

拟投 3 万吨碳纤维产能，扩产迎接黑金时代

2023 年 01 月 04 日

➤ **公告内容：**公司拟设立全资子公司神鹰连云，计划在江苏省连云港市建设年产 3 万吨高性能碳纤维项目，总投资 59.62 亿元，资金来源为自有资金 12.12 亿元+银行贷款。

➤ **重点梳理：**

(1) **产能规划：**2026 年底，公司碳纤维总产能预计 5.85 万吨，2023-2026 年产能 CAGR 有望达 42%。当前估计碳纤维产能 1.45 万吨（连云港 3500 吨+西宁一期 1.1 万吨），西宁二期 1.4 万吨已于 2021 年 10 月开工建设，产线预计在 2023 年中之前陆续投放。本次公告的 3 万吨碳纤维项目，建设周期为 2023.4-2026.8，估计产线同样陆续释放。

(2) **产品结构：**神鹰连云 3 万吨项目将以公司系统掌握的 T700、T800 级以上高性能碳纤维全套生产技术，及干喷湿法领域具备的显著技术优势制造高性能碳纤维产品，以扩大公司市占率。目前公司 T700 级碳纤维销量占比超 80%，22H1 公司在新能源“氢光风”领域产品销售占比约 50%，其中氢能领域占比约 30%。公司高性能碳纤维在国内碳/碳复材领域市占率约 60%、储氢气瓶领域市占率约 80%。航空航天领域收入占比 10%+，T800 级碳纤维已完成商飞 PCD 预批准。

➤ **擅长降本，规模效应强化：**22Q3 公司毛利率 51.69%，同/环比分别+12.35、6.87 个 pct，除上游原材料丙烯腈同比、环比大幅降价、西宁电价更低外，西宁产能释放、规模效应同样是重要因素，22Q3 产销量大幅增长，截至 22Q3 西宁一期运行产能利用率达 90%+。西宁一期年产 3000 吨碳化线在全球单线规模最大，生产同规格产品，西宁 4 米幅宽碳化线电单耗较连云港本部（幅宽 2 米）下降 10-15%。费用方面，22Q3 期间费用率 15.7%，Q2 为 17.87%，单位费用明显下降，其中管理费用率 6.4%，环比下降 2.91pct。本次神鹰连云 3 万吨碳纤维项目投产后，预计单吨成本仍有明显下降空间。

➤ **国产替代正当时，中小丝束持续高景气：**

(1) 需求多维成长，应用远景广阔，中小丝束持续高景气。压力容器、碳碳复材持续高增，根据赛奥碳纤维数据，“十四五”期间国产碳纤维供应量 CAGR 达 35%。2021 年我国碳纤维需求国产化率达 47%，较 2020 年提升 9pct，国产替代正当时。公司产品结构以规格在 24K 及以下的中小丝束碳纤维为主，受益下游氢能源商用车、光伏热场材料等高景气。相较于大丝束，中小丝束价格更坚挺。

(2) 干喷湿纺领头企业，技术积累深厚，单线产能国内居首，国内首次实现了高性能 T700 级、T800 级碳纤维万吨规模化生产。

(3) 目前公司掌握 T1000 级百吨级技术，随着 CR929 研发推进，未来 CR929 对国产 T800/T1000 级碳纤维需求有望跨越式增长。海外龙头也在加快高端产品布局，例如 2022 年 10 月日本东丽美国分公司宣布对其位于阿拉巴马州迪凯特的碳纤维工厂升级，计划让 T1100 型碳纤维产能翻倍。

➤ **投资建议：**①碳纤维需求多维成长，国产替代正当时，②高端民品业务占比高，客户优质，③干喷湿纺龙头，单线产能全球居首，持续降本增效。我们预计投产增厚业绩在 2024 年开始体现，因此上调 2024 年盈利预测，2022-2023 年归母净利润维持 6.28、11.05 亿元，将 2024 年归母净利上调为 17.1 亿元，现价对应动态 PE 分别为 66X、38X 和 24X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业新增产能投放的风险；需求增速不及预期；原材料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1173	2096	3320	5079
增长率 (%)	120.4	78.6	58.4	53.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	279	628	1105	1710
增长率 (%)	227.0	125.4	76.0	54.7
每股收益 (元)	0.31	0.70	1.23	1.90
PE	149	66	38	24
PB	33.6	9.0	7.2	5.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 1 月 3 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

46.17 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

1.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年三季报点评：进击的黑金“小巨人”，持续降本控费潜力大-2022/10/20

2.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年三季报预告点评：Q3 销量环比高增，“氢”“光”持续高景气-2022/10/17

3.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年半年报点评：中小丝束高景气延续，T800 级碳纤维获商飞预批准-2022/08/18

4.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年一季报点评：中小丝束持续高景气，规模效应开始释放-2022/04/30

5.中复神鹰 (688295.SH) 新股研究报告：碳纤维龙头启航，国产替代正当时-2022/04/05

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1173	2096	3320	5079
营业成本	685	1047	1654	2508
营业税金及附加	10	15	29	39
销售费用	4	5	8	13
管理费用	118	178	236	340
研发费用	59	149	211	315
EBIT	322	701	1180	1864
财务费用	27	33	-2	-11
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	296	690	1216	1922
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	295	690	1216	1922
所得税	16	61	111	211
净利润	279	628	1105	1710
归属于母公司净利润	279	628	1105	1710
EBITDA	322	1069	1634	2364

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	320	1683	1833	3293
应收账款及票据	2	3	5	7
预付款项	24	36	57	86
存货	152	233	367	557
其他流动资产	195	179	202	236
流动资产合计	693	2134	2464	4179
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2130	3751	4937	5541
无形资产	190	270	350	430
非流动资产合计	3032	4563	5710	6311
资产合计	3724	6697	8174	10489
短期借款	576	0	0	0
应付账款及票据	539	824	1302	1973
其他流动负债	124	183	277	410
流动负债合计	1239	1006	1578	2383
长期借款	1059	859	659	459
其他长期负债	191	191	191	191
非流动负债合计	1250	1050	850	650
负债合计	2489	2057	2429	3033
股本	800	900	900	900
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1235	4640	5746	7456
负债和股东权益合计	3724	6697	8174	10489

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	120.44	78.61	58.41	52.98
EBIT 增长率	113.30	117.51	68.35	57.93
净利润增长率	227.02	125.36	75.98	54.72
盈利能力 (%)				
毛利率	41.62	50.04	50.17	50.62
净利率	23.75	29.97	33.30	33.67
总资产收益率 ROA	7.48	9.38	13.52	16.31
净资产收益率 ROE	22.56	13.54	19.24	22.94
偿债能力				
流动比率	0.56	2.12	1.56	1.75
速动比率	0.42	1.85	1.29	1.48
现金比率	0.26	1.67	1.16	1.38
资产负债率 (%)	66.83	30.71	29.71	28.92
经营效率				
应收账款周转天数	0.21	0.20	0.20	0.20
存货周转天数	81.08	81.08	81.08	81.08
总资产周转率	0.32	0.31	0.41	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.70	1.23	1.90
每股净资产	1.37	5.16	6.38	8.28
每股经营现金流	0.33	1.44	2.19	3.08
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	149	66	38	24
PB	33.6	9.0	7.2	5.6
EV/EBITDA	132.99	38.09	24.72	16.38
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	279	628	1105	1710
折旧和摊销	195	368	453	499
营运资金变动	0	265	391	550
经营活动现金流	294	1299	1973	2776
资本开支	-1161	-1900	-1600	-1100
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1168	-1900	-1600	-1100
股权募资	0	2777	0	0
债务募资	1057	-776	-200	-200
筹资活动现金流	1015	1964	-223	-217
现金净流量	142	1363	150	1460

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026