

2022年03月16日

新股专题覆盖:中复神鹰(2022年第22期)

新股专题报告

(新股专题覆盖报告旨在针对近日询价上市公司进行简单的研究梳理)

投资要点

◆ 本期共 1 家公司询价, 3 月 21 日(下周一)科创板上市公司“中复神鹰”将询价。

◆ **中复神鹰(688295):** 公司自 2006 年进入碳纤维行业, 是一家专业从事碳纤维研发、生产和销售的国家高新技术企业。公司 2019-2021 年分别实现营业收入 4.15 亿元/5.32 亿元/11.73 亿元, YOY 依次为 34.8%/28.24%/120.44%, 三年营业收入的年复合增速 56.2%; 实现归母净利润 0.26 亿元/0.85 亿元/2.79 亿元, YOY 依次为 206.83%/225.92%/227.02%, 归母净利润自 2019 年起实现扭亏为盈。根据公司初步预测, 2022Q1 归母净利润同比增长 106.93%至 132.8%。

■ **投资亮点:** 1、公司是碳纤维行业龙头之一, 技术和产业化进程均处于国内领先地位; 同时, 碳纤维作为国民经济发展的战略物资, 将受益于行业应用需求的逐渐拓展及进口替代逐渐推进。1) 技术领先方面, 公司于 2013 年在国内率先实现了干喷湿纺碳纤维的关键技术突破, 建成了国内首条具有自主知识产权的千吨级干喷湿纺碳纤维产业化生产线; 与国内绝大部分碳纤维企业采用的湿法纺丝相比, 干湿法纺丝速度是湿法的 3~4 倍, 同时, 用于干喷湿纺纺出的纤维致密性好, 体密度较高, 可制成高性能碳纤维。2) 产业化领先方面, 目前公司已经系统掌握了碳纤维 T300 级、T700 级、T800 级、M30 级、M35 级千吨级和 M40 级、T1000 级百吨级技术。以公司 2020 年碳纤维产量 3,777.21 吨来看, 占国内总碳纤维产量的比例达 20.98%, 排名国内碳纤维产量第二位。2、公司规模化发展提速, 新增产能正快速释放, 在国内碳纤维市场总体依旧呈现供不应求的背景下, 产量增长有望显著促进公司业绩向好。截至 2020 年底, 公司碳纤维产品产能仅连云港基地 3500 吨/年、产量 3,777.21 吨; 2021 年上半年, 西宁年产 10,000 吨高性能碳纤维及配套原丝项目部分投产, 公司新增产能 2000/吨年、达到 5,500/吨年, 产能增幅 57%; 同时, 根据公司募投计划, 2022 年 3 月, 西宁年产万吨项目将全部建成、剩余 8000 吨/产能也有望逐渐投产, 公司产能将再度扩容约 145.5%。而根据公司在网站上发布的发展规划, 2025 年公司预期建成西宁两万吨碳纤维生产基地, 2030 年将建成十万吨碳纤维生产基地, 未来几年公司规模化产能建设方面有所持续高速推进。

■ **同行业上市公司对比:** 中复神鹰同行业上市公司有光威复材、中简科技、吉林碳谷、恒神股份等; 其中, 吉林碳谷主要从事原丝生产, 为碳纤维生产的前端关键工序之一; 而中简科技、光威复材则更多聚焦于军工领域, 收入中包含了碳纤维及织物; 恒神科技则排名国内碳纤维产量第三、仅次于公司。假设以剔除交易不活跃的恒神股份后来看行业上市状况, 平均收入(前三季度)约 10 亿, 平均 PE-TTM(算术平均)为 64.6X。比较而言, 公司收入体量基本持平于行业平均水平, 毛利率与光威复材和吉林碳谷更为相当。

◆ **风险提示:** 已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号: S0910519100001

lihui1@huajinsec.cn

相关报告

内容目录

一、中复神鹰	3
（一）基本财务状况	3
（二）行业情况	4
（三）公司亮点	5
（四）募投项目投入	6
（五）同行业上市公司指标对比	7
（六）风险提示	7

图表目录

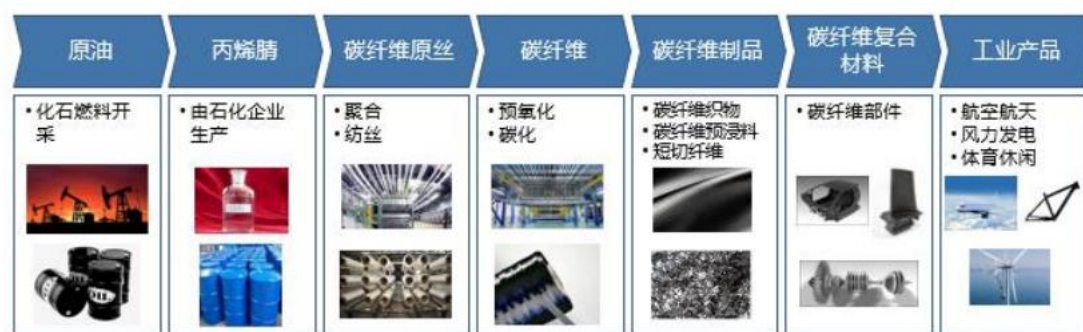
图 1：碳纤维产业链	3
图 2：公司收入规模及增速变化	4
图 3：公司归母净利润及增速变化	4
图 4：公司销售毛利率及净利润率变化	4
图 5：公司 ROE 变化	4
表 1：公司引领国内碳纤维产线建设	5
表 2：公司本次 IPO 募投项目投入	7
表 3：同行业上市公司指标对比	7

一、中复神鹰

公司是一家专业从事碳纤维研发、生产和销售的国家高新技术企业，对外销售主要产品为碳纤维。公司自 2006 年进入碳纤维行业，通过多年自主研发掌握了碳纤维生产全流程核心技术，在国内率先突破了千吨级碳纤维原丝干喷湿纺工业化制造技术，建成了国内首条千吨级干喷湿纺碳纤维产业化生产线。2018 年 1 月，公司“干喷湿纺千吨级高强/百吨级中模碳纤维产业化关键技术及应用”成果荣获 2017 年度国家科学技术进步一等奖，为国内碳纤维领域唯一获得该项殊荣的企业。

碳纤维是由聚丙烯腈（PAN）、或沥青、粘胶等有机纤维在高温环境下裂解碳化形成的含碳量高于 90% 的碳主链结构无机纤维。碳纤维具备出色的力学性能和化学稳定性，密度比铝低、强度比钢高，是目前已大量生产的高性能纤维中具有最高的比强度和最高的比模量的纤维，在航空航天、风电叶片、体育休闲、压力容器、碳/碳复合材料、交通建设等领域广泛应用，是国民经济发展不可或缺的重要战略物资。

图 1：碳纤维产业链



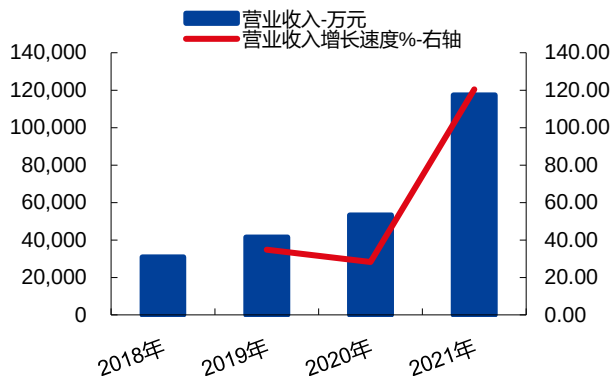
资料来源：吉林碳谷招股书，华金证券研究所

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 4.15 亿元/5.32 亿元/11.73 亿元，YOY 依次为 34.8%/28.24%/120.44%，三年营业收入的年复合增速 56.2%；实现归母净利润 0.26 亿元/0.85 亿元/2.79 亿元，YOY 依次为 206.83%/225.92%/227.02%，归母净利润自 2019 年起实现扭亏为盈。

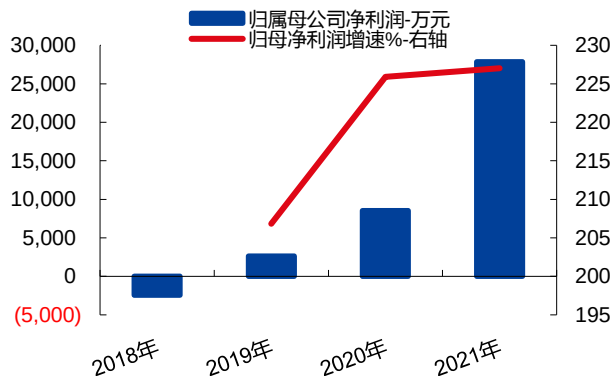
2021 上半年，公司产品按产品应用行业分为七大板块，包括：体育休闲（1.03 亿元，26.98%）、碳/碳复合材料（0.85 亿元，22.34%）、风电叶片（0.57 亿元，14.88%）、航空航天（0.53 亿元，13.92%）、压力容器（0.40 亿元，10.48%）、交通建设（0.30 亿元，7.96%）、其他（0.11 亿元，3.0%）。比较来看，体育休闲一直是公司收入的重要来源，而 2020 年起，碳/碳复合材料、风电叶片、航空航天等行业收入比重逐渐增长，体育休闲公司收入占比从 2018 年五成逐渐下降，同样明显占比下滑的还有交通建设收入占比。

图 2：公司收入规模及增速变化



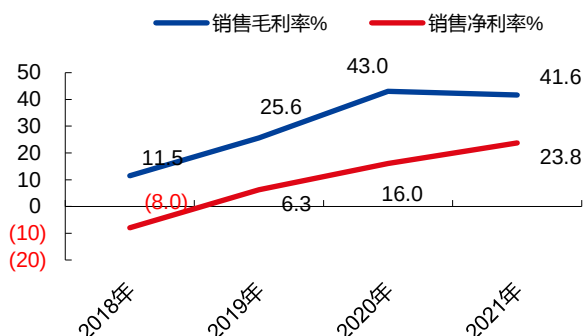
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速变化



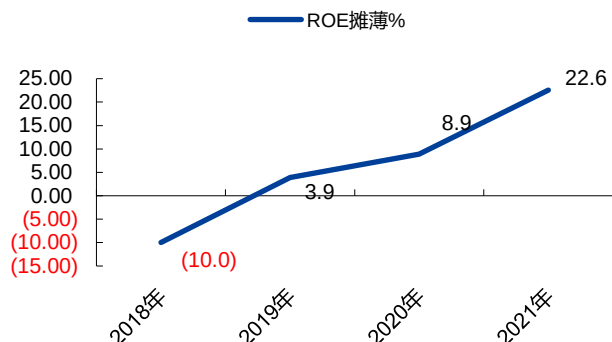
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司销售毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司主营碳纤维产品的研发、生产和销售，所属行业为化学纤维制造业下的细分碳纤维行业。

全球碳纤维行业起步于 20 世纪 60 年代；2004 年以后，随着技术的成熟和成本的下降，全球碳纤维市场进入全面扩张时期。而我国的碳纤维行业几乎和日美等国家同时起步，但由于相关知识储备不足、知识产权归属等问题，发展缓慢；同时，日本、美国等国家对碳纤维核心技术形成垄断，我国碳纤维生产技术和装备水平整体落后于国外，在较长的一段时间内发展止步不前，无法满足国家重大装备等高端领域的需求；2000 年以来，国家加大对于碳纤维领域自主创新的支持力度，伴随着国家政策的大力扶持，国内碳纤维行业在技术上取得重大突破，产业化程度快速提升。

2020 年，全球碳纤维需求继 2019 年之后再次突破 10 万吨级，达到 10.69 万吨；即便在全球新冠疫情的影响下，2020 年全球碳纤维需求依旧较 2019 年增长 3%，保持增长态势。其中，全球碳纤维需求的前三大应用领域依次为风电叶片、航空航天和休闲体育；需求量占比分别为 29%、15%和 14%。

国内来看，2020 年，我国碳纤维需求达 4.88 万吨；应用主要集中在风电和休闲体育领域，需求占比分别为 41%和 30%。相比全球而言，国内碳纤维市场较 2019 年增长达 29%，远高于全球 3%增速。但从国内碳纤维供给层面，由于较多国产碳纤维企业尚未实现关键技术的突破，生产线运行及产品质量不稳定，国产碳纤维行业存在“有产能，无产量”的现象，进口碳纤维依旧占据了我国碳纤维市场的绝大部分；2020 年国内碳纤维需求中，进口碳纤维供应量为 3.04 万吨、占需求量的 62%，国产碳纤维供应量仅为 1.84 万吨、占需求量的 38%。而 2020 年下半年以来，碳纤维作为国民经济的重要战略物资，日本、美国加强了对碳纤维出口中国的政策管控，导致国内碳纤维境外供应难度加大，我国碳纤维市场整体呈现供不应求的局面。

- 体育休闲：全球近 90%的碳纤维体育器材加工在中国大陆和中国台湾完成，2020 年国内体育用品领域碳纤维需求量为 1.46 万吨，占国内需求总量的 30%，较 2019 年增长 4%。体育休闲领域产品类别广泛，对碳纤维的需求呈现高低端并存的局面，国内需求主要以 T300 级、T700 级为主，包括少量 T800 级和高模量产品，规格以 3K、12K 等小丝束为主。
- 风电叶片：随着国际风电主机厂将碳纤维拉挤板代工由欧洲转向国内，风电叶片已经成为国内最大的碳纤维应用领域之一。2020 年国内风电叶片领域碳纤维需求量为 2.00 万吨，占国内需求总量的 41%，较 2019 年的 1.38 万吨增长 45%。风电叶片市场需求以国外风电主机应用为主，国内主机用量相对较少；使用产品主要以国内外 T300 级 24K、48K、50K 等产品为主，碳纤维用量大但对价格敏感度较高。
- 碳/碳复合材料：2020 年，我国碳/碳复合材料碳纤维需求量为 0.30 万吨，占比为 6%，较 2019 年增长 150%，增长幅度较大。碳/碳复合材料主要使用在刹车盘、航天部件、热场部件等领域，同时，单晶硅炉内主要有碳毡功能材料和坩埚、保温桶、护盘等碳/碳复合材料需求。

（三）公司亮点

1、公司是碳纤维行业龙头之一，技术和产业化进程均处于国内领先地位；同时，碳纤维作为国民经济发展的战略物资，将受益于行业应用需求的逐渐拓展及进口替代逐渐推进。1) 技术领先方面，公司于 2013 年在国内率先实现了干喷湿纺碳纤维的关键技术突破，建成了国内首条具有自主知识产权的千吨级干喷湿纺碳纤维产业化生产线；与国内绝大部分碳纤维企业采用的湿法纺丝相比，干湿法纺丝速度是湿法的 3~4 倍，提高了生产效率同时降低了成本，同时，用干喷湿纺技术纺出的纤维致密性好，体密度较高，可制成高性能碳纤维。产品性能比较上，公司主力的 T700 级、T800 级碳纤维产品主要力学性能与国际同类产品相当。2) 产业化领先方面，目前公司已经系统掌握了碳纤维 T300 级、T700 级、T800 级、M30 级、M35 级千吨级和 M40 级、T1000 级百吨级技术。以公司 2020 年碳纤维产量 3,777.21 吨，占国内总碳纤维产量的比例达 20.98%，排名国内碳纤维产量第二位；2020 年度国内碳纤维总消费量达 4.88 万吨，公司 2020 年碳纤维国内销量 3,625.28 吨，市场占有率达 7.43%。

表 1：公司引领国内碳纤维产线建设

时间	项目名称	鉴定结果	技术鉴定组织机构
----	------	------	----------

时间	项目名称	鉴定结果	技术鉴定组织机构
2003 年	千吨规模 T300 级原丝及碳纤维国产化关键技术与装备	公司千吨 T300 碳纤维项目建立了完整的企业标准，全部装备实现了国产化，打破了国外技术和装备封锁，综合技术达到国际先进水平	中国纺织工业协会
2013 年	干喷湿纺 GQ45 高性能碳纤维工程化关键技术及设备研发项目	在国内率先突破了千吨级碳纤维原丝干喷湿纺工业化制造技术，总体技术达到国内领先水平，产品达到了国际同类产品先进水平	中国纺织工业联合会
2015 年	千吨级高强型、高强中模型干喷湿纺高性能碳纤维关键技术及产业化项目	在国内率先建成了基于干喷湿纺工艺的碳纤维生产线，实现了连续稳定运行，项目具有自主知识产权，总体技术达到国内领先水平，品性能与国际同类产品相当	中国纺织工业联合会
2019 年	QZ6026 超高强度碳纤维百吨级工程化关键技术	在国内率先建成了基于干喷湿纺工艺的百吨级超高强度 QZ6026 (T1000G 级) 碳纤维生产线，实现了连续稳定运行，项目总体技术达到国际先进水平	中国纺织工业联合会
2021 年	万吨级干喷湿纺高强型碳纤维关键技术及产业化	项目建成了万吨规模干喷湿纺高性能碳纤维生产基地，产品已广泛应用于氢能、太阳能、风能等新兴战略领域，总体技术达到国际先进水平	中国纺织工业联合会

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

2、公司规模化发展提速，新增产能正快速释放，在国内碳纤维市场总体依旧呈现供不应求的背景下，产量增长有望显著促进公司业绩向好。截至 2020 年底，公司碳纤维产品产能仅连云港基地 3500 吨/年、产量 3,777.21 吨；2021 年上半年，西宁年产 10,000 吨高性能碳纤维及配套原丝项目部分投产，公司新增产能 2000/吨年、达到 5,500/吨年，产能增幅 57%；同时，根据公司募投计划，2022 年 3 月，西宁年产万吨项目将全部建成、剩余 8000 吨/产能也有望逐渐投产，公司产能将再度扩容约 145.5%。而根据公司在网站上发布的发展规划，2025 年公司预期建成西宁两万吨碳纤维生产基地，2030 年将建成十万吨碳纤维生产基地，未来几年公司规模化的产能建设方面有所持续高速推进。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目和补充流动资金。

1、西宁年产万吨高性能碳纤维及配套原丝项目：项目一阶段建设产能 6,000 吨，二阶段建设产能 4,000 吨。项目于 2019 年 11 月取得施工许可证并开工，预计 2022 年 3 月份全部建成，并根据聚合、纺丝、碳化线的产能匹配及库存情况分步投产。

2、航空航天高性能碳纤维及原丝试验线项目：项目用于下一代 T1100 级碳纤维研发，进行航空航天用高性能碳纤维的应用技术开发、产品应用认证和生产。

3、碳纤维航空应用研发及制造项目：碳纤维研发中心包括航空碳纤维复合材料树脂研究平台、碳纤维及其复合材料评价检测平台、干纤维/预浸料等中间材开发与应用研究平台 3 个研究平台；同时，项目配备 1 条单线满负荷产能 100 万平方米/年的航空预浸料中试线，1 条单线满负荷产能 200 万平方米/年的高模预浸料生产线。

表 2：公司本次 IPO 募投项目投入

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金额（万元）	项目建设期
1	西宁年产万吨高性能碳纤维及配套原丝项目	205,785.69	80,000.00	36 个月
2	航空航天高性能碳纤维及原丝试验线项目	23,292.00	23,292.00	21 个月
3	碳纤维航空应用研发及制造项目	36,172.00	36,172.00	24 个月
4	补充流动资金	45,000.00	45,000.00	/
	合计	310,249.69	184,464.00	/

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

公司 2021 年实现收入 11.73 亿元，同比增长 120.44%；实现归属于母公司净利润 2.79 亿元，同比增长 227.02%。根据公司初步预测，2022 年一季度，预计实现营业收入为 40,000.00 万元至 45,000.00 万元，较上年同期增长 186.37%至 222.16%；归属于母公司股东的净利润为 8,000.00 万元至 9,000.00 万元，较上年同期增长 106.93%至 132.8%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 7,500.00 万元至 8,500.00 万元，较上年同比增长 106.16%至 133.64%。

中复神鹰同行业上市公司有光威复材、中简科技、吉林碳谷（北交所上市）、恒神股份（新三板上市）等；其中，吉林碳谷主要从事碳纤维原丝生产，为碳纤维生产的前端关键工序之一；而中简科技、光威复材则更多聚焦于军工领域，收入中包含了碳纤维及碳纤维织物；恒神科技则排名国内碳纤维产量第三、仅次于公司。由于恒神股份交易相对不活跃且财务数据只更新至 2021 年上半年；假设以剔除恒神股份后的上述同行业公司来看，平均收入规模（前三季度）约 10 亿元，平均市值规模为 247 亿元，平均 PE-TTM（算术平均）为 64.6X。比较而言，公司收入体量基本持平于行业平均水平，毛利率与光威复材和吉林碳谷更为相当、但显著低于中简科技。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021H1 收入 (亿元)	2021H1 收入增速	2021H1 归 母净利润 (万元)	2021H1 净 利润增长 率	2021H1 销售毛 利率	2021H1 ROE 摊薄
300699.SZ	光威复材	333.30	43.90	19.63	22.42%	61,822.59	17.89%	47.15%	15.47%
300777.SZ	中简科技	227.65	92.59	3.00	15.43%	14,502.97	10.29%	78.59%	11.25%
836077.BJ	吉林碳谷	180.54	57.37	7.23	-18.23%	17,904.81	108.61%	40.80%	24.92%
832397.NQ	恒神股份 (2021H1)	151.89	659.37	4.05	189.34%	5,164.44	174.21%	33.03%	1.55%
688295.SH	中复神鹰 (2021 年)	-	-	11.73	120.44%	27,872.61	227.02%	41.62%	22.56%

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：中复神鹰财务数据更新至 2021 年，恒神股份财务数据更新至 2021H1。

（六）风险提示

向关联方采购机器设备的风险、技术升级迭代风险、内控风险、原材料和能源价格波动风险、主要资产抵押的风险、竞争加剧风险、公司股东鹰游集团持有公司股权全部质押的风险、环保风险等。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn