

中复神鹰 (688295.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，长期成长可期

业绩简评

2023年2月23日公司披露22年业绩快报，22年预计实现营收19.95亿元，同比增长70.0%；实现归母净利润6.05亿元，同比增长117.1%。其中，Q4实现营收5.4亿元，同比增长15.7%，环比下降8.0%；实现归母净利润1.8亿元，同比增长129.7%，环比下降10.9%。

经营分析

高性能碳纤维需求增长，西宁基地释放产能：22年公司重点布局的碳碳复材和压力容器领域受益下游需求高增长，全年国内光伏新增装机87.4GW，同比增长59.1%，预计全球新增230GW，同比增长35%，燃料电池系统累计装机506.9GW，同比增长191.7%，我们预计两个领域国内碳纤维需求有望从22年的1.0/0.4万吨增长至25年的1.9/0.8万吨，公司在上述领域国内市占率分别为60%和80%，在未来增量市场中有望维持先发优势。22年以来西宁基地产能进一步释放，我们预计公司全年销量0.9-1万吨，期间与重点客户如隆基绿能、弗吉亚、彼欧新能源等签署战略合作协议，配合23年上半年逐步投产的西宁二期，产能消化确定性增强。

23年初以来价格相对稳定，连云港3万吨项目进一步打开成长空间：根据百川盈孚，23年以来江苏T700-12K均价在22.6万元/吨，环比22Q4下降0.6万元，作为对比，江苏T300-50K价格环比下降1.2万元，高性能小丝束供给格局相对较优，根据我们统计，23年小丝束新增实际产能中，中复占比70%以上，自身的量价调节能力较强，而在成本端，西宁二期投产带来的固定成本摊薄和西宁较江苏基地0.9万元/吨的电力成本优势有望在23年为公司带来万元以上的降本空间，短期盈利稳定性强。在长期，公司在连云港新布局的3万吨高性能碳纤维项目将进一步打开成长空间，在能源配备、工艺提升和更高性能产品供应方面提供新的α。

盈利预测、估值与评级

我们认为23年下游需求确定性更强，公司在高性能小丝束领域先发优势有望持续，短期量增利稳，长期成长可期，预计22-24年归母净利润分别为6.1、9.0、12.0亿元，对应的EPS分别为0.68、1.00、1.34元，公司股票现价对应PE估值为64/43/32倍，维持“增持”评级。

风险提示

竞争格局恶化；需求增长不及预期；限售股解禁风险；研发进展不及预期。

基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：王明辉 (执业S1130521080003)

wangmh@gjzq.com.cn

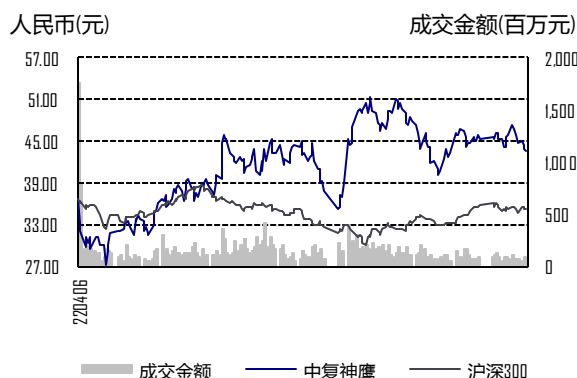
分析师：杨翼荣 (执业S1130520090002)

yangyiying@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：43.65元

相关报告：

1.《中复神鹰公司深度研究：小丝束一体化龙头，极具竞争优势》，2023.1.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	532	1,173	2,129	3,200	4,380
营业收入增长率	28.24%	120.44%	81.45%	50.29%	36.86%
归母净利润(百万元)	85	279	608	904	1,204
归母净利润增长率	225.92%	227.01%	118.32%	48.58%	33.15%
摊薄每股收益(元)	0.107	0.348	0.68	1.00	1.34
每股经营性现金流净额	0.29	0.38	1.17	1.62	2.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.91%	22.56%	13.90%	18.38%	21.34%
P/E	0.00	0.00	63.85	42.97	32.27
P/B	0.00	0.00	8.88	7.90	6.89

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	415	532	1,173	2,129	3,200	4,380
增长率		28.2%	120.4%	81.4%	50.3%	36.9%
主营业务成本	-309	-303	-685	-1,090	-1,685	-2,323
%销售收入	74.4%	57.0%	58.4%	51.2%	52.7%	53.0%
毛利	106	229	488	1,039	1,515	2,056
%销售收入	25.6%	43.0%	41.6%	48.8%	47.3%	47.0%
营业税金及附加	-6	-9	-10	-15	-22	-31
%销售收入	1.3%	1.7%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-5	-3	-4	-4	-5	-7
%销售收入	1.3%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-61	-65	-118	-149	-208	-285
%销售收入	14.7%	12.2%	10.1%	7.0%	6.5%	6.5%
研发费用	-11	-17	-59	-160	-208	-285
%销售收入	2.7%	3.2%	5.0%	7.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	23	135	297	711	1,071	1,450
%销售收入	5.5%	25.3%	25.3%	33.4%	33.5%	33.1%
财务费用	-19	-14	-27	-31	-26	-51
%销售收入	4.5%	2.7%	2.3%	1.5%	0.8%	1.2%
资产减值损失	0	-52	0	-4	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	10	0	0
%税前利润			0.2%	1.4%	0.0%	0.0%
营业利润	25	84	296	716	1,064	1,416
营业利润率	6.0%	15.8%	25.2%	33.6%	33.2%	32.3%
营业外收支	1	1	-1	0	0	0
税前利润	26	85	295	716	1,064	1,416
利润率	6.3%	16.0%	25.2%	33.6%	33.2%	32.3%
所得税	0	0	-16	-107	-160	-212
所得税率	0.0%	0.0%	5.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	26	85	279	608	904	1,204
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	26	85	279	608	904	1,204
净利率	6.3%	16.0%	23.8%	28.6%	28.3%	27.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	26	85	279	608	904	1,204
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	55	102	90	163	204	263
非经营收益	22	13	28	46	52	61
营运资金变动	-43	33	-96	236	296	318
经营活动现金净流	60	233	301	1,053	1,457	1,846
资本开支	-67	-916	-1,164	-972	-3,044	-1,473
投资	0	0	0	0	0	0
其他	1	0	-7	10	0	0
投资活动现金净流	-66	-916	-1,170	-962	-3,044	-1,473
股权募资	400	200	0	2,777	0	0
债权募资	-225	377	1,057	-768	297	329
其他	28	3	-46	-300	-414	-543
筹资活动现金净流	203	581	1,011	1,709	-117	-214
现金净流量	197	-103	142	1,801	-1,704	159

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	235	148	320	2,121	417	576
应收款项	63	55	24	52	80	110
存货	38	31	154	181	281	387
其他流动资产	9	96	195	52	64	76
流动资产	345	330	693	2,406	841	1,150
%总资产	29.5%	15.4%	18.6%	38.5%	11.2%	12.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	687	1,677	2,696	3,626	6,446	7,640
%总资产	58.7%	77.9%	72.4%	58.0%	85.7%	84.4%
无形资产	136	130	207	219	239	258
非流动资产	824	1,822	3,032	3,844	6,685	7,898
%总资产	70.5%	84.6%	81.4%	61.5%	88.8%	87.3%
资产总计	1,169	2,152	3,724	6,251	7,526	9,047
短期借款	104	120	577	0	297	626
应付款项	114	330	557	659	1,018	1,403
其他流动负债	61	87	105	156	233	317
流动负债	278	538	1,239	814	1,548	2,347
长期贷款	97	469	1,059	1,059	1,059	1,059
其他长期负债	123	188	191	0	0	0
负债	497	1,195	2,489	1,873	2,607	3,405
普通股股东权益	671	957	1,235	4,377	4,920	5,642
其中：股本	1,015	800	800	900	900	900
未分配利润	-587	92	348	714	1,256	1,978
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,169	2,152	3,724	6,251	7,526	9,047

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.107	0.348	0.676	1.005	1.338	1.338
每股净资产	1.196	1.544	4.863	5.466	6.269	6.269
每股经营现金净流	0.292	0.376	1.170	1.619	2.051	2.051
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.270	0.402	0.535
回报率						
净资产收益率	3.90%	8.91%	22.56%	13.90%	18.38%	21.34%
总资产收益率	2.24%	3.96%	7.48%	9.74%	12.01%	13.31%
投入资本收益率	2.62%	8.73%	9.76%	11.12%	14.51%	16.82%
增长率						
主营业务收入增长率	34.79%	28.24%	120.44%	81.45%	50.29%	36.86%
EBIT 增长率		490.01%	120.06%	139.68%	50.61%	35.29%
净利润增长率	-206.83%	225.92%	227.01%	118.32%	48.58%	33.15%
总资产增长率	23.64%	84.13%	73.06%	67.83%	20.41%	20.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.8	2.4	0.1	2.5	2.6	2.7
存货周转天数	51.8	41.7	49.1	62.0	62.0	62.0
应付账款周转天数	89.4	247.9	223.1	210.0	210.0	210.0
固定资产周转天数	521.7	379.6	662.4	403.2	351.5	304.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.13%	46.10%	106.50%	-24.26%	19.07%	19.64%
EBIT 利息保障倍数	1.2	9.5	11.2	22.9	41.5	28.3
资产负债率	42.56%	55.55%	66.83%	29.97%	34.63%	37.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-01-17	增持	45.53	50.23~50.23

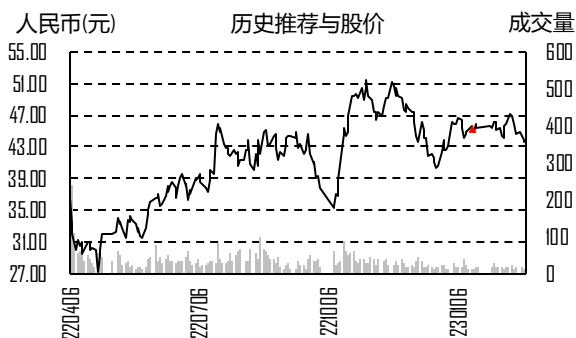
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402