

2024年6月11日

中創新航 | 03931.HK

壓力未見改善

評級

持有

目標價

HK\$ 15.70

市場份額回落: 2023 財年, 中創新航(03931.HK)錄得 270.1 億元人民幣總收入, 按年成長 32.5%, 其中佔總收入約八成的動力電銷售同比增長 21.4%至 222.5 億元人民幣, 儲能系統產品銷售的佔比亦進一步提升。根據中國動力電池產業創新聯盟的數據顯示, 2023 年中創新航(03931.HK)動力電池裝車量按年成長逾七成至 32.9GWh, 市場份額從 2022 年的 6.5%增加至 2023 年的 8.5%。按裝車量計算, 廣汽(02238.HK)、小鵬(09868.HK)及零跑(09863.HK)仍為集團的主要客戶。然而, 集團自去年第四季中起市場份額持續回落, 2024 年首四個月集團動力電池裝車量同比增長 3.6%, 惟市場份額大幅回落至 6.4%, 重返 2022 年的水平。

客戶組合正在產生轉變: 根據車比車的數據, 按裝機量計算, 2024 年第一季度小鵬(09868.HK)為中創新航(03931.HK)的主要客戶, 廣汽(02238.HK)退居為第二大客戶, 而首三個月針對於廣汽(02238.HK)的裝機量亦出現按月下跌。受惠於集團的定價策略, 下游價格戰的大環境下集團的電池仍有一定的吸引力。然而, 2023 底, 廣汽(02238.HK)因湃電池工廠正式投產, 其預計 2025 年底完成所有產線導入並滿足 60 萬輛車的裝機需求, 作為集團的主要客戶之一, 廣汽(02238.HK)因湃電池的影響預計逐步體現, 導致集團的裝機量增長低於市場。

產能成長的風險: 中創新航(03931.HK)的產能持續成長, 惟下游需求增長放緩, 加上主要客戶訂單量存在調整風險, 有可能導致產能偏低的情況。然而, 新增產能的折舊成本高企、擴張帶來重的融資成本, 銷售量成長對集團極為重要。惟集團的定價策略較為進取, 降價求量將會進一步擠壓集團的利潤水平, 令集團進入兩難的局面。因此, 我們相當關注集團未來的銷售量, 尤其是主要客戶帶來的不確定性。

壓力未見改善: 受累於 i) 原材料成本下滑導致銷售價格持續疲弱 ii) 產能成長與主要客戶的不確定性導致產能利用率可能較低、iii) 預期負債進一步上升導致融資成本維持於高水平, 令中創新航(03931.HK)陷入價、量、利潤率無法同時實現的三難局面。我們一直較為關注集團的銷售表現、市場份額及未來產能規劃, 同時在龐大的資本開支及利息支出下的自由現金流表現。然而, 鑑於集團面對的逆風未見改善, 甚至有可能進一步惡化, 特別是集團客戶的不確定性令其長期規劃的能見度降低, 因此我們下調對集團的評級至「持有」, 同時削目標價至每股 15.70 港元。

更新報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 – 2703 室

中創新航 (03931.HK)

評級	持有 (買入)
目標價	HK\$ 15.70 (HK\$ 25.70)
現價	HK\$ 14.90
52-周波幅	HK\$ 11.06 – 20.35
市值 (港元, 十億)	26.4

人民幣, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	27,005.9	32,199.5	47,208.1	66,312.9
毛利	3,511.5	3,766.3	5,082.0	7,541.6
毛利率	13.0%	11.7%	10.8%	11.4%
歸母淨利潤	294.4	178.9	528.7	1,055.4
每股盈利	0.166	0.101	0.298	0.596

股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	2.8%	24.0%	-21.0%	-13.5%
相對恒指	3.4%	10.8%	-33.4%	-8.9%



同業比較

		市值 (港元, 百萬)	市盈率 (x)	預測市盈率 (x)	市賬率 (x)	市銷率 (x)	總收入 (港元, 百萬)	毛利率 (%)	股本回報率 (%)
00666.HK	瑞浦蘭鈞	33,333.4	-	71.9	-	2.1	15,200.0	2.1	(14.1)
01211.HK	比亞迪	709,491.5	19.4	-	4.1	1.0	665,886.8	20.2	23.6
002074.CH	國軒高科	37,083.9	38.3	37.7	1.5	1.1	34,941.3	16.9	3.9
300014.CH	億緯鋰能	90,982.3	20.2	10.6	2.2	1.7	53,932.5	17.0	1.8
300207.CH	欣旺達	29,305.3	18.6	-	1.2	0.6	52,913.8	14.6	7.2
300750.CH	寧德時代	915,441.7	19.4	-	4.2	2.2	443,231.9	22.9	22.7
688567.CH	孚能科技	14,651.1	-	-	1.4	0.9	18,171.2	6.8	(15.9)
	平均值	261,469.9	23.2	40.1	2.4	1.4	183,468.2	14.4	5.6
03931.HK	中創新航	26,407.3	83.3	48.3	0.7	0.9	29,856.2	13.0	0.9

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 終端市場保持疲弱，同時主要客戶訂單量下降
- 產能利用率下滑導致利潤率受壓
- 原材料價格未能止跌，導致動力電池價格持續下滑
- 以價換量以吸收新增產能
- 國內新能源汽車市場價格戰持續壓縮上游利潤水平
- 產能建設對資金需求較大，融資成本削弱利潤水平

財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	(人民幣, 百萬)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)
總收入	27,005.9	32,199.5	47,208.1	66,312.9	固定資產	67,694.8	84,870.4	105,713.5	134,770.5
<i>按年增長</i>	<i>32.5%</i>	<i>19.2%</i>	<i>46.6%</i>	<i>40.5%</i>	無形資產	1,358.1	1,253.1	1,195.6	1,198.8
直接成本	(23,494.4)	(28,433.2)	(42,126.1)	(58,771.2)	商譽	-	-	-	-
毛利	3,511.5	3,766.3	5,082.0	7,541.6	其他非流動資產	4,265.1	4,300.4	4,452.3	4,862.5
其他收入	(676.6)	(521.0)	(43.6)	(68.8)	非流動資產	73,318.0	90,423.9	111,361.4	140,831.8
經營開支	(2,070.8)	(2,606.9)	(3,702.6)	(5,050.8)	庫存	7,125.8	8,281.9	8,876.9	9,748.6
經營溢利	764.2	638.4	1,335.8	2,422.0	應收款項	6,829.3	7,593.0	8,326.0	9,442.3
淨財務成本	(330.4)	(374.8)	(530.3)	(771.8)	現金及現金等物	7,834.0	4,226.1	2,834.7	3,595.5
聯營及合營公司	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	其他流動資產	10,322.0	9,742.4	9,644.4	10,705.1
稅前利潤	433.6	263.5	805.3	1,649.9	流動資產	32,111.0	29,843.3	29,682.0	33,491.5
稅項	3.6	2.2	(20.1)	(82.5)	總資產	105,429.0	120,267.2	141,043.4	174,323.3
淨利潤	437.2	265.6	785.1	1,567.4	長期借貸	21,055.9	30,230.6	44,443.8	68,864.5
<i>按年增長</i>	<i>-37.0%</i>	<i>-39.2%</i>	<i>195.6%</i>	<i>99.6%</i>	其他非流動負債	1,165.8	1,137.0	1,123.1	1,117.7
					非流動負債	22,221.8	31,367.6	45,567.0	69,982.2
					應付款項	19,958.9	21,601.0	22,796.8	24,045.1
					短期借貸	8,114.8	11,229.6	15,918.5	23,790.7
					其他流動負債	8,747.8	9,377.3	10,141.3	9,817.6
					流動負債	36,821.5	42,208.0	48,856.7	57,653.5
					總負債	59,043.2	73,575.6	94,423.6	127,635.7
					非控股股東權益	11,739.9	11,826.6	12,083.1	12,595.0
					控股股東權益	34,645.9	34,863.4	35,432.6	6,532.7
					總權益	46,385.8	46,690.0	47,515.7	49,127.7

現金流量表					財務比率				
(人民幣, 百萬)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)		2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)
稅前溢利	433.6	263.5	805.3	1,649.9	毛利率	13.0%	11.7%	10.8%	11.4%
財務成本	330.4	374.8	530.3	771.8	經營溢利率	2.8%	2.0%	2.8%	3.7%
財務收入	(135.4)	(97.8)	(54.4)	(37.6)	淨利潤率	1.6%	0.8%	1.7%	2.4%
折舊及攤銷	1,524.6	3,150.4	4,440.4	6,176.0	核心 EBITDA 利潤率	12.0%	13.7%	12.6%	13.3%
其他	116.2	809.6	288.1	266.6	股本回報比率	1.0%	0.6%	1.7%	3.2%
營運資金變動	630.8	1,024.3	747.7	(2,278.6)	資產回報比率	0.4%	0.2%	0.6%	1.0%
經營現金流	2,900.2	5,524.7	6,757.4	6,547.9	流動比率	87.2%	70.7%	60.8%	58.1%
					速動比率	64.1%	32.2%	26.5%	25.7%
淨資本開支	(17,849.2)	(20,285.9)	(25,307.1)	(35,349.6)	現金比率	21.3%	10.0%	5.8%	6.2%
其他	(2,080.9)	3.9	(155.2)	(431.9)	債務權益比率	62.9%	88.8%	127.0%	188.6%
投資現金流	(19,930.1)	(20,282.0)	(25,462.3)	(35,781.5)	淨債務權益比率	46.0%	79.7%	121.1%	181.3%
					庫存周轉天數	147.2	98.9	74.3	57.8
股份發行	-	-	-	-	應收賬款周轉天數	58.5	62.2	48.8	40.1
淨借貸	10,496.8	12,289.4	18,902.2	32,293.0	應付賬款周轉天數	323.2	266.8	192.3	145.5
利息支出	(966.5)	(1,099.7)	(1,566.1)	(2,284.7)					
股息支出	-	-	-	-					
其他	4,367.9	(40.3)	(22.5)	(13.8)					
融資現金流	13,898.2	11,149.4	17,313.5	29,994.4					
股本自由現金流	(5,418.7)	(3,571.5)	(1,213.7)	1,206.6					
公司自由現金流	(14,941.1)	(14,752.1)	(18,588.9)	(28,915.9)					

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Bloomberg、factset.com、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice及同花順。

西牛證券評級:

強烈買入	: 未來12個月絕對增長超過50%
買入	: 未來12個月絕對增長超過10%
持有	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	: 未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	: 未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。