

香港股市 | 新能源

国鸿氢能（9663 HK）

公司亮点

- (一) 国鸿氢能是一家成立于2015年的氢燃料电池生产商，专注于氢燃料电池电堆及氢燃料电池系统产品。按2022年出货量及销售量子，公司是中国最大及第二大的氢燃料电池电堆制造商及氢燃料电池系统制造商，市占率分别为24.4%及21.8%。氢燃料电池电堆可用于生产氢燃料电池系统。氢燃料电池系统主要应用于运输工具包括(一)公交车、物流车及重型卡车等商用车；(二)叉车等工程车；(三)有轨电车；(四)船舶，其余应用于分布式发电及备用电源等固定设备。
- (二) 近年公司减少将氢燃料电池电堆销售给其他氢燃料电池系统制造商，转为用于自行生产氢燃料电池系统。
- (三) 政策方面，近年中央于北京、上海、广东、河北及河南等地设立氢燃料电池汽车示范城市群。2022年中央发布的《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》推动氢燃料电池汽车总保有量增长。这皆有利氢燃料电池需求。

行业前景

根据弗若斯特沙利文报告，2018-2022年中国氢燃料电池电堆出货量及出货价值的复合年增长率分别为76.3%及25.4%，2023-2027年预测复合年增长率为98.2%及64.5%。2018-2022年中国氢燃料电池系统销售量及销售价值的复合年增长率分别为79.0%及41.5%，2023-2027年预测复合年增长率为99.2%及64.2%。按2022年出货量及销售量子，前五大中国氢燃料电池电堆及电池系统的市占率分别为84.9%及90.7%，市场集中度高利于现有行业龙头。

公司经营

公司收入由 2020 年的 2.3 亿元(人民币，下同)上升至 2022 年的 7.5 亿元，其中氢燃料电池系统收入由 1.1 亿元增长至 7.3 亿元，收入占比由 49.8%上升至 97.9%。氢燃料电池系统销平均售价由 10,423 元/千瓦下跌至 5,579 元/千瓦，但销量由 10,833 千瓦上升至 131,300 千瓦。公司毛利率由 3.5%上升至 21.2%，主因 2020 年录得 6,672 万元减值亏损。主要产品氢燃料电池系统毛利率事实上由 32.2%下跌至 27.1%。撇除股份支付非现金项目，经调整亏损净额由 2020 年的 1.0 亿元扩大至 2022 年的 2.3 亿元。

中泰评分

综合得分：(100 分为满)

中性 65

行业前景	15
公司经营	12
估值水平	10
稳价人往绩	15
市场氛围	13

注：各项满分为 20 分，综合得分满分为 100 分。

招股概要

公开发售价：	HK\$19.35-21.35
每手股数：	500 股
每手费用：	约 HK\$10,782.66
公司市值：	HK\$100.2 亿-110.6 亿
保荐人：	华泰国际
主要股东：	陈晓敏先生
总发行新股：	79.5 百万股 H 股
公开发售：	7.95 百万股 H 股
国际发售：	71.6 百万股 H 股
截止认购日：	11 月 30 日
分配结果日：	12 月 4 日
正式上市日：	12 月 5 日

来源：公司资料

分析师

周健锋（Patrick Chow）

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

2023 年首 5 月收入同比增长 147.5%至 1.43 亿元，其中氢燃料电池系统收入同比上升 165.3%至 1.39 亿元，占比达 97.6%。氢燃料电池系统销平均售价同比下跌 27.6%至 3,757 元/千瓦，但销量同比增长 266.5%至由 3 万千瓦。公司毛利率同比上升 11.1 个百分点至 14.1%。经调整亏损净额相应同比减少 47.3%至 7,613 万元。

截至 2022 年 12 月 31 日，公司氢燃料电池电堆及氢燃料电池系统产能分别为 30 万千瓦及 2,000 套。公司预计到 2026 年将增加 65 万千瓦的氢燃料电池电堆及 2 万套氢燃料电池系统的年产能。

估值水平

我们选取四家港股同业进行对标，包括东岳（189 HK）、中国旭阳（1907 HK）、亿华通（2402 HK）、中集安瑞科（3899 HK），其中同样是氢燃料电池系统制造商的亿华通最具可比性，按 2022 年销售量计，亿华通是中国最大的氢燃料电池系统制造商，其市占率为 26.8%，高于公司的 21.8%。2022 年公司净亏损率为 36.5%，高于亿华通的 22.6%。公司 2022 年市销率为 13.4-14.8 倍，却高于亿华通的 6.7 倍。

图表 1：同业比较（更新至 2023 年 11 月 27 日）

<最新已公布财年之财务数据>		(亿港元)		收入增长	净利增长	净利率	ROA	ROE	历史	历史
股票名称	财年	市值	总收入	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	市盈率(倍)	市销率(倍)
国鸿氢能（9663 HK）	12/2022	110.2-110.6	7.5	63.7	不适用	-36.5	-8.0	-11.9	-	13.4-14.8
东岳（189 HK）	12/2022	136	233	26.4	85.8	19.3	10.4	17.0	5.0	0.7
中国旭阳（1907 HK）	12/2022	146	502	12.3	-29.0	4.3	1.8	6.6	16.0	0.3
亿华通（2402 HK）	12/2022	92	9	17.3	不适用	-22.6	-4.5	-6.9	-	6.7
中集安瑞科（3899 HK）	12/2022	140	228	6.4	19.4	5.4	5.3	13.3	10.7	0.6

来源：公司资料、彭博、中泰国际研究部

稳价人往绩

此次没有稳价人。保荐人是华泰国际，2023 年初至今共参与保荐 7 个项目，首日表现 3 涨 2 跌 2 平。

市场氛围

年初至今港股累计上市 57 只 IPO 新股，上半年市场气氛反复，下半年气氛改善。近三个月首日破发率为 15.8%，平均首日上升 10%。此次没有基石投资人。但公司自成立以来引入了数轮 IPO 前投资者，合计占 IPO 后的 52.22%总股本，其中持股较多包括嘉兴氢港、青岛城投、深圳融鼎泽、上海泓成、共青城水大鱼大、美锦能源控股，上市后禁售期为 12 个月。

申购建议

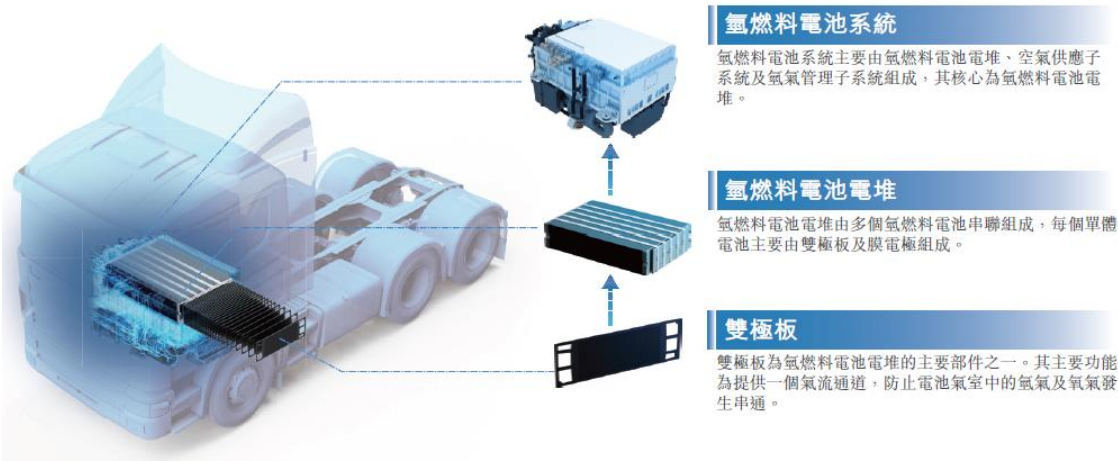
公司是中国第二大的氢燃料电池系统制造商，在集中度高的市场具有优势。中国氢燃料电池系统行业在未来几年也预期大幅增长。但是公司仍在亏损中，近年总毛利率波动，主要产品毛利率下跌。估值方面，公司估值不吸引，历史市销率高于同行。近月新股气氛改善，此次

没有稳价人，保荐人往绩仍不错。但 IPO 前投资者持股占上市后总股本一半之上，未来股票沽售风险不少，不利市场信心。因此综上所述，给予其 65 分，评级为“中性”。

风险提示

- (1) 技术替代风险、(2) 市场竞争风险、(3) 政策风险、(4) 氢燃料汽车行业风险

图表 2：公司产品于重型卡车应用的图示



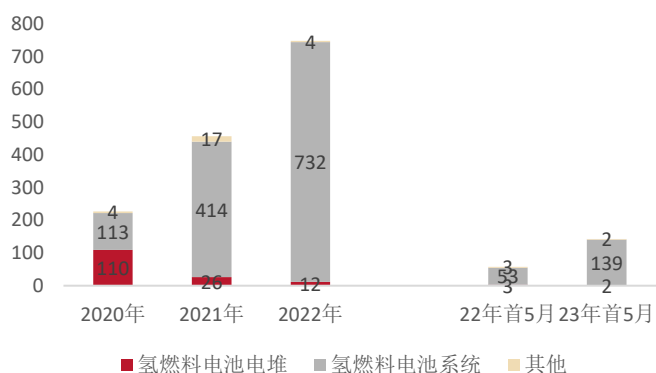
来源：公司资料

图表 3：公司产品

氫燃料電池電堆						
系列	9SSL	鴻芯GI	鴻芯GIII			
圖示						
主要規格						
熱管理	液冷	液冷	液冷			
功率範圍	5.0-36.7千瓦	6.0-84.0千瓦	20.4-204.0千瓦			
功率密度	2.5千瓦／升	3.8千瓦／升	4.5千瓦／升			
冷啟動溫度	-30℃	-30℃	-35℃			
使用壽命	>20,000小時	>20,000小時	>30,000小時			
氫燃料電池系統						
系列	鴻途G110	鴻途H120	鴻途H240	鴻銳A110	鴻源M2	鴻源S640
圖示						
使用的燃料電池電堆	鴻芯GI	鴻芯GIII	鴻芯GIII	9SSL	第三方燃料電池電堆 ⁽¹⁾	9SSL
主要規格						
額定功率	110千瓦	120千瓦	240千瓦	110千瓦	2千瓦	640千瓦
功率密度	555瓦／千克	714瓦／千克	906瓦／千克	319瓦／千克	268瓦／千克	160瓦／千克
使用壽命		≥20,000小時			≥2,000小時	≥40,000小時
冷啟動溫度		-30℃			-5℃	-30℃

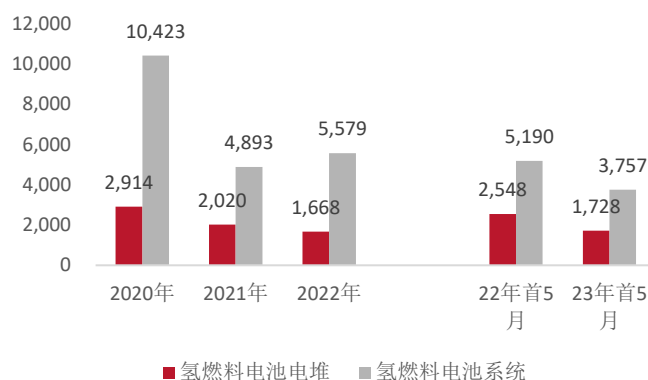
来源：公司资料

图表 4：公司收入分布（单位：百万人民币）



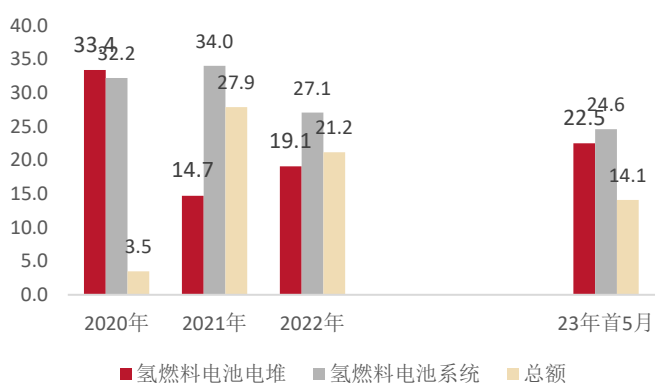
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 5：公司主要产品平均售价（单位：人民币/千瓦）



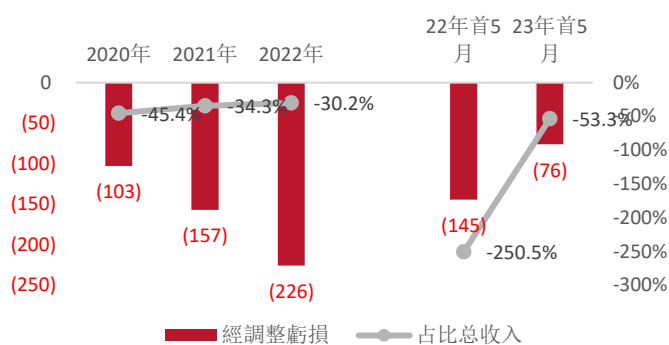
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 6：公司毛利率(总额及主要产品)（单位：%）



注：其他毛利含减值亏损 来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 7：公司经调整盈利/(亏损)（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1. 行业前景评分：1-20 分，20 分为最高分
2. 公司经营评分：1-20 分，20 分为最高分
3. 估值水平评分：1-20 分，20 分为最高分
4. 稳价人往绩评分：1-20 分，20 分为最高分
5. 市场氛围评分：1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分) 之总和

积极申购：综合评分总得分 ≥ 80 分

申购：70 分 \leq 综合评分总得分 < 80 分

中性：60 分 \leq 综合评分总得分 < 70 分

不申购：综合评分总得分 < 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805