

# 中复神鹰 (688295)

## 2022年中报点评：产销两旺，神鹰展翅

**业绩概要：**2022年上半年公司实现营业收入8.6亿元(+126%)，实现归母净利润2.2亿元(+82.1%)，对应EPS为0.26元，扣非后归母净利润为2.1亿元(+106.0%)，Q2营收环比下降12.3%，归母净利润环比下降13.3%，Q2单季度EPS为0.11元；

**高性能碳纤维领导者：**2021年以来，受到海外出口政策限制和下游需求加速等影响，碳纤维行业景气度显著提高。公司作为行业龙头企业，依靠中建材集团央企背景，凭借干喷湿纺工艺形成了碳纤维规模生产能力，提前布局高端产能，充分受益于行业快速扩容周期，是高性能碳纤维领域的领导者。近年来，公司T700级及以上的产品国内市占率达到50%以上；

**产能大幅提升，推动业绩快速增长：**截止到2022年6月30日，公司产能为14500吨/年，包括连云港基地的3500吨/年以及西宁的11000吨/年，较2021年上半年提升了164%，在下游供不应求的背景下，产量的提升推动了业绩的快速增长，上半年营业收入同比增长126%，归母净利润同比增长82.1%。上半年毛利率45.5%，较同期下降2.43pct，Q2毛利率较Q1有所下降，我们推测主要原因包括大宗商品价格维持高位、疫情反复影响生产、例行停车检修，西宁基地一二期公配管道对接影响产能释放等，而随着7月以来丙烯腈价格回落、疫情防控常态化管理、产能利用率提高，公司下半年毛利率有望提升；

**财务数据：**报告期内，公司研发投入0.54亿元，同比增长239%，研发费用率6.27%，达到历史最高水平，主要由于公司加大航空航天级碳纤维、航空预浸料等项目投入，同时进一步扩充研发人员数量、提高薪资待遇等。管理费用、销售费用同比增速41.3%、22.3%，主要系公司产销量快速提升带来的成本增长。财务费用同比增长145%，主要是西宁一期产能爬坡带来的长期借款利息费用化。投资现金流量净额大幅变动，主要系公司项目建设投资加大、超募资金购买理财所致。合同负债增长46.3%，主要系下游客户锁定产能，预收款增加所致；

**高端领域全面布局，打造全产业链优势：**报告期内，公司横向拓展下游领域，航空航天领域，T800级碳纤维(SYT55G)获得商飞PCD预批准，T1100级碳纤维进入小试阶段；风电叶片领域，公司进行了48K大丝束碳纤维高效低成本的工程化研发；碳碳复材和压力容器领域，公司利用干喷湿纺技术的优越性，率先通过下游客户认证，报告期内与重点客户达成战略合作，上海汽车、隆基绿能、金博股份、天鸟高新等下游客户参与了公司战略配售。公司纵向延伸原有产业链，布局上浆剂和预浸料——研发第二代上浆

投资评级 **买入**  
首次评级

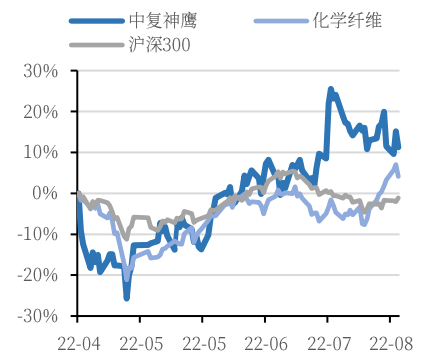
2022年08月17日

收盘价(元): 40.66

### 公司基本数据

总股本(百万股)	900.00
总市值(百万)	36,594.00
流通股本(百万股)	68.84
流通市值(百万)	2,799.20
12月最高/最低价(元)	47.39/26.06
资产负债率(%)	40.57
市盈率(TTM)	79.60
净资产收益率(%)	5.20

### 股价走势图



### 作者

邓轲 分析师  
SAC执业证书: S0640521070001  
联系电话:  
邮箱: dengke@avicsec.com

王勇杰 研究助理  
SAC执业证书: S0640122070026  
联系电话:  
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

### 相关研究报告

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

剂和有机溶剂精馏提纯项目；预浸料（SYPTU196-T55G）在突破树脂配方等核心技术基础上，通过了多批次生产验证，产品性能达到国际先进水平并进入中试阶段；

**提前布局高端产能，中长期成长无虞：**报告期内公司 IPO 项目进度顺利：1) 西宁年产万吨高性能碳纤维的项目完成建设并于 5 月全线投产；2) 连云港航空航天高性能碳纤维及原丝试验线项目建设并于 7 月开始联动试车；3) 上海航空预浸料研发及制造的设备到货并计划于 2023 年 9 月建成并投产。此外，公司自筹资金建设的西宁二期 1.4 万吨高性能碳纤维项目于 2021 年 10 月开工，并计划于 2022 年年底至 2023 年建成并投产。一系列前瞻性布局使公司的产能投放不存在空窗期，中长期成长性无虞；

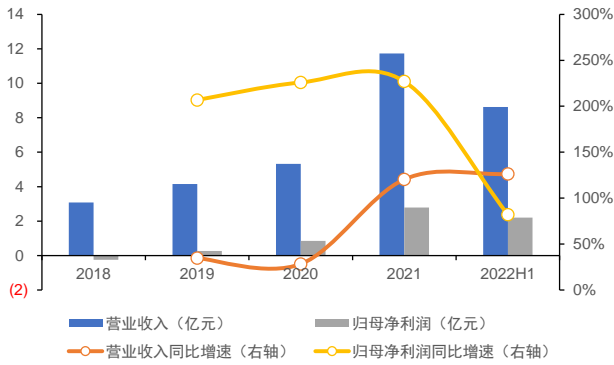
**投资建议：**公司作为国产高性能碳纤维的领军者，在产能、市占率、技术实力上具有较大优势，全面进军下游高增长领域，凭借规模优势和产品性能，公司与下游客户深度绑定。随着公司西宁二期产能的建设和投产，公司业绩将迈上新的台阶。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 20.3/28.6/38.2 亿元，同比增长 72.9%/40.9%/33.4%，实现归母净利润 5.3/7.9/10.2 亿元，同比增长 91.7%/48.0%/29.4%，对应 PE 68X/46X/36X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**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

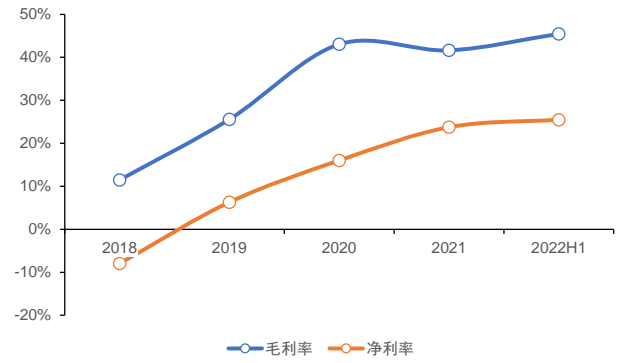
#### 盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	532	1,173	2,029	2,859	3,816
增速（%）	28.24%	120.44%	72.93%	40.92%	33.44%
归母净利润（百万元）	85	279	534	791	1,024
增速（%）	225.92%	227.01%	91.72%	48.02%	29.42%
每股收益（元）	0.09	0.31	0.59	0.88	1.14
市盈率（倍）	429.35	131.29	68.48	46.27	35.75

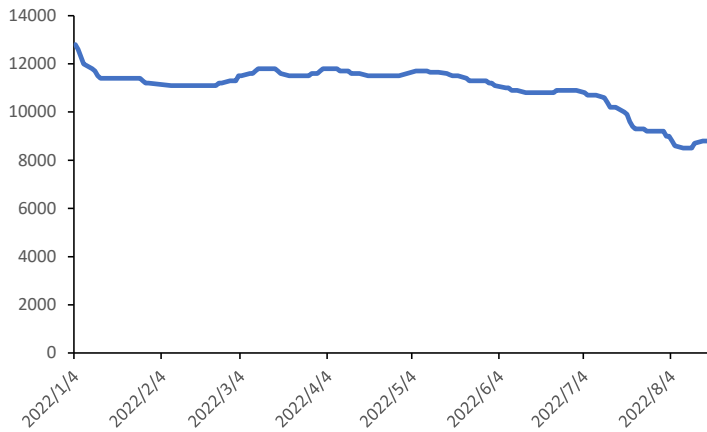
资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图1 历年营收、归母净利润及其增速**


资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图2 历年销售毛利率、净利率**


资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图3 2022年以来丙烯腈价格（元/吨）**


资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

**图4 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	234.66	148.22	320.25	811.68	1143.78	2095.80	营业收入	415.10	532.31	1173.44	2029.19	2859.44	3815.57
应收票据及账款	62.46	53.47	18.88	30.58	41.68	53.00	营业成本	308.91	303.25	685.10	1121.94	1597.50	2203.06
预付账款	4.77	5.86	22.08	50.59	70.51	83.52	税金及附加	5.58	9.15	10.14	10.96	15.44	20.60
其他应收款	0.14	1.49	5.05	6.67	10.97	10.66	销售费用	5.50	2.95	3.97	6.09	8.01	9.54
存货	38.32	30.95	153.55	155.53	190.39	216.68	管理费用	61.03	64.89	118.27	152.19	211.60	278.54
其他流动资产	4.16	90.36	172.91	318.58	380.31	522.73	研发费用	11.22	17.18	59.12	125.81	180.15	240.38
<b>流动资产总计</b>	<b>344.51</b>	<b>330.36</b>	<b>692.72</b>	<b>2955.98</b>	<b>3419.97</b>	<b>4564.75</b>	财务费用	18.82	14.18	26.57	67.44	49.72	26.91
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	-52.69	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	593.33	553.64	2129.53	2465.83	2902.57	2582.74	信用减值损失	-0.00	0.63	0.05	0.00	0.00	0.00
在建工程	93.29	1123.06	566.27	1171.90	910.85	549.80	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	2.30	3.10	2.60
无形资产	135.73	130.44	189.53	241.28	359.69	444.77	投资收益	-0.63	-0.11	0.46	5.00	4.60	5.70
长期待摊费用	0.00	0.00	17.53	18.77	12.50	15.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	3.50	3.00	2.89
其他非流动资产	1.88	14.45	128.66	260.40	280.70	303.70	资产处置收益	-1.91	0.18	0.05	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>824.23</b>	<b>1821.59</b>	<b>3031.53</b>	<b>4158.17</b>	<b>4466.30</b>	<b>3896.01</b>	其他收益	23.33	15.61	25.47	25.00	30.40	34.20
<b>资产总计</b>	<b>1168.73</b>	<b>2151.95</b>	<b>3724.25</b>	<b>7114.15</b>	<b>7886.28</b>	<b>8460.76</b>	营业利润	24.84	84.33	296.29	580.57	838.14	1081.93
短期借款	72.00	55.86	575.77	248.31	51.40	0.00	营业外收入	1.49	1.94	0.70	0.50	0.30	0.20
应付票据及账款	109.09	314.02	539.13	688.53	1067.04	1098.51	营业外支出	0.18	1.03	1.84	18.00	5.00	3.50
其他流动负债	96.76	167.91	124.00	257.09	328.75	396.79	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>277.85</b>	<b>537.79</b>	<b>1238.90</b>	<b>1193.93</b>	<b>1447.20</b>	<b>1495.31</b>	利润总额	26.15	85.23	295.14	563.07	833.44	1078.63
长期借款	96.55	469.19	1058.96	1064.69	858.01	439.33	所得税	0.00	0.00	16.42	28.72	42.51	55.01
其他非流动负债	122.97	188.37	191.08	206.30	220.00	243.80	净利润	26.15	85.23	278.72	534.35	790.93	1023.62
<b>非流动负债合计</b>	<b>219.52</b>	<b>657.56</b>	<b>1250.03</b>	<b>1270.99</b>	<b>1078.01</b>	<b>683.13</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>497.37</b>	<b>1195.35</b>	<b>2488.93</b>	<b>2464.92</b>	<b>2525.21</b>	<b>2178.43</b>	归母净利润	26.15	85.23	278.72	534.35	790.93	1023.62
股本	1014.99	800.00	800.00	900.00	900.00	900.00	EBITDA	99.92	149.29	411.63	1155.61	1620.32	1928.84
资本公积	243.85	50.69	50.69	2883.69	2883.69	2883.69	NOPLAT	45.56	98.33	304.91	612.35	839.82	1049.57
留存收益	-587.48	105.91	384.63	865.55	1577.38	2498.64	EPS(元)	0.03	0.09	0.31	0.59	0.88	1.14
归属母公司权益	671.36	956.59	1235.31	4649.23	5361.07	6282.33							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
<b>股东权益合计</b>	<b>671.36</b>	<b>956.59</b>	<b>1235.31</b>	<b>4649.23</b>	<b>5361.07</b>	<b>6282.33</b>							
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1168.73</b>	<b>2151.95</b>	<b>3724.25</b>	<b>7114.15</b>	<b>7886.28</b>	<b>8460.76</b>							

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	26.15	85.23	278.72	519.17	759.33	986.15
折旧与摊销	54.96	49.88	89.92	525.10	737.16	823.30
财务费用	18.82	14.18	26.57	67.44	49.72	26.91
投资损失	0.63	0.11	-0.46	-5.00	-4.60	-5.70
营运资金变动	-42.81	32.69	-96.27	93.01	318.28	-93.25
其他经营现金流	2.25	51.24	2.33	12.50	30.30	36.60
<b>经营性现金净流量</b>	<b>59.99</b>	<b>233.32</b>	<b>300.81</b>	<b>1212.22</b>	<b>1890.20</b>	<b>1774.00</b>
资本支出	84.32	851.28	1161.29	1604.78	1011.30	206.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	18.00	-65.14	-9.16	-1606.41	-14.40	-16.42
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-66.32</b>	<b>-916.42</b>	<b>-1170.44</b>	<b>-3211.18</b>	<b>-1025.70</b>	<b>-222.62</b>
短期借款	-181.20	-16.14	519.91	-327.47	-196.90	-51.40
长期借款	-39.98	372.64	589.77	5.73	-206.68	-418.68
普通股增加	400.00	-214.99	0.00	100.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-193.16	0.00	2833.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	24.45	632.20	-98.55	-120.88	-128.82	-129.27
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>203.27</b>	<b>580.54</b>	<b>1011.13</b>	<b>2490.39</b>	<b>-532.40</b>	<b>-599.36</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>197.00</b>	<b>-102.54</b>	<b>141.55</b>	<b>491.42</b>	<b>332.10</b>	<b>952.02</b>

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>						
营收增长率	34.79%	28.24%	120.44%	72.93%	40.92%	33.44%
营业利润增长率	200.54%	239.46%	251.36%	95.95%	44.36%	29.09%
EBITDA增长率	3889.31%	121.08%	223.61%	95.98%	40.07%	25.18%
EBITDA增长率	90.71%	49.41%	175.72%	180.74%	40.21%	19.04%
归母净利润增长率	206.83%	225.92%	227.01%	91.72%	48.02%	29.42%
经营现金流增长率	310.78%	288.92%	28.92%	302.99%	55.93%	-6.15%
<b>盈利能力</b>						
毛利率	25.58%	43.03%	41.62%	44.71%	44.13%	42.26%
净利率	6.30%	16.01%	23.75%	26.33%	27.66%	26.83%
营业利润率	5.98%	15.84%	25.25%	28.61%	29.31%	28.36%
ROE	3.90%	8.91%	22.56%	11.49%	14.75%	16.29%
ROA	2.24%	3.96%	7.48%	7.51%	10.03%	12.10%
ROIC	7.18%	12.75%	20.58%	21.34%	19.17%	22.39%
<b>估值倍数</b>						
P/E	1399.33	429.35	131.29	68.48	46.27	35.75
P/S	88.16	68.75	31.19	18.03	12.80	9.59
P/B	54.51	38.25	29.62	7.87	6.83	5.82
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.22%	0.28%
EV/EBIT	816.01	373.38	118.83	57.61	40.67	31.55
EV/EBITDA	367.22	248.63	92.87	31.43	22.17	18.08
EV/NOPLAT	805.35	377.50	125.38	59.32	42.77	33.23

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