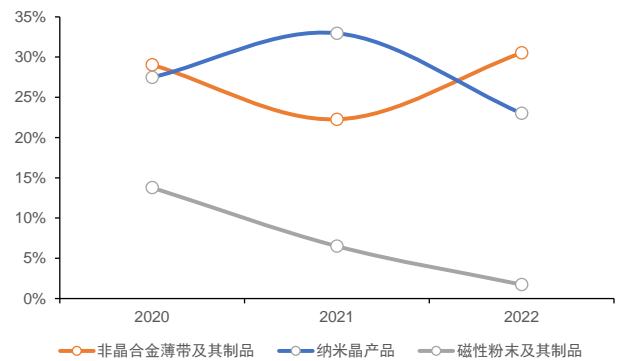
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图5 2022 年分业务结构情况



资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图6 分业务毛利率情况



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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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