

2024年9月12日

## 中創新航 | 03931.HK

### 經營情況預期得到改善

評級

買入

目標價

HK\$ 16.64

維持全年出貨目標: 2024 年上半年財年, 中創新航(03931.HK)取得 124.7 億元人民幣總收入, 較去年同期輕微成長 1.4%, 其中動力電池銷售按年減少 6.3%, 而儲能系統產品銷售則同比增長 43.2%, 佔總收入比進一步提升至 22.0%。動力電池銷售下降主要來自於平均售價下滑導致, 抵銷銷售量上升的正面影響。然而, 市場上動力電池的銷售價格自六月起漸趨穩定, 跌幅在低基數的帶動下顯著減少, 需求端方面新能源汽車滲透率提升至五成, 反映市場供需差的問題暫無進一步惡化。根據我們與集團的溝通, 集團對下半年及明年的出貨保持樂觀, 全年出貨量預期保持不變, 而海外項目的貢獻將於 2026/27 年開始體現。此外, 集團對單一客戶的依賴持續減少, 主要客戶如吉利(00175.HK)、廣汽(02238.HK)、長安(000625.CH)、小鵬(09868.HK)及零跑(09863.HK)等車企貢獻的比例維持在 10% - 20%左右的水平, 與其他知名的內地及國外廠商的項目亦正積極地推進, 客戶集中度有望進一步分散。儲能方面, 集團於大客戶端取得重要的突破, 目前訂單量及訂單能見度理想, 全年出貨量預期超過 20GWh。

毛利率大幅提升令人驚喜: 中創新航(03931.HK)於上半財年取得 15.6%毛利率的佳績, 並未受到客戶組合變動及市場環境等因素帶來的壓力影響。反之, 規模效應持續體現, 投產比亦正在提高, 拉動集團整體的毛利水平, 其中動力電池銷售的毛利率相對較高。集團目前無意主動降價, 在非極端的情況下, 產品售價與原材料成本具有聯動機制, 中長期而言價格的變動不會利潤造成太大的影響。因此, 在規模效益的帶動下, 集團的毛利水平有望繼續穩步回升, 帶動利潤恢復至更健康的水平。

產能與人員規劃: 集團預計 2024 年全年的有效產能約為 100GWh, 並維持着每年約 30GWh 成長的合理水平。加上集團自動化生產的優化良好, 集團生產人員的數量得以減少, 往後增長的比例亦預計低於產能成長的水平。雖然我們認為集團仍然處於投入階段, 未來依然需要通過增加貸款支持其現金流運作, 但 i) 更合理的投入與自動化提升、ii) 利潤率提升將有效降低集團的資金流壓力。

經營情況預期得到改善: 我們從是次的財務表現及與集團的溝通中看到積極的訊號, 特別是 i) 利潤率及現金流預期能夠改善、ii) 客戶集中度下降後其他客戶訂單仍然能夠為集團帶來理想的成長。因此我們上調對集團的盈利預測並調升評級至「買入」, 同時提高目標價至每股 16.64 港元。

## 更新報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

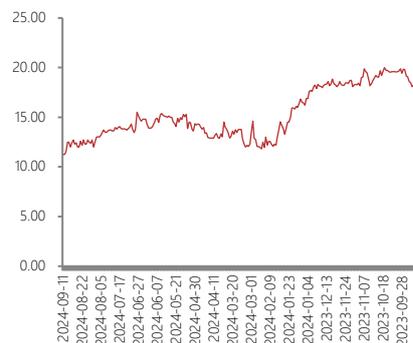
香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 - 2703 室

### 中創新航 (03931.HK)

評級	買入 (持有)
目標價	HK\$ 16.64 (HK\$ 15.70)
現價	HK\$ 11.36
52-周波幅	HK\$ 11.02 - 20.35
市值 (港元, 十億)	20.1

人民幣, 百萬	23(A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	27,005.9	32,641.6	45,603.4	60,965.9
毛利	3,511.5	5,050.1	7,647.5	10,658.1
毛利率	13.0%	15.5%	16.8%	17.5%
歸母淨利潤	294.4	780.5	1,384.2	2,191.2
每股盈利	0.166	0.440	0.781	1.236

股價表現	1個月	3個月	半年	一年
絕對值	-9.0%	-23.5%	-11.4%	-32.6%
相對恒指	-9.8%	-18.3%	-15.3%	-27.9%



## 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	33,379.0	-	-	-	2.1	15,200.0	2.1	(13.3)
01211.HK	比亞迪	776,348.5	19.5	17.9	4.5	1.0	665,886.8	20.2	24.9
002074.CH	國軒高科	37,202.2	33.4	45.7	1.4	1.0	34,941.3	16.9	4.1
300014.CH	億緯鋰能	75,505.1	17.1	-	1.9	1.4	53,932.5	17.0	11.8
300207.CH	欣旺達	33,324.7	20.8	-	1.3	0.6	52,913.8	14.6	6.4
300750.CH	寧德時代	899,848.4	17.7	-	4.2	2.2	443,231.9	22.9	25.3
688567.CH	孚能科技	12,248.1	-	-	1.1	0.7	18,171.2	6.8	(11.7)
	平均值	<i>266,836.6</i>	<i>21.7</i>	<i>31.8</i>	<i>2.4</i>	<i>1.3</i>	<i>183,468.2</i>	<i>14.4</i>	<i>6.8</i>
03931.HK	中創新航	20,133.3	47.0	22.5	0.5	0.7	29,856.2	13.0	1.1

資料來源: 彭博、西牛證券

## 風險因素

- 汽車終端市場低迷，削弱動力電池的引伸需求，並壓縮上游廠商利潤水平
- 定點訂單及交付不如預期
- 產能建設與需求成長不匹配，低利用率削弱集團盈利水平並為資金流帶來壓力
- 融資成本維持高位

## 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	32,641.6	45,603.4	60,965.9	固定資產	67,694.8	74,526.3	82,235.0	86,093.3
<i>按年增長</i>	<i>32.5%</i>	<i>20.9%</i>	<i>39.7%</i>	<i>33.7%</i>	無形資產	1,358.1	1,266.6	1,212.4	1,145.4
直接成本	(23,494.4)	(27,591.5)	(37,955.9)	(50,307.8)	商譽	-	-	-	-
毛利	3,511.5	5,050.1	7,647.5	10,658.1	其他非流動資產	4,265.1	6,272.8	6,940.3	7,845.4
其他收入	(676.6)	(33.8)	(226.9)	(367.3)	非流動資產	73,318.0	82,065.7	90,387.7	95,084.1
經營開支	(2,070.8)	(3,347.8)	(4,601.0)	(6,045.6)	庫存	7,125.8	7,159.5	8,735.3	9,931.4
經營溢利	764.2	1,668.5	2,819.7	4,245.3	應收款項	6,829.3	8,114.8	9,823.2	10,753.6
淨財務成本	(330.4)	(376.0)	(535.4)	(629.4)	現金及現金等物	7,834.0	8,617.8	8,259.6	9,170.9
聯營及合營公司	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	其他流動資產	10,322.0	9,632.4	9,666.0	10,610.6
稅前利潤	433.6	1,292.2	2,284.0	3,615.5	流動資產	32,111.0	33,524.5	36,484.2	40,466.5
稅項	3.6	(133.1)	(228.4)	(361.6)	總資產	105,429.0	115,590.2	126,872.0	135,550.6
淨利潤	437.2	1,159.1	2,055.6	3,254.0	長期借貸	21,055.9	30,327.7	35,992.9	40,286.7
<i>按年增長</i>	<i>-37.0%</i>	<i>165.1%</i>	<i>77.3%</i>	<i>58.3%</i>	其他非流動負債	1,165.8	1,419.1	1,426.0	1,422.4
					非流動負債	22,221.8	31,746.8	37,418.9	41,709.1
					應付款項	19,958.9	16,391.6	17,521.5	18,548.2
					短期借貸	8,114.8	11,265.7	12,891.6	13,917.9
					其他流動負債	8,747.8	7,824.9	8,591.2	7,637.3
					流動負債	36,821.5	35,482.2	39,004.3	40,103.4
					總負債	59,043.2	67,229.0	76,423.2	81,812.6
					非控股股東權益	11,739.9	12,743.0	13,414.4	14,477.2
					控股股東權益	34,645.9	35,618.2	37,034.4	39,260.8
					總權益	46,385.8	48,361.2	50,448.8	53,738.0

## 現金流量表

(人民幣, 百萬)	現金流量表				財務比率				
	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	
稅前溢利	433.6	1,292.2	2,284.0	3,615.5	毛利率	13.0%	15.5%	16.8%	17.5%
財務成本	330.4	376.0	535.4	629.4	經營溢利率	2.8%	5.1%	6.2%	7.0%
財務收入	(135.4)	(97.8)	(110.3)	(106.0)	淨利潤率	1.6%	3.6%	4.5%	5.3%
折舊及攤銷	1,524.6	2,539.9	3,138.4	3,975.5	核心 EBITDA 利潤率	12.0%	13.5%	13.9%	14.3%
其他	116.2	213.3	386.2	413.2	股本回報比率	1.0%	2.4%	4.2%	6.2%
營運資金變動	630.8	(4,469.1)	(1,428.4)	(3,136.2)	資產回報比率	0.4%	1.0%	1.7%	2.5%
經營現金流	2,900.2	(145.6)	4,805.3	5,391.5	流動比率	87.2%	94.5%	93.5%	100.9%
					速動比率	64.1%	55.3%	53.7%	56.9%
淨資本開支	(17,849.2)	(9,290.7)	(10,805.6)	(7,775.7)	現金比率	21.3%	24.3%	21.2%	22.9%
其他	(2,080.9)	(1,078.0)	(51.4)	(144.9)	債務權益比率	62.9%	86.0%	96.9%	100.9%
投資現金流	(19,930.1)	(10,368.7)	(10,857.0)	(7,920.6)	淨債務權益比率	46.0%	68.2%	80.5%	83.8%
					庫存周轉天數	147.2	94.5	76.4	67.7
股份發行	-	-	-	-	應收賬款周轉天數	58.5	67.7	63.2	55.1
淨借貸	10,496.8	12,422.7	7,291.0	5,320.2	應付賬款周轉天數	323.2	240.4	163.1	130.8
利息支出	(966.5)	(1,099.7)	(1,571.2)	(1,850.3)					
股息支出	-	-	-	-					
其他	4,367.9	(24.9)	(26.3)	(29.5)					
融資現金流	13,898.2	11,298.0	5,693.6	3,440.4					
股本自由現金流	(5,418.7)	1,886.7	(280.4)	1,085.7					
公司自由現金流	(14,941.1)	(9,549.5)	(6,157.4)	(2,569.3)					

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。