

中复神鹰 (688295.SH)

增持 (维持)

Q3 业绩超预期，西宁项目放量产品结构优化

事件：公司发布 2022 年业绩预增报告，预计 2022 年前三季度实现收入 13.8-15.2 亿元，同比增长 95.88%-115.75%，归母净利润 4.02-4.43 亿元，同比增长 101.26%-121.78%，扣非归母净利润 3.84-4.2 亿元，同比增长 115.56%-135.77%；其中三季度单季实现归母净利润 1.82-2.23 亿元，同比增长 131.14%-183.21%，环比增长 78.43%-118.63%，超市场预期。

- **碳纤维产销量大幅增长，业绩环比大幅提升。**2022 年前三季度公司业绩同比大幅提升主要系下游应用领域对高性能碳纤维需求旺盛、公司产品结构进一步优化、西宁项目产能释放，规模效应显现，产销量大幅增长所致。西宁一期碳纤维产能目前产能利用率达 90% 以上，西宁二期 1.4 万吨碳纤维产能正在顺利建设中，预计于今年年底到明年上半年陆续投产，随着西宁二期的投产，公司西宁基地公配设施单耗将进一步下降，且凭借西宁的低电费优势和工艺技术的持续优化，生产成本将持续下降，公司市场份额将持续提升。
- **碳纤维市场需求旺盛，公司市占率国内领先。**双碳政策下，光风氢新能源领域碳纤维需求高速增长；同时碳纤维在航空航天、体育休闲、建筑等领域需求持续提升。公司碳纤维在风光氢领域应用占比约 50%，其中储氢气瓶、CNG 气瓶碳纤维用量大幅提升，2022H1 压力容器领域销售占比约 30%，储氢气瓶市占率超 80%。目前国内规划新增碳纤维产能已超 20 万吨，然其中多为较低级别大丝束碳纤维产能，应用于高端领域的低成本高性能碳纤维产能依旧稀缺。2022Q3 碳纤维国产 T700 (12K) 华东市场均价为 26.46 万元/吨，环比增长 1.8%，当前市场价为 23 万元/吨，较 Q3 均价下降 13.08%。
- **持续优化产品结构，进一步提升盈利能力。**公司为全球第三家突破干喷湿纺工艺并形成 T700 级高性能碳纤维产业化的企业，当前干喷湿纺工艺纺丝速度约 400 m/min，生产效率高，碳化线单线年产达 3000 吨，碳化单位能耗进一步下降，在保证高性能的同时可有效节约成本，公司产品合格品率达 97% 以上。同时公司积极优化产品结构，布局航空航天等高附加值领域，T800 级碳纤维已获商飞预批准，预浸料应用验证进展顺利，随着产品结构的进一步优化，公司盈利能力将持续提升。
- **维持“增持”投资评级。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.1 亿、8.0 亿、11.3 亿元，EPS 分别为 0.57、0.89、1.26 元，当前股价对应 PE 分别为 68.1、43.8、30.9 倍，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：新产能投产不及预期、产品价格大幅波动、下游需求不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	532	1173	2058	3183	4268
同比增长	28%	120%	75%	55%	34%
营业利润(百万元)	84	296	546	848	1200
同比增长	239%	251%	84%	55%	41%
归母净利润(百万元)	85	279	514	800	1132
同比增长	226%	227%	84%	56%	42%
每股收益(元)	0.09	0.31	0.57	0.89	1.26
PE	410.7	125.6	68.1	43.8	30.9
PB	36.6	28.3	20.0	14.6	10.6

资料来源：公司数据、招商证券

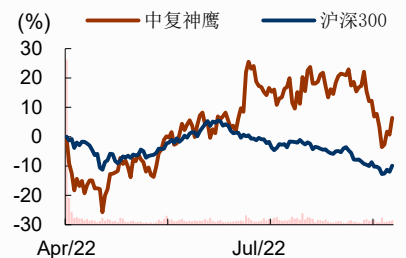
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：38.89 元

基础数据

总股本(万股)	90000
已上市流通股(万股)	7272
总市值(亿元)	350
流通市值(亿元)	28
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	8.9
资产负债率	40.6%
主要股东	中建材联合投资有限公司
主要股东持股比例	33.16%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	28	33
相对表现	-7	36	54



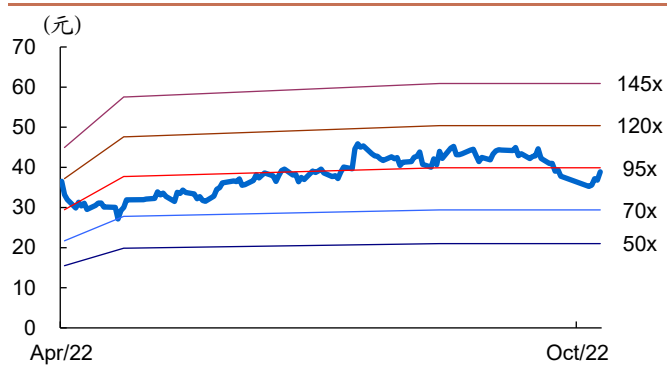
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中复神鹰 (688295) — 高性能碳纤维龙头企业，持续扩产把握国产替代机遇》2022-09-06

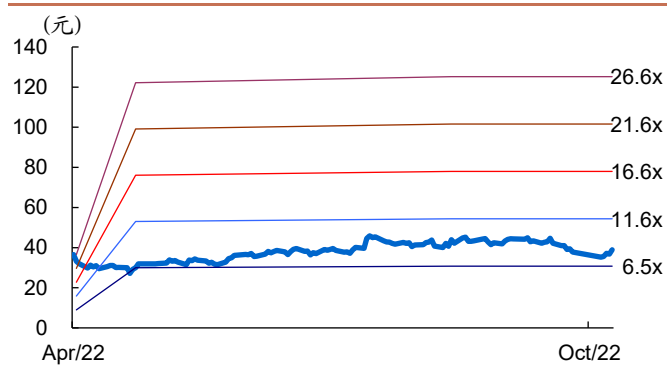
周铮 S1090515120001
 zhouzheng3@cmschina.com.cn
 曹承安 S1090520080002
 caochengan@cmschina.com.cn
 连莹 研究助理
 lianying@cmschina.com.cn

图 1: 中复神鹰历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中复神鹰历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	330	693	809	1185	1521
现金	148	320	197	236	260
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	2	3	4
应收款项	0	1	0	0	0
其它应收款	1	5	9	14	18
存货	31	154	233	362	476
其他	149	212	369	570	763
非流动资产	1822	3032	4526	5931	7253
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	554	2130	3646	5071	6411
无形资产商誉	130	190	171	154	138
其他	1138	712	709	706	704
资产总计	2152	3724	5335	7116	8774
流动负债	538	1239	2336	3471	4237
短期借款	56	576	1309	1908	2199
应付账款	314	539	862	1337	1758
预收账款	45	51	81	126	165
其他	123	73	84	101	116
长期负债	658	1250	1250	1250	1250
长期借款	469	1059	1059	1059	1059
其他	188	191	191	191	191
负债合计	1195	2489	3586	4721	5487
股本	800	800	800	800	800
资本公积金	51	51	51	51	51
留存收益	106	385	899	1544	2436
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	957	1235	1749	2395	3287
负债及权益合计	2152	3724	5335	7116	8774

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	233	301	894	1385	1789
净利润	85	279	514	800	1132
折旧摊销	50	90	152	241	325
财务费用	14	27	118	158	185
投资收益	(0)	(0)	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	85	(95)	139	194	156
其它	0	0	(3)	19	17
投资活动现金流	(916)	(1170)	(1632)	(1632)	(1632)
资本支出	(917)	(1164)	(1658)	(1658)	(1658)
其他投资	0	(6)	26	26	26
筹资活动现金流	581	1011	614	286	(134)
借款变动	937	1035	732	598	291
普通股增加	(215)	0	0	0	0
资本公积增加	(193)	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(154)	(240)
其他	51	(24)	(118)	(158)	(185)
现金净增加额	(103)	141	(124)	39	24

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	532	1173	2058	3183	4268
营业成本	303	685	1095	1699	2234
营业税金及附加	9	10	18	27	37
营业费用	3	4	3	4	6
管理费用	65	118	176	272	365
研发费用	17	59	129	200	268
财务费用	14	27	118	158	185
资产减值损失	(52)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	16	25	25	25	25
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	84	296	546	848	1200
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	85	295	544	847	1199
所得税	0	16	30	47	67
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	85	279	514	800	1132

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	28%	120%	75%	55%	34%
营业利润	239%	251%	84%	55%	41%
归母净利润	226%	227%	84%	56%	42%
获利能力					
毛利率	43.0%	41.6%	46.8%	46.6%	47.7%
净利率	16.0%	23.8%	25.0%	25.1%	26.5%
ROE	10.5%	25.4%	34.4%	38.6%	39.8%
ROIC	8.1%	13.8%	17.9%	20.0%	22.0%
偿债能力					
资产负债率	55.5%	66.8%	67.2%	66.3%	62.5%
净负债比率	27.4%	43.9%	44.4%	41.7%	37.1%
流动比率	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4
速动比率	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	8.8	7.4	5.7	5.7	5.3
应收账款周转率	113.0	1192.0	1166.0	1371.0	1293.0
应付账款周转率	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4
每股资料(元)					
EPS	0.09	0.31	0.57	0.89	1.26
每股经营净现金	0.26	0.33	0.99	1.54	1.99
每股净资产	1.06	1.37	1.94	2.66	3.65
每股股利	0.00	0.00	0.17	0.27	0.38
估值比率					
PE	410.7	125.6	68.1	43.8	30.9
PB	36.6	28.3	20.0	14.6	10.6
EV/EBITDA	259.5	92.3	45.8	30.0	21.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。