



买入 (维持)

所属行业: 化工/化学纤维
当前价格(元): 39.10

证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

研究助理

王逸枫

邮箱: wangyf6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.77	-10.46	-13.76
相对涨幅(%)	-2.17	-8.04	-8.53

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《中复神鹰(688295.SH): 领跑高端产品不惧市场竞争, 龙头竞争优势稳固》, 2023.3.22
- 《中复神鹰(688295.SH): 业绩快报符合预期, 产能扩张助力展翅高飞》, 2023.2.24
- 《中复神鹰(688295.SH): 业绩符合预期, 23年待神鹰再展翅高飞》, 2023.1.9
- 《中复神鹰(688295.SH): 龙头产能持续扩张, 成长性有望持续兑现》, 2023.1.3
- 《中复神鹰(688295.SH): Q3业绩重回高增, 产能扩张驱动高成长性》, 2022.10.28

中复神鹰(688295.SH): 深耕高性能具备韧性, 扩产有望驱动产销高增

投资要点

事件: 2023年4月25日公司发布2023年第一季度报告, 公司2023年一季度实现营业收入5.68亿元, 同比+23.68%, 归母净利润1.31亿元, 同比+11.28%, 扣非归母净利润1.18亿元, 同比+1.28%, 加权平均ROE约2.80%, 同比下降6.30个pct。

- **Q1受市场影响业绩阶段性承压。**22H2新增产能集中释放压力尚未完全消解, 23Q1仍有新增产能落地叠加下游需求修复较弱, 行业库存未能得到有效消化。根据百川盈孚, 截至2023年3月31日, 国内碳纤维工厂库存约2430吨, 较22年底的1845吨上升约31.7%。库存积压或拖累价格表现, 23Q1国内市场碳纤维均价约145元/千克, 同比-22.3%, 环比22Q4下降7.9%, 环比均延续下降趋势。我们认为, 公司亦受到行业整体景气度下行影响, 导致公司23Q1业绩增速放缓、盈利能力阶段性下降。23Q1公司营收5.68亿元, 同比+23.68%, 收入增速较22年显著放缓, 但较22Q4提升7.96个百分点, 我们认为或与西宁2期部分新增产能拉动公司销量有关。利润率方面, 公司23Q1毛利率约40.85%, 同比下降5.15个百分点, 环比22Q4下降7.66个百分点, 归母净利率23.06%, 同比下降2.57个百分点, 环比22Q4下降10.37个百分点。我们认为, 公司毛利率环比下降幅度较大, 除了碳纤维均价下探以外, 或与西宁2期部分产能投放但成本尚未完全摊薄有关。由于政府补助结转及购买结构性存款投资理财收益增加, 23Q1公司非经常性损益约1351.56万元。

- **深耕高性能领域, 景气下行周期韧性或强于行业。**公司T700级及以上产品在国内市占率超50%, 深耕高性能碳纤维的差异化竞争战略使得公司不惧市场短期扰动, 在市场下行周期仍然具有一定韧性。根据百川盈孚, 23Q1国产T700(12K)华东市场碳纤维均价约219元/千克, 同比下降15.9%, 而T300(12K)/T300(24/25K)/T300(48/50K)华东市场碳纤维均价约125/124/112元/千克, 同比-34.2%/-19.1%/-21.8%, 高性能小丝束碳纤维价格降幅明显优于民用级碳纤维。我们认为, 当前市场竞争主要集中于T300等产品, 公司深耕高性能碳纤维, 盈利能力有望持续优于行业。

- **产能扩张凸显央企优势, 西宁2期今年有望贡献增量。**当前公司产能扩张拉动销量增长是公司维持高成长性的主要驱动, 而公司作为央企执行力优势明显, 产能扩张速度加快。公司产能持续保持行业领先, 已建成1.45万吨理论产能, 含连云港基地3500吨/年和22年5月投产的西宁1期11000吨/年。2023年西宁2期14000吨/年高性能碳纤维项目和神鹰上海碳纤维航空预浸料项目有望建成投产, 并有望驱动23年产销高增。而连云港年产3万吨高性能碳纤维已于23年4月开工, 我们认为最早有望在24年建成并投产部分产能。我们认为, 产能的扩张有利于公司提高产销量的同时带动成本持续下探, 支撑公司长期高质量发展, 持续巩固碳纤维龙头竞争优势。

投资建议: 我们认为, 23Q1短期业绩降速、盈利能力下探不改公司23年及中长期成长逻辑, 当前T300级碳纤维市场竞争激烈, 而公司深耕高性能领域, 量价有望保持韧性, 23年新增产能释放下业绩具备充足弹性。我们维持此前盈利预测, 预计公司2023-2025年归母净利润为9.97、14.26和21.40亿元, 对应EPS分别为1.11、1.58和2.38元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业产能扩张超预期带来的碳纤维产能过剩及降价风险; 原材料价格上涨超预期; 募投项目及新增项目建设进度不及预期的风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	900.00		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	125.74	营业收入(百万元)	1,173	1,995	3,405	4,695	6,701
52 周内股价区间(元):	27.14-51.43	(+/-)YOY(%)	120.4%	70.0%	70.7%	37.9%	42.7%
总市值(百万元):	35,190.00	净利润(百万元)	279	605	997	1,426	2,140
总资产(百万元):	7,247.37	(+/-)YOY(%)	227.0%	117.1%	64.8%	43.0%	50.1%
每股净资产(元):	5.13	全面摊薄 EPS(元)	0.35	0.69	1.11	1.58	2.38
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	41.6%	48.1%	48.2%	49.2%	50.1%
		净资产收益率(%)	22.6%	13.1%	18.0%	20.5%	23.6%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.69	1.11	1.58	2.38
每股净资产	5.13	6.16	7.71	10.05
每股经营现金流	0.93	2.76	3.40	4.25
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
价值评估(倍)				
P/E	62.57	35.29	24.68	16.45
P/B	8.42	6.35	5.07	3.89
P/S	17.64	10.34	7.50	5.25
EV/EBITDA	46.66	15.50	11.21	8.22
股息率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	48.1%	48.2%	49.2%	50.1%
净利润率	30.3%	29.3%	30.4%	31.9%
净资产收益率	13.1%	18.0%	20.5%	23.6%
资产回报率	8.3%	11.1%	13.1%	15.4%
投资回报率	10.4%	15.0%	17.8%	21.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	70.0%	70.7%	37.9%	42.7%
EBIT 增长率	107.6%	69.7%	41.3%	48.4%
净利润增长率	117.1%	64.8%	43.0%	50.1%
偿债能力指标				
资产负债率	36.3%	38.1%	36.4%	34.9%
流动比率	2.2	2.2	2.6	2.9
速动比率	1.9	1.9	2.3	2.6
现金比率	0.6	1.1	1.6	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.6	2.6	2.6	2.6
存货周转天数	105.0	105.0	105.0	105.0
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	0.7	1.3	2.3	4.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	605	997	1,426	2,140
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	174	1,105	1,319	1,231
非经营收益	-5	27	15	-8
营运资金变动	61	360	303	463
经营活动现金流	835	2,488	3,062	3,826
资产	-1,236	-1,094	-871	-842
投资	-1,490	0	0	0
其他	25	35	48	69
投资活动现金流	-2,701	-1,059	-823	-773
债权募资	-362	97	-50	-20
股权募资	2,787	0	0	0
其他	-87	-137	-138	-136
融资活动现金流	2,338	-40	-188	-156
现金净流量	475	1,389	2,052	2,897

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,995	3,405	4,695	6,701
营业成本	1,035	1,764	2,387	3,341
毛利率%	48.1%	48.2%	49.2%	50.1%
营业税金及附加	10	18	24	35
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	7	12	16	23
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	157	272	376	536
管理费用率%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	155	264	364	520
研发费用率%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
EBIT	669	1,136	1,605	2,383
财务费用	21	47	48	46
财务费用率%	1.0%	1.4%	1.0%	0.7%
资产减值损失	0	-23	-44	-43
投资收益	21	35	48	69
营业利润	676	1,104	1,573	2,352
营业外收支	-15	-15	-15	-15
利润总额	661	1,089	1,557	2,337
EBITDA	843	2,218	2,880	3,571
所得税	56	92	132	197
有效所得税率%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	605	997	1,426	2,140

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	807	2,196	4,248	7,145
应收账款及应收票据	14	25	34	48
存货	298	508	687	961
其它流动资产	1,691	1,804	1,906	2,063
流动资产合计	2,810	4,533	6,874	10,218
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,676	2,541	2,072	1,670
在建工程	1,358	1,494	1,562	1,622
无形资产	185	180	176	171
非流动资产合计	4,437	4,433	4,029	3,682
资产总计	7,247	8,966	10,903	13,899
短期借款	253	350	300	280
应付票据及应付账款	881	1,503	2,033	2,846
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	161	233	295	392
流动负债合计	1,295	2,086	2,628	3,518
长期借款	999	999	999	999
其它长期负债	336	336	336	336
非流动负债合计	1,335	1,335	1,335	1,335
负债总计	2,630	3,420	3,963	4,852
实收资本	900	900	900	900
普通股股东权益	4,617	5,546	6,939	9,047
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	7,247	8,966	10,903	13,899

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业研究员，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。