

中复神鹰 (688295.SH)

上半年业绩表现亮眼，顺势扩张成长性凸显

事件：中复神鹰发布 2022 半年报。公司 2022 年 H1 实现收入 8.63 亿元，同比增长 126.39%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比增长 82.1%，本期非经常性损益 808 万元（主要系政府补助），去年同期为 1792 万元，扣非后归母净利润 2.12 亿元，同比增长 105.97%。单 Q2 公司营收 4.03 亿元，同比增长 67.01%，归母净利润 1.02 亿元，同比增长 25.14%，扣非后归母净利润 0.96 亿元。

毛利率环比改善，销售体量扩大带动费用摊薄。公司上半年综合毛利率为 45.45%，同比减少 2.43pp，但环比去年 H2 毛利率（38.64%）有明显提升。期间费用率 16.56%，同比减少 3.06pp，其中销售/管理费用率分别同比减少 0.12pp/5.15pp，研发/财务费用率分别同比增加 2.08pp/0.12pp，随着西宁一期产能陆续释放，产销量规模扩大后费用逐步摊薄，研发费用增加主要系本期公司加大了航空级碳纤维及预浸料等项目的研发支出。上半年公司净利率为 25.5%，同比减少 6.2pp，扣非后销售净利率为 24.56%，同比减少 2.43pp。

抢抓眼前机遇与长远布局同时进行。截至 2022H1 神鹰西宁一期全部建设完毕，公司现有产能 1.45 万吨（包括连云港基地的 3500 吨和西宁一期的 11000 吨）；西宁二期 1.4 万吨预计 2022 年底至 2023 年期间陆续投产，届时公司产能将增至 2.85 万吨。另外，公司两大募投项目瞄准航空航天应用，眼光长远：1）连云港航空航天高性能碳纤维及原丝试验线项目现已完成建设，于 2022 年 7 月底联动试车，该项目年产 200 吨中高模碳纤维；2）上海碳纤维航空应用研发及制造项目预计 2023 年 9 月建成投产，该项目配备 1 条年产 100 万平方米的航空预浸料中试线和 1 条年产 200 万平方米的高模预浸料产线。

碳纤维民品龙头地位稳固。中复神鹰是国内干喷湿纺高性能民品碳纤维领军企业，主打的产品 T700S、T800S 定位中高端，优先供货航空航天、光伏热场、压力容器、风电叶片等高附加值下游应用，当前碳纤维大部分产品型号价格已步入下行通道，但 T700S、T800S 目前国内仍处于供不应求的状态，销售价格坚挺且短期来看仍将处于高位，公司盈利能力有保障。公司建设及投产节奏迅速，西宁一二期项目接连投放并填补该产品的市场供需缺口，经营体量有望随之快速扩张，短期成长性凸显。长远来看，公司背靠中建材，资金及技术实力兼备，民品龙头地位有望持续巩固。

投资建议：预计公司 2022-2024 年营收分别为 20.03、29.3 和 40.8 亿元，归母净利润分别为 5.4、7.41 和 11.03 亿元，三年业绩复合增速 58.16%，对应三年 PE 分别为 57X、41X 和 28X，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期风险；下游需求释放不及预期风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	532	1,173	2,003	2,930	4,080
增长率 yoy (%)	28.2	120.4	70.7	46.3	39.2
归母净利润(百万元)	85	279	540	741	1,103
增长率 yoy (%)	225.9	227.0	93.7	37.4	48.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.09	0.31	0.60	0.82	1.23
净资产收益率(%)	8.9	22.6	30.4	29.5	30.5
P/E(倍)	358.2	109.5	56.6	41.2	27.7
P/B(倍)	31.9	24.7	17.2	12.1	8.4

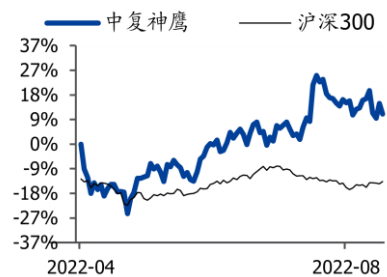
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学纤维
前次评级	买入
8月17日收盘价(元)	40.66
总市值(百万元)	36,594.00
总股本(百万股)	900.00
其中自由流通股(%)	7.65
30日日均成交量(百万股)	4.05

股价走势



作者

分析师 沈猛

执业证书编号：S0680522050001

邮箱：shenmeng@gszq.com

研究助理 陈冠宇

执业证书编号：S0680122080012

邮箱：chenguan@gszq.com

相关研究

1、《中复神鹰（688295.SH）：民用碳纤维龙头，成本、技术、管理铸就高护城河》2022-05-12

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	330	693	1721	1353	1032
现金	148	320	1354	803	473
应收票据及应收账款	0	2	2	3	4
其他应收款	1	5	6	10	13
预付账款	6	22	26	44	53
存货	31	154	144	303	300
其他流动资产	144	190	190	190	190
非流动资产	1822	3032	2957	4546	6380
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	554	2130	2112	3312	4639
无形资产	130	190	219	255	280
其他非流动资产	1138	712	626	979	1461
资产总计	2152	3724	4678	5899	7412
流动负债	538	1239	1765	2226	2640
短期借款	56	576	576	576	576
应付票据及应付账款	314	539	835	1230	1557
其他流动负债	168	124	354	420	507
非流动负债	658	1250	1038	1057	1053
长期借款	469	1059	847	866	862
其他非流动负债	188	191	191	191	191
负债合计	1195	2489	2803	3283	3693
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	800	800	900	900	900
资本公积	51	51	51	51	51
留存收益	106	385	924	1666	2768
归属母公司股东权益	957	1235	1875	2617	3719
负债和股东权益	2152	3724	4678	5899	7412

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	233	301	993	1145	1717
净利润	85	279	540	741	1103
折旧摊销	50	90	147	196	292
财务费用	14	27	-15	-13	-17
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	33	-96	321	220	339
其他经营现金流	51	2	0	0	0
投资活动现金流	-916	-1170	-73	-1786	-2126
资本支出	917	1164	-74	1589	1834
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-6	-147	-196	-292
筹资活动现金流	581	1011	114	90	80
短期借款	-16	520	0	0	0
长期借款	373	590	-212	19	-4
普通股增加	-215	0	100	0	0
资本公积增加	-193	0	0	0	0
其他筹资现金流	632	-99	226	71	83
现金净增加额	-103	142	1034	-551	-330

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	532	1173	2003	2930	4080
营业成本	303	685	1103	1658	2238
营业税金及附加	9	10	17	26	37
营业费用	3	4	7	10	14
管理费用	65	118	218	316	437
研发费用	17	59	101	147	205
财务费用	14	27	-15	-13	-17
资产减值损失	-53	0	0	0	0
其他收益	16	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	84	296	571	784	1167
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	85	295	571	785	1167
所得税	0	16	31	43	64
净利润	85	279	540	741	1103
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	85	279	540	741	1103
EBITDA	165	480	760	1012	1503
EPS (元)	0.09	0.31	0.60	0.82	1.23

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	28.2	120.4	70.7	46.3	39.2
营业利润(%)	239.5	251.4	92.7	37.4	48.8
归属于母公司净利润(%)	225.9	227.0	93.7	37.4	48.7
获利能力					
毛利率(%)	43.0	41.6	44.9	43.4	45.1
净利率(%)	16.0	23.8	26.9	25.3	27.0
ROE(%)	8.9	22.6	30.4	29.5	30.5
ROIC(%)	6.6	12.0	16.1	17.4	20.5
偿债能力					
资产负债率(%)	55.5	66.8	59.9	55.6	49.8
净负债比率(%)	65.8	122.0	26.6	43.7	41.2
流动比率	0.6	0.6	1.0	0.6	0.4
速动比率	0.3	0.3	0.8	0.4	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	112.8	1192.1	1192.1	1192.1	1192.1
应付账款周转率	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.31	0.60	0.82	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.33	1.10	1.27	1.91
每股净资产(最新摊薄)	1.06	1.37	1.97	2.80	4.02
估值比率					
P/E	358.2	109.5	56.6	41.2	27.7
P/B	31.9	24.7	17.2	12.1	8.4
EV/EBITDA	188.8	66.7	40.8	31.3	21.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com