

中复神鹰（688295）

吨净利超预期，看好长期成长性

产能持续释放，均价波动较小

22Q1-3 实现营收 14.52 亿元，同比+106.12%，实现归母净利润 4.24 亿元，同比+112.09%，扣非净利润 4.04 亿元，同比+126.81%，单季来看，22Q3 单季实现营收 5.89 亿元，同比+82.25%，实现归母净利润 2.04 亿元，同比+157.98%。公司上半年销量约 3900 吨，均价约 22 万/吨，预计单 Q3 销量约为 2600-3000 吨，均价较 Q2 环比略有下降，产量释放且价格波动较小系 Q3 维持高增的主要原因。

规模效应展现，吨成本下降明显

22 年前 3 季度公司毛利率 47.98%，同比+4.02 pct，单 Q3 毛利率 51.69%，环比 +6.87pct，22 年前 3 季度销售/管理/研发/财务费用率 0.16%/7.68%/7.35%/1.02%，同比变动-0.13/-2.22/+2.49/-1.00pct，我们认为西宁一期项目顺利达产呈现规模效应，系费用率降低的主要原因。测算 Q3 单吨营业成本环比下降约 14%-18%，主要由于西宁基地 1 期项目实现了单线 3000 吨碳化生产线运行，单线宽幅增大致规模效益更凸显，叠加电价较低，成本端具备更好的优化作用，22 年 Q3 丙烯腈价格环比 Q2 下降 0.2 万/吨，对于吨净利提升亦有所贡献。

下游高景气领域占比较高，战略协议保障长期发展

22H1 公司收入在氢能占比约 30%，风光领域占比 20%，航空航天领域占比 10%以上。Q3 公司与彼欧新能源、隆基绿能等新能源企业签订战略合作协议，西宁二期产能或将提前预定。氢气瓶方面，公司碳纤维产品已完成了三型瓶的型式认证和四型瓶的内部测试，在国内压力容器领域的市场占有率高达约 80%；航空航天领域，T800 级碳纤维已获中国商飞 PCD 预批准，上海基地（生产航空预浸料）预计 23 年 9 月建成投产，预浸料应用验证及建设进展顺利。

吨净利超预期，持续看好公司成长性

截至 22 年 6 月末，公司产能为 1.45 万吨/年，22Q3 产能或并未完全释放，预计 Q4 销量仍将进一步提升。短期来看，由于 T700 级纤维价格略有下降，我们预计 Q4 营收净利将环比略有波动。长期来看，下游碳纤维/氢气瓶等领域持续高景气，供给端 T700 级碳纤维扩产较少，供需格局较好；公司产能扩张带动业绩持续释放，预浸料业务进展顺利后续或带来新增量，看好公司长期成长性，由于吨净利超预期，我们调高公司 22-24 年净利润至 6.03/9.04/14.1 亿元（前值 5.45/8.37/12.13 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：碳纤维产能释放不及预期，国产替代不及预期，下游需求不及预期，行业产能扩张超预期，短期内股价波动风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	532.31	1,173.44	2,087.79	3,550.31	4,840.13
增长率(%)	28.24	120.44	77.92	70.05	36.33
EBITDA(百万元)	254.52	443.49	892.84	1,349.10	1,982.65
净利润(百万元)	85.23	278.72	602.84	904.00	1,411.80
增长率(%)	225.92	227.01	116.29	49.96	56.17
EPS(元/股)	0.09	0.31	0.67	1.00	1.57
市盈率(P/E)	472.96	144.63	66.87	44.59	28.55
市净率(P/B)	42.14	32.63	8.73	7.30	5.81
市销率(P/S)	75.73	34.35	19.31	11.35	8.33
EV/EBITDA	0.00	0.00	44.94	29.79	20.02

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学纤维
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	44.38 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	900.00
流通 A 股股本(百万股)	72.72
A 股总市值(百万元)	39,942.00
流通 A 股市值(百万元)	3,227.20
每股净资产(元)	4.93
资产负债率(%)	34.31
一年内最高/最低(元)	47.39/26.06

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

朱晓辰 联系人
zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



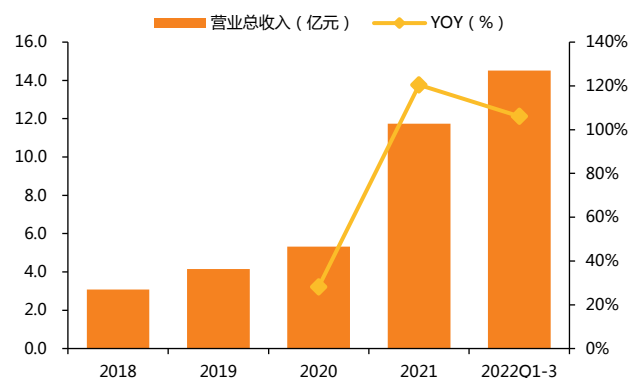
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中复神鹰-半年报点评:产线&产品认证进展顺利，需求高景气致涨价持续》 2022-08-19
- 2 《中复神鹰-首次覆盖报告:需求高景气，小丝束领导者扩张产能精准卡位》 2022-05-29

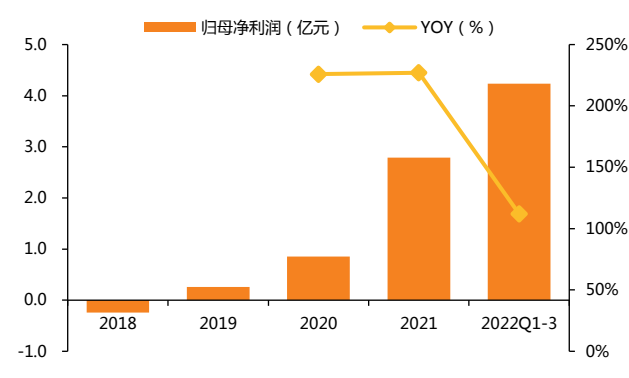
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018-2022Q3 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018-2022Q3 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300699.SZ	光威复材	404.62	78.06	1.46	1.90	2.40	2.92	53.35	41.18	32.52	26.74
300777.SZ	中简科技	221.63	50.42	0.46	1.07	1.54	1.93	110.12	47.21	32.77	26.10
836077.BJ	吉林碳谷	145.97	45.81	0.99	2.26	3.22	4.23	46.37	20.23	14.24	10.82
平均								69.95	36.21	26.51	21.22
688295.SH	中复神鹰	399.42	44.38	0.31	0.67	1.00	1.57	143.30	66.26	44.18	28.29

注：数据截至 20221020 收盘，除中复神鹰 22-24 年为天风预测外，其余公司 22-24 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	148.22	320.25	2,696.29	1,000.51	1,483.13
应收票据及应收账款	0.26	1.71	172.28	222.20	584.49
预付账款	5.86	22.08	22.46	58.95	44.46
存货	30.95	153.55	180.16	485.25	430.39
其他	145.06	195.14	226.29	263.69	282.46
流动资产合计	330.36	692.72	3,297.48	2,030.62	2,824.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	553.64	2,129.53	3,434.02	4,947.57	5,648.34
在建工程	1,123.06	566.27	1,152.17	616.34	0.00
无形资产	130.44	189.53	183.21	176.89	170.57
其他	14.45	146.19	171.85	188.59	196.16
非流动资产合计	1,821.59	3,031.53	4,941.25	5,929.39	6,015.06
资产总计	2,151.95	3,724.25	8,238.72	7,960.00	8,840.00
短期借款	55.86	575.77	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	314.02	539.13	578.19	1,020.50	446.68
其他	122.59	73.37	176.00	135.43	161.70
流动负债合计	492.47	1,188.28	754.18	1,155.93	608.38
长期借款	469.19	1,058.96	2,677.08	1,066.00	1,066.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	188.37	191.08	190.00	216.62	232.36
非流动负债合计	657.56	1,250.03	2,867.08	1,282.62	1,298.36
负债合计	1,195.35	2,488.93	3,621.27	2,438.55	1,906.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	800.00	800.00	900.00	900.00	900.00
资本公积	50.69	50.69	2,729.99	2,729.99	2,729.99
留存收益	105.91	384.63	987.47	1,891.47	3,303.27
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	956.59	1,235.31	4,617.46	5,521.46	6,933.26
负债和股东权益总计	2,151.95	3,724.25	8,238.72	7,960.00	8,840.00

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	85.23	278.72	602.84	904.00	1,411.80
折旧摊销	49.88	89.92	229.12	341.78	409.01
财务费用	13.56	27.44	29.19	35.32	39.12
投资损失	(0.00)	(0.46)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	8.84	(241.92)	(164.40)	(17.29)	(851.08)
其它	75.82	147.12	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	233.32	300.81	696.75	1,263.82	1,008.85
资本支出	969.27	1,162.57	2,114.26	1,286.56	471.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,885.69)	(2,333.02)	(4,227.44)	(2,599.74)	(958.48)
投资活动现金流	(916.42)	(1,170.44)	(2,113.18)	(1,313.18)	(487.11)
债权融资	374.77	1,020.11	1,013.16	(1,646.41)	(39.12)
股权融资	(408.15)	0.00	2,779.30	0.00	0.00
其他	613.92	(8.98)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	580.54	1,011.13	3,792.46	(1,646.41)	(39.12)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(102.56)	141.50	2,376.03	(1,695.77)	482.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	532.31	1,173.44	2,087.79	3,550.31	4,840.13
营业成本	303.25	685.10	1,092.12	1,996.24	2,535.63
营业税金及附加	9.15	10.14	12.53	21.30	29.04
营业费用	2.95	3.97	4.18	7.10	9.68
管理费用	64.89	118.27	152.41	252.07	338.81
研发费用	17.18	59.12	162.85	266.27	353.33
财务费用	14.18	26.57	29.19	35.32	39.12
资产减值损失	(52.06)	0.05	0.05	0.05	0.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.11)	0.46	0.00	0.00	0.00
其他	88.54	(26.54)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	84.33	296.29	634.57	972.04	1,534.57
营业外收入	1.94	0.70	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.03	1.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	85.23	295.14	634.57	972.04	1,534.57
所得税	0.00	16.42	31.73	68.04	122.77
净利润	85.23	278.72	602.84	904.00	1,411.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	85.23	278.72	602.84	904.00	1,411.80
每股收益（元）	0.09	0.31	0.67	1.00	1.57

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	28.24%	120.44%	77.92%	70.05%	36.33%
营业利润	239.46%	251.36%	114.17%	53.18%	57.87%
归属于母公司净利润	225.92%	227.01%	116.29%	49.96%	56.17%
获利能力					
毛利率	43.03%	41.62%	47.69%	43.77%	47.61%
净利率	16.01%	23.75%	28.87%	25.46%	29.17%
ROE	8.91%	22.56%	13.06%	16.37%	20.36%
ROIC	15.51%	22.04%	26.22%	21.16%	26.81%
偿债能力					
资产负债率	55.55%	66.83%	43.95%	30.63%	21.57%
净负债率	46.10%	106.50%	-0.39%	1.21%	-6.00%
流动比率	0.61	0.56	4.37	1.76	4.64
速动比率	0.56	0.44	4.13	1.34	3.94
营运能力					
应收账款周转率	112.85	1,192.06	24.00	18.00	12.00
存货周转率	15.37	12.72	12.51	10.67	10.57
总资产周转率	0.32	0.40	0.35	0.44	0.58
每股指标（元）					
每股收益	0.09	0.31	0.67	1.00	1.57
每股经营现金流	0.26	0.33	0.77	1.40	1.12
每股净资产	1.06	1.37	5.13	6.13	7.70
估值比率					
市盈率	472.96	144.63	66.87	44.59	28.55
市净率	42.14	32.63	8.73	7.30	5.81
EV/EBITDA	0.00	0.00	44.94	29.79	20.02
EV/EBIT	0.00	0.00	60.45	39.90	25.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com