

中复神鹰（688295）

产能连上台阶，三年再造神鹰

事件概述：1 月 3 日，公司发布公告，拟于连云港连云区设立全资子公司神鹰连云，并投资 59.6 亿元，建设年产 3 万吨高性能碳纤维建设项目，建设期 2023 年 4 月到 2026 年 8 月，其中公司自有资金 12.1 亿元，其余为银行贷款。根据公司测算，项目建成后，预计每年税后财务内部收益率 19.9%；

产能连上台阶，三年再造神鹰：目前公司连云港基地已有产能 3500 吨，西宁基地一期项目产能 1.2 万吨已投产，二期在建产能 1.4 万吨，预计于 2023 年上半年全面投产，二期项目投产后整体产能达到 2.95 万吨。本次项目规划实施后，到 2026 年，产能三年内翻倍，达到 5.95 万吨，均为 T700/T800 级以上碳纤维，新产能有望再造神鹰；

公司优势突出：1) 两大集团合资，产业协同明显——大股东为中国建材集团，为公司提供担保，融资成本优势突出，二股东为鹰游集团，为公司提供碳纤维生产设备，扩产速度较快。同时公司与鹰游集团、中建材关联交易额逐年提升，体现出公司与母集团较强的产业协同；2) 干喷湿纺工艺技术实力突出：干喷湿纺工艺经过改良后具有纺速快、出丝率高、加工性能优异等优点，是国内少数掌握大规模干喷湿纺工艺的企业，公司凭借稳定质量和批量供应能力，在碳碳复材、压力容器等领域领先对手；3) 规模效应明显，投产速度领先行业：规模效应之下，千吨线单位成本较百吨线单吨降低约三成，具有大规模生产能力的企业具有较高的成本优势。公司投产速度领先行业，表现出公司较强的生产组织能力；

下游需求旺盛，高端碳纤维国产替代加速：新能源下游应用（风、光、氢）占国内碳纤维需求的 40-50%，今明两年仍保持较快增长——**风电建设开始提速**，截至 2022 年 1-11 月份，我国风电累计并网 3.5 亿千瓦（+15.1%），招投标方面，截至 12 月 20 日，国内已定标风机设备 92.7GW，其中陆上风电 70.7Gw，海上风电 22.0GW；**光伏高增**，截至 2022 年 1-11 月我国光伏新增装机 65.71GW（+88.7%），2023 年有望保持较高增速；**氢能发展尚待时日**，2022 年受疫情和补贴影响，氢能发展并未达到预期，预计随着氢

投资评级

买入

维持评级

2023 年 01 月 03 日

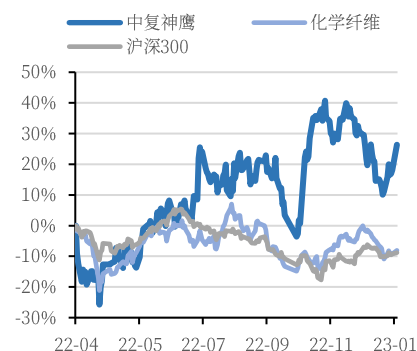
收盘价(元):

46.17

公司基本数据

总股本(百万股)	900.00
总市值(百万)	41,553.00
流通股本(百万股)	72.72
流通市值(百万)	3,357.37
12 月最高/最低价(元)	52.72/26.06
资产负债率(%)	34.31
每股净资产(元)	0.00
市盈率(TTM)	82.70
净资产收益率(%)	4.59

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

邮箱: dengke@avicsec.com

王勇杰

研究助理

SAC 执业证书: S06401220700026

邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

产能投放顺利，Q3 业绩超预期 —2022-10-17
2022 年中报点评：产销两旺，神鹰展翅 —
2022-08-19

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

能技术成熟将逐步好转。**航空航天坡长雪厚**,随着 2022 年 12 月 30 日 C919 由上海首飞落地西安,标志着国产大飞机向商业载客飞行迈出坚实一步,国产航空碳纤维需求加速,预计未来二十年国内民用航空碳纤维累计需求量将达到 10.7 万吨。上半年公司在新能源(风光氢)领域产品销售占比约 50% 左右,其中碳碳复材(光伏热场)领域市占率约 60%;氢能领域增速明显,市占率达 80%;航空航天领域占比约 10%,是国内少数从事民用航空预浸料研发的碳纤维企业;

投资建议: 公司是国内小丝束高端碳纤维龙头,连续不断地产能投放彰显公司产品较强的竞争力和对下游需求高景气的信心,大规模碳纤维生产有助于公司降低平均生产成本,形成规模效应,进一步提高公司竞争力。在不考虑本次产能规划的情况下,我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 21.6/30.8/43.8 亿元,实现归母净利润 6.1/9.1/12.5 亿元,对应 PE 68X/46X/33X,维持“买入”评级。

风险提示: 国产化替代进程不及预期,项目投产不及预期,下游需求不及预期,海外进出口政策变化,原材料价格波动。

盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	532	1,173	2,157	3,080	4,383
增速(%)	28.24%	120.44%	83.80%	42.79%	42.32%
归母净利润(百万元)	85	279	607	905	1,251
增速(%)	225.92%	227.01%	117.61%	49.28%	38.13%
每股收益(元)	0.09	0.31	0.67	1.01	1.39
市盈率(倍)	487.53	149.08	68.51	45.90	33.23

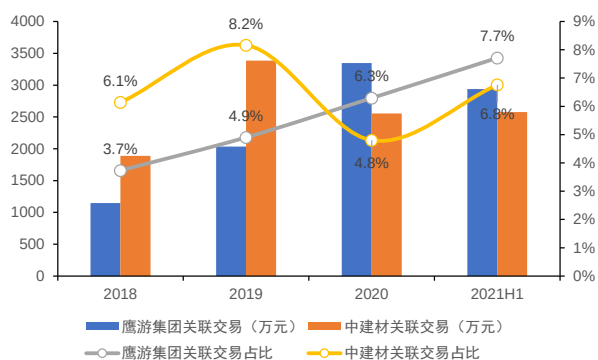
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图1 中复神鹰产能情况及未来投产进度

资金来源	项目名称	投资规模	达产或预定达产时间	产能规划	产品类型
自筹	中复神鹰连云港基地	-	IP0前产能	3500吨	T700/800级碳纤维
IP0	西宁年产万吨高性能碳纤维及配套原丝项目	20.6亿元	2022年5月投产	1.2万吨（一阶段6000吨，二阶段4000吨，满产后一阶段6000吨）	T700/800级碳纤维
IP0	航空航天高性能碳纤维及中复神鹰原丝试验线项目	2.3亿元	建设期21个月	年产200吨中高模碳纤维	中高模碳纤维
IP0	碳纤维航空应用研发及神鹰上海制造项目	3.6亿元	建设期24个月	一条100万平米/年航空预浸料中试线，一条200万平米/年高模预浸料生产线	预浸料
自筹	西宁二期1.4万吨高性能碳纤维及配套原丝项目	28亿元	2023年上半年达产	14000吨	T700/800级碳纤维
自筹	神鹰连云港年产3万吨高性能碳纤维项目	59.6亿元	2026年8月建成	30000吨	T700/800级以上碳纤维

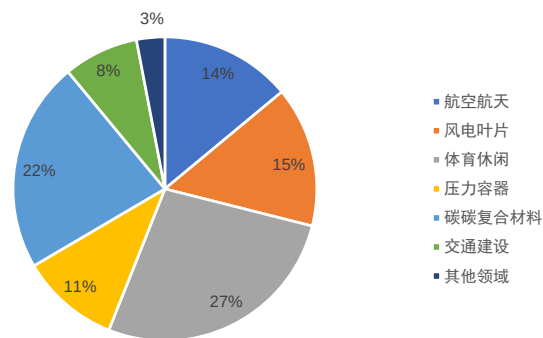
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图2 关联交易情况



资料来源：公司招股书，中航证券研究所

图3 2021H1 公司产品应用领域营收结构



资料来源：公司招股书，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	862.71	1279.92	2520.55	营业收入	415.10	532.31	1173.44	2156.78	3079.76	4383.11
应收票据及账款	62.46	53.47	18.88	32.50	44.89	60.88	营业成本	308.91	303.25	685.10	1155.38	1667.01	2451.87
预付账款	4.77	5.86	22.08	53.77	75.94	95.95	税金及附加	5.58	9.15	10.14	11.65	16.63	23.67
其他应收款	0.14	1.49	5.05	7.09	11.81	12.25	销售费用	5.50	2.95	3.97	6.47	8.62	10.96
存货	38.32	30.95	153.55	160.17	198.67	241.16	管理费用	61.03	64.89	118.27	161.76	227.90	319.97
其他流动资产	4.16	90.36	172.91	338.61	409.61	600.49	研发费用	11.22	17.18	59.12	133.72	194.02	276.14
流动资产总计	344.51	330.36	692.72	3037.21	3603.19	5113.63	财务费用	18.82	14.18	26.57	67.00	47.92	24.81
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
非流动资产合计	824.23	1821.59	3031.53	4158.17	4466.30	3896.01	其他收益	23.33	15.61	25.47	25.00	30.40	34.20
资产总计	1168.73	2151.95	3724.25	7195.37	8069.49	9009.64	营业利润	24.84	84.33	296.29	656.60	958.74	1321.09
短期借款	72.00	55.86	575.77	231.91	0.00	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	709.06	1113.47	1222.58	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	269.24	348.98	449.38	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	277.85	537.79	1238.90	1210.21	1462.46	1671.96	利润总额	26.15	85.23	295.14	639.10	954.04	1317.79
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	32.59	48.66	67.21
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	606.51	905.39	1250.58
非流动负债合计	219.52	657.56	1250.03	1270.99	1078.01	683.13	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	497.37	1195.35	2488.93	2481.20	2540.47	2355.09	归属母公司股东净利润	26.15	85.23	278.72	606.51	905.39	1250.58
股本	1014.99	800.00	800.00	900.00	900.00	900.00	EBITDA	99.92	149.29	411.63	1231.20	1739.13	2165.90
资本公积	243.85	50.69	50.69	2883.69	2883.69	2883.69	NOPLAT	45.56	98.33	304.91	684.09	952.56	1274.54
留存收益	-587.48	105.91	384.63	930.49	1745.34	2870.86	EPS(元)	0.03	0.09	0.31	0.67	1.01	1.39
归属母公司权益	671.36	956.59	1235.31	4714.17	5529.02	6654.55	主要财务比率						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	671.36	956.59	1235.31	4714.17	5529.02	6654.55	成长能力						
负债和股东权益合计	1168.73	2151.95	3724.25	7195.37	8069.49	9009.64	营收增长率	34.79%	28.24%	120.44%	83.80%	42.79%	42.32%
现金流量表							营业利润增长率	200.54%	239.46%	251.36%	121.61%	46.02%	37.79%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	3889.31%	121.08%	223.61%	119.48%	41.90%	34.00%
税后经营利润	26.15	85.23	278.72	591.33	873.79	1213.11	EBITDA增长率	90.71%	49.41%	175.72%	199.10%	41.25%	24.54%
折旧与摊销	54.96	49.88	89.92	525.10	737.16	823.30	归母净利润增长率	206.83%	225.92%	227.01%	117.61%	49.28%	38.13%
财务费用	18.82	14.18	26.57	67.00	47.92	24.81	经营现金流增长率	310.78%	288.92%	28.92%	327.66%	57.02%	0.59%
投资损失	0.63	0.11	-0.46	-5.00	-4.60	-5.70	盈利能力						
营运资金变动	-42.81	32.69	-96.27	95.50	335.38	-60.30	毛利率	25.58%	43.03%	41.62%	46.43%	45.87%	44.06%
其他经营现金流	2.25	51.24	2.33	12.50	30.30	36.60	净利率	6.30%	16.01%	23.75%	28.12%	29.40%	28.53%
经营性现金净流量	59.99	233.32	300.81	1286.42	2019.95	2031.81	营业利润率	5.98%	15.84%	25.25%	30.44%	31.13%	30.14%
资本支出	84.32	851.28	1161.29	1604.78	1011.30	206.20	ROE	3.90%	8.91%	22.56%	12.87%	16.38%	18.79%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.24%	3.96%	7.48%	8.43%	11.22%	13.88%
其他投资现金流	18.00	-65.14	-9.16	-1606.41	-14.40	-16.42	ROIC	7.18%	12.75%	20.58%	23.84%	21.51%	26.79%
投资性现金净流量	-66.32	-916.42	-1170.44	-3211.18	-1025.70	-222.62	估值倍数						
短期借款	-181.20	-16.14	519.91	-343.86	-231.91	-0.00	P/E	1588.96	487.53	149.08	68.51	45.90	33.23
长期借款	-39.98	372.64	589.77	5.73	-206.68	-418.68	P/S	100.10	78.06	35.41	19.27	13.49	9.48
普通股增加	400.00	-214.99	0.00	100.00	0.00	0.00	P/B	61.89	43.44	33.64	8.81	7.52	6.24
资本公积增加	0.00	-193.16	0.00	2833.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.22%	0.30%
其他筹资现金流	24.45	632.20	-98.55	-127.65	-138.46	-149.87	EV/EBIT	926.29	423.27	134.24	58.44	40.70	29.53
筹资性现金净流量	203.27	580.54	1011.13	2467.22	-577.05	-568.55	EV/EBITDA	416.85	281.85	104.92	33.52	23.45	18.30
现金流量净额	197.00	-102.54	141.55	542.46	417.21	1240.64	EV/NOPLAT	914.19	427.93	141.64	60.32	42.81	31.10

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效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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致。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