

平山炼油股份公司 (Upcom 代码: BSR)

首次报告 2018.10.25

建议: 买入
 目标价格 (越盾): 20.000
 涨价潜力: 26%
 股息:
 股息收益率:

最近 6 个月股价变动



股票信息 2018.10.25

| | |
|-------------|---------------|
| 目前市价 (越盾) | 15.900 |
| 上市总股数 | 241.427.969 |
| 注册资金 (十亿越盾) | 31.005 |
| 市值 (十亿越盾) | 51.778,34 |
| 52 周期股票价格 | 14.100-31.300 |
| % 外资持股比例 | 36,58% |
| % 外资持股比例限制 | 100% |

财务指标

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------|--------|--------|--------|
| EPS (越盾) | 2.159 | 1.529 | 2.696 |
| BV (越盾) | 10.979 | 11.098 | 11.874 |
| 股息 (%) | | | |
| ROA (%) | 8,8 | 7,3 | 12,2 |
| ROE (%) | 20,9 | 13,9 | 22,9 |

主营业

平山炼油公司成立于 2008 年, 于 2018 年正式改制为股份公司, 专门管理和运行榕桔炼油产——越南国家石油重点工程。

BSR – 预计将来榕桔工厂升级扩建后生产规模亦有望扩展

平山炼油股份公司的一些基本财务指标

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018F |
|-------------|----------|--------|--------|--------|
| 开采功率 | 104% | 105% | 94% | 110% |
| 净收入 (十亿越盾) | 95.272 | 73.686 | 81.333 | 94.983 |
| 收入增长率 | -25,1% | -22,7% | 10,4% | 16,8% |
| 毛利润 (十亿越盾) | 9.942 | 6.333 | 9.093 | 7.124 |
| 毛利率 | 10,4% | 8,6% | 11,2% | 7,5% |
| 税后利润 (十亿越盾) | 6.099 | 4.436 | 7.673 | 5.650 |
| 税后利润增长率 | 9.898,4% | -27,3% | 73,0% | -26,4% |
| 税后利润率 | 6,4% | 6,0% | 9,4% | 5,9% |
| 每股收益 (越盾) | 2.159 | 1.529 | 2.696 | 1.822 |

投资论点:

- 越南石油工业虽然面临着许多困难, 但仍取得了显著成效, 越南市场有很大的发展空间, 为石油工业的发展创造了积极基础。
- BSR 拥有越南唯一一家炼油工厂。这家工厂的工作效率高达 100%。因此, 该公司正在进行榕桔炼油厂的升级扩建, 以提高产量并在未来实现产品多样化。
- 虽受原油价格波动的影响, 但近 5 年来, BSR 的税后利润仍能维持高达 27% 的年均增长率。
- 截至 2018 年 9 月, BSR 预计将达到其全年销售计划 97% 和全年税后利润计划的 118%。我们预计, 因受榕桔工厂升级扩建的影响, 其 2018 年全年总收入将增加 17%, 但税后利润将下降 27%。
- BSR 财政状况较为良好。资产负债率与负债权益率的比例均维持在较低水平。

投资风险:

- 石油价格风险: 石油是由世界供需决定价格的产品。因此, 世界石油价格的任何波动都将直接影响到公司的经营和收入。尤其是美元升值的趋势, 其对公司的进出口活动产生直接的影响。
- 石油行业的共同风险: 石油行业也受生产环境、生产安全管理和环境保护等其他重要因素的影响。

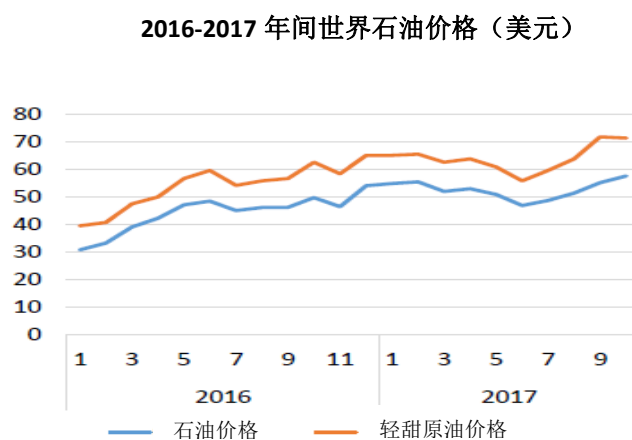
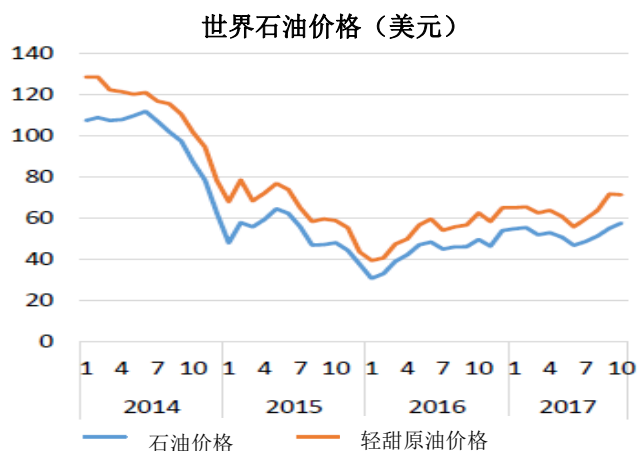
建议: 通过运用市盈率 P/E 和股权自由现金流模型 FCFE 等两种计算方法, 我们预计 BSR 股的公允价值为 2.00 万越盾/股, 比 1.59 万越盾/股的目前市价高 26%。因此, 越南建设证券建议各位投资者可对 BSR 股进行 6-12 个月中长期投资。

来源: VNCS 总结

行业与企业纵观

世界石油行业纵观

世界油价在最近两年呈现回升态势



(数据来源: VNCS 总结)

最近 1 年世界油价变动情况 (2017 年 10 月 1 日至 2018 年 10 月 1 日)

美国市场西德州轻质原油 (WTI) 价格

Crude Oil WTI Futures \uparrow 75.53 +0.23 (+0.31%)



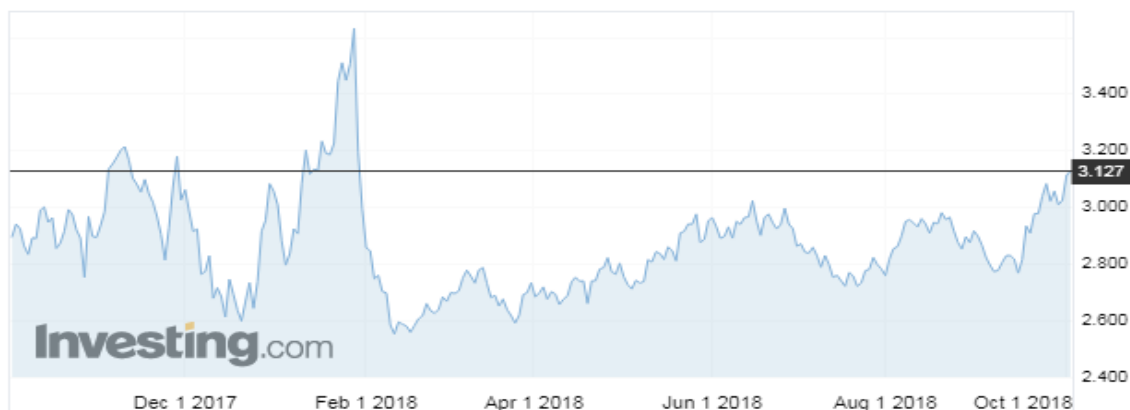
布伦特原油 (Brent Oil) 价格

Brent Oil Futures \uparrow 85.00 +0.02 (+0.02%)



汽油价格

Natural Gas Futures ▲ 3.127 +0.015 (+0.48%)



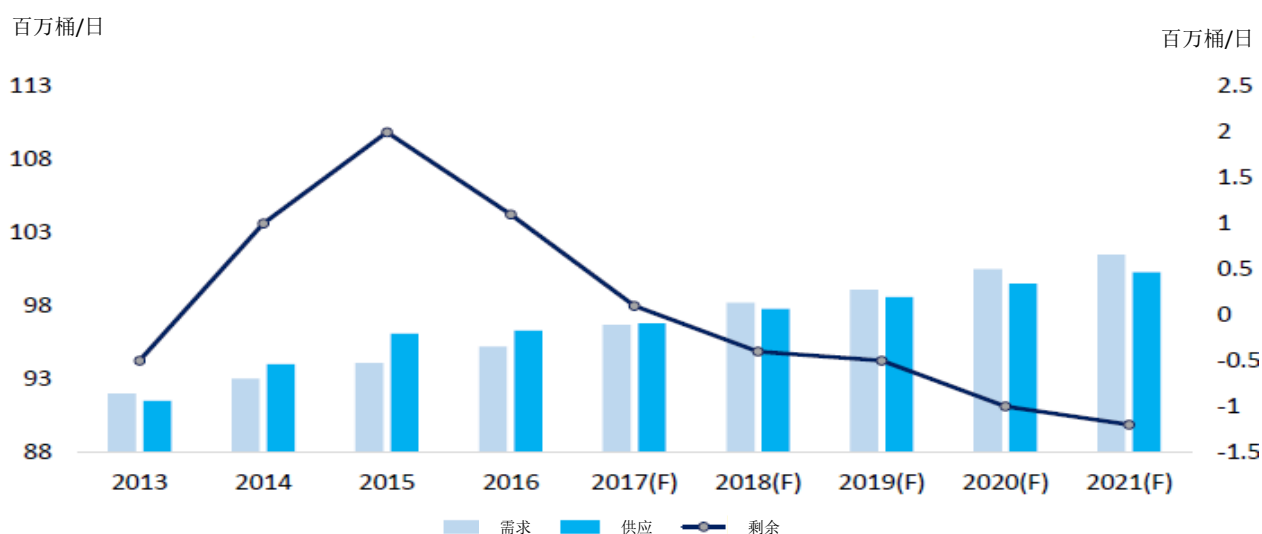
(数据来源: investing.com)

因此，总体而言，虽然经过多次调整，但在过去一年里世界石油价格仍处于上升趋势。这一增长是受一些石油输出国组织（OPEC）国家石油开采量和委内瑞拉等具有大型石油储备仓库国家的石油储备减少的影响。

委内瑞拉是世界上最大的石油储备国，长期以来，原油是该国最主要的收入来源，占出口总量的 95%。委内瑞拉政府用出售石油所得收益为人民购买药品和食品，并偿还中国、俄罗斯、油气服务供应商及其他组织的债务。用石油销售收益抵消国家预算赤字，导致了委内瑞拉国家石油集团（PDVSA）缺乏现金流来投资石油和天然气，全国各地因为基础设施破坏、替换零部件短缺的情况，导致石油和天然气的开采和生产连续停滞。除了糟糕的基础设施外，PDVSA 还需面临该国的贪污腐败、管理不善和经济危机，受到华盛顿政府威胁禁止向该国出口原油等困难，尤其是该政府背负高达 1960 亿美元的巨额债务（该国中央银行只有 96 亿美元的储备）使得 PDVSA 无法利用油价上涨的机会以增加石油产量。如今，该国石油产量每天减少 2 万至 5 万桶，目前产量处于近 30 年来的最低水平。委内瑞拉 2018 年 1 月的产量仅为 170 万桶/天，预计到 2018 年年底将减产至 120 万桶/天。

世界石油供求情况

世界石油供求情况预测



(数据来源: IEA)

国内石油行业纵观

国内石油天然气价值链



世界石油价格对越南石油行业的影响

2018年前6个月，世界原油价格涨势迅猛，对越南石油行业的生产和经营产生了积极影响。与2017年同期相比，越南原油出口价格上涨了37.3%。因此，尽管该商品的出口量与去年同期相比减少了一半左右，但石油仍然跻身出口额超过10亿美元的前20个商品之列。

与此同时，原油价格的上涨也对越南各石油企业的收入产生了积极影响。2018年前6个月的平均原油价格为73美元/桶（上涨18.6美元/桶 - 相当于2017年前6个月平均石油价格的30.1% - 54.4美元/桶），为越南国家油气集团PVN的财务指标（总收入和向国家预算纳税资金）做出了贡献，超额完成既定计划，且高于2017年同期。PVN集团的收入超过计划的21%，比2017年同期增长15.1%。

2018年前6个月的石油生产与进出口情况

2018年的前6个月，有利的天气条件对越南石油天然气的勘探与开采产生了积极影响。原油产量预计达710万吨，与2017年同期相比减少了9.7%，超出2018年的前6个月计划的3%，同时完成了今年计划的54.3%。

然而，原油产量同比有所减少，其原因来自于越南正面临着一些开采多年的大型石油开采基地减产的难题：白虎油田、进海C油田、黑狮子油田、金狮子油田等。这一事实导致2018年的前6个月原油出口量和出口额均同比持续下降。具体而言，出口总额减少了32.2%，出口总量减少50.7%。与之相反的是，与去年同期相比石油进口总额增加38.8%，达46亿美元，其中共有23种产品的进口总额超过10亿美元。

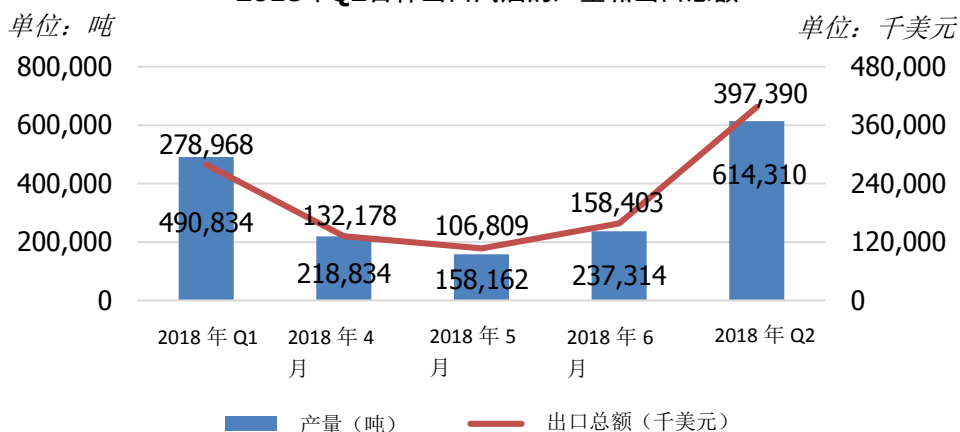
越南原油开采的亮点在于在勘探过程中在东白猫钻井发现一个新的石油天然气钻井 - 1X（越俄油气联营公司 VietsoPetro 的第09-1区块），Bunga Pakma - PM3CAA油田于2018年5月12日开始投入使用（比原计划早1个月19天）。这对于越南石油行业而言是一个喜讯，特别是当各大油田开始枯竭时，将对越南石油进出口产生巨大的影响。

2018年第二季度石油进出口详情

进出口总额

2018年第二季度，越南向世界各国与地区出口石油61.431万吨，出口额达3.9737亿美元。其中，6月的石油出口量最高为23.7314万吨，比5月高出7.9152万吨。虽然与2018年第一季度相比，2018年第二季度的石油出口量仅增加了20.1%，但是出口额增加了29.8%。造成这一现象的主要原因是一些OPEC国家的石油产量和委内瑞拉的大型石油储量下降，导致世界石油价格持续上涨。

2018年Q2各种出口汽油的产量和出口总额

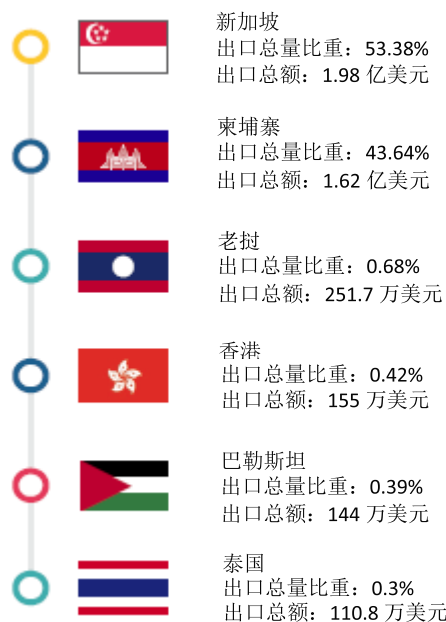


(数据来源: Vibiz、VNCS 总结)

越南石油出口市场

截至 2018 年第二季度末, 新加坡和柬埔寨成为越南出口石油的两大市场, 分别占 53.38% 和 43.64%, 出口总额分别为约 1.98 亿美元和 1.62 亿美元。除了老挝和泰国两个老客户外, 香港和巴勒斯坦也是 2018 年第二季度越南出口石油最多的国家和地区。

2018 年 Q2 越南汽油的各大出口市场

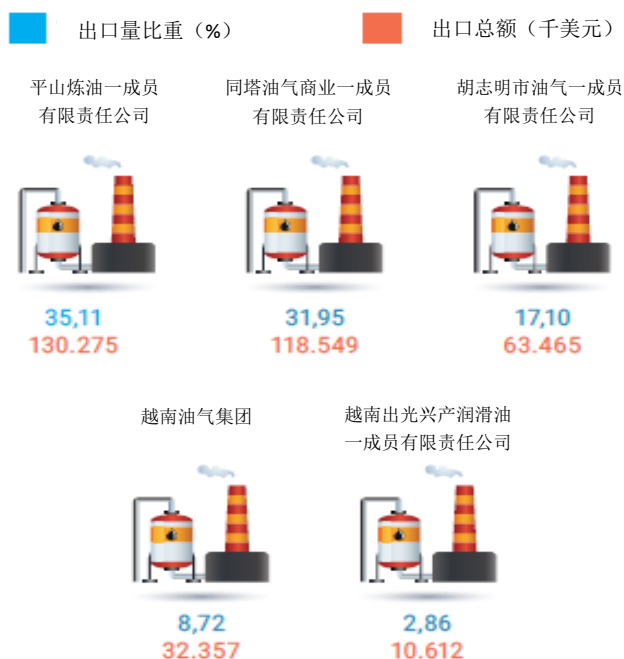


(数据来源: VNCS 总结)

杰出的各石油出口企业

2018 年第 2 季度, 越南企业石油出口量最大的前 5 强依旧是第 1 季度中提名的那些企业但部分企业的名次有所变化。领头羊依旧是平山炼油有限责任公司以及同塔油气商业股份有限公司, 占市场份额分别为 35.11%、31.95%。虽然在 2018 年第 2 季度由于领导层的变动公司遇到了一些困难, 但领导们坚定的信念和十足的干劲以及所有干部、职员、工人对公司的贡献帮助公司度过了难关并且出口总额相比于 2018 年第 1 季度上涨了 7.8%。

2018年Q2越南各大汽油出口企业



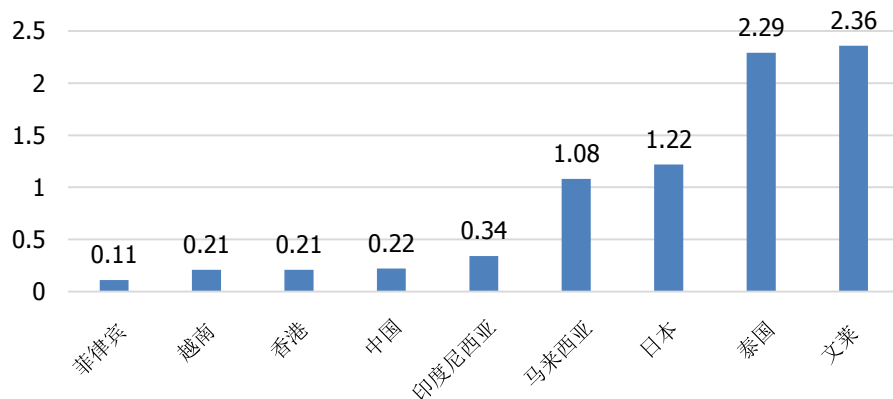
此外，位居第3名的是胡志明油气有限责任公司（该公司在第一季度中排名第4），下降至第4位的是越南油气集团（PLX）（该集团上一季度排名第3）。虽然名次下降但PLX集团第2季度的出口量达到了5.3567万吨，相比于第1季度出口量增长了近50%，总价值增长率近两倍。这说明第2季度PLX集团增大了出口量，但由于其他企业的增长力度更大因此导致PLX的排名下滑。

越南石油消费情况

国际商务监测调研公司（BMI）预计未来五年越南的石油消费量将实现年均复合增长率为4.7%，是世界其他地区的2.6倍。此外，专门从事能源分析的伍德-麦肯兹公司（Wood Mackenzie）还预测，2020年越南石油消费量将达到2240万吨，2025年将达到2290万吨。据估计，越南未来10年的石油消耗年均复合增长率将达约4.9%。

单位：升/日/人

东盟各国的人均汽油消费量



（数据来源：Globalpetrolprices）

此外，越南的石油消费量目前仍处于该地区的最低水平。根据全球汽油价格网站（Globalpetrolprices）2016年8月的数据，越南人均石油消耗量为0.21升/天，相当于泰国和印度尼西亚等邻国消费量的67%并且还不到马来西亚消耗量的20%。此外，越南石油现行价格低于东南亚其他国家平均价格的10%。上述所有因素都表明，越南未来石油消费市场增长潜力巨大，是越南国内石油天然气各油气企业开拓市场的良好机会。

结论

总体看来，虽然越南的石油业在过去一段时间面临了许多困难，但由于业内各企业的努力，已取得了诸多积极的成果。随着目前的发展势头，我们相信越南的石油业以及业内各企业将会继续取得更令人瞩目的数字。

平山炼油股份公司（BSR）纵观

发展及形成历史

平山炼油股份公司（BSR）的发展和形成分为三个阶段：

- 项目开展阶段（2005年至2008年）：由越南油气集团作为主投资方的榕桔炼油厂建设项目于2005年11月28日在广义省平山县榕桔经济开发区正式开始施工。
- 竣工与试点运行阶段（2008年至2011年）：
 - 2008年5月9日：平山炼油有限责任公司（BSR）成立，负责管理和运营榕桔炼油厂。
 - 2009年2月22日：工厂第一批产品投入生产并且越南质量检测局也为该工厂颁发了质量合格证书。
 - 2010年5月25日：试点运行阶段取得成功，工厂按照设计功率100%运行。
- 生产运行以及完善阶段（从2011年至今）：
 - 2011年1月6日：榕桔炼油厂由越南政府总理剪彩揭幕。
 - 2018年7月1日：平山炼油有限责任公司改名为平山炼油股份公司。
 - 2018年8月15日：平山炼油股份公司正式上市。

经营范围

- 生产精炼石油产品。
- 提供有关工厂运行、生产、加工、经营、进出口、储存、运输、石油分配、各石油产品、炼油服务设备等方面的业务。

BRS 子公司以及联营公司名单

| 公司名称 | 地址 | 经营领域 | 注册资金 (十亿越盾) | BSR 所有比例 |
|---------------------------------|----|--------------------------------------|----------------|----------|
| 附属核算单位 | | | | |
| 榕桔炼油厂扩建项目管理委员会— —平山炼油有限责任分公司 | 广义 | — 生产精炼石油产品 — 国内外炼油、生物燃料投资 发展项目 | | |
| 直属子公司 | | | | |
| 油气商业股份公司 | 广义 | 居民区经营与管理 | 175,22 | 96,53% |
| 中部油气生物燃料股份公司 | 广义 | 生产、进口各类生物燃料 | 1.120,45 | 65,86% |

（数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结）

目前，该公司有一家附属核算单位和两家独立的核算公司以及两笔长期投资其他两家公司的投资款。以下是各子公司以及相关经营领域名单：

| 公司名称 | 地址 | 经营领域 | 注册资本 (十亿越盾) | BSR的持有比例 |
|---------------------|----|---------------------|----------------|----------|
| 联营公司 | | | | |
| 油气工程维修与保养股份公司 (PMS) | 广义 | 为油气工程和机器设备提供维修和保养服务 | 80,00 | 8,75% |
| 越南石油仓库有限责任公司 | 头顿 | 石油储存仓库的投资建设和运行 | 55,69 | 7,99% |

BSR 公司的各类产品

| 序号 | 产品名称 | 产品介绍 | 设计产量 (单位：千吨/年) |
|----|-------------|---|-------------------|
| 1 | RON92 | RON92 是一种挥发性提取自石油的液体烃混合物，沸点通常为 30°C 至 215°C，通常含有少量附加物，但不含铅，可做发动机燃料。 | 1.400-1.800 |
| 2 | RON95 | RON95 是一种挥发性提取自石油的液体烃混合物，沸点通常为 30°C 至 215°C，通常含有少量附加物，但不含铅，可做发动机燃料。 | 600-700 |
| 3 | DO | 柴油燃料 (DO) 是一种从石油中提取的液体烃混合物，根据在高压缸中燃烧原理该混合物适合用作发动机燃料。 | 2.900-3.200 |
| 4 | FO | 生火燃料 (FO) 是用于在不同气候不同运行条件下各锅炉设备的燃料。 | 60-100 |
| 5 | JET A-1 | 航空燃油 Jet A-1 是用于飞机涡轮喷气发动机的喷气燃料。 | 80-400 |
| 6 | 液化石油气 (LPG) | 液化石油气 (LPG) 是一种石油衍生烃，主要成分为丙烷 (C3H8) 或丁烷 (C4H10) 或两者的混合物。在常温和常压下，该物质为气态，当压缩至一定压力或冷却至适当温度时，转化为液态。 | 400-420 |
| 7 | 聚丙烯颗粒 | 聚丙烯 (PP) 由丙烯，氢气和催化剂合成。聚丙烯应用于各种场所，同时也满足了国内市场对塑料制品的需求。 | 135-150 |
| 8 | 丙烯 | 该产品以液体的形式进行生产、保存以及销售。 | 136-150 |

(数据来源: BSR 财务报告、VNCS 总结)

股东结构

BSR 股东结构于 2018 年 10 月 1 日更新如下:

| 序号 | 股东结构 | 股票数量 | 持有比例 |
|----|---------------|---------------|------|
| 1 | 流通股数量 | 3.100.499.616 | 100% |
| 2 | 大股东持有比例 | 21.063.200 | 1% |
| | 国内股东 | 0 | 0% |
| | 国外股东 | 21.063.200 | 1% |
| 3 | 领导层和有关人员的持有比例 | 1.500 | 0% |
| 4 | 其他股东 | 3.079.434.916 | 99% |

* BSR 持股股东名单:

| 序号 | 股东名称 | 股票数量 | 持有比例 |
|----|---|------------|-------|
| 1 | KIM Vietnam Growth Equity Fund | 16.422.200 | 0,53% |
| 2 | KITMC Worldwide Vietnam RSP Balanced Fund | 4.177.000 | 0,13% |
| 3 | KITMC Worldwide Vietnam Fund II | 464.000 | 0,01% |

* BSR 持有股份的领导名单:

| 序号 | 股东名称 | 职务 | 股票数量 | 持有比例 |
|----|------|-----------|-------|-------|
| 1 | 阮玉英 | 副总经理 | 200 | 0,00% |
| 2 | 阮氏明海 | 财务-会计部门主管 | 1.300 | 0,00% |

(数据来源: VNCS 总结)

BSR 在行业中之地位

BSR 为越南唯一一家炼油厂

BSR 目前是越南唯一的在运营中的炼油厂, 其年均功率为 650 万吨原油, 投资资金为 30 亿美元。该厂家满足全国汽油需求的 30%。

凭借越南唯一炼油厂的地位, BSR 石油消费量占国内石油开采量的 40%以上。该厂家投入运营将有助于越南日益完善汽油开采与加工链。

至于产品输出方面, BSR 输出产品(主要为汽油和柴油)由越南 Petrolimex (占公司汽油销售收入的 41%)、PVOil (25%)、青礼、西贡石油等分销商进行分配。Petrolimex 和 PVOi 等两大分销商已占国内市场份额的 70%。

BSR 与同行业其他公司的财务状况相比

我们选择石油行业的各家企业来和 BSR 公司进行财政指数的比较。收集的数据截至 2018 年 9 月 19 日。对于总收入、资产收益率、净资产收益率等指标，我们采用 2017 年的数据来总结各公司一年以来的经营状况。

石油行业各企业的比较数据

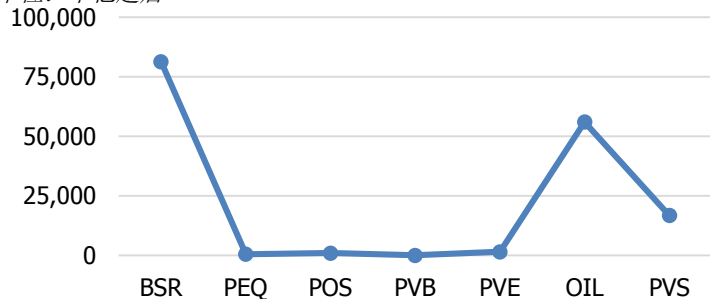
| 股票代码 | 注册资本 (十亿越盾) | 收入 (十亿越盾) | 账面价值 (越盾) | 每股盈余 (越盾) | 市盈率 (次) | 市净率 (次) | ROA (%) | ROE (%) |
|------------|----------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|--------------|--------------|
| BSR | 31.005 | 81.333 | 12.000 | 2.490 | 8,0 | 2,1 | 12,2% | 22,9% |
| PEQ | 31 | 574 | 13.896 | 4.909 | 7,2 | 2,6 | 9,9% | 27,4% |
| POS | 400 | 1.006 | 19.261 | 511 | 21,5 | 0,6 | 1,7% | 3,2% |
| PVB | 216 | 83 | 19.966 | 2.605 | 8,5 | 1,1 | 12,8% | 15,0% |
| PVE | 250 | 1.589 | 12.413 | 698 | 7,9 | 0,5 | 1,4% | 6,3% |
| OIL | 10.884 | 56.000 | 51.941 | 2.487 | 5,9 | 0,3 | 1,8% | 4,1% |
| PVS | 4.467 | 16.812 | 26.229 | 1.608 | 14,2 | 0,9 | 3,2% | 6,7% |

(数据来源: VNCS 总结)

比较结果显示, BSR 与同行业内的绝大多数企业相比在注册资本以及业绩方面均有十分突出的优势, 其肯定了 BSR 公司在行业内的龙头地位。

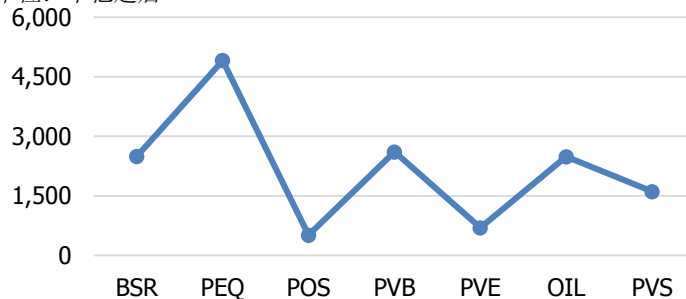
汽油行业各家从事企业的收入

单位: 十亿越盾

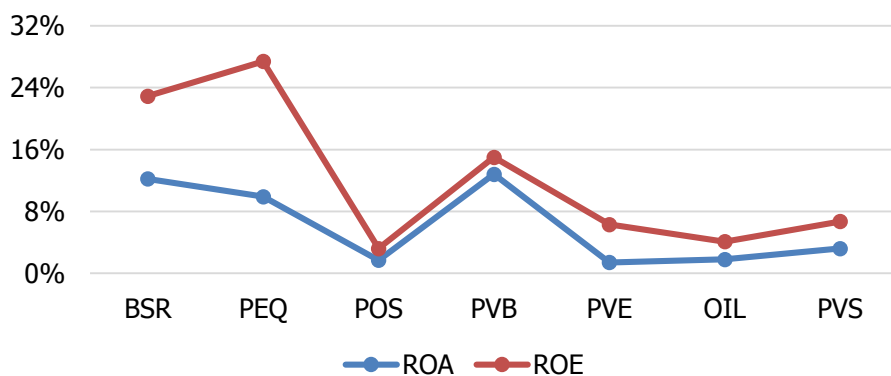


汽油行业各家从事企业的每股盈利

单位: 十亿越盾



汽油行业各家从事企业的资产收益率和净资产收益率



(数据来源: VNCS 总结)

BSR 生产活动状况

BSR 公司产量总的来说这些年都呈现出增长趋势，业绩也表现较为积极（数据来自最近公布的 2017 年 12 月公司通告）。

单位：千吨

| 产品 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 前 9 月 |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| E5 RON92 | 0 | 24,7 | 32,6 | 27,2 | 23,9 |
| RON95 | 963,1 | 847,2 | 1.341,0 | 1.295,4 | 776,5 |
| RON92 | 1.579,6 | 1.335,9 | 1.372,9 | 1.454,4 | 1.010,7 |
| Jet A-1 | 28,0 | 97,0 | 195,9 | 376,8 | 249,8 |
| Diesel 燃料 | 3.359,6 | 2.892,1 | 3.067,6 | 2.891,7 | 1.824,7 |
| FO | 112,1 | 138,8 | 137,7 | 120,8 | 98,8 |
| LPG | 409,5 | 357,3 | 448,4 | 490,0 | 315,6 |
| PP | 156,9 | 135,9 | 168,8 | 166,2 | 99,4 |
| Propylen | 8,9 | 5,9 | 0 | 3,0 | 0 |
| 硫磺 | 1,1 | 1,0 | 1,6 | 1,9 | 1,2 |
| 总产量 | 6.618,9 | 5.835,6 | 6.766,4 | 6.827,2 | 4.400,5 |

（数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结）

2013 年至 2017 年间，由于技术部门进行技术改进促使生产效率在一定程度上得到了提高，每年平均增长率为 1.1%。过去一段时间里各产品年产量增加 7 万吨。虽然如此，但为了进一步提高原油加工能力，提高工厂效率，公司需要开展扩建和升级项目。2014 年，由于工厂总体保养计划需停工近两个月，这致使该公司年产量相比于 2013 年下降了 11.83%。

2017 年，总产量达 610 万吨，由于工厂进行了为期 52 天的大维修因此产量相比于 2016 年下降了 10%。该公司生产的产品销量接近 100%，因此销量与产量几乎持平。

接下来的时间，BSR 集团预计将开展榕桔炼油厂升级项目。本阶段，BSR 生产产量出现较大变动，然而经营生产质量仍得到保证。

BSR 在未来几年的生产产量预测

单位：千吨

| Sản phẩm | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| RON92/E5 RON92 | 1.513 | 1.486 | 1.282 | 1.349 | 2.608 |
| RON95 | 981 | 997 | 860 | 826 | - |
| RON97 | - | - | - | 18 | 409 |
| Jet A-1 | 131 | 131 | 113 | 138 | 660 |
| Diesel 燃料 | 3.315 | 3.333 | 2.875 | 2.902 | 3.079 |
| FO | 89 | 90 | 77 | 80 | 120 |
| LPG | 428 | 423 | 365 | 366 | 345 |
| PP | 154 | 153 | 132 | 133 | 148 |
| Propylen | - | - | - | - | - |
| 硫磺 | 6 | 6 | 5 | 7 | 36 |
| Asphalt | - | - | - | 20 | 446 |
| 总产量 | 6.617 | 6.619 | 5.709 | 5.839 | 7.851 |

（数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结）

由于 BSR 受到整体维修工作的影响，故其产品产量周期约为 3 年。其中，2020 年 BSR 将进行第四次整体维修致使其产量会下降至 570 万吨。由于 BSR 升级项目的完工工作将使该厂家必须在两个月时间内暂时停止生产活动，故 BSR 产品在 2021 年的生产总量预计仅达 580 万吨。

自 2022 年，在 BSR 升级扩建项目完成之后，其产品产量可提升至约 790 万吨，同时 RON97 和 Asphalt（沥青石蜡）等新产品将得以生产。另外，公司产品结构按照市场需求而进行灵活改变。然而，BSR 主要产品仍为汽油和柴油燃料（占据产品产量结构的 90%）。

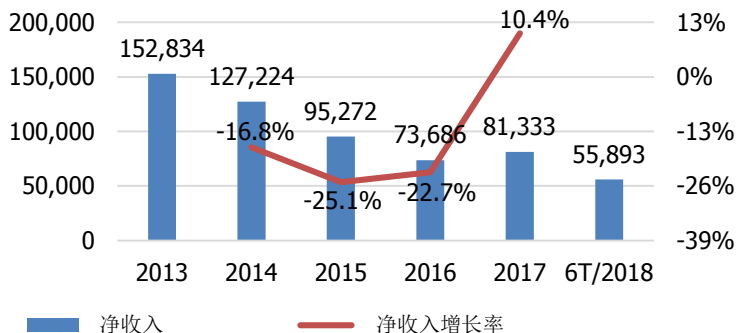
BSR 经营活动状况更新与评估

经营活动的增长较为良好

BSR 最近 5 年的经营业绩变动较大。其原因来自于原油价格直接影响到公司产品售价。原油、汽油和柴油（Diesel Oil）供求市场在不同时间的差额促使其入厂和出厂价呈现波动态势。另一原因是受到工厂维修活动的影响，其促使该厂家必须暂时停止生产活动，减少产品生产产量。然而由于炼油业的特殊，故收入指标不准确反映经营业绩。

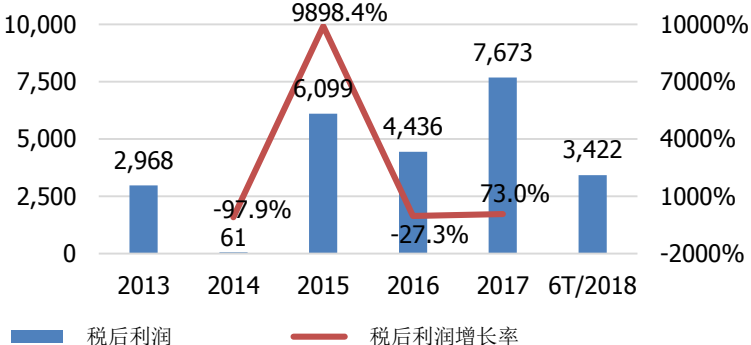
净收入和净收入增长率

单位：十亿越盾



税后利润和税后利润增长率

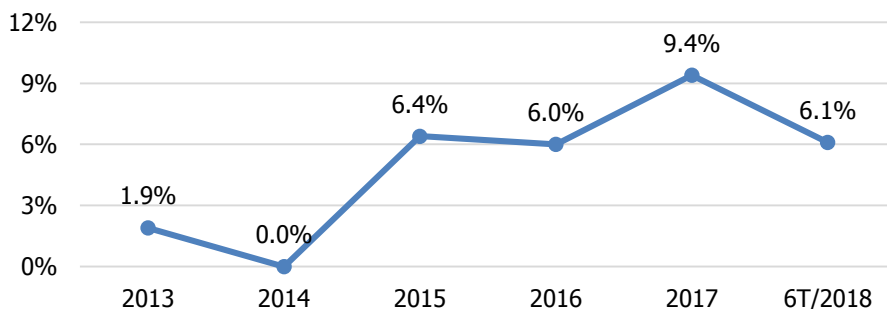
单位：十亿越盾



(数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结)

BSR 经营活动的亮点在于在 BSR 收入、利润波动较大的背景下，其利润年均复合增长率仍达到高位至 27%，尤其是凭借纳入机制得以消除和产品出厂价和原油输入价的差距增长促使 BSR 在 2017 年的税后利润突破增长。BSR 税后利润的积极增长促使其最近几年税后利润率仍保持 6% 以上的增长率。总体而言，BSR 仍达到良好经营结果。

税后利润率增长走势图



(数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结)

2018年，BSR 业务目标如下：

- 生产产量：657 万吨。
- 收入：78.221 万亿越盾（同比下降 4%）。
- 税后利润：3.492 万亿越盾（同比下降 46%）。

2018年前7月，BSR 业务活动呈现积极增长态势，其预达到经营业绩如下：

- BRS 运营功率：110%。
- 生产产量：413.9 万吨（完成前 7 月计划的 113%和年度计划的 63%），产品销售量达 411.4 万吨（完成前 7 月计划的 113%和年度计划的 63%）。
- 收入：66.488 万亿越盾（完成前 7 月计划的 147%和年度计划的 85%）。
- 税后利润：3.597 万亿越盾（完成前 7 月计划的 172%和年度计划的 103%）。

截至 2018 年前 9 月，我们预计 BSR 将取得如下经营业绩：

- 收入：94.983 万亿越盾（同比增长 17%）。
- 税后利润：5.65 万亿越盾（同比下降 27%）。

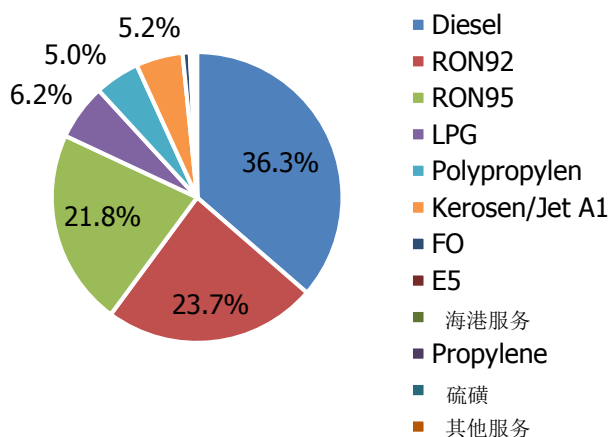
随着目前的发展趋势，我们预计截至 2018 年年底 BSR 经营业绩具体如下：

- 收入：94.983 万亿越盾（同比增长 17%）。
- 税后利润：5.65 万亿越盾（同比下降 27%）。

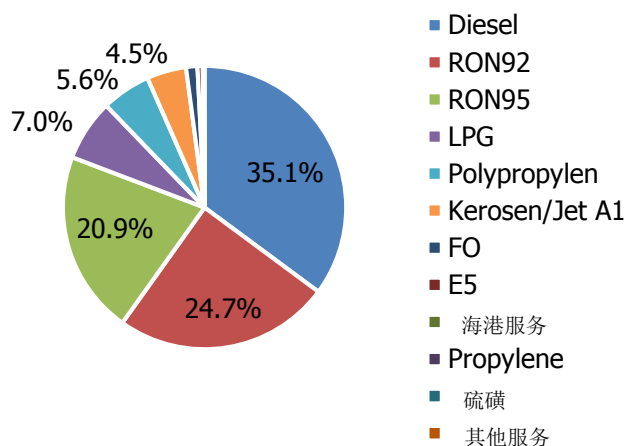
榕桔炼油厂升级扩建项目正在施工并预计将在 2022 年正式完工，这一项目大有可能影响到 BSR 利润，因此我们预计 2018 年 BSR 利润会有所下降。

鉴于 BSR 收入结构：

BSR的2016年收入结构



BSR的2017年收入结构



（数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结）

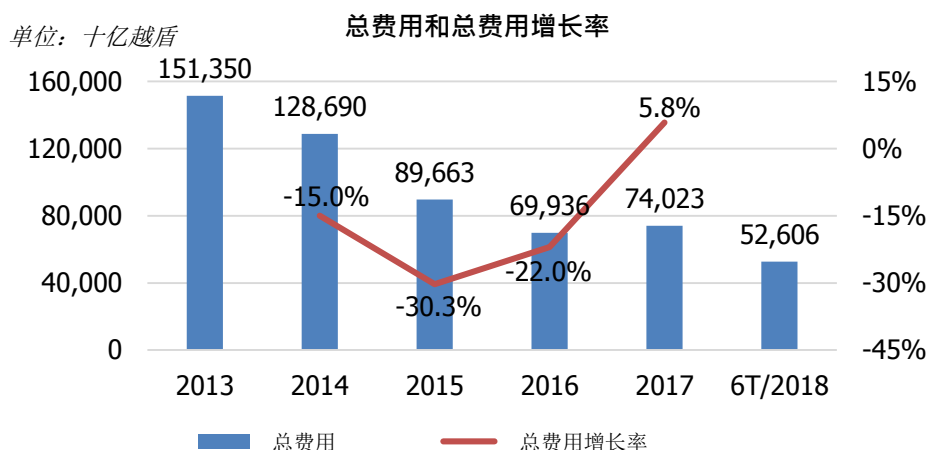
BSR 收入主要来源于 DO、RON92、RON95 等传统产品，这些产品亦是精炼过程的主要产品，占总收入的 85%。尽管汽油产量低于 DO 产量，但该公司的汽油产品具有更佳的销售价格促使汽油产品收入比重高于销售产量结构。

另一方面，BSR 正在通过提高车间的产能来实现产品多样化，尤其是炼油产品（聚丙烯颗粒——PP）。PP 颗粒虽然仅占总收入的 4-5%，但其为公司毛利润率贡献超过 1 万亿越盾，相当于占公司毛利润率的 20%。

由此可见，BSR 重视发展 DO 燃料、RON92 和 RON95 汽油及聚丙烯颗粒等四大主要产品。

严格管理费用

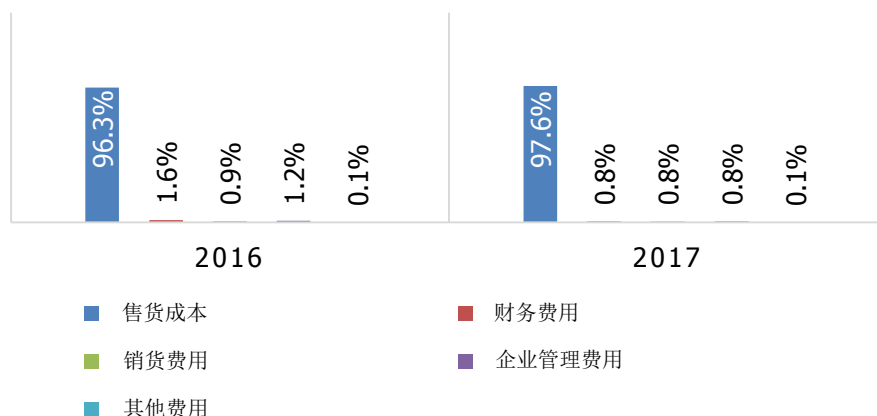
鉴于费用，BSR 总费用相当稳定，费用增长率一直低于该公司的收入和利润增长率。截至 2018 年 6 月底，BSR 费用管理工作继续取得良好结果。具体而言，2018 年上半年，BSR 生产成本减少 5638 亿越盾，超额完成目标 16.8%（4826 亿越盾），其中值得注意的是，加工消耗与能源优化等两大主要费用为 4950 亿越盾。



(数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结)

鉴于费用结构，BSR 费用结构逐年未有太大波动，销货成本一直占总费用的最高比例超过 95%。其余费用占较小比例，仅占 1%，并且逐年未有太大波动。

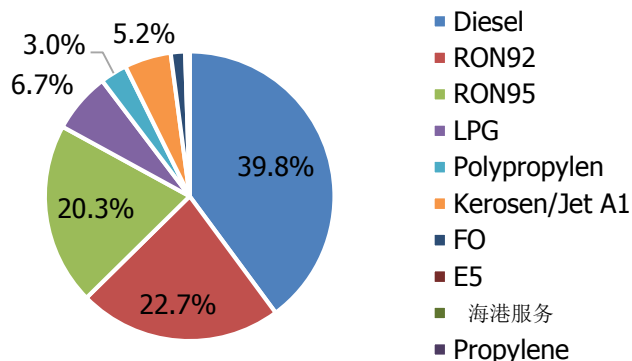
BSR 的 2016-2017 年间费用结构



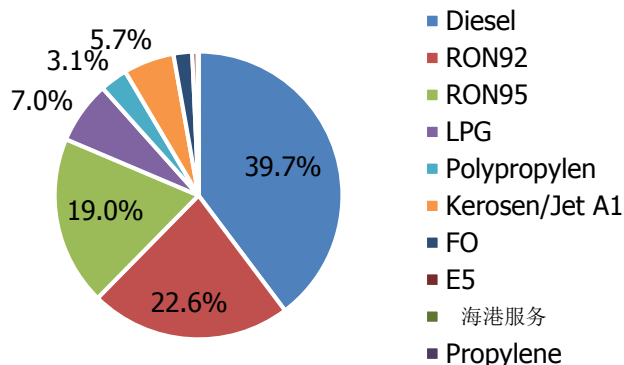
(数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结)

鉴于销售成本结构，传统产品（RON92、RON95 汽油和 DO 燃料）占公司销售成本的 80-90%。RON92 和 DO 燃料价格之间的差异促使 DO 燃料的比例逐年趋于下降。然而，DO 燃料仍占 BSR 销售成本结构的最大比例。RON92、RON95 倾向于增加产量以满足市场需求。RON92、RON95 和 E5 RON92 等三个产品的价值相当于 DO 燃料价值，占 BSR 销售成本结构的 40%以上。其次是 LPG、聚丙烯颗粒和 Jet A1 等产品的成本。其余产品仅占较小的比例。可见，BSR 销售成本结构相当于该公司的收入结构。

BSR的2016年售货成本结构



BSR的2017年售货成本结构

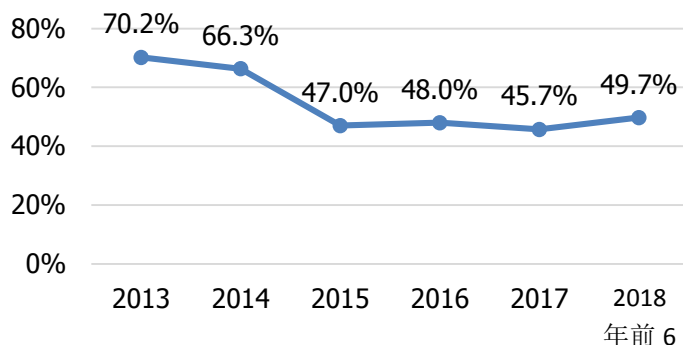


(数据来源: BSR 财务报告、VNCS 总结)

财务状况稳健

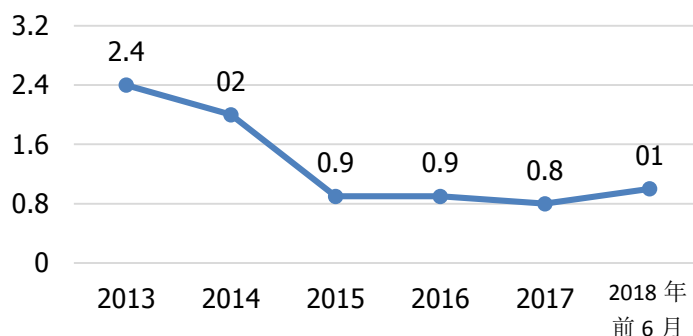
最近 5 年来，BSR 总资产规模趋于下降趋势。其主要来源于近年来原油价格下跌导致筹资资金规模有所下降。另一方面，该公司固定资产主要为机械、设备、年度折旧价值较高的科技车间（每年总价值约 2.3 万亿越盾），这些因素也是 BSR 总资产规模有所下降的原因。然而，在未来一段时间内，由于榕桔工厂升级扩建项目正在实施并预计将于 2022 年投入运营，BSR 资产规模将会进一步扩大。与资产规模下降趋势相反，多年来，BSR 所有者权益逐年增长，尤其是，总债务也趋于下降趋势导致 BSR 资产负债率和负债权益比率一直处于较低水平，这体现 BSR 在财务管理方面一直保持主动性。

资产负债率



单位: 次

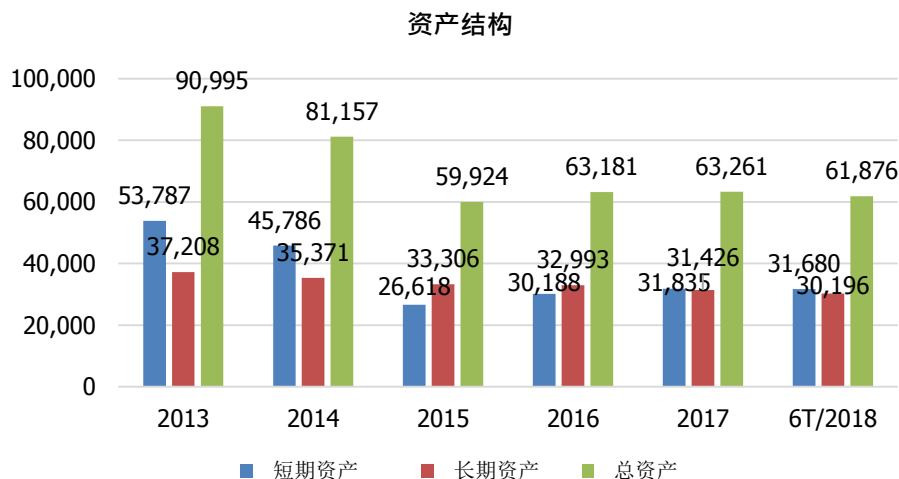
负债权益率



(数据来源: BSR 财务报告、VNCS 总结)

鉴于 2017 年最近财年的资产结构，BSR 短期资产和长期资产的比例是相对的。在短期资产中，现金及现金等价物、应收款项和库存等是价值最高的款项。短期应收款项主要来源于越南石油集团、胡志明市油气一成员有限公司、越南同塔省油气商业一成员有限公司等大客户的应收短期款项。对于库存而言，这是用于公司经营生产活动的原材料和工具。鉴于长期资产，BSR 长期资产价值主要集中在机械、设备、高技术车间等固定资产。

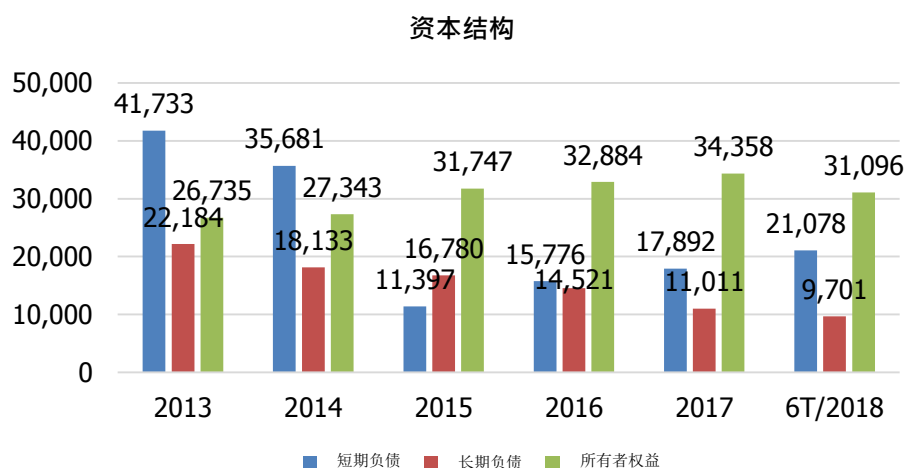
单位：十亿越盾



(数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结)

鉴于 2017 年最近财年的资本来源，BSR 所有者权益占总资本的比例高于总债务，具体而言，所有者权益和总债务分别占总资本的 54% 和 46%。

单位：十亿越盾



(数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结)

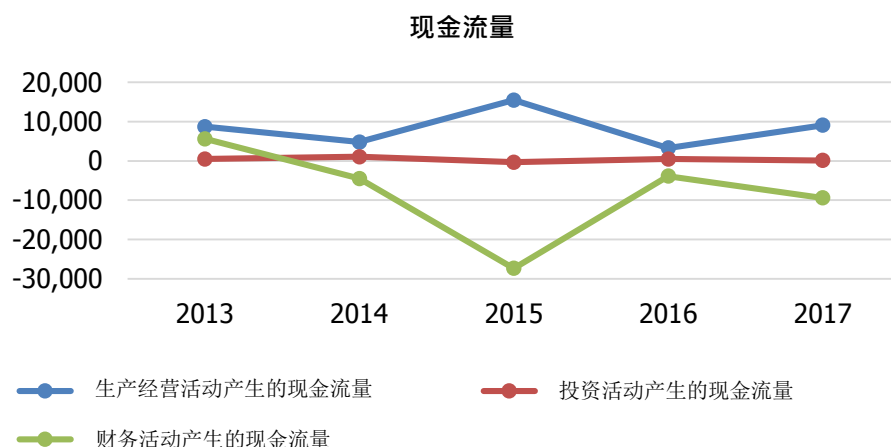
鉴于所有者权益，2017 年，越南国家油气集团向 BSR 提供 4140 亿越盾的资金以实施升级扩建项目。此外，BSR 也根据现行法规向发展投资基金额外拨款 2.313 万亿越盾。

鉴于总债务，BSR 短期资产占总资产的 62%，长期资产占 32%。“卖方应付款项”和“短期借款”是 BSR 短期资产中的两个价值最高的款项。卖方应付款项是支付给黄龙公司、九龙联营公司、升龙联合运营公司等原油服务供应单位。BSR 短期借款主要是到期长期负债。鉴于长期借款，由于该公司正在按计划支付榕桔炼油厂建设期间的借款，BSR 长期借款继续下降，此外，本年度尚未发生任何其他长期债务。由此可见，BSR 正在有效地管理其资本。

现金流量较为积极

BSR 最近 5 年的现金流量：

单位：十亿越盾



(数据来源：BSR 财务报告、VNCS 总结)

BSR 现金流量处于积极趋势。多年来，BSR 经营活动产生的现金流量均为正数，其体现 BSR 有望确保经营生产活动带来的实际金额。由于 BSR 支付资金购买固定资产和其他长期资产或从股息和投资回报的利息，因此 BSR 投资活动的净现金流量有所波动。BSR 财务活动产生的净现金流量为负数主要来源于 BSR 正在积极支付榕桔炼油厂项目的长期贷款。纵观可见，BSR 现金流量始终保持稳定和积极状态。

建议

鉴于 BSR 前 9 月经营状况，由于受榕桔炼油厂升级扩建项目施工的影响，我们预测，较 2017 年相比，BSR 收入将增长 17%，利润将减少 27%，预计该项目于 2022 年竣工。因此，越南建设证券预测，BSR 股票的每股盈利为 1822 越盾。

我们已收集了 BSR 世界同行企业的财务数据来进行比较，BSR 股票估值具体如下（截至 2018 年第二季度的数据）：

| 证券代码 | 公司 | 国家 | P/E | P/B | P/S |
|---------------------|-------------------------------------|-----|-------------|------------|------------|
| MOH:GA | Motor Oil Hellas Corinth Refineries | 雅典 | 7,33 | 2,38 | 0,3 |
| ORL:IT | Oil Refineries Ltd | 以色列 | 4,48 | 1,15 | 0,24 |
| 010950.KS | S-Oil Corporation | 韩国 | 18,8 | 2,32 | 0,8 |
| INE002A01018 | Reliance Industries Limited | 印度 | 20,18 | 2,5 | 1,1 |
| BSR | 平山炼油股份公司 | 越南 | 8,0 | 2,1 | 0,8 |
| | 平均 | | 11,8 | 2,1 | 0,6 |

（数据来源：VNCS 总结）

总而言之，通过运用市盈率 P/E 方法和股权自由现金流模型 FCFE 方法对 BSR 进行估值，BSR 股目前市价分别为 2.15 万越盾/股和 1.95 万越盾/股。因此，我们估计 BSR 股票的公允价值为 2.00 万越盾/股，相当于 P/E 为 10.7 倍。该价格较 BSR 目前市价（1.59 万越盾/股）高出 26%。因此，越南建设证券建议各位投资者对 BSR 股进行 6-12 个月的中长期投资。

附录：越南平山炼油股份公司的财务报表

经营业绩报表（单位：十亿越盾）

| KẾT QUẢ KINH DOANH | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 售货与服务提供的纯收入 | 127.224 | 95.272 | 73.686 | 81.333 |
| 销货成本 | 125.347 | 85.438 | 67.353 | 72.239 |
| 售货与服务提供的毛利润 | 1.878 | 9.834 | 6.333 | 9.093 |
| 财务活动的收入 | 1.478 | 784 | 928 | 783 |
| 财务支出 | 2.437 | 2.273 | 1.098 | 572 |
| 售货支出 | 567 | 599 | 618 | 588 |
| 企管支出 | 295 | 1.060 | 831 | 571 |
| 经营活动的纯收入 | 56 | 6.687 | 4.715 | 8.145 |
| 其他利润 | 12 | -314 | -11 | -35 |
| 联营公司的利润/亏损 | -5 | | | |
| 税前会计利润总额 | 64 | 6.373 | 4.704 | 8.110 |
| 企业的税后利润 | 61 | 6.055 | 4.436 | 7.673 |
| 母公司股东的税后利润 | 129 | 6.133 | 4.483 | 7.711 |

资产负债表（单位：十亿越盾）

| 资产负债 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 短期资产 | 45.787 | 26.055 | 30.182 | 31.835 |
| 现金及现金等价物 | 25.014 | 12.861 | 12.784 | 12.591 |
| 短期财务投资款项 | 4 | 2 | 4 | 4 |
| 短期应收款项 | 12.835 | 7.771 | 10.494 | 11.103 |
| 库存 | 7.772 | 5.320 | 6.805 | 8.043 |
| 其他短期资产 | 162 | 101 | 95 | 93 |
| 长期资产 | 35.371 | 33.306 | 32.508 | 31.426 |
| 固定资产 | 34.826 | 33.005 | 31.704 | 29.507 |
| 投资房地产 | | | | |
| 长期财务投资款项 | 20 | 11 | 11 | 11 |
| 总资产 | 81.158 | 59.361 | 62.690 | 63.261 |
| 负债 | 53.814 | 28.128 | 30.117 | 28.821 |
| 短期负债 | 35.681 | 11.348 | 14.956 | 17.810 |
| 长期负债 | 18.133 | 16.780 | 15.161 | 11.011 |
| 所有者权益 | 27.056 | 31.233 | 32.573 | 34.440 |
| 所有者的投资金额 | 28.146 | 28.602 | 29.315 | 28.602 |
| 股本剩余 | | | | |
| 未分配税后利润 | -1.159 | 854 | -3 | -6 |
| 少数股东的收益 | 289 | | | |
| 资本总计 | 81.158 | 59.361 | 62.690 | 63.261 |

基本财务指标

| 财务指标 | 单位 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 个股指数 | | | | | |
| 流通总股数 | 百万股票 | 2.815 | 2.860 | 2.932 | 2.860 |
| 平均流通总股数 | 百万股票 | 2.815 | 2.860 | 2.932 | 2.860 |
| 每股账面价值 | 越盾 | 9.612 | 11.021 | 11.147 | 11.954 |
| 营业额/股 | 越盾 | 45.201 | 33.310 | 25.136 | 28.436 |
| 有形账面价值/股 | 越盾 | 9.594 | 10.979 | 11.098 | 11.874 |
| 现金流价值/股 | 越盾 | 1.702 | 5.420 | 1.128 | 3.182 |
| 每股收益 | 越盾 | 46 | 2.159 | 1.529 | 2.696 |
| 财务潜力 | | | | | |
| 现金兑比率 | | 0,7 | 1,1 | 0,8 | 0,7 |
| 速动比率 | | 1,1 | 1,8 | 1,5 | 1,3 |
| 流动比率 | | 1,3 | 2,3 | 1,9 | 1,8 |
| 长期借款/所有者权益 | | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,3 |
| 长期借款/总资产 | | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| 短期借款/所有者权益 | | 1,6 | 0,6 | 0,5 | 0,4 |
| 短期借款/总资产 | | 0,6 | 0,3 | 0,3 | 0,2 |
| 短期负债/所有者权益 | | 1,3 | 0,4 | 0,5 | 0,5 |
| 短期负债/总资产 | | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| 总负债/所有者权益 | | 2,0 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |
| 负债总额/总资产 | | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| 目前财务状况 | | | | | |
| EBIT | 十亿越盾 | 1.015 | 8.284 | 4.885 | 7.934 |
| EBITDA | 十亿越盾 | 3.412 | 10.706 | 7.414 | 10.513 |
| 毛利润 | % | 1,5% | 10,4% | 8,6% | 11,2% |
| 税息折旧及摊销前利润 | % | 2,7% | 11,2% | 10,1% | 12,9% |
| 息税前利润 | % | 0,8% | 8,7% | 6,6% | 9,8% |
| 税前利润率% | % | 0,1% | 6,7% | 6,4% | 10,0% |
| 经营利润率 | % | 0,0% | 7,1% | 6,4% | 10,0% |
| 净利润率 | % | 0,1% | 6,4% | 6,0% | 9,4% |
| 资产周转率 | | 1,5 | 1,4 | 1,2 | 1,3 |
| 所有者权益周转率 | | 4,7 | 3,2 | 2,3 | 2,4 |
| 管理效果 | | | | | |
| ROE% | % | 0,5% | 20,9% | 13,9% | 22,9% |
| ROA% | % | 0,2% | 8,8% | 7,3% | 12,2% |
| 客户应收账款周转率 | | 9,3 | 9,6 | 8,7 | 7,9 |
| 客户收账平均时间 | 日 | 39,0 | 38,0 | 42,0 | 46,0 |
| 库存周转率 | | 10,1 | 10,5 | 10,1 | 9,6 |
| 库存处理平均时间 | 日 | 36,0 | 35,0 | 36,0 | 38,0 |
| 供应商应付账款周转率 | | 14,7 | 15,7 | 13,2 | 10,6 |

| | | | | | |
|-----------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 供应商支付平均时间 | 日 | 25,0 | 23,0 | 28,0 | 34,0 |
| 估价 | | | | | |
| 市值 | 十亿越盾 | 57.785 | 58.720 | 60.184 | 58.720 |
| 企业价值(EV) | 十亿越盾 | 77.229 | 65.233 | 63.879 | 60.355 |
| 市盈率 P/E | | 446,2 | 9,5 | 13,4 | 7,6 |
| 稀释每股受益 | | 446,2 | 9,5 | 13,4 | 7,6 |
| P/B 市价对账面价值率 | | 2,1 | 1,9 | 1,8 | 1,7 |
| P/S 每股价格 | | 0,5 | 0,6 | 0,8 | 0,7 |
| P/Tangible Book | | 2,1 | 1,9 | 1,9 | 1,7 |
| P/Cash Flow | | 12,1 | 3,8 | 18,2 | 6,5 |
| 企业价值/经营额 | | 0,6 | 0,7 | 0,9 | 0,7 |
| 企业价值/税息折旧及摊销前利润 | | 22,6 | 6,1 | 8,6 | 5,7 |
| 企业价值/息税前利润 | | 76,1 | 7,9 | 13,1 | 7,6 |

VNCS 研究所——邮箱: vncs.research@vn-cs.com

作者: 陈武芳莲

企业&行业分析部门——分析专员

邮箱: lientvp@vn-cs.com

VNCS 研究所

杜宝玉

副总兼 VNCS 研究所所长

邮箱: ngocdb@vn-cs.com

企业&行业分析部

阮德明

高级分析专员

邮箱: minhnd@vn-cs.com

陈武芳莲

分析专员

邮箱: lientvp@vn-cs.com

武倬阳

分析专员

邮箱: duongvt@vn-cs.com

宏观经济&股市行情分析部

刘志抗

宏观经济&股市行情分析部门

副主管

邮箱: khanglc@vn-cs.com

杜氏红

分析助理

邮箱: huongdt@vn-cs.com

系统建议: 越南建设证券股份公司 (VNCS) 系统建议: 建立基于估值 12 个月目标价格和市场价格差异。

| 次序 | (目标价格 - 当前价格) / 当前价格 |
|------|----------------------|
| 买入 | $\geq 20\%$ |
| 乐观 | 从 10% 至 20% |
| 市场适度 | 从 -10% 至 +10% |
| 不乐观 | 从 -10% 至 -20% |
| 卖出 | $\leq -20\%$ |

免责声明: 版权于 2018 年属于越南建设证券股份公司 (VNCS)。本材料中的所有信息和资料均来源于可靠渠道, VNCS 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。上述分析、观点、建议未必是 VNCS 官方观点, 大部分均是发布者基于目前市场情况而作出的。材料中的建议均由分析专员基于基本分析系统的基础上进行研究分析, 但 VNCS 及其雇员对使用或信赖本材料及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本材料版权归 VNCS 所有, 若未经授权不允许任何个人或组织进行复制、转载、发布或出版。

越南建设证券股份公司

河内市纸桥君中和坊陈维兴路 117 号 Grand Plaza 大厦

联系: +84 24 3926 0099 · 传真: 04.39263411 · 官网: <http://vn-cs.com> · QQ: vnscskey02 · 微信: vnscskey