

神鹰碳车 (870842)

碳纤维自行车制造商，引导行业变革

基本数据

2017年11月27日	
收盘价(元)	
总股本(亿股)	1.08
流通股本(亿股)	0
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	0.97
PB(倍)	

财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	60.64	61.64	80.13	100.16
净利润(百万元)	-6.58	-7.52	5.80	7.54
毛利率	16.05%	17.01%	17.01%	18.65%
净利率	-10.85%	-12.12%	7.24%	7.52%
ROE	-8.82%	-10.02%	7.75%	9.90%
EPS(元)	-0.06	-0.07	0.05	0.07

投资评级：中性(首次)

公司简介：

神鹰碳纤维自行车有限责任公司成立于2010年1月，注册资本4000万元人民币，公司位于连云港经济技术开发区大浦工业区云桥路6号，是中国自行车行业第一家专业生产碳纤维自行车整车及各种零配件的公司。

目前公司生产ZGL品牌的山地车、公路车、休闲车等车系，已全部通过欧盟EN标准检测。公司的碳纤维车架产品已出口海外多个国家及地区，竞争优势明显。

公司竞争优势：

- 1 产品优势
- 2 技术工艺优势
- 3 生产产业链优势
- 4 品牌优势
- 5 先发优势

盈利预测：

预测公司2017—2019年收入分别为0.61亿元，0.80亿元和1.00亿元每股收益分别为-0.07元，0.05元，0.07元。综合估值情况我们评级为中性。

风险提示：

公司持续亏损的风险；市场竞争加剧的风险。

研究员：翟博

zhaibo@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析.....	3
公司简介.....	4
公司主要产品及商业模式.....	4
公司投资亮点.....	5
投资逻辑与估值.....	6
风险点.....	7

图表目录

图表 1:2017 年 2 月 27 日公司挂牌新三板.....	4
图表 2: 公司部分碳纤维自行车产品.....	5
图表 3:公司因为创新获奖无数.....	6

■ 风险分析:

● 公司实际控制人及管理团队方面

经整理公开资料,未发现这方面风险。

● 行业与公司经营

1 行业竞争加剧的风险

我国自行车行业不存在行政准入制度,产品满足《自行车安全要求》(GB3565-2005)即可,市场处于完全竞争和高度开放状态,自行车品牌众多,市场竞争激烈。但随着以碳纤维新材料为代表的轻量化、以智能硬件为代表的智能化等新技术驱动行业的产品革新升级,使得消费者对自行车产品满足其骑乘舒适、个性化、高性价比等方面的要求提高,自行车行业企业的竞争也将进一步的加剧。

2 产品的市场认可和推广风险

公司的传统优势在于高端碳纤维自行车业务,因此大部分产品定位于中高端人群以及骑行爱好者,这也决定了受众的狭小,也较难以规模化,可能存在公司产品推广风险。

3 持续亏损的风险

公司 2015 年度, 2016 年度分别亏损 11.27 百万, 6.58 百万, 2017 上半年度亏损 4.68 百万。今后, 如果公司不能通过积极有效措施, 提高碳纤维自行车相关产品的销售数量、降低生产成本等, 以实现规模经济, 未来公司仍存在可能继续亏损的风险。

4 关联交易风险

公司生产的碳纤维车架、碳纤维布等碳纤维制品所需要的碳纤维原料采购于关联方中复神鹰, 公司碳纤维原料的采购金额不大、在产成品成本中占比不高, 但在生产原料的来源上对中复神鹰存在高度依赖, 目前中复神鹰碳纤维原料供应充足。若今后中复神鹰不能够及时提供碳纤维原料或者利用碳纤维原料独家供应的优势, 操纵原料定价, 虽然碳纤维我国已经实现了规模化生产, 市场竞争充分, 仍可能会对公司经营稳定性或盈利能力造成较大影响。

5 设立时间短, 品牌影响力有待加强

公司成立时间较短, “ZGL 系列品牌碳纤维自行车逐渐获得了市场的认可, 但较“捷安特”、“美利达”等品牌影响力依旧较弱的风险。

■ 公司简介：

连云港神鹰碳纤维自行车有限责任公司成立于2010年1月，注册资本4000万元人民币，公司位于连云港经济技术开发区大浦工业区云桥路6号，是中国自行车行业第一家专业生产碳纤维自行车整车及各种零配件的公司。

公司隶属于中国最大的碳纤维制造企业——鹰游集团。鹰游集团是国家新材料产业化基地的重点骨干企业、国家工程技术中心重点培育企业、全国最大的万吨碳纤维生产基地，综合经济指标连续多年位居全国同行业十强之列。

公司实际控制人为张国良先生，张国良先生控股鹰游集团，从而间接控股神鹰碳车，张国良先生，1956年9月出生，博士研究生学历。控制人出色的履历，丰富的管理经验，都为公司发展铺平了道路。

公司的主营业务为中高端碳纤维运动休闲自行车的品牌运营、设计、研发、制造与销售，定位为“全球运动休闲自行车提供商”，致力于为中国及海外追求低碳健康生活的骑行者提供优质的运动休闲自行车产品。国内市场采取双品牌双渠道的策略，把用户群体细分为专业和非专业客户，针对两个群体的不同属性，分别采取线下体验店和线上直销两个销售模式。公司拥有 Carbon（卡本）和 ZGL（中国龙）两个主打品牌。

图表 1：2017 年 2 月 27 日公司挂牌新三板



资料来源：公司公告

目前，公司已具备碳纤维自行车车架、碳纤维自行车专业及规模化制造能力，公司的碳纤维车架产品已出口海外多个国家及地区，公司系中国国家队等专业自行车运动队训练及比赛用车的指定供应商，公司碳纤维自行车已实现面向大众消费的碳纤维自行车的规模化、系列化、多品种生产。推动自行车行业的技术进步和产品升级，做百姓买得起的碳纤维骑行运动装备，是公司今后长期发展的主要愿景。

■ 公司主要业务及商业模式：

● 公司主要产品

根据性质和类别的不同，公司产品主要划分为碳纤维车架及构件、碳纤维自行车、碳纤维布以及铝合金自行车等。目前碳纤维车架及构件营收占总营收60%左右，是营业收入的主要来源，其次是碳布占总营收的16%左右，碳车占营收13%左右，铝自行车占比3%左右，这块业务公司会逐步退出，以及一些其他业务。

● 公司商业模式

目前公司的主要产品有碳纤维布、碳纤维车架及构件、碳纤维自行车、自制与外购铝合金自行车等。

碳纤维布主要为国内销售，客户主要为碳纤维鱼竿、碳纤维乐器、碳纤维建筑补墙布等碳纤维制品企业。碳纤维车架主要为出口销售，产品销往台湾、韩国、西班牙、意大利等30个国家或地区。

碳纤维自行车及铝合金自行车的销售主要由分布于全国各地的经销商实现，且与经销商的合作模式为买断方式。公司现有经销商共有约170家，分布在全国23个省市及地区，实现了产品销售布局的国内基本覆盖。

除经销模式外，公司还为深圳前海、中航复材等企业代工生产碳纤维自行车。公司自行车销售还采用少量的直销方式，如：城市公共自行车、景区配套骑行设施供应以及专业自行车车队装备供应等，采用直接销售或参加招投标方式实现整车销售。

图表 2：公司部分碳自行车产品

类型	种类	主要材质	产品用途及特点	型号	图片
碳纤维整车	公路车	碳纤维 T700 M30 T800	该产品属于入门级别，大轮径、窄轮胎的公路车设计，适合公路车运动初学者的配置要求。主要特点为轻便、机械强度和抗冲性更高、速度快。	速度 SPEED	
			该产品属于爱好者级别，大轮径、窄轮胎、流线型车身等，满足进阶骑行者的配置要求。主要特点为轻便、机械强度和抗冲性更高、加速较快、速度快。	挑战 CHALLENGE	
			该产品属于发烧友级别，大轮径、窄轮胎、流线型车身等，专业设计具有一定的破风性能，是高端骑行者的最佳选择。主要特点为轻便、机械强度和抗冲性更高、加速更快、速度快。	超越 BEYOND	

资料来源：公司公告

■ 公司投资亮点：

● 产品优势

公司产品采用的是碳纤维材料制造，由于碳纤维具有轻质、高强度、高模量、耐腐蚀等优点，碳纤维自行车较钢铁、铝合金、钛镁合金等金属材料制造的自行车优势在于：不会像金属材料遇到碰撞、颠簸、踩踏等原因而产生不可恢复的塑性变形，破坏车架的精度，从而产生随着时间推移，越来越难骑的情况。此外，碳纤维生产的自行车车架为一次成型，无需焊接，产品精度高。公司生产的ZGL系列碳纤维自行车使用T700以上级别碳纤维材料，品质及样式在同类碳纤维自行车产品中独树一帜。

● 原材料优势

碳纤维自行车原材料被少数几家公司垄断,当凯路仕等国产自行车因为原材料短缺而产能不足时,而公司关联方中复神鹰能源源不断提供原材料,这对公司是推出新品,获取市场份额是极大优势。

● 技术工艺优势

公司采用模压一体成型的技术,比通过焊接成型的金属自行车结构强度更好,制成碳纤维车架由于特殊的成型工艺,几乎可以制作任意造型,完美实现车架的美观化,风阻的最小化,受力部位硬度的合理化,加上碳纤维的弹性模量,使 ZGL 系列碳纤维车架在同类产品中占得优势。在 2011 年中国轻工业联合会组织召开的“碳纤维自行车技术开发”项目科技成果鉴定会上,公司的碳纤维自行车生产综合技术被认定为国内领先水平及国际先进水平。

● 生产产业链优势

公司是目前中国自行车行业内,少数能够专业自主研发与设计,实现将碳纤维制造为碳纤维布、碳纤维自行车车架至碳纤维自行车整车,并进行规模化生产的全产业链型企业。公司已实现产业链中的碳纤维布、碳纤维车架、碳纤维自行车整车三块业务独立销售,这三者既相互关联,也可向相互独立。通过完备的生产工艺,公司可实现一条生产链形成多块业务的价值增值,有利于提升产品的性价比和竞争力。

● 公司创新能力突出

公司依托鹰游集团的研发力量和资金支持,打破欧美企业的技术垄断,于 2009 年研制成功国内第一辆完全拥有自主知识产权的碳纤维自行车,并成功通过欧盟质量认证。碳纤维自行车是自行车发展史上的第四代产品,被称为自行车的“黑色革命”,相比普通自行车,具有刚性好、强度高、质量轻、抗老化、减震效果佳等优点。在中国轻工业联合会组织召开的“碳纤维自行车技术开发”项目科技成果鉴定会上,专家团认定神鹰碳纤维自行车生产综合技术在国内领先,并达到国际同类产品的先进水平。

图表 3: 公司因为创新获奖无数



资料来源: 公司官网

公司自主研发的异型内置充气袋和冷却后固化定型工艺,解决了碳纤维与树脂的结合问

题，保证了碳纤维车架成型过程中的技术稳定性。该项目在实施过程中申请相关专利 5 项，测试指标领先于欧盟认证标准。

公司目前已实现了碳纤维自行车的规模化生产，产品已形成系列品种，成为专业自行车运动队的训练及比赛用车，国内外市场前景良好，对推动我国自行车行业技术进步和产品转型升级具有重要意义。

■ 投资逻辑与估值：

● 行业发展趋势

国内在经济发展过程中，无论是大环境下的可持续发展观念，还是个人的理念，都在倡导低碳环保，尤其对于出行这一重中之重。自行车运动自身所具备的低碳环保健身属性也因此受到当下越来越多的人追捧，自行车行业由此迎来广阔的发展前景。自行车逐渐从传统代步自行车向高档自行车转化，而这也是一个新的发展方向。在城市人口构成和收入水平成为先决条件的前提下，一线城市的人群必然会先期成为高档单车品牌的主要市场。调查发现，近年北上广等城市高档自行车实体店的增幅远远低于二三线城市，随着人群观念转变和需求改变，消费人群对单车的功能需求和社交需求持续增长的时候，二三线城市未来必然是有着巨大发展潜力的市场。

碳纤维自行车作为自行车行业未来发展的方向和趋势，但仍存在一定困难：碳纤维材质成本及加工成本较高，使得碳纤维自行车价格较普通自行车高出较多，较高的价格仍是消费者购买碳纤维自行车的最大障碍。因此，需要通过改进生产工艺、提升生产过程自动化程度以及采用创新销售模式，降低碳纤维自行车成本，制造出让大众消费得起的碳纤维自行车。

综上所述可以看出随着市场的演变，自行车由代步工具逐步向轻量化、个性化、体育化方向发展，碳纤维自行车迎合了这一趋势，市场空间巨大，但是由于工艺，技术等原因，导致碳纤维自行车高居不下，这影响了产业发展，我们认为随着规模扩大，技术进步碳纤维成本会急剧下降，那时候碳纤维自行车产业将会爆发，公司在国内碳纤维自行车行业排名前列，但是与国际巨头相比，差距比较大。我们暂时给予公司中性评级，待以后持续跟踪。

■ 风险点：

1 行业竞争加剧的风险

我国自行车行业不存在行政准入制度，产品满足《自行车安全要求》(GB3565-2005)即可，市场处于完全竞争和高度开放状态，自行车品牌众多，市场竞争激烈。但随着以碳纤维新材料为代表的轻量化、以智能硬件为代表的智能化等新技术驱动行业的产品革新升级，使得消费者对自行车产品满足其骑乘舒适、个性化、高性价比等方面的要求提高，自行车行业企业的竞争也将进一步的加剧。

2 汇率风险

公司产品出口销售收入占比较大，公司外销产品以美元及欧元结算为主，外币对人民币的汇率变化对公司的经营业绩产生一定的影响。

3 自行车更新换代导致销售不及时的风险

公司的自行车产品主要包括碳纤维自行车、自制铝合金自行车及外购铝合金自行车。随着市场需求、消费者喜好的变化,自行车的样式、款型等会出现较快的更新换代。公司如不能研判市场及消费者喜好的变化,采取有效措施及时销售库存的自行车,可能面临产品滞销、积压等情形并造成跌价损失。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: zhaibo@wtneeq.com

