

COTECCONS 建筑股份公司 (HSX 代码: CTD)

首次报告 2018.09.24

COTECCONS - 努力保持龙头地位

Coteccons 建筑股份公司基本财务指标:

建议	可观
目标价格 (越盾)	188.000
涨价潜力	11%
股息	50-55%
股息收益率	3,2 %

指标	2015	2016	2017	2018F
净收入 (十亿越盾)	13.669	20.783	27.153	28.000
收入增长率	79,1%	52,0%	30,7%	3,1%
毛利润 (十亿越盾)	1.112	1.799	2.016	1.708
毛利率	8,1%	8,7%	7,4%	6,1%
税后利润 (十亿越盾)	733	1.422	1.653	1.500
税后利润增长率	51,2%	48,5%	13,9%	-9,3%
税后利润率	5,4%	6,8%	6,1%	5,4%
每股收益 (越盾)	14.770	20.670	21.450	19.160

最近 6 个月股价变动



2018. 09. 24 股价信息

目前价格 (越盾)	169.800
上市总股数	78.355.000
注册资金 (十亿越盾)	783,55
市值 (十亿越盾)	13.293,37
52 周高低位	231.400-118.100
%外资持股比例	43,75%
%外资持股比例限制	100%

财务指标

指标	2015	2016	2017
EPS (越盾)	14.770	20.670	21.450
BV (越盾)	69.200	80.900	93.609
股息 (%)	50	55	50
ROA (%)	8,52	12,11	10,32
ROE (%)	20,54	22,81	22,62

主营业

Coteccons 建筑股份公司自 2004 年 8 月 24 日正式改制为股份公司, 专门为民用、工业和道路基础设施等各类建设项目提供设计和施工服务。

投资论点:

- 在公共、私人及外国等投资资金均日益增加的良好条件下, 越南建筑业被视为东南亚地区最具优势的产业之一。
- 目前 Coteccons 是越南的龙头建筑公司, 作为国内诸多大型建设项目的设计和施工承包商 (D&B), 以“全包服务形式”为客户提供服务。目前在越南, 仅有大型企业才有足够的能力和条件来实施该承包形式, 而 Coteccons 就是其中的先锋者。
- 2018 年, Coteccons 将与一些大型项目进行签署价值超过 30 万亿越盾的新合同, 以保持其市场份额并确保经营业绩的增长。
- 2017 年, Coteccons 已高效完成所既定目标。该公司的平均股息支付率高达 50%。
- 截至 2018 年第二季度底, Coteccons 已完成全年经营目标的 48%。2018 年, 由于公司本身和建筑业带来的一些风险, Coteccons 在业务目标制定工作中保持谨慎态度。根据评估其实际潜力, 我们预测 Coteccons 能够完成 2018 年全年目标。
- Coteccons 的稳定财务状况体现在其总资产和所有者权益在近年来均一直保持的增长态势。而且, 其资本负债比率和负权益比率亦处于安全水平。

投资风险:

- 其一, 宏观经济因素变化带来的风险 (包括利率、汇率、通胀等) 会影响到建筑成本费用和市场销售能力。
- 其二, 该公司的风险包括实施项目的进度与现金流的流动性等建筑业的的风险。然而, 根据当前的财务状况和项目的实际执行情况, Coteccons 可能能够将这一风险降至最低水平。
- 其三是公司内在存在的风险, 公司规模不断扩大导致公司人事不稳定的不良现象, 高层人员处于动荡之中。

建议: 通过运用市盈率 P/E 和股权自由现金流模型 FCFE 的计算方法, 我们预计 CTD 股的公允价值为 18.8 万越盾/股, 较 16.98 万越盾/股的市价高 11%。因此, 越南建设证券建议 CTD 股收益率较为可观, 故各位投资者可以对 Coteccons 进行 6-12 个月的中长期投资。

数据来源: VNCS 总结

行业与企业纵览

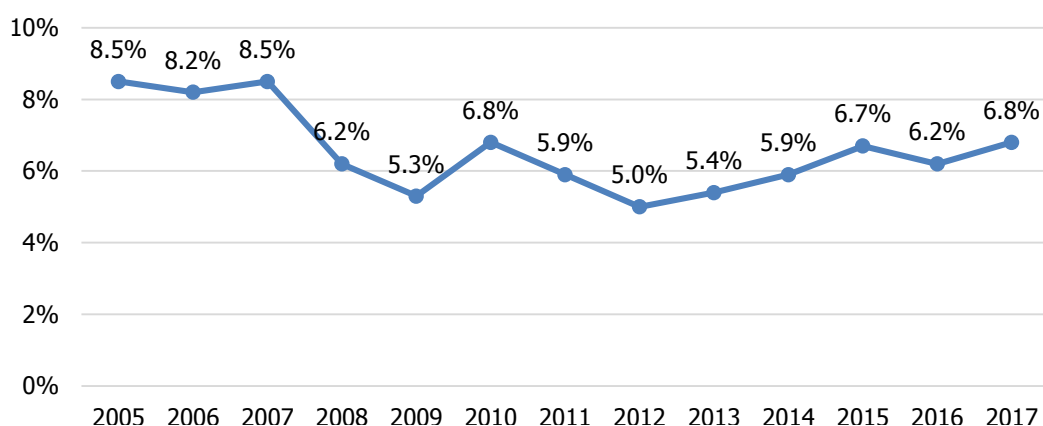
越南建筑业和房地产业纵览

积极影响到越南房地产及建筑市场的主要因素

宏观经济因素

近期越南 GDP 增长率显著越南整个经济体的逐步复苏。随着全球经济的发展态势，2017 年越南发展情况表现尤为活跃。根据越南统计局（GSO）的数据，2017 年越南 GDP 增长率达 6.81%，超出越南政府既定目标的 6.7%。这一成果是依靠越南大多数经济行业的改善。服务业在全国 GDP 结构中占据最多至逾 41%，其次是工业以及建筑业为 33%，主要原因是外资的大幅增加。

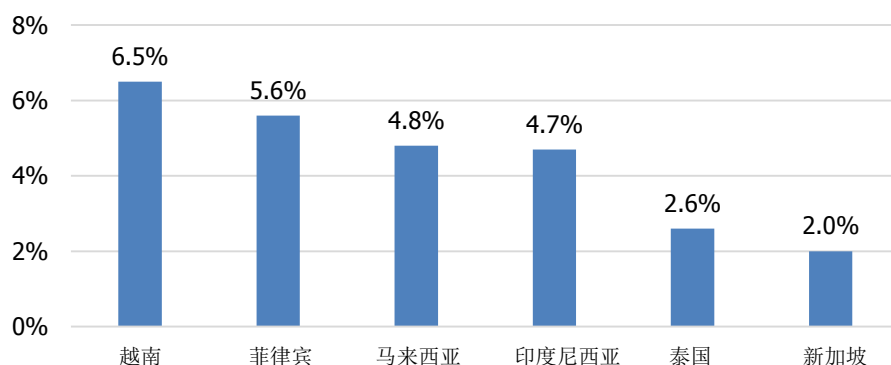
越南GDP增长率走势图



(资料来源: GSO)

根据 EIU 的报告，尽管东盟第六大经济体的越南为次于新加坡、马来西亚、菲律宾、印度尼西亚和泰国的国家，但预期其 GDP 增长率在 2018 年可达地区最高水平。

2018年越南较地区内各国的GDP增长率预测



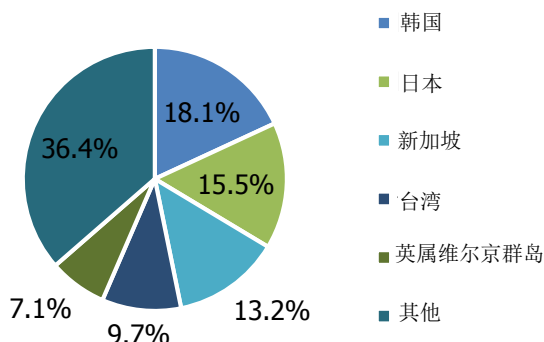
(资料来源: GSO 和 EIU)

涌入越南房地产业的外国直接投资 (FDI) 情况

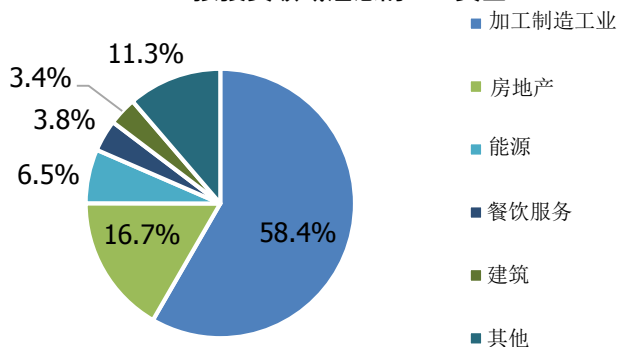
在 2012-2017 年阶段，房地产是越南最具吸引力的第二大领域（占 17% 左右），累计共有总价值为 532 亿美元的 634 个项目。与此同时，韩国为越南最大的外来投资国，其投资总额为 577 亿美元，其次是日本为 495 亿美元和新加坡为 422 亿

美元。在胡志明市首添郡联合都市区，总价值近 8.86 亿美元的一些令人瞩目项目是来自韩国开发商的。

按投资伙伴汇总的FDI资金



按投资领域汇总的FDI资金

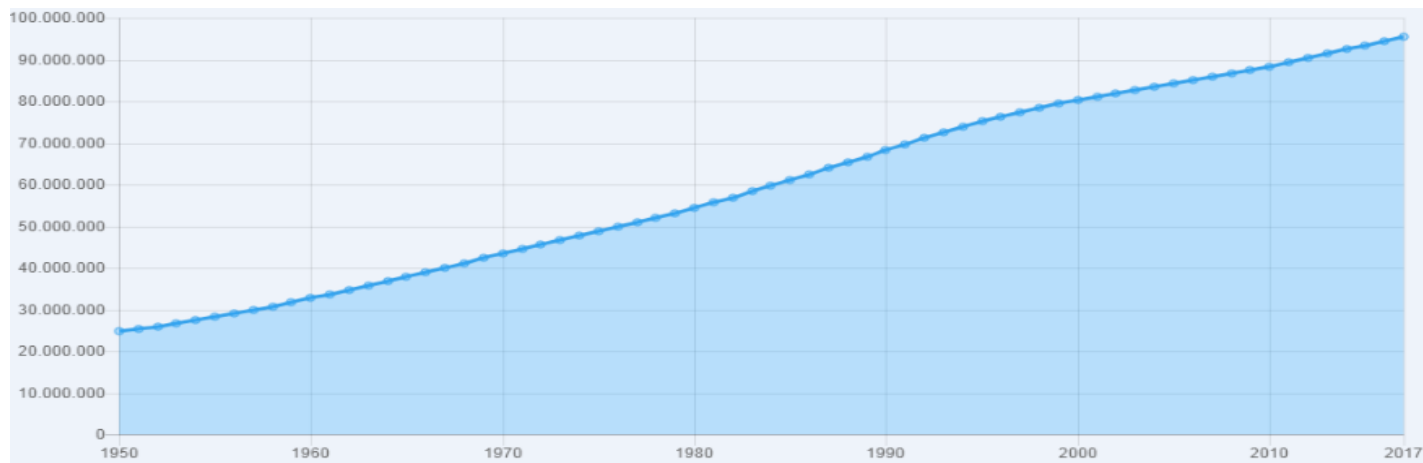


(资料来源: 境外投资局)

人口结构因素

越南是在东南亚地区乃至全球上人口增长最快的国家。从 2010 年的 8800 万人增至 2017 年的 9400 万人，越南人口排名东南亚地区第三位，居全球第十四位。在越南人口结构中，劳动年龄人口一直占全国逾 50%，并呈现逐年发展趋势。该因素促使社会需求不断增加，尤其是房地产购买需求。

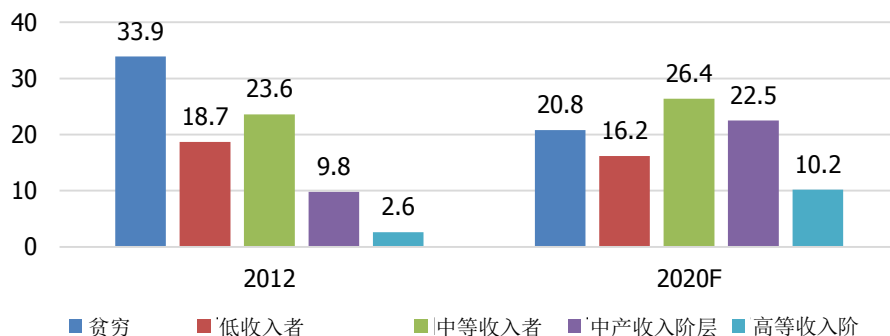
越南人口增长走势图



(资料来源: danso.org)

根据波士顿咨询集团（简称 BCG）的计算，越南中产富裕阶层（简称 MAC 英语：Middle and affluent class）的数量在快速发展。预计 2020 年 MAC 人群将有 3300 万越南人，占据越南总人口的 34%。越南 MAC 人群的增长率将为 12.9%/年，为东南亚地区的最高水平（其次为印度尼西亚 8.4%和泰国 4.2%）。该人群人数的强劲增长将成为促使购买包括房地产在内的大型资产支出增加的主要动力。

越南人口结构



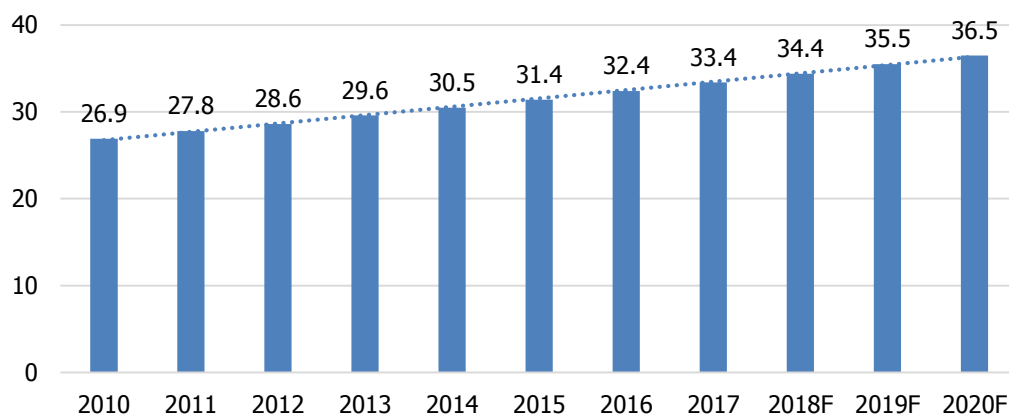
(资料来源: Boston Consulting Group (BCG))

城市化速度因素

越南已经和正在处于的快速城市化进程对其经济结构转移与发展过程的影响相当深远。1986年，越南城市人口仅为近1300万人但至2017年，其已增加一倍至逾3300万人。

单位：百万人

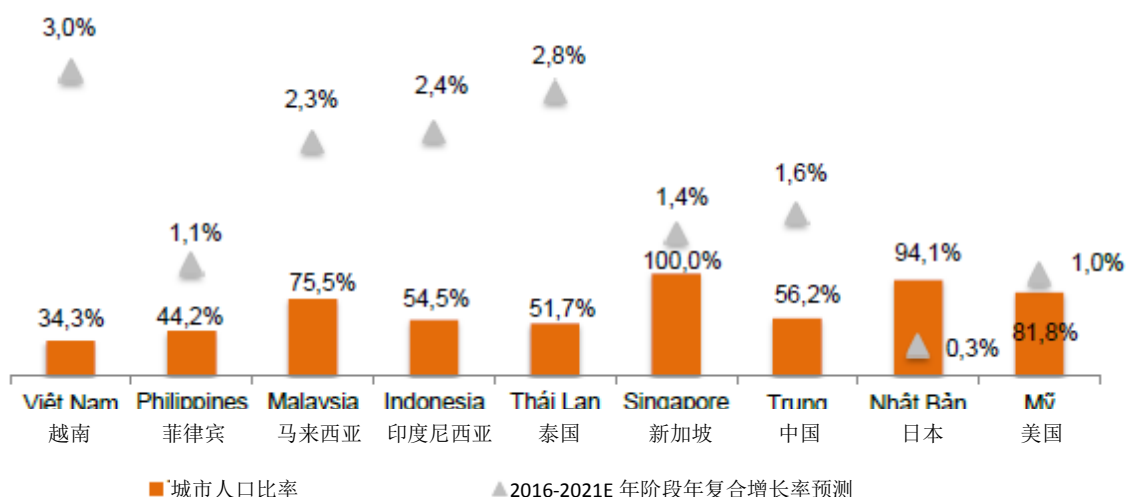
越南都市区居民



(资料来源: EIU)

尽管与邻国相比，越南城市人口仍占据最低比例，但据世界银行的研究，2015年越南城市化比例增长2.8%/年并成为东南亚地区城市化速度最快的国家之一，高于全球年度城市化速度2.1%。从2018至2025年，根据JLL（专门从事房地产投资管理业务的头号集团）的预测，越南城市化速度有望达3.5%，创东南亚地区的最高水平。预期于2015年越南将有覆盖全国的1000都市区。这些都市区将为推动今后购买新住房需求量作出重要贡献。

2016 年各国城市人口比率和 2016-2021 年阶段年均复合增长率预测



(资料来源: EIU)

法律因素

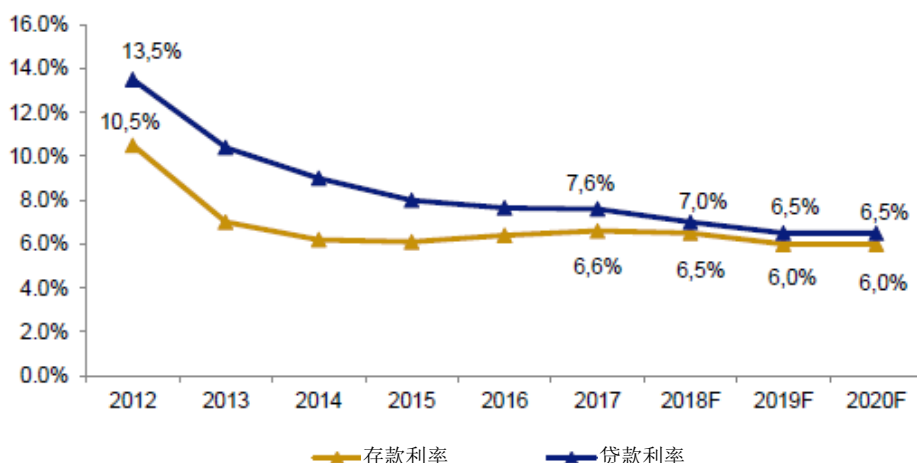
2017 年, 越南政府继续放宽外国人购买住房的政策, 因此目前共有 750 份外国人档案获得土地使用权证, 较 8 年试验期高出 6 倍。许多大型房地产公司称, 过去一年开始出售的高端项目均吸引较多外国人购买, 因此有些项目房子已全部售罄。

今后, 越南政府将考虑制定允许外国人像本地人一样可在特别经济区自由买卖房地产的新政策(如云顿、云峰北和富国特别经济区)。这一政策已被列入正在提交政府审议中并被期望于 2018 年获得批准的《特别经济行政区草案》。据草案, 外国人可在这些特别经济区像越南本地人自由买卖房地产, 公寓产权年限预计为 99 年, 别墅和个人住房的住房产权则为长期。许多关于外国投资者房地产产权的政策可在上述的三个经济特区实行, 并且越南政府也在考虑今后逐步扩大该范围。总之, 若该法律草案得以批准, 越南房地产市场将会发生较大变化并可以吸引更多资金。

越南房地产抵押市场

近几年来, 随着越南房地产市场的强劲增长态势, 房地产抵押市场也不断活跃发展。据越南央行的统计数据, 2016 年全国房地产抵押债务余额同比增长 12.5%, 与此同时, 中低收入者和中产阶级的购房需求也呈现增加趋势。目前, 越南年轻人日益倾向于离开父母单独居住和购买自己的房子, 该趋势预计将继续强劲蔓延至未来 5-10 年并刺激越南房地产抵押市场更加蓬勃发展。此外, 根据 JLL 的数据, 由于客户对住房的购买需求不断增加, 越来越多商业银行向客户提供住房贷款服务; 每年贷款利率也从 2012 年的 13% 有所下降致 2015 年的 7.5-8%, 2017 年其围绕 7.6%。

存款和贷款利率



(资料来源: JLL、Oxford Economics)

越南建筑业现状

2017年,越南建筑行业仍维持高位增长率,同比增长8.7%,为越南GDP增长率贡献0.54个百分点,在为越南整体GDP贡献最多行业中排名第三。

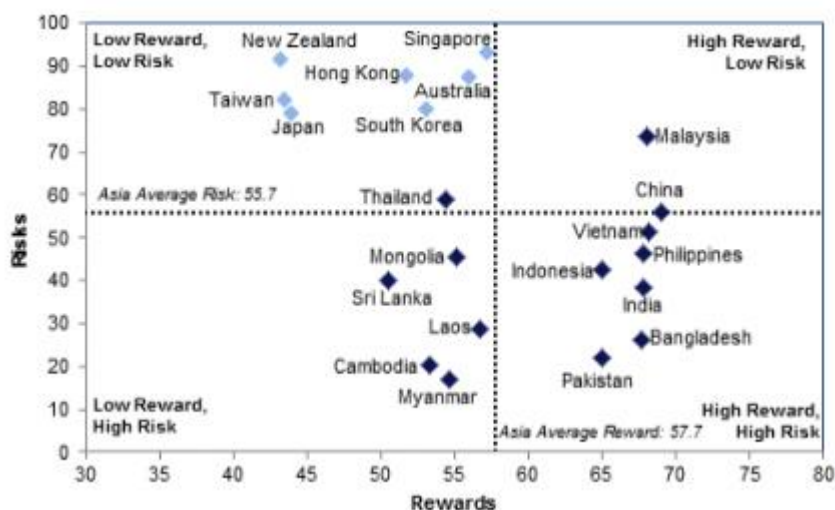
至2023年越南建筑业投资总额和增长率的预测



(资料来源: BMI)

鉴于建设基础设施,越南在亚太地区基础设施的风险报酬指数(RRI)的21个市场中排名第8位,其总分数为61.5/100。

亚太地区基础设施的风险报酬指数 (Risk/Reward)



(资料来源: BMI)

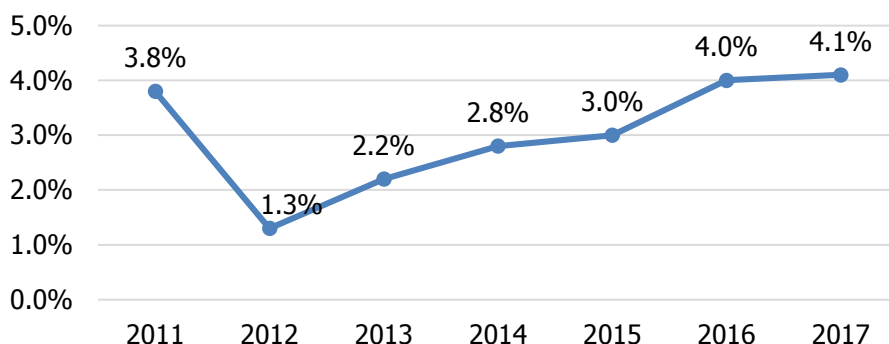
由于越南劳动力成本较低，并且建筑行业在越南加入 APEC 之后仍获得越南政府的优惠待遇，因此 2018 年该行业被期望将多收益于 FDI 资金并继续强劲增长。与此同时，越南都市化、工业化速度加快、旅游业日益发展、限制外国所有权的相关法律规定得到减少等一些有利条件已促使越南成为更加吸引外国投资商目光的投资乐土。

此外，越南建筑行业正在有效实施各项长期发展战略和计划，如：至 2025 年和展望 2050 年越南都市发展总体规划；至 2020 年和展望 2030 年越南住房发展战略；越南各重点经济区和都市发展与建设规划；越南建筑材料发展总体规划以及关于供水、排水、城市固体废物管理等工作的发展定向等，力争确保建筑行业发展速度能够满足国家经济社会的可持续发展需求。上述总体发展计划将为建筑行业内的各家企业提供关于未来发展战略的纵观看法，从而帮助建筑行业企业制定与自己相符合的发展方向并为越南整个建筑行业不断做出积极贡献。

越南房地产业现状

据越南统计局的数据，2017 年，越南房地产业务活动同比增长 4.07%，创自 2011 年以来历史新高，为越南全国 GDP 增长率 6.81% 贡献 0.21 个百分点。

越南房地产业增长率



(资料来源: 越南统计局)

据越南管理局的统计数据，2017 年，越南新成立房地产企业达 5065 家，同比增长 62%，创下历史最高增长水平。这也是具有最多新批注册资金的行业，其注册

资金达 388.376 万亿越盾，占全国新批注册资金的 30%；此外，房地产企业的平均注册资金达 767 亿越盾，明显领先其他行业。

结论

总体而言，越南建筑和房地产市场在处于蓬勃发展阶段，其在 2017 年已取得诸多令人深刻印象的进展。不仅如此，建设和房地产这两个行业的供应能力巨大，其发展助力因素也日益增多。这将为越南建设和房地产行业内企业在未来时间稳定发展打下牢固基础。

Coteccons 建筑股份公司纵览

成立与发展历史

Cotec 建筑股份公司（简称：COTECCONS）前身为越南建筑部旗下一号建筑材料总公司建筑技术与材料子公司的建筑部门；其于 2004 年 8 月 24 日转为股份制公司并正式投入运营，注册资本为 152 亿越盾。

2007 年：Coteccons 已向公众发行股票，吸引 Dragon Capital、Indochina Capital、Tainan Shipping Co、Kusto Pte.、Ltd 等外国投资商和机构。

2009 年：Coteccons 股正式在越南胡志明交易所上市，首次上市的股票数量为 1845.0000 股，证券代码：CTD。首次上市日期于 2010 年 1 月 20 日。

2011 年：签订后川地带大（The Grand Ho Tram Strip）酒店项目总承包合同- 越南规模最大的复合度假村项目。

2012 年：扩大经营范围，建设外国工程（老挝工程）并初步征服印度支那市场。

2013 年：签订国际总承包项目合同：越南胡志明市第 7 郡 VivoCity SC 工程由越南 Co.op 西贡投资股份公司和新加坡 Mapletree 公司作为投资者。其合同总额约 1.2 万亿越盾。

2015 年：标志着公司收入及利润在 11 年运营过程内创下纪录的增长率，与 2014 年相比，增长速度达到近 100%。

2016 年：正式改名为 Coteccons 建筑股份公司- 简称 Coteccons。在 2016 年，Coteccons 已成功中标 Landmark 81 超高层项目。

主营业

- 建设并安装民用与工业工程、城市技术基础设施与工业工程、交通工程、水利工程。
- 建筑活动和有关技术咨询活动：建筑地面设计；民用和工业建筑工程设计；外观和室内设计；民用与工业供暖、通风、排气、空气调节设计；机电工程设计；民用与工业建设工程设计；城市基础设施建设设计。
- 建设供排水、环境治理工程。
- 房地产和所有者土地使用权利经营、经纪、咨询活动。
- 安装机-电-冷系统。
- 专门进出口钢铁、建筑结构、其他建筑材料和安装设备、材料 - 机械 - 设备 - 备件、建筑与建材生产业科技链、建筑机械设备等产品。

营业范围

目前，Coteccons 建筑工程覆盖越南全国各大省市，主要集中在以下地区：

- 胡志明市、平阳、西宁、同奈、头顿、富国、龙安、后江、芹苴、坚江等越南南部省份。

- 岷港、河静、芽庄、富安、广南等越南中部省份。
- 河内、海防、北宁、广宁、南定等越南北部省份。
- 外国市场：从 2012 年，Coteccons 将经营范围扩大至老挝、柬埔寨等东南亚国家。

Coteccons 主要产品

- 以总承包商模式设计，施工民用与工业项目如：高层住宅项目，关于贸易、教育、度假酒店、工业厂家等大规模项目。
- 总承包商施工道路、桥梁基础设施项目。

股东结构

截止 2018 年 7 月 10 日更新的 Coteccons 股东如下：

序号	股东结构	股数	持股比例
1	流通总股数	78.288.344	100,00%
2	大股东持有	40.422.583	73,00%
	国内股东	10.877.241	23,65%
	外国股东	29.545.342	49,35%
3	领导者和有关人士持有	8.390.291	10,00%
4	其他	29.475.470	17,00%

(资料来源: VNCS 总结)

* Coteccons 十大股东名单:

序号	股东	股数	持股比例
1	Kustoshem Private Limited	13.906.666	17,75%
2	成功投资经营一成员有限公司	8.394.489	17,91%
3	Preston Pacific Limited	3.108.000	3,97%
4	Indochina Capital Vietnam Holdings Ltd.	3.000.000	6,94%
5	The Ton Poh Fund	2.122.540	4,32%
6	Red River Holding	1.854.673	4,29%
7	光线贸易有限公司	1.564.740	3,62%
8	Vietnam Dragon Fund Limited	1.500.000	3,47%
9	Amersham Industries Limited	1.099.400	2,54%
10	新越发展建筑投资有限公司	918.012	2,12%

(资料来源: VNCS 总结)

* Coteccons 持股领导者排行前十大:

序号	名字	岗位	股数	持股比例
1	阮柏杨	董事长	3.831.654	4,89%
2	阮士功	董事会成员	1.149.906	1,47%
3	Talgat Turumbayev	董事会成员	964.150	1,23%
4	潘辉永	副总裁	821.717	1,05%
5	武氏红幸	总会计师	632.014	0,81%
6	阮春道	董事会成员	258.176	0,33%
7	慈大福	副总裁	241.694	0,31%
8	程文正	副总裁	144.300	0,18%
9	武清廉	副总裁	132.350	0,17%
10	邓怀楠	合规部成员	83.548	0,11%

(资料来源: VNCS 总结)

Coteccons 建筑股份公司行内之位

作为越南拥有施工经验与能力的头号公司

- 迄今为止，Coteccons 是越南的龙头建筑公司，作为国内诸多大型建设项目的设计和施工承包商（D&B），以“全包服务形式”为客户提供服务。目前在越南，仅有大型企业才有足够的能力和条件来实施该承包形式，而 Coteccons 就是其中的先锋者。凭借所实施的各项达到国际标准的大型项目，Coteccons 品牌已成为越南建筑质量的优质象征。

在北部地区的一些突出项目：



VinFast 汽车制造厂联合区



DoubleTree by Hilton Ha Long Bay Hotel & Condotel



海防 Pullman 酒店

在中部地区的一些突出项目：



岷港 Times Square - Condotel



芽庄 Plaza - Havana



河静 Fomosa 钢铁厂写字楼

在南部地区的一些突出项目：



胡志明市电影文化中心



三号纺织厂 Gain Lucky



OneHub Saigon

鉴于基础设施，Coteccons 已展开以下三大项目：



河南一号公路



内排机场二号航站楼



Air Cargo 新山一机场货运航站楼

- Coteccons 施工能力得到事实的证明：凭借 Coteccons 用于建筑领域的进口机械和设备较为现代（大概 20 个桥塔、建筑悬挂系统、模板系统用于施工高层建筑电梯、提升笼、钢桩、脚手架系统），因此“Coteccons”可同时管理及施工约 25 项大规模工程。

- 凭借自己的经验与能力，Coteccons 一直为投资者的可信任领先建筑承包商。Coteccons 一些合作伙伴包括：Vingroup、草田投资股份公司、Refico 等。尤其是，对于 Vingroup 合作伙伴，该集团大部分项目由 Coteccons 施工，其中最近的项目是建筑业超级印记的地标塔 Landmark 81。

- 2018 年 3 月 9 日，Coteccons 正式完成位于越南胡志明市 Vinhomes Central Park 市区的 Landmark 81，早于预期进度 45 天。Landmark 81 官方高度为 461.2 米，其已超过马来西亚的双子塔并成为世界上最高的 10 座塔之一，被期待为越南的自豪和骄傲。
- 2018 年 6 月 22 日，Coteccons 集团因为将 Tekla 模型（BIM）应用于 Landmark 81 项目而荣获 2018 年 Asia Tekla Bim 奖。作为越南唯一代表，Coteccons 已越过马卡蒂（菲律宾，2016 年获得二等奖）成为 2018 年亚洲亚军。

尽管不是建筑业市值最大的企业但 **Coteccons** 在经营业绩方面保持龙头地位。与 2017 年建筑业大型企业的一些重要财务指标相比，我们认为 Coteccons 的龙头企业如下：

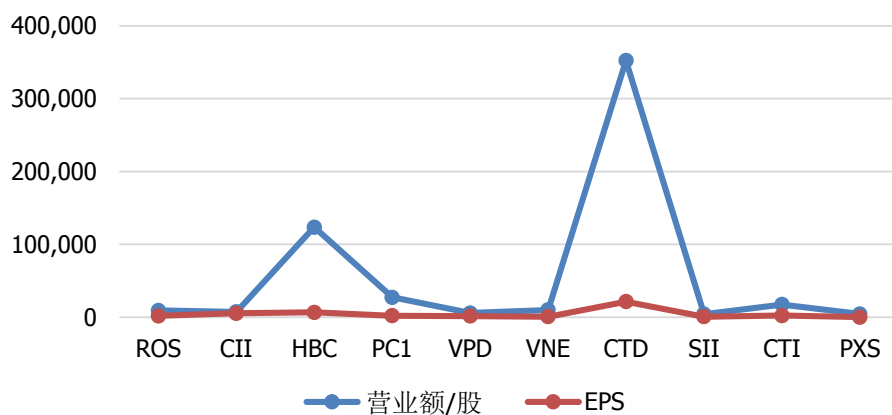
证券代码	正流通总股数 (股)	账面净值 (越盾)	市值 (亿越盾)	营业额/股 (越盾)	EPS (越盾)	P/E	P/B	ROA (%)	证券代码
ROS	472.999.999	12.003	67.166	9.343	1.794	79,16	11,83	9,14%	15,99%
CII	279.806.415	17.633	8.786	7.295	5.412	5,80	1,78	9,82%	25,39%
HBC	129.850.757	17.321	5.389	123.484	6.621	6,27	2,40	6,78%	40,01%
PC1	115.452.842	23.255	3.695	27.375	2.056	15,57	1,38	4,42%	9,73%
VPD	102.493.098	11.763	1.455	5.789	1.588	8,94	1,21	6,10%	14,07%
VNE	90.432.953	10.039	624	10.051	701	9,84	0,69	4,10%	6,62%
CTD	77.050.000	94.830	12.451	352.414	21.450	7,53	1,70	11,91%	24,41%
SII	64.516.000	16.527	1.290	4.325	737	27,12	1,21	1,41%	3,40%
CTI	63.299.997	18.665	2.216	17.373	2.369	14,77	1,88	3,67%	13,04%
PXS	60.000.000	12.424	438	4.534	77	94,54	0,59	0,25%	0,59%

(资料来源：VNCS 总结)

总之，尽管仅是越南建筑业拥有注册资本最大的第七大企业，但 Coteccons 收入和每股收益却达到建筑业最高价值。

单位：越盾

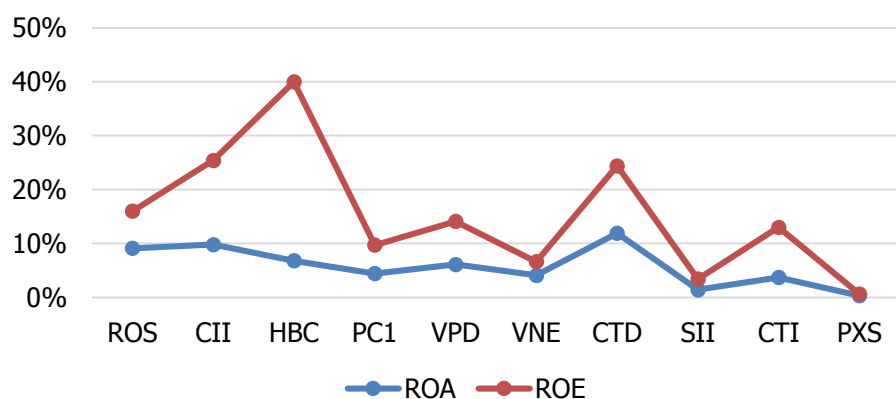
越南建筑行业投行企业的营业额/股和EPS指数



(资料来源: Fiinpro, VNCS 总结)

单位：%

越南建筑业头号企业ROA和ROE



(资料来源: Fiinpro, VNCS 总结)

Coteccons 品牌还证实在其之前荣获的奖品

凭借在经营活动的不断努力，Coteccons 连续多年获得优秀奖项，如：

- 越南建筑业优秀单位
- 由胡志明市人民委员会颁发的劳动安全健康卓越成就奖。
- 越南企业 500 强证书。
- 越南建设工程质量金杯
- 越南 50 家最有效的商业企业
- 越南最佳上市公司 50 强
- 越南 100 大纳税最多企业之一
- 30 家最佳年度报告公司

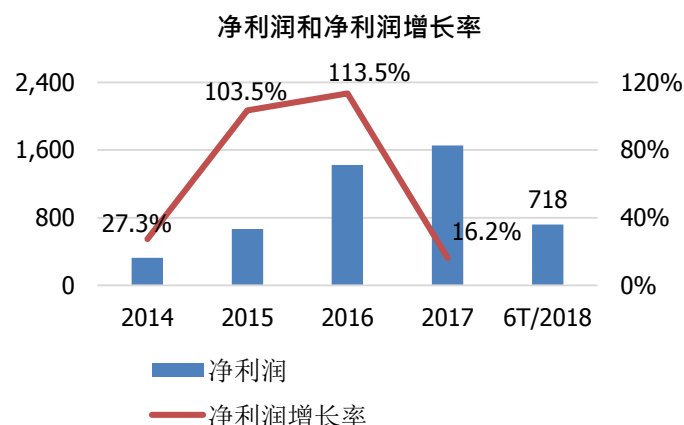
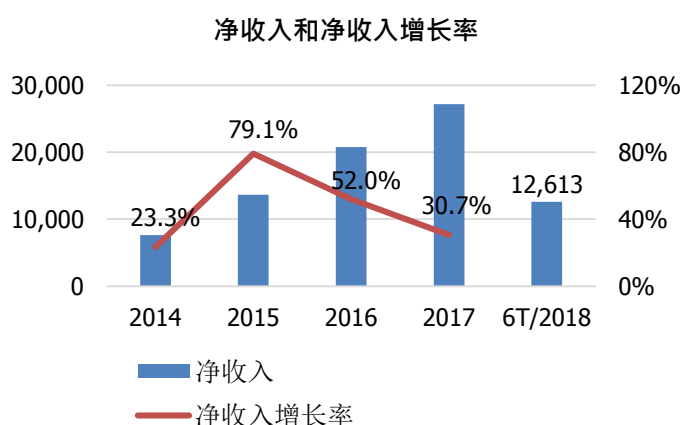
由于 Coteccons 所取得的可持续发展基础和高价值的业绩，该企业在建筑业中确立了强势地位，同时具有较多的长期发展条件。

COTECCONS 运营情况更新与评估

高效经营活动

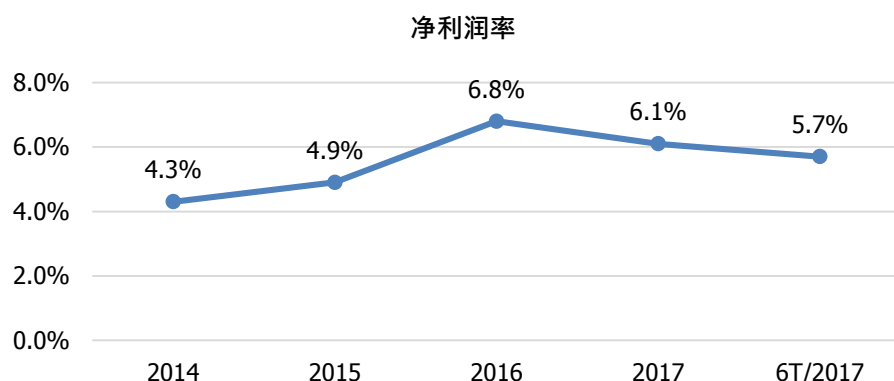
Coteccons 最近 4 年来的经营业绩显示其获利指标的积极增长。Coteccons 净收入自 2014 年的 7.634 万亿越盾增至 2017 年的 27.153 万亿越盾，其中在 2014-2016 年阶段增长率高达 50-80%，年均复合增长率达 53%。Coteccons 净利润自 2014 年的 3270 亿越盾增至 2017 年的 1.652 万亿越盾，其中，2014-2016 年 Coteccons 增长率突破上行超过 100%，年均复合增长率达 72%。Coteccons 净利润的高位增长速度促使其年利润率均为正数值，并且在 2016 年达 6.8% 的峰顶。

单位：十亿越盾



(资料来源：CTD 财务报表，VNCS 总结)

然而，这些指标的增长率在 2017 年有所下降，具体而言，2017 年收入和利润增长率分别达 30.7% 和 16.2%，导致净利润率下降 0.7 点至 6.1%。该下降的主要原因在于：（1）与忠诚客户签订的一些新项目利润率较低，仅为 6%；（2）铁钢沙等原材料价格在过去一段时间趋于猛增势头；（3）一些项目被推迟到 2018 年。上述所提到的原因并不是该企业内部的原因，因此，其经营效果下降的风险不大。



(资料来源：CTD 财务报表，VNCS 总结)

截至 2018 年第二季度末，Coteccons 已取得良好的经营业绩，具体如下：

- 净收入：12.613 万亿越盾（同比增长 20%，完成全年计划的 45%）
- 税后利润：7180 亿越盾（同比增长 0.7%，完成全年计划的 48%）

- 2018年上半年，Coteccons 新签合同总价值达近 13.9 万亿越盾，同比小幅下降（2017年上半年该数字为 14 万亿越盾）。于 2018 年第二季度签署的一些合同包括：岘港 Times Square（2.5 万亿越盾）、Grandeur Palace（1 万亿越盾）、海防 Pullman 酒店（1.6 万亿越盾）、The Manor Central Park（2 万亿越盾）、Gain Lucky GDD4（1.2 万亿越盾）和 Vinfast（3.7 万亿越盾）。
- 从 2018 年第二季度至今，Coteccons 已签署下列建筑项目：
 - ✓ Vincy Athena 项目（位于河内市嘉林都市区）——施工宅基地、宅架和基本完工-2 号分区。
 - ✓ 位于河内市西湖郡广安坊西湖街 58 号的酒店、购物中心、餐厅和公寓建设项目——施工地下室、屋架和 4A、4B 构建基块。
 - ✓ 位于河内市巴亭郡讲武街 138B 的住宅混合区建设项目。这是一个大型建设项目，其占地面积为 9031 平方米，总投资资金为 1.4 万亿越盾。
 - ✓ 此外，在 2018 年 8 月 8 日，Coteccons 旗下的 Unicons 建筑投资有限责任公司已与投资承包商配合开展位于胡志明市第 2 郡草田坊的住宅贸易混合区建设项目。该项目的总投资资金超过 1.1 万亿越盾，施工时间为 26 个月。

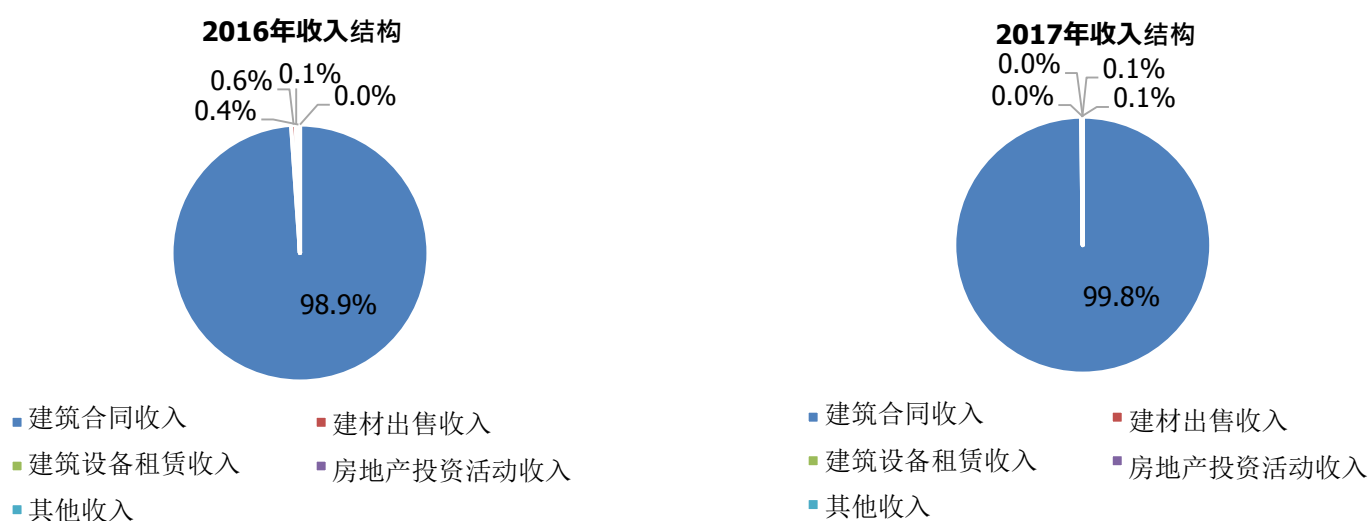
可见，2018 年上半年 Coteccons 经营活动仍继续增长，其全年业绩表现较为良好。此外，Coteccons 领导层也制定 2018 年经营计划如下：

- 总收入：28 万亿越盾（较 2017 年增长 3.12%）
- 税后利润：1.5 万亿越盾（较 2017 年下降 9.3%）

2018 年 Coteccons 提出横向发展的经营计划，因为一些下列原因：

- 越南政府限制房地产市场的信贷流、土地管理政策的相关繁琐手续导致一些项目会被推迟等因素促使越南建筑市场趋于放缓增长势头。
- 今年前 5 月，已签署的工作资源有所同比下降，其中小型项目较多，价格竞争日益激烈。
- 社会保险政策及其他政策使公司管理费用有所提升。

鉴于 Coteccons 收入结构：



（资料来源：CTD 财务报表，VNCS 总结）

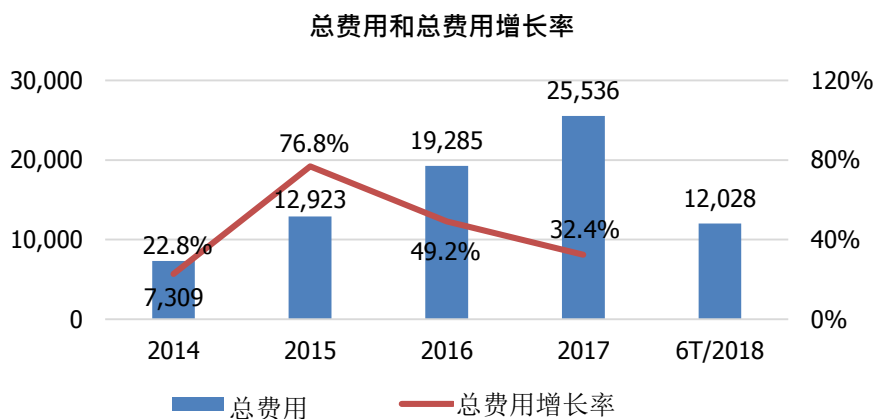
Coteccons 的收入来自 5 大源头：（1）建筑活动收入、（2）建材出售收入、（3）建筑设备租赁收入、（4）房地产投资活动收入和（5）其他收入。其中，

建筑活动的收入始终占最高比重，并且逐年增加。值得注意的是，2017年，该收入占总净收入的比重高达99.8%。该数据体现建筑活动一直是Coteccons的主要经营活动并日益受到重视发展。

鉴于建筑活动收入，由于Vinfast与和发榕橘的两大项目，Coteccons工业建筑领域的收入比重自2017年上半年的10%增至2018年上半年的28%。与此同时，民用领域的收入比重自2017年上半年的70%却降至2018年上半年的52%。该结果符合于CTD提出的经营目标：降低对房地产周期的依赖，因为较工业客户相比，各房地产开发公司通常遭受更多支付风险。在未来几年，预计Coteccons工业领域收入将占总收入的15-20%。

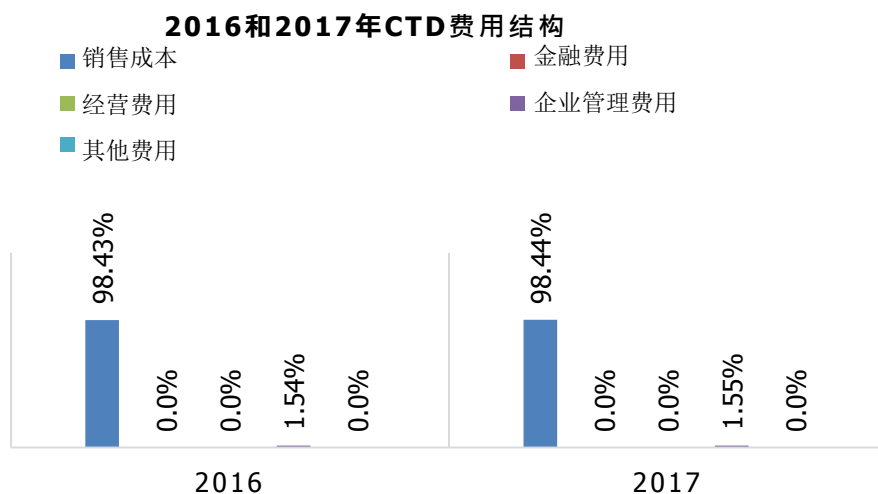
企业的费用趋于迅速增长态势

Coteccons的总费用逐年增长。然而，费用增长速度略有低于收入增长速度，仅在2017年，费用增长速度高于收入增长速度2%。2018年上半年，该差额仍然存在。因此，Coteccons要严格管理成本和合理地预测费用增长风险。



(资料来源: CTD 财务报表, VNCS 总结)

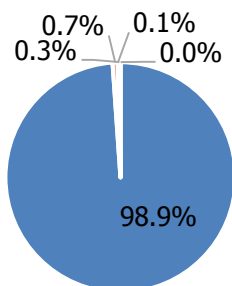
鉴于费用结构，Coteccons的费用结构逐年波动不大，近4年来，销售成本占总费用的最高比重(96.8%-98.4%)，其次是企业管理费用。Coteccons其余费用占较小比重，接近零水平。



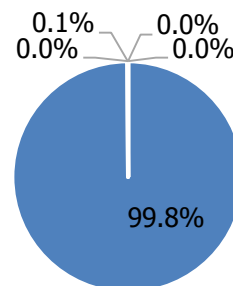
(资料来源: CTD 财务报表, VNCS 总结)

鉴于“销售成本”，建筑活动的成本一直占 99%左右的比重，其余经营活动销售成本较小。该销售成本结构相当于 Coteccons 的收入结构。这再次证明建设活动一直是 Coteccons 的主营业务。

2016年CTD销售成本



2017年CTD销售成本



- 建筑合同的收入
- 建筑材料的收入
- 租赁建筑设备的收入
- 房地产投资活动的收入
- 其他收入

- 建筑合同的收入
- 建筑材料的收入
- 租赁建筑设备的收入
- 房地产投资活动的收入
- 其他收入

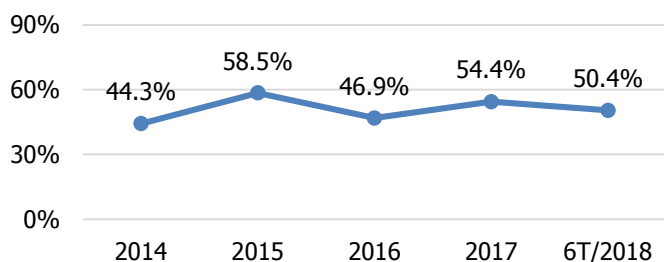
(资料来源: CTD 财务报表, VNCS 总结)

财务状况稳健

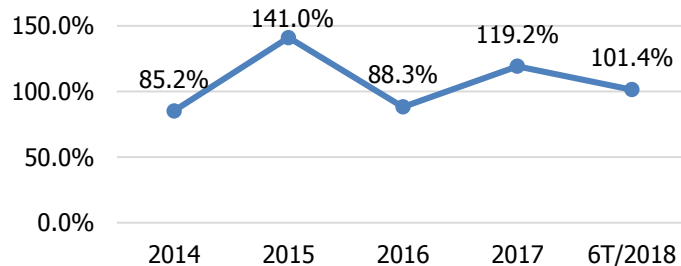
近 4 年来, Coteccons 的总资产与所有者权益均有所增长。然而, 企业资产负债率和负债权益率逐年波动, 具体而言, 鉴于近 4 年, 该两个指数在 2014 年和 2016 年均下滑而在 2015 年和 2017 年其却稍微上升。由于应付卖方和买方预付等款项的变化而导致该波动。这是建筑业企业的特殊, 并对 Coteccons 的财务健康未有消极影响。然而, 今年上半年, 该两个指数趋于回落到较低水平。值得注意的是, 多年来 Coteccons 资产负债表显示, 该企业几乎不向银行借款, 这些年其财务费用一直接近零水平。

Coteccons 具有较为谨慎的财务政策: 每当需要筹集用于投资活动时, Coteccons 将进行私募发行股票而不进行借款。尽管私募发行使 CTD 股票被稀释, 但当 CTD 在高度周期性的行业中运营时, 股东将不要承受任何财务风险。该债务结构反映了 Coteccons 在其经营业务一直保持财务主动权。

资产负债率



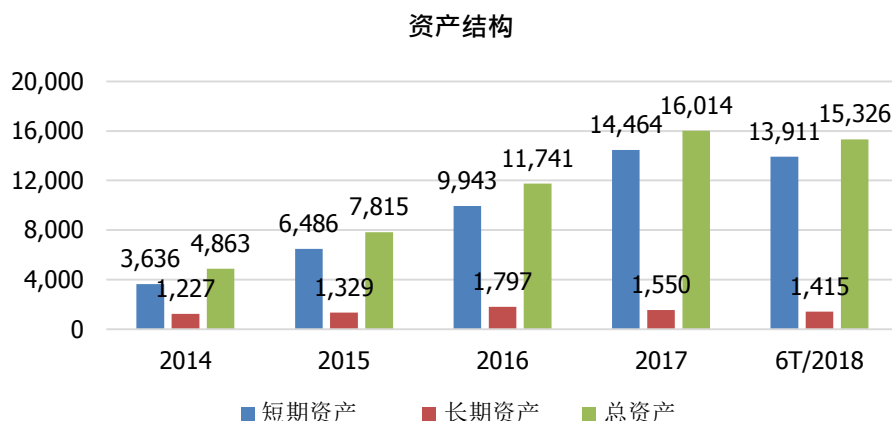
负债权益率



(资料来源: CTD 财务报表, VNCS 总结)

鉴于 2017 年财年的资产结构，由于 Coteccons 短期客户应收款项较大，Coteccons 短期资产占总资产的比重远高于长期资产占总资产的比重，尤其是在 2017 年短期客户应收款项金额为 6.203 万亿越盾，较 2016 年增加 2 倍（大概 1.8 倍）。尽管如此，投资商仍能对 Coteccons 的财务健康情况保持乐观态度，因为与此同时，2017 年坏账准备金减少 530 亿越盾。2017 年，该企业财务报表中提及的较大应收款项之一是 Goldview 公寓项目-西贡 May-Diem 股份公司的应收款项，D&B 合同价值超过 3 万亿越盾（已含增值税）。Coteccons 肯定将在 2018 年收回该应收款项。

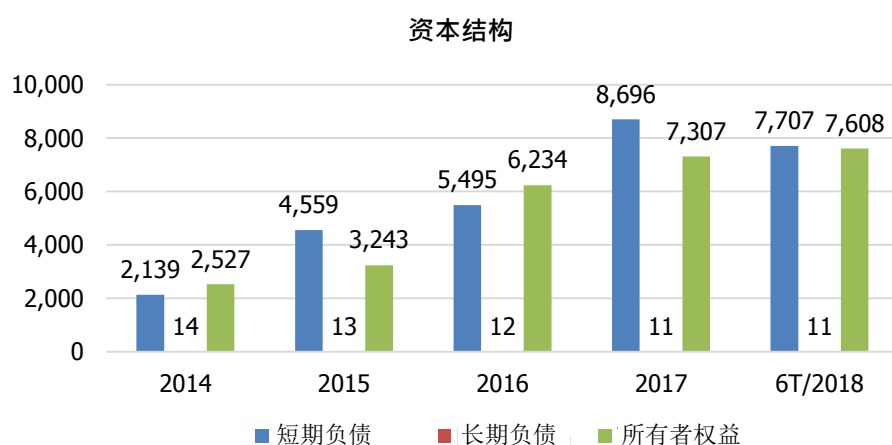
单位：十亿越盾



（资料来源：CTD 财务报表，VNCS 总结）

鉴于 2017 年最近财年的资本结构，Coteccons 的短期资产仍占最大比重，其中由于建筑行业的特殊，应付卖方和预付买方款项与其他应付费用仍保持高位价值。与此同时，短期资产达到令人印象深刻的价值-0 越盾。2017 年 Coteccons 短期和长期银行借款仍保持 0 价值。

单位：十亿越盾

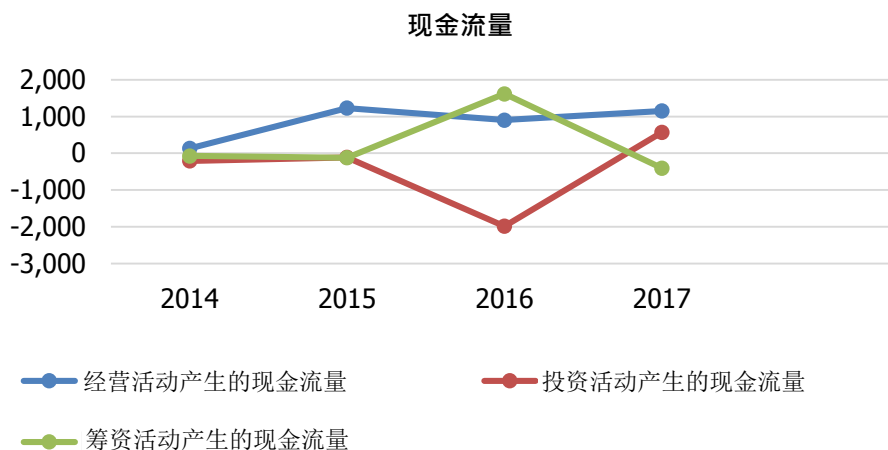


（资料来源：CTD 财务报表，VNCS 总结）

现金流量处于积极趋势

关于最近 4 年的现金流量

单位：十亿越盾



(资料来源: CTD 财务报表, VNCS 总结)

Coteccons 现金流量处在积极趋势。Coteccons 生产经营活动产生的现金流量净额均为正数，在 2016 年小幅下跌而在 2017 年呈现回升迹象，其为 1.152 万亿越盾。由于固定资产的投资款项（用于建筑业的现代机械设备），故投资活动的净现金流量为负数，这说明 Coteccons 一直重视改善与提高建筑质量。2016 年，Coteccons 筹资活动的净现金流量为较大正数 1.618 万亿越盾，因为此年 Coteccons 再次向公众进行公开发行股票，使 2016 年 CTD 股票总数为 1147.67 万股。其余年份，Coteccons 只要支付股息而不要偿还资本，故该现金流量为较小负数。

COTECCONS 未来发展战略定向

- 在越南房屋建筑与民用技术工程建筑等领域，Coteccons 继续确定其承包商龙头地位。
- 扩张投资项目实施力度、施工各项陆路基础设施建设项目。
- 2018 年，Coteccons 价值超过 30 万亿越盾的新签署合同促使其经营情况继续大有起色，其中 Viet Capital Center、下龙湾 Double Tree、西贡 OneHub 和 Vincy 等大型项目预计将于今年得到签署。同样在 2018 年，Coteccons 预计对在胡志明市的 5 个项目（3 个写字楼项目和 2 个住房项目）进行一部分或全部购买，同时在 2018 年其将支付约 3000-4000 亿越盾。
 - ✓ 然而，截至 2018 年第二季度末，Coteccons 预测可行项目有可能降低至 3 个，包括胡志明市一号郡的一座写字楼、三号郡的一座写字楼和一个住房项目（Coteccons 预计将购买该项目的 20-30%）。
- 不断地改善技术、提高功率、发挥 D&B 模型现有的优势，以促进大规模总承包项目发展。在 2018-2022 年阶段，Coteccons 制定建筑活动的收入与利润增长目标保持在 10-20%，维持并确认 Coteccons 品牌是越南建筑行业的领先品牌。
- 在未来 2 年，Coteccons 预测将支出至少 2.5 万亿越盾购买 5 家公司的控制权（超过 51%）。由此可见，较 2016 年年度股东大会提出的计划相比，实施并购预支增加了四倍。该计划若成功，预计 2020 年 Coteccons 合并收入将为 30 亿美元。

Coteccons 拟并购的企业名单

序号	拟并购的企业	预期 2018 年收入 (十亿越盾)
1	中型企业 (Ricons)	10.000
2	中小型企业	5.000
3	玻璃铝生产公司	2.000
4	设计及家具公司	1.000
5	建筑材料经营公司	500
	合计	18.500

(资料来源: CTD 财务报表, VNCS 总结)

目前 Coteccons 一些问题:

- 员工流失: Coteccons 副总经理离职, 成立越南 Central 建筑公司并成为 Coteccons 的直接竞争对手, 这给 Coteccons 客户与股东带来诸多担忧。
- 大股东与董事会之间的异议: 根据 2018 年已谨慎提出的经营目标, Coteccons 董事会坚持其观点并向股东承诺完成所有既定目标。
- 会员公司的合并计划: 在 Coteccons 股东的大会上, 诸多大股东要求 Coteccons 增加其在 Ricons 的所有权比例 (迄今为止, Ricons 是越南最大的 5 家私人投资商之一)。
 - ✓ 虽然出现晚于 Coteccons, 但自 2014 年起, Ricons 已实现较大的转身。自 2014 年以来, Coteccons 收入增长 3.5 倍, 而 Ricons 收入高位增长 4.1 倍。不止步于此, 若 Coteccons 税后利润仅在 3 年增长 5 倍, Ricons 的净利润在同一时期甚至增长了 7 倍。2018 年, 尽管建筑业的许多竞争对手较前几年相比都显示出放缓甚至倒退的迹象, 但 Ricons 董事会称, 他们仍能够高效并且超出完成已提出的 9 万亿越盾收入目标 (同比增长 37%)。该认定的基础为 Ricons 所取得的积极业绩: 新签署合同在过去两年中的价值达到 24 万亿越盾, 在 2018-2020 年间转接合同价值为 17 万亿越盾。
 - ✓ 凭借预测 Ricons 在不久将来的稳固财务基础和稳定工作资源, 100% Coteccons 大股东同意尽快对该两家大型建筑公司进行合并。

投资建议

通过对 Coteccons 在过去几年和 2018 年头 6 月的经营业绩进行评价以及掌握其将来发展战略, 越南建设证券预测 Coteccons 有望高效完成 2018 年的经营计划, 其 2018 年的 EPS 预计为 1.916 万越盾。

通过运用市盈率 (P/E) 和股权自由现金流模型 (FCFE) 方法对 Coteccons 进行估价, 我们预计 CTD 股的公允价值为 18.8 万越盾/股, 相当于 P/E 为 9.8 倍。我们的建议价高于 CTD 目前市价的 11% (目前市价 16.98 万越盾/股)。因此, 越南建设证券建议投资者对 CTD 股进行 6-12 个月的中长期投资。

附录：COTECCONS 建筑股份公司财务报表

经营业绩（单位：十亿越盾）

经营结果	2014	2015	2016	2017
销售和服务的净收入	7.634	13.669	20.783	27.153
销售成本	7.078	12.557	18.983	25.137
销售和服务的毛利润	556	1.112	1.799	2.016
金融活动收入	119	126	170	325
金融费用	-	2	-	-
销售费用	-	-	2	-
企业管理费用	215	363	297	395
经营活动净利润	460	887	1.703	1.979
其他利润	14	39	60	82
来自联营公司的收益/亏损	-9	-	-	-
税前会计总利润	464	927	1,763	2,061
企业所得税后利润	357	733	1.422	1.653
母公司股东税后利润	327	666	1.422	1.653
每股收益（越盾）	7.769	14.77	20.669	20.436

资产负债表（单位：十亿越盾）

	2014	2015	2016	2017
短期资产	3.636	6.486	9.943	14.464
现金和现金等价物	469	1.462	1.997	3.311
短期金融投资	629	928	2.675	2.479
短期应收款	2.129	2.609	3.484	6.48
存货	270	1.051	1.241	1.874
其他短期资产	139	436	547	321
长期资产	1.227	1.329	1.797	1.55
固定资产	255	440	585	767
房地产投资	105	92	78	50
长期金融投资	781	493	715	377
总资产	4.863	7.815	11.741	16.014
应付债务	2.154	4.573	5.507	8.707
短期债务	2.139	4.559	5.495	8.696
长期债务	14	13	12	11
所有者权益	2.527	3.243	6.234	7.307
所有者投资资本	422	469	771	771
股权盈余	869	1,385	2,959	2,959
税后未分配利润	560	639	1.435	1.741
少数股东权益	182	-	-	-
资金总额	4.863	7.815	11.741	16.014

基本财务指数

财务指数	单位	2014	2015	2016	2017
最近四个季度的每股盈余 (EPS)	千越盾	7,77	14,77	20,67	21,45
每股账面净值 (BVPS)	千越盾	59,89	69,2	80,9	93,61
市盈率 (P/E)	倍	7,34	9,92	9,88	10,49
市净率 (P/B)	倍	0,95	2,04	2,25	2,37
毛利润率	%	7,28%	8,13%	8,66%	7,43%
净盈余率	%	4,68%	5,36%	6,84%	6,09%
平均净资产收益率 (ROEA)	%	12,95%	20,54%	22,81%	22,62%
平均资产收益率 (ROAA)	%	7,00%	9,00%	12,00%	10,00%
现行结算率 (短期)	倍	1,7	1,42	1,81	1,66
支付利息能力	倍	-	-	11.519	-4,65
资产负债率	%	44,29	58,51	46,91	54,37
负债权益率	%	-	-	-	0,14

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

武僮阳

分析专员

邮箱: duongvt@vn-cs.com

宏观经济&股市行情分析部

刘志抗

高级分析专员

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: vnscskefu02 · 微信: vnscskefu