

中小丝束高景气延续，T800 级碳纤维获商飞预批准

2022 年 08 月 18 日

➤ **公司发布 2022 年半年报：**22H1 实现营收 8.63 亿元，同比+126.39%，归母净利润 2.2 亿元，同比+82.1%，扣非归母净利润 2.12 亿元，同比+105.97%。其中 22Q2 实现营收 4.03 亿元，同比+67.01%，归母净利润 1.02 亿元，同比+25.14%。22H1 公司毛利率 45.45%，同比-2.43pct，净利率 25.5%，同比-6.2pct，其中 Q2 毛利率 44.82%，同比-0.34pct，净利率 25.34%，同比-8.48pct。

➤ 碳纤维同比量价齐升：

价格方面，根据行业数据，T700 小丝束碳纤维价格环比持平、同比涨幅大，T300 大丝束碳纤维价格环比略降，22Q2 华东 T300 (48K)、T700 (12K) 碳纤维均价分别为 141.52、260 元/kg，同比涨幅分别为+9.51%、+26.83%，环比涨幅分别为-1.47%、0%。

销量方面，22H1 碳纤维销量同比增长，增量来自西宁万吨项目产能释放。预计 Q2 西宁受到疫情影响。截至 2022 年 6 月 30 日，公司碳纤维产能 1.45 万吨，连云港 3500 吨+西宁一期 1.1 万吨（2022 年 5 月建成投产）。西宁二期处于建设阶段，截至目前各厂房已封顶，预计 2022 年底至 2023 年期间各生产线开始陆续建成并投产。

成本方面，Q2 华东丙烯腈市场均价 11320 元/吨，同比-3015 元/吨，环比基本持平；西宁电价较连云港基地有成本优势，预计单位电力成本随西宁项目投产继续下行。

➤ 期间费用率下降明显，T800 级碳纤维已获商飞预批准：

22H1 期间费用率合计 16.56%，同比-3.06pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.13%、8.55%、6.27%、1.6%，同比-0.11pct、-5.15pct、+2.08pct、+0.12pct。管理费用率下降明显，预计规模效应开始凸显；研发费用同比+238.7%，加大航空航天级碳纤维、航空级预浸料等研发项目投入，同时进一步扩充研发人员队伍，出台多项研发人员激励措施。T800 级碳纤维已获中国商飞 PCD 预批准，预浸料应用验证进展顺利。22Q2 期末存货 1.76 亿元，22Q1 期末为 1.65 亿元。

➤ 国产替代正当时，中小丝束持续高景气：

①需求多维成长，应用远景广阔。碳碳复材、压力容器、风电叶片持续高增，“十四五”期间国产碳纤维供应量 CAGR 达 35%。2021 年我国碳纤维需求国产化率达 47%（数据来源：赛奥碳纤维），较 2020 年提升 9pct，国产替代正当时。

②**中小丝束持续高景气。**公司产品结构以规格在 24K 及以下的中小丝束碳纤维为主，受益下游光伏热场材料、氢能商用车等高景气，预计压力容器、碳碳复材、航空航天等高毛利业务营收占比持续提升。相较于大丝束，今年以来中小丝束价格更坚挺。

③干喷湿纺龙头企业，技术积累深厚，首次实现单线年产 3000 吨高性能碳化生产线设计和运行，单线产能国内居首，国内首次实现了高性能 T700 级、T800 级碳纤维万吨规模化生产。

➤ **投资建议：**①碳纤维需求多维成长，国产替代正当时，中小丝束持续高景气，②公司产品型号基本对标日本东丽，下游应用领域广，高端民品业务占比高，客户优质。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润 5.61、8.55、11.33 亿元，8 月 17 日股价对应 PE 分别为 65X、43X 和 32X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业新增产能投放的风险；需求增速不及预期；原材料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1173	2161	3005	4055
增长率 (%)	120.4	84.2	39.1	34.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	279	561	855	1133
增长率 (%)	227.0	101.4	52.4	32.5
每股收益 (元)	0.31	0.62	0.95	1.26
PE	131	65	43	32
PB	29.6	14.1	9.3	7.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

43.98 元


分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年一季报点评：中小丝束持续高景气，规模效应开始释放 -2022/04/30

2.中复神鹰 (688295.SH) 新股研究报告：碳纤维龙头启航，国产替代正当时 -2022/04/05

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1173	2161	3005	4055
营业成本	685	1181	1560	2104
营业税金及附加	10	28	39	53
销售费用	4	9	12	16
管理费用	118	205	285	406
研发费用	59	112	161	223
EBIT	322	626	948	1253
财务费用	27	50	69	93
资产减值损失	0	-10	-10	-10
投资收益	0	0	0	0
营业利润	296	610	929	1231
营业外收支	-1	1	1	1
利润总额	295	610	930	1231
所得税	16	49	74	99
净利润	279	561	855	1133
归属于母公司净利润	279	561	855	1133
EBITDA	322	1002	1453	1844

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	320	881	1179	1664
应收账款及票据	2	3	4	6
预付款项	24	41	54	72
存货	152	262	346	467
其他流动资产	195	180	196	216
流动资产合计	693	1367	1780	2426
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2130	3543	4877	5690
无形资产	190	270	350	430
非流动资产合计	3032	4355	5651	6460
资产合计	3724	5723	7431	8886
短期借款	576	500	500	500
应付账款及票据	539	929	1227	1656
其他流动负债	124	201	261	345
流动负债合计	1239	1630	1988	2500
长期借款	1059	1300	1300	1300
其他长期负债	191	191	191	191
非流动负债合计	1250	1491	1491	1491
负债合计	2489	3121	3479	3992
股本	800	900	900	900
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1235	2602	3952	4894
负债和股东权益合计	3724	5723	7431	8886

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	120.44	84.16	39.06	34.94
EBIT 增长率	113.30	94.23	51.44	32.16
净利润增长率	227.02	101.38	52.37	32.46
盈利能力 (%)				
毛利率	41.62	45.37	48.10	48.10
净利率	23.75	25.97	28.46	27.94
总资产收益率 ROA	7.48	9.81	11.51	12.75
净资产收益率 ROE	22.56	21.57	21.64	23.15
偿债能力				
流动比率	0.56	0.84	0.90	0.97
速动比率	0.42	0.65	0.69	0.75
现金比率	0.26	0.54	0.59	0.67
资产负债率 (%)	66.83	54.53	46.82	44.92
经营效率				
应收账款周转天数	0.21	0.20	0.20	0.20
存货周转天数	81.08	81.08	81.08	81.08
总资产周转率	0.32	0.38	0.40	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.62	0.95	1.26
每股净资产	1.37	2.89	4.39	5.44
每股经营现金流	0.33	1.43	2.13	2.69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	131	65	43	32
PB	29.6	14.1	9.3	7.5
EV/EBITDA	117.60	37.43	25.62	19.92
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	279	561	855	1133
折旧和摊销	195	376	505	591
营运资金变动	30	30	30	30
经营活动现金流	294	1283	1921	2424
资本开支	-1161	-1700	-1050	-1400
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1168	-1700	-1050	-1400
股权募资	0	2777	0	0
债务募资	1057	-300	-300	-300
筹资活动现金流	1015	2177	-600	-600
现金净流量	142	1760	271	425

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026