

中复神鹰 (688295)

2023年中报点评：产品量增价减，业绩保持平稳

业绩概要：2023年上半年公司实现营业收入10.6亿元(+22.4%)，实现归母净利润2.21亿元(+0.5%)，对应基本EPS为0.25元，扣非归母净利润1.98亿元(-6.6%)；其中2023Q2公司实现营业收入4.87亿元(同比+20.9%，环比-14.2%)，实现归母净利润0.9亿元(同比-11.9%，环比-31.4%)，扣非归母净利润0.8亿元(同比-16.7%，环比-32.2%)；

行业扩产竞争加剧，量价承压加速淘汰：2023年上半年，碳纤维价格战进一步加速，截至2023年8月，碳纤维含税送到价格为10.9万元/吨，较年初下降-30.8%，主要系碳纤维大幅扩产竞争加剧所致，其中小丝束碳纤维含税送到价格为12.8万元/吨，较年初亦有回落，产销量方面，上半年行业产量2.7万吨(+24.8%)，消费量2.9万吨(-12.5%)，供需缺口收窄、量价承压。但行业头部玩家凭借自身技术积累以及下游客户较为严苛的性能要求维持一定的竞争壁垒。我们判断，在市场价持续低于尾部玩家成本的情况下，行业将加速淘汰；原材料方面，上半年丙烯腈价格先涨后跌，截至8月中旬已回到8200元/吨；

量增价减，营收维持增长，盈利性有所下滑：在行业景气度下滑之下，2023年上半年，公司实现营业收入10.6亿元，我们推测营收快速增长是由于公司新增产能爬坡带来的销量提升抵消了单吨价格的下降。从结构来看，公司在新能源板块继续发力，公司T700级及以上产品在国内储氢气瓶领域占比达80%，碳/碳复材领域占比达60%。盈利能力方面，尽管公司产线快速投产规模效应有所提升，但在价格下滑之下，二季度毛利率进一步下降(环比-4.6pcts)。期间费用率相比一季度提升了5.4pcts，主要系研发费用率(+2.6pcts)和管理费用率(+2.4pcts)大幅提升所致；

财务数据：较上年期末相比，公司应收账款、应收款项融资等变动较大，主要系公司不断拓宽应用领域及销量增加所致；存货、固定资产变动较大，主要系公司产线转固，产成品和在产品增加所致；无形资产变动较大，主要系公司连云港基地购买土地所致；

投资评级

买入

维持评级

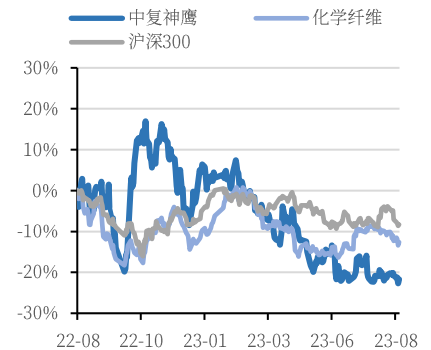
2023年08月18日

收盘价(元): 34.75

公司基本数据

总股本(百万股)	900.00
总市值(百万)	31,275.00
流通股本(百万股)	126.31
流通市值(百万)	4,389.26
12月最高/最低价(元)	52.72/33.66
资产负债率(%)	41.94
每股净资产(元)	5.28
市盈率(TTM)	51.60
市净率(PB)	6.59
净资产收益率(%)	4.66

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

进军全球一流高性能碳纤维生产商 —2023-03-23
产能连上台阶，三年再造神鹰 —2023-01-04
产能投放顺利，Q3业绩超预期 —2022-10-17

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

西宁基地达产，连云港项目加速建设：公司于 5 月 25 日宣布西宁二期 1.4 万吨碳纤维产线全面投产，公司总产能达到 2.85 万吨/年，显示出公司较快的执行力；此外，公司建设的年产 3 万吨第四代碳纤维线，建设时间从 2023 年 4 月至 2026 年 8 月，分数年分批建成。建成后，公司将拥有西宁、连云港两大万吨级碳纤维生产基地，晋身世界一流碳纤维企业。此外，上海航空预浸料项目已通过量产线 PCD 批准、完成 T800 级碳纤维预浸料第二产线建设；

降本打开新局面，多领域应用启航：碳纤维降本后应用空间广阔，公司积极布局汽车、3C、机器人、轨交、航空航天、新能源等诸多具有成长性和广阔空间的赛道。碳纤维性能优异，除了在传统的光伏热场、储氢瓶以及航空航天复材等对安全性要求较高的领域不断突破以外，公司在报告期内突破干喷湿纺 T700 级 48K 大丝束碳纤维制备技术，有望实现碳纤维成本的快速下降。我们判断成本下降将推动该材料在拉索大桥、汽车部件、手机外壳、机器人等领域崭露头角。公司积极布局前沿领域，为碳纤维在更多领域的应用打开空间；

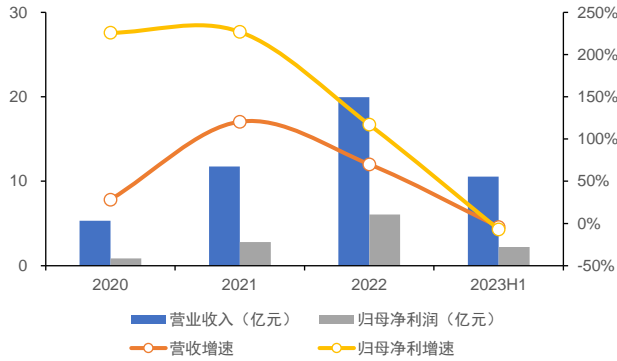
投资建议：2023 年行业供需格局有所恶化，公司凭借自身产品品质、成本管控能力以及多领域应用的销售，实现了业绩平稳增长，未来随着公司产能在更多领域的开发，公司将跻身世界一流的碳纤维企业。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 27.7/39.4/57.0 亿元，同比增长 38.8%/42.3%/44.8%，实现归母净利润 6.1/8.4/12.3 亿元，同比增长 1.13%/37.0%/47.3%，对应 PE 51X/37X/25X，维持“买入”评级。

风险提示：市场供需变动、行业竞争、海外出口政策、原材料成本等因素带来毛利率波动、项目建设不及预期，国产化替代进程不及预期

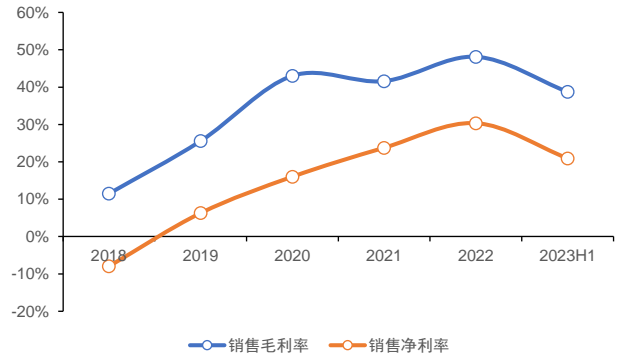
盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,173	1,995	2,768	3,938	5,704
增速（%）	120.44%	70.00%	38.75%	42.29%	44.84%
归母净利润（百万元）	279	605	612	838	1,234
增速（%）	227.01%	117.09%	1.13%	36.99%	47.26%
每股收益（元）	0.31	0.67	0.68	0.93	1.37
市盈率（倍）	112.21	51.69	51.11	37.31	25.34

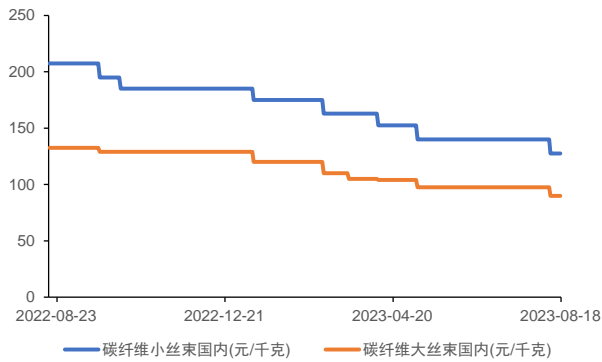
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营收、归母净利润及同比增速


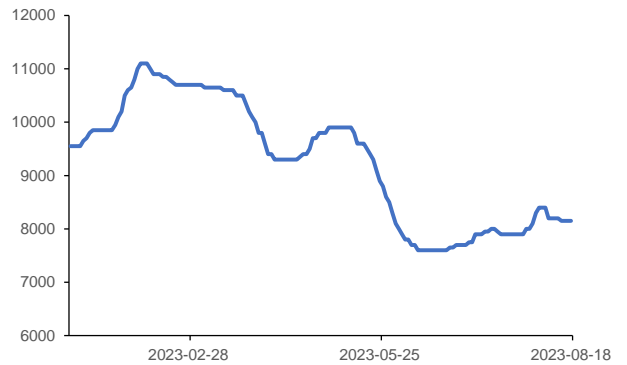
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 国内小丝束、大丝束碳纤维价格情况


资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图4 丙烯腈价格情况 (元/吨)


资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
营业收入(百万元)	487	568	543	589	403	460	469	323
营业成本(百万元)	311	336	279	285	222	248	290	196
销售费用率	1.3%	0.7%	0.8%	0.2%	0.2%	0.1%	0.4%	0.3%
管理费用率	9.4%	7.0%	8.3%	6.4%	9.3%	7.9%	10.4%	5.4%
财务费用率	-0.7%	-0.5%	1.1%	0.2%	0.7%	2.4%	2.6%	2.7%
研发费用率	11.1%	8.5%	8.9%	8.9%	7.7%	5.0%	5.3%	5.6%
资产减值损失(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(百万元)	81	154	185	223	113	140	89	85
所得税费用(百万元)	-9	23	3	20	11	22	10	6
净利润(百万元)	90	131	181	204	102	118	79	79
EPS	0.10	0.15	0.20	0.23	0.11	0.15	0.10	0.10
毛利率	36.3%	40.9%	48.5%	51.7%	44.8%	46.0%	38.1%	39.3%
期间费用率	21.1%	15.7%	19.1%	15.7%	17.9%	15.4%	18.7%	14.0%
所得税率	-11.5%	14.9%	1.7%	8.8%	9.7%	15.8%	11.0%	6.8%
净利润率	18.5%	23.1%	33.4%	34.6%	25.3%	25.6%	16.8%	24.4%

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	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	148.22	320.25	807.01	138.39	196.92	1389.65	营业收入	532.31	1173.44	1994.81	2767.85	3938.46	5704.37
应收票据及账款	53.47	18.88	117.59	169.10	251.63	377.74	营业成本	303.25	685.10	1034.74	1602.87	2355.36	3414.40
预付账款	5.86	22.08	52.08	69.01	97.11	124.87	税金及附加	9.15	10.14	10.40	14.39	20.09	28.52
其他应收款	1.49	5.05	5.28	9.10	15.11	15.94	销售费用	2.95	3.97	6.76	9.41	13.00	18.25
存货	30.95	153.55	297.72	398.30	598.20	926.10	管理费用	64.89	118.27	156.51	211.74	295.38	444.94
其他流动资产	90.36	172.91	1530.44	41.52	47.26	57.04	研发费用	17.18	59.12	154.77	215.89	315.08	467.76
流动资产总计	330.36	692.72	2810.12	2407.77	2290.23	3785.35	财务费用	14.18	26.57	20.92	63.10	59.88	23.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-52.69	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	553.64	2129.53	2688.10	3511.99	4441.93	4445.41	信用减值损失	0.63	0.05	-0.02	0.00	0.00	0.00
在建工程	1123.06	566.27	1357.92	2381.60	1305.28	1178.96	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	2.30	3.10	2.60
无形资产	130.44	189.53	184.87	487.39	931.58	1017.44	投资收益	-0.11	0.46	20.54	5.00	4.60	5.70
长期待摊费用	0.00	17.53	37.97	28.99	12.50	15.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	7.42	3.50	3.00	2.89
其他非流动资产	14.45	128.66	168.39	560.40	430.70	303.70	资产处置收益	0.18	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1821.59	3031.53	4437.25	6970.37	7121.99	6960.51	其他收益	15.61	25.47	37.54	25.00	30.40	34.20
资产总计	2151.95	3724.25	7247.37	9378.14	9412.22	10745.85	营业利润	84.33	296.29	676.18	686.24	920.78	1352.37
短期借款	55.86	575.77	253.38	1085.99	19.33	0.00	营业外收入	1.94	0.70	0.72	0.50	0.30	0.20
应付票据及账款	314.02	539.13	881.36	1330.60	1902.35	2432.18	营业外支出	1.03	1.84	16.00	18.00	5.00	3.50
其他流动负债	167.91	124.00	160.75	219.09	288.37	372.14	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	537.79	1238.90	1295.49	2635.68	2210.05	2804.32	利润总额	85.23	295.14	660.90	668.74	916.08	1349.07
长期借款	469.19	1058.96	1006.49	1368.37	1059.98	664.59	所得税	0.00	16.42	55.82	56.84	77.87	114.67
其他非流动负债	188.37	191.08	328.30	206.30	220.00	243.80	净利润	85.23	278.72	605.08	611.90	838.22	1234.40
非流动负债合计	657.56	1250.03	1334.80	1574.67	1279.98	908.39	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1195.35	2488.93	2630.29	4210.35	3490.03	3712.71	归属母公司股东净产	85.23	278.72	605.08	611.90	838.22	1234.40
股本	800.00	800.00	900.00	900.00	900.00	900.00	EBITDA	149.29	411.63	854.88	1510.73	2169.64	2787.06
资本公积	50.69	50.69	2727.37	2727.37	2727.37	2727.37	NOPLAT	98.33	304.91	632.10	683.64	894.71	1256.32
留存收益	105.91	384.63	989.71	1540.42	2294.82	3405.77	EPS (元)	0.09	0.31	0.67	0.68	0.93	1.37
归属母公司权益	956.59	1235.31	4617.08	5167.79	5922.19	7033.14	主要财务比率						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度						
股东权益合计	956.59	1235.31	4617.08	5167.79	5922.19	7033.14	成长能力						
负债和股东权益合计	2151.95	3724.25	7247.37	9378.14	9412.22	10745.85	营收增长率	28.24%	120.44%	70.00%	38.75%	42.29%	44.84%
现金流量表							营业利润增长率	239.46%	251.36%	128.22%	1.49%	34.18%	46.87%
会计年度							EBIT增长率	121.08%	223.61%	111.93%	7.34%	33.36%	40.64%
2020							EBITDA增长率	49.41%	175.72%	107.68%	76.72%	43.62%	28.46%
2021							归母净利润增长率	225.92%	227.01%	117.09%	1.13%	36.99%	47.26%
2022							经营现金流增长率	288.92%	28.92%	177.43%	112.98%	35.36%	15.90%
2023E							盈利能力						
2024E							毛利率	43.03%	41.62%	48.13%	42.09%	40.20%	40.14%
2025E							净利率	16.01%	23.75%	30.33%	22.11%	21.28%	21.64%
2020							营业利润率	15.84%	25.25%	33.90%	24.79%	23.38%	23.71%
2021							ROE	8.91%	22.56%	13.11%	11.84%	14.15%	17.55%
2022							ROA	3.96%	7.48%	8.35%	6.52%	8.91%	11.49%
2023E							ROIC	15.71%	22.42%	24.23%	18.59%	14.81%	21.23%
2024E							估值倍数						
2025E							P/E	366.94	112.21	51.69	51.11	37.31	25.34
2020							P/S	58.75	26.65	15.68	11.30	7.94	5.48
2021							P/B	32.69	25.32	6.77	6.05	5.28	4.45
2022							股息率	0.00%	0.00%	0.29%	0.20%	0.27%	0.39%
2023E							EV/EBIT	318.66	101.48	55.60	43.93	32.04	21.81
2024E							EV/EBITDA	212.19	79.31	44.35	21.28	14.41	10.74
2025E							EV/NOPLAT	322.17	107.07	59.98	47.02	34.95	23.83

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