

中复神鹰 (688295.SH)

增持 (维持)

2022Q3 业绩超预期，快速扩产强化规模和成本优势

事件：公司发布 2022 年三季报，报告期内实现收入 14.52 亿元，同比增长 106.12%，归母净利润 4.24 亿元，同比增长 112.09%，扣非归母净利润 4.04 亿元，同比增长 126.81%；其中三季度单季实现收入 5.89 亿元，同比增长 82.25%，环比增长 46.15%，归母净利润 2.04 亿元，同比增长 157.98%，环比增长 100%，超市场预期。

□ **碳纤维量价齐升，助力业绩高速增长。**2022 年前三季度公司业绩同比大幅提升主要系：（1）西宁一期项目于今年 5 月全面建成投产，公司碳纤维产销量大幅增长；（2）今年以来高性能碳纤维市场需求旺盛，据百川资讯，2022 年前三季度碳纤维国产 T700（12K）华东市场均价 26.15 万元/吨，同比增长 21.12%，2022Q3 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%，可能系碳纤维行业新增产能投放，市场供给增加所致。

□ **布局航空航天高端产能，进一步优化产品结构。**报告期内，公司加大航空级碳纤维及预浸料等研发支出，研发投入合计 5261 万元，研发费用率 8.92%，同比增长 3.29 pct。公司连云港航空航天高性能碳纤维及原丝试验线项目已完成建设，并于 2022 年 7 月底开始联动试车；上海碳纤维航空应用研发及制造项目外购设备已陆续到货，预计 2023 年 9 月建成并投产；T800 级碳纤维已获商飞预批准，预浸料应用验证进展顺利。

□ **西宁二期预计于年底陆续投产，持续加强规模优势和成本优势。**2022 前三季度公司销售毛利率 47.98%，净利率 29.17%，其中三季度单季度销售毛利率 51.69%，净利率 34.56%，分别较 2022Q2 增长 6.87、9.22 pct，主要系单位成本下降所致：（1）2022Q3 丙烯腈市场均价 9485 元/吨，较 2022Q2 下降 16.26%；（2）西宁一期项目全面投产，目前产能利用率达 90%以上，规模效应凸显。西宁二期 1.4 万吨碳纤维产能目前各厂房已封顶，预计 2022 年底至 2023 年期间将会陆续建成并投产，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，将进一步强化公司规模优势和成本优势。

□ **维持“增持”投资评级。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.4 亿、8.3 亿、11.0 亿元，EPS 分别为 0.60、0.92、1.22 元，当前股价对应 PE 分别为 73.7、48.3、36.3 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	2054	3335	4264
同比增长	28%	120%	75%	62%	28%
营业利润(百万元)	84	296	574	876	1165
同比增长	239%	251%	94%	53%	33%
归母净利润(百万元)	85	279	542	827	1100
同比增长	226%	227%	94%	53%	33%
每股收益(元)	0.09	0.31	0.60	0.92	1.22
PE	468.6	143.3	73.7	48.3	36.3
PB	41.8	32.3	22.5	16.4	12.1

资料来源：公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值：NA

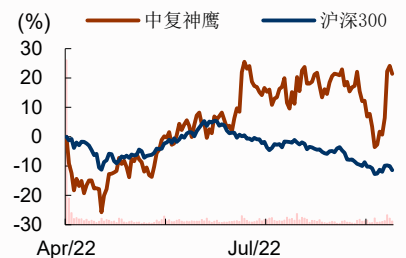
当前股价：44.38 元

基础数据

总股本(万股)	90000
已上市流通股(万股)	7272
总市值(亿元)	399
流通市值(亿元)	32
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	34.3%
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	6	54	55
相对表现	8	62	76



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中复神鹰 (688295) —Q3 业绩超预期，西宁项目放量产品结构优化》2022-10-17
- 《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

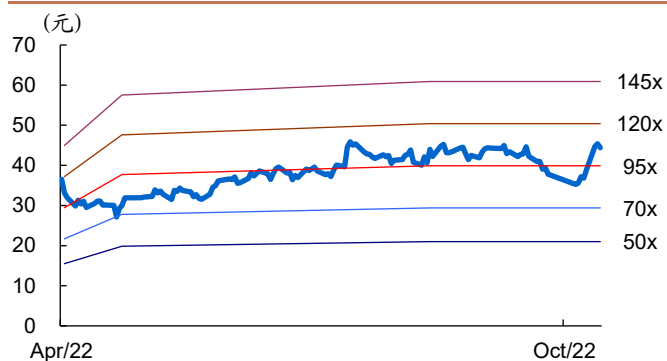
曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

连莹 研究助理

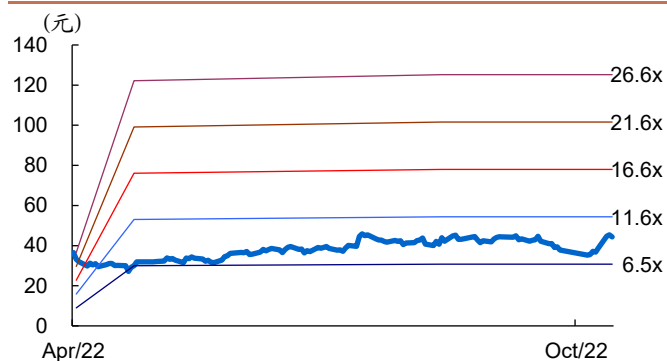
✉ lianying@cmschina.com.cn

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	816	1253	1538
现金	148	320	208	250	264
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	230	387	487
其他	149	212	367	599	765
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	5342	7184	8791
流动负债	538	1239	2315	3492	4247
短期借款	56	576	1302	1823	2160
应付账款	314	539	849	1431	1801
预收账款	45	51	80	134	169
其他	123	73	83	104	117
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	3565	4742	5497
股本	800	800	800	800	800
资本公积金	51	51	51	51	51
留存收益	106	385	927	1591	2443
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	957	1235	1777	2442	3294
负债及权益合计	2152	3724	5342	7184	8791

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	233	301	898	1457	1723
净利润	85	279	542	827	1100
折旧摊销	50	90	152	241	325
财务费用	14	27	118	156	180
投资收益	(0)	(0)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	85	(95)	129	253	142
其它	0	0	(3)	20	16
投资活动现金流	(916)	(1170)	(1617)	(1617)	(1617)
资本支出	(917)	(1164)	(1658)	(1658)	(1658)
其他投资	0	(6)	40	40	40
筹资活动现金流	581	1011	608	202	(92)
借款变动	937	1035	726	521	337
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	(163)	(248)
其他	51	(24)	(118)	(156)	(180)
现金净增加额	(103)	141	(112)	42	14

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	532	1173	2054	3335	4264
营业成本	303	685	1079	1818	2289
营业税金及附加	9	10	11	18	23
营业费用	3	4	3	5	7
管理费用	65	118	158	256	327
研发费用	17	59	151	245	313
财务费用	14	27	118	156	180
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	15	15	15
营业利润	84	296	574	876	1165
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	573	875	1164
所得税	0	16	31	48	64
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	85	279	542	827	1100

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	28%	120%	75%	62%	28%
营业利润	239%	251%	94%	53%	33%
归母净利润	226%	227%	94%	53%	33%
获利能力					
毛利率	43.0%	41.6%	47.5%	45.5%	46.3%
净利率	16.0%	23.8%	26.4%	24.8%	25.8%
ROE	10.5%	25.4%	36.0%	39.2%	38.4%
ROIC	8.1%	13.8%	18.6%	20.6%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	55.5%	66.8%	66.7%	66.0%	62.5%
净负债比率	27.4%	43.9%	44.2%	40.1%	36.6%
流动比率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.6	0.4	0.3	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	5.6	5.9	5.2
应收账款周转率	113.0	1192.0	1165.0	1397.0	1266.0
应付账款周转率	1.4	1.6	1.6	1.6	1.4
每股资料(元)					
EPS	0.09	0.31	0.60	0.92	1.22
每股经营净现金	0.26	0.33	1.00	1.62	1.91
每股净资产	1.06	1.37	1.97	2.71	3.66
每股股利	0.00	0.00	0.18	0.28	0.37
估值比率					
PE	468.6	143.3	73.7	48.3	36.3
PB	41.8	32.3	22.5	16.4	12.1
EV/EBITDA	269.9	96.0	46.1	30.5	23.3

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。