

中复神鹰 (688295.SH)

增持 (维持)

业绩符合预期, 扩产 3 万吨碳纤维产能再上新台阶

事件: 公司发布 2022 年年度业绩预告, 预计 2022 年实现归母净利润 5.7-6.2 亿元, 同比增长 104.51%-122.45%; 实现扣非归母净利润 5.29-5.79 亿元, 同比增长 105.41%-124.81%, 符合市场预期。

□ **碳纤维量价齐升, 全年业绩高速增长。**2022 年全年公司业绩高速增长, 主要受益于: 1) 高性能碳纤维市场需求旺盛, 价格同比大幅增长, 据百川盈孚数据, 2022 年华东市场国产 T700 碳纤维 (12K) 均价为 25.4 万元/吨, 同比提高 17.6%。2) 公司西宁一期项目顺利投产, 碳纤维产销量大幅提高, 西宁万吨项目规模效应逐渐显现, 生产成本进一步下降。3) 公司通过产品结构优化, 降本增效成效明显, 盈利能力得到进一步提升。

□ **下游需求旺盛, 高性能小丝束碳纤维格局更优。**报告期内, 航空航天、光伏、氢能、交通建设等应用领域对高性能碳纤维需求持续增长, 公司高性能碳纤维广泛应用于光伏、储氢气瓶等领域, 市占率分别约 60%、80%。据我们统计, 截至 2022 年底国内碳纤维名义产能约 9.9 万吨, 较 2021 年增长 3.55 万吨, 新增产能主要集中在吉林化纤、中复神鹰、新创碳谷、上海石化等公司。未来几年国内规划碳纤维项目较多, 但主要以 24K 以上大丝束碳纤维为主, T700 级及以上小丝束碳纤维规划产能相对较少, 主要集中在中复神鹰、光威复材、太钢钢科、中简科技、恒神股份等企业, 竞争格局较好。

□ **连云港基地拟扩产 3 万吨, 持续强化规模优势和成本优势。**2022 年四季度以来, 碳纤维价格维稳, 可能是由于行业新产能投放节奏趋缓, 且下游光伏、储氢气瓶等领域需求旺盛。公司在建西宁二期 1.4 万吨产能预计于 2023 年陆续建成投产, 此外公司计划投资 59.62 亿元在连云港基地新建年产 3 万吨高性能碳纤维项目, 该项目将利用连云港的核电、风电等低成本能源, 建设周期为 2023 年 4 月至 2026 年 8 月, 届时公司碳纤维产能将达 5.85 万吨, 有望向全球碳纤维龙头企业迈进。随着新增产能的陆续投产, 公司的规模优势和成本优势将进一步凸显, 同时公司积极拓展高附加值航空航天领域, 盈利能力有望保持较好水平。

□ **维持“增持”投资评级。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.9 亿、9.0 亿、12.8 亿元, EPS 分别为 0.66、1.00、1.42 元, 当前股价对应 PE 分别为 69.2、45.5、32.0 倍, 维持“增持”投资评级。

□ **风险提示: 新产能投产不及预期、碳纤维价格大幅下跌、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	2174	3369	4818
同比增长	28%	120%	85%	55%	43%
营业利润(百万元)	84	296	627	954	1354
同比增长	239%	251%	112%	52%	42%
归母净利润(百万元)	85	279	592	901	1279
同比增长	226%	227%	112%	52%	42%
每股收益(元)	0.09	0.31	0.66	1.00	1.42
PE	480.5	146.9	69.2	45.5	32.0
PB	42.8	33.1	22.4	16.1	11.5

资料来源: 公司数据、招商证券

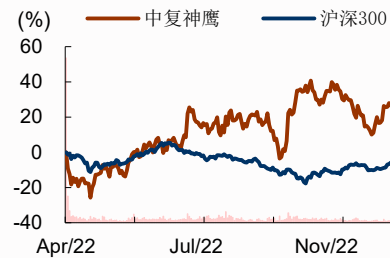
周期/化工
目标估值: NA
当前股价: 45.5 元

基础数据

总股本 (万股)	90000
已上市流通股 (万股)	7272
总市值 (亿元)	410
流通市值 (亿元)	33
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	2	15	55
相对表现	2	24	72



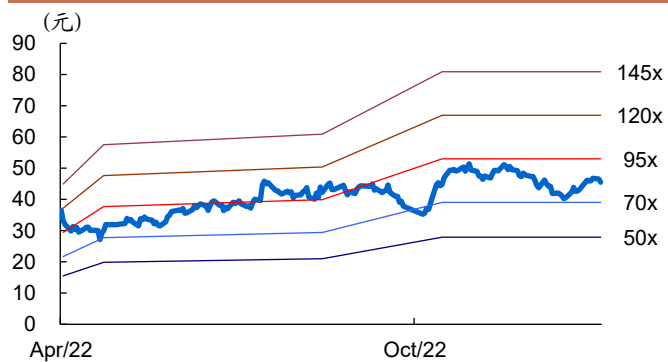
资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《中复神鹰 (688295) — 2022Q3 业绩超预期, 快速扩产强化规模和成本优势》2022-10-20
- 《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

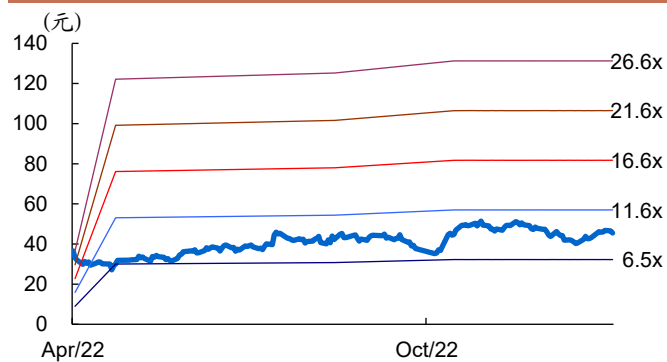
周锋 S1090515120001
 zhousheng3@cmschina.com.cn
 曹承安 S1090520080002
 caochengan@cmschina.com.cn
 连莹 研究助理
 lianying@cmschina.com.cn

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	845	1243	1729
现金	148	320	205	246	294
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	15	21
存货	31	154	240	377	547
其他	149	212	388	603	863
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	5370	7174	8982
流动负债	538	1239	2293	3374	4173
短期借款	56	576	1237	1746	1837
应付账款	314	539	888	1395	2021
预收账款	45	51	83	131	190
其他	123	73	85	103	125
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	3543	4624	5423
股本	800	800	800	800	800
资本公积金	51	51	51	51	51
留存收益	106	385	977	1700	2708
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	957	1235	1827	2550	3559
负债及权益合计	2152	3724	5370	7174	8982

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	233	301	958	1480	2022
净利润	85	279	592	901	1279
折旧摊销	50	90	152	241	325
财务费用	14	27	117	153	177
投资收益	(0)	(0)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	85	(95)	140	207	261
其它	0	0	(2)	19	20
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	543	178	(356)
借款变动	937	1035	660	509	91
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	(178)	(270)
其他	51	(24)	(117)	(153)	(177)
现金净增加额	(103)	141	(116)	41	49

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	532	1173	2174	3369	4818
营业成本	303	685	1128	1772	2569
营业税金及附加	9	10	12	18	26
营业费用	3	4	3	5	8
管理费用	65	118	167	259	370
研发费用	17	59	160	248	354
财务费用	14	27	117	153	177
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	627	954	1354
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	626	953	1353
所得税	0	16	34	52	75
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	85	279	592	901	1279

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	28%	120%	85%	55%	43%
营业利润	239%	251%	112%	52%	42%
归母净利润	226%	227%	112%	52%	42%
获利能力					
毛利率	43.0%	41.6%	48.1%	47.4%	46.7%
净利率	16.0%	23.8%	27.2%	26.7%	26.5%
ROE	10.5%	25.4%	38.7%	41.2%	41.9%
ROIC	8.1%	13.8%	20.1%	22.1%	24.5%
偿债能力					
资产负债率	55.5%	66.8%	66.0%	64.4%	60.4%
净负债比率	27.4%	43.9%	42.8%	39.1%	32.2%
流动比率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	8.8	7.4	5.7	5.7	5.6
应收账款周转率	113.0	1192.0	1197.0	1372.0	1328.0
应付账款周转率	1.4	1.6	1.6	1.6	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.09	0.31	0.66	1.00	1.42
每股经营净现金	0.26	0.33	1.06	1.64	2.25
每股净资产	1.06	1.37	2.03	2.83	3.95
每股股利	0.00	0.00	0.20	0.30	0.43
估值比率					
PE	480.5	146.9	69.2	45.5	32.0
PB	42.8	33.1	22.4	16.1	11.5
EV/EBITDA	276.0	98.2	44.4	29.5	21.4

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。

曹永安：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。