

2023 年 03 月 27 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

小丝束碳纤维龙头，拓展风光储+航空航天领域 提升盈利能力

—中复神鹰（688295.SH）公司动态研究报告 买入(首次) 投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002

huangjw@cfsc.com.cn

联系人：华潇 S1050122110013

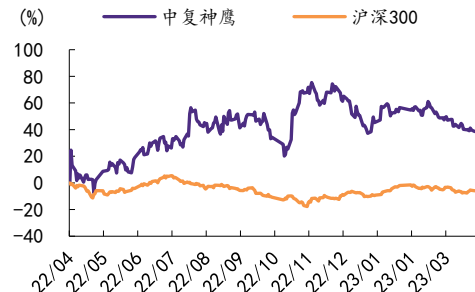
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-03-27

当前股价（元）	40.54
总市值（亿元）	365
总股本（百万股）	900
流通股本（百万股）	73
52 周价格范围（元）	27.14-51.43
日均成交额（百万元）	132.95

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 小丝束碳纤维龙头，近三年业绩高增

公司于 2006 年成立，2022 年 4 月上市科创板，作为实控人中国建材集团旗下新材料板块的重要一员，自成立以来便在集团支持下专注于高性能碳纤维的研发生产。目前，公司已发展为国内小丝束碳纤维龙头，生产覆盖从原丝到复材的全产业链环节，产品覆盖航空航天、风电叶片、体育休闲、压力容器、碳/碳复材、交通建设等多个下游应用领域。公司产能及产销量水平居国内前列：1) 产能方面：截至 2022 年底，公司碳纤维产能 1.45 万吨/年，仅次于吉林化纤集团居国内第二；据公司投产规划，2023 年可达 2.85 万吨/年，2026 年可达 5.85 万吨/年；2) 产销量方面：2022 年，公司碳纤维产量 1.06 万吨，同比增 68%；国内销量 9374 吨，同比增 53%，市占率约 20.8%。其中公司 T700 级及以上产品系列在国内市场已连续几年保持市占率 50%以上，在国产高性能碳纤维领域占据绝对领导地位。

受益于近三年国内碳纤维市场的旺盛需求，以及公司产能和销售规模的稳步扩张，其业绩高速增长：2020/2021/2022 年公司营收 5.32/11.73/19.95 亿元，同比增速 28%/120%/70%；归母净利润 0.85/2.79/6.05 亿元，同比增速 226%/227%/117%。在国内碳纤维供不应求、碳纤维均价整体维持较高水平背景下，公司盈利能力亦持续优化：2020/2021/2022 年公司毛利率 43.03%/41.62%/48.13%，净利率 16.01%/23.75%/30.33%。随国内碳纤维下游需求持续增加以及公司新建产能投放后进一步放大规模效应，公司营收和盈利能力仍有提升空间，在国内碳纤维行业高速成长期，公司龙头地位有望持续巩固。

■ 率先突破干喷湿纺先进工艺，成本控制与盈利能力领先

公司在国内率先突破原丝制备的干喷湿纺工艺，技术领先、产品性能优异。干喷湿纺相比湿法工艺具有碳纤维表面缺陷少、拉伸性能和复合材料加工工艺性能优异、纺丝速度快等优点，长期以来是我国原丝生产“卡脖子”技术难题。公司于 2013 年在国内率先实现千吨级 SYT49（T700 级）干喷湿纺关键技术突破，于 2015 年经中国纺织工业联合会组织技术鉴定，在国内率先建成了基于干喷湿纺工艺的碳纤维生产线，产品性能与国际同类产品相当。目前公司所有产线均生产干喷湿纺碳纤产品，产品品质与国际同类产品媲美，在国内亦具备较强竞争力。

多重优势助力公司降低成本。1) **规模效应进一步释放。**公司产能将持续扩张，进一步摊薄较高的固定成本投入。西宁二期 1.4 万吨项目预计 2023 年初各生产线陆续建成并投产，连云港 3 万吨项目将于 2023 年 4 月-2026 年 8 月进行建设。若投产进度顺利，公司产能 2023 年可达 2.85 万吨/年，2026 年可达 5.85 万吨/年。2) **原丝、设备自产。**目前公司自产原丝全部用于匹配自有碳丝产能，且全线国产化率超 80%，聚合装置、纺丝生产线主体设备均已实现国产化和自主化，仅碳化线存在少量设备外采。相比近年大量通过自购原丝和设备进行碳丝生产的行业新进入者，公司可避免外购原丝和设备的高昂成本。3) **推进技改智能化。**近年公司亦发力降低能耗、改进生产工艺和推进智能化数字化升级以压缩成本，如新建项目神鹰西宁 4 米宽幅碳化线较原先连云港本部 2 米碳化线，电单耗下降达 10%-15%。截至 2022 年 9 月，公司合格品率达 97%以上，原丝生产的丙烯腈单耗约为 1.05，低于行业平均 1.2 水平，已逐渐靠近理论值。

在降本基础上，公司积极调整产品结构，扩大高毛利产品占比，提升盈利能力。1) **持续深耕新能源领域。**双碳背景下，以氢能、光伏、风电为代表的新能源产品已成为碳纤维下游需求的强劲增长极。公司持续深耕新能源领域，2022H1 新能源领域产品销售占比达 50%左右，同比有所提升。其中，光伏领域，公司 2022 年年报披露，已与行业巨头隆基股份达成签署战略合作协议，预计 2023 年公司光伏领域产品将充分受益下游景气度改善；储氢领域，公司高性能小丝束碳纤维在具备竞争优势且近年已重点布局，2022H1 公司压力容器收入占比达 30%（2021H1 仅 10%左右），未来储氢业务值得期待。2) **加速布局航空航天领域。**航空航天领域竞争格局优、产品附加值和毛利高。公司积极开拓航空航天领域业务，其 IPO 募投项目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 月底联动试车，上海碳纤维航空应用研发及制造项目（300 万 m²/年航空级预浸料生产线）预计 2023 年 9 月建成并投产，且目前 T800 级碳纤维已获商飞 PCD 预批准，航空预浸料应用验证进展顺利。2019A/2020A/2021H1 公司航空航天领域销售额占比 5.12%/8.11%/13.98%，2022H1 仍在 10%以上，随公司持续发力，航空航天产品占比将进一步增加，助力公司盈利能力持续提升。3) **提前布局汽车轨交等新兴领域。**国内碳纤维生产技术的进步有望驱动碳纤维价格下行，从而扩大其在汽车轨交等新兴领域渗透率。公司与法国彼欧、法国佛吉亚等著名汽车零部件企业签署战略合作协议，积极推动潜在行业客户的战略储备，有能力把握未来增量爆发点的关键市场。

■ 碳纤维行业需求前景广阔，国产替代趋势下公司望充分受益

碳纤维行业景气持续提升，新能源和航空航天需求增长强

劲。1) 新能源领域，我国风电、光伏、储氢等新能源产业仍处快速成长期，碳纤维作为其中不可或缺的关键材料，需求量有望持续提升。其中，风电市场近两年表现低迷，但《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》预计 2023 年风电新增装机将达 6500 万千瓦，较 2022 年（3763 万千瓦）增幅达 73%，我们判断风电用碳纤维需求或已筑底，有望随下游风电装机回暖而恢复增长。光伏市场，随硅料供给紧张态势趋缓，硅料价格下降确定性强（截至 2023 年 3 月 22 日，国内单晶复投料/致密料成交均价 21.82/21.62 万元/吨，二者较 2022 年高点降约 30%），碳/碳复材需求景气度具备较大恢复弹性。储氢市场，2022 年国内压力容器碳纤维需求量仅占全球四成，国内市场仍具备较大爆发潜力。 **2) 航空航天领域**，随着我国 C919 为代表的国产大飞机事业持续推进，叠加疫情防控优化后航空业迎来复苏拐点，商飞制造碳纤维需求弹性可观。综合以上考虑，我们测算得 2025 年我国碳纤维市场规模可达 200 亿元以上，2022-2025 年 CAGR 超 20%。

碳纤维产业战略地位提升，国产替代进程中公司望充分受益。受疫情影响及日美等国在高端产品领域的潜在断供风险，我国对包括碳纤维在内的战略性新兴产业“自主可控”的诉求日益强烈，随近年主要企业纷纷扩产和众多企业跨界介入行业，产业国产替代进程有望加速。公司作为国内较早进行碳纤维研发生产的“国家队”企业，向来承担引领我国碳纤维国产化和产业化发展的重要责任，多年来市场口碑良好且竞争优势显著。未来在中建材集团支持以及公司自身持续研发创新推动下，公司有望率先实现更多关键性技术突破，引领本土碳纤维产业的进一步变革，在国产替代进程中加速提升市场份额，巩固其领先地位。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 36.33、45.77、57.03 亿元，EPS 分别为 1.18、1.45、1.81 元，当前股价对应 PE 分别为 34.4、28.0、22.4 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 行业竞争格局恶化风险；2) 公司新建项目进展不及预期；3) 下游新能源领域需求不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,995	3,633	4,577	5,703
增长率（%）	70.0%	82.1%	26.0%	24.6%
归母净利润（百万元）	605	1,061	1,301	1,630
增长率（%）	117.1%	75.4%	22.5%	25.3%
摊薄每股收益（元）	0.67	1.18	1.45	1.81
ROE（%）	13.1%	19.1%	19.3%	19.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	807	792	711	1,014
应收款	20	36	45	56
存货	298	540	693	863
其他流动资产	1,686	1,844	1,935	2,044
流动资产合计	2,810	3,212	3,384	3,977
非流动资产:				
金融类资产	1,493	1,493	1,493	1,493
固定资产	2,676	4,709	5,674	7,265
在建工程	1,327	922	1,756	1,932
无形资产	185	239	293	305
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	249	249	249	249
非流动资产合计	4,437	6,119	7,972	9,751
资产总计	7,247	9,331	11,356	13,728
流动负债:				
短期借款	253	653	1,053	1,453
应付账款、票据	881	1,599	2,052	2,556
其他流动负债	138	138	138	138
流动负债合计	1,295	2,431	3,295	4,212
非流动负债:				
长期借款	999	999	999	999
其他非流动负债	336	336	336	336
非流动负债合计	1,335	1,335	1,335	1,335
负债合计	2,630	3,766	4,630	5,547
所有者权益				
股本	900	900	900	900
股东权益	4,617	5,565	6,726	8,181
负债和所有者权益	7,247	9,331	11,356	13,728

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	605	1061	1301	1630
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	164	95	165	199
公允价值变动	7	0	0	0
营运资金变动	59	319	210	227
经营活动现金净流量	835	1476	1676	2056
投资活动现金净流量	-2701	-1628	-1799	-1767
筹资活动现金净流量	1851	286	261	225
现金流量净额	-15	134	137	514

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,995	3,633	4,577	5,703
营业成本	1,035	1,858	2,385	2,971
营业税金及附加	10	19	24	30
销售费用	7	12	16	19
管理费用	157	218	275	342
财务费用	21	76	91	105
研发费用	155	291	366	456
费用合计	339	597	747	923
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	7	0	0	0
投资收益	21	0	0	0
营业利润	676	1,159	1,421	1,780
加: 营业外收入	1	0	0	0
减: 营业外支出	16	0	0	0
利润总额	661	1,159	1,421	1,780
所得税费用	56	98	120	150
净利润	605	1,061	1,301	1,630
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	605	1,061	1,301	1,630

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	70.0%	82.1%	26.0%	24.6%
归母净利润增长率	117.1%	75.4%	22.5%	25.3%
盈利能力				
毛利率	48.1%	48.9%	47.9%	47.9%
四项费用/营收	17.0%	16.4%	16.3%	16.2%
净利率	30.3%	29.2%	28.4%	28.6%
ROE	13.1%	19.1%	19.3%	19.9%
偿债能力				
资产负债率	36.3%	40.4%	40.8%	40.4%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	101.2	101.2	101.2	101.2
存货周转率	3.5	3.5	3.5	3.5
每股数据(元/股)				
EPS	0.67	1.18	1.45	1.81
P/E	60.3	34.4	28.0	22.4
P/S	18.3	10.0	8.0	6.4
P/B	7.9	6.6	5.4	4.5

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。