

恒安汽车服务股份公司 (HAX) 分析报告

2022年是HAX恢复增长的关键之年



HAX (HOSE)

公允价格 (越盾) [45,600]

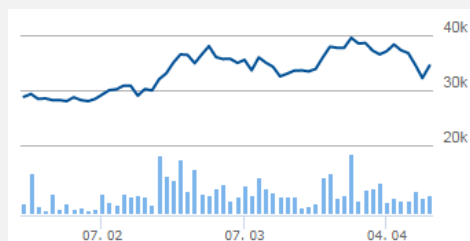
目前价格 (越盾) [34,450]

涨价潜力 32.3%

建议 买入

汽车和零配件行业

股价波动



主要指标

市值 (十亿越盾)	1,705
流通股数 (百万)	49,5
最近52周内最高价 (越盾)	39,500
最近52周内最低价 (越盾)	16,900
3个月平均成交量 (股)	956,347
3个月平均成交额 (百万越盾)	32,861
外国持股 (%)	-
国家持股 (%)	-
高管持股 (%)	> 30%

关于HAX

HAX是越南最大的梅赛德斯-奔驰高级汽车代理商。该公司在胡志明和河内市运行4家梅赛德斯-奔驰汽车展销厅。HAX还为日产 (2018) 和MG (2020) 等品牌扩大代理商规模。

阮芳玲

行业和企业分析专员

2021年整体经济经历了疫情带来的多重困难，因此2020年被认为HAX恢复增长的关键之年。

疫情过后中产阶级兴起是促进消费增长的最初动力。 人民都接种了疫苗，以及政府积极敞开大门与疫情共存，将不会像许多省市2021年第二和第三季度那样出现社会隔离状态，从而促进2022年的购物和消费需求增长。其中包括豪车购买需求，原因是越南富有阶层逐渐增加，越南汽车保有量与地区和世其他国家相比仍然很低。此外，2021年（特别是第三季度）经营业绩低迷，将是HAX在2022年同比强劲增长的机会。

政府的优惠政策：降低国产汽车注册费，刺激消费需求增加。 HAXACO将获得较大利益，因为Mercedes-Benz是唯一在越南组装的豪车品牌。

由于汽车需求猛增，芯片短缺延长，导致汽车供应下降，从而减轻豪车细分的竞争压力。 汽车供应短缺有利于HAX提高汽车销售价，进而增加企业的毛利率。我们预测，HAX 2022年将每辆车的利润率保持在6%以上。

由于茆直展销厅从2022-2023年起投入运营，因此HAX的增长将更加强劲。

估值

从行业未来时间的积极论点以及该企业的优势来看，我们认为 HAX 将成为在行业 2022 年的亮点。CSI 预期，Haxaco 的汽车销售量将增长 9.1%，即今年将销售 2681 辆汽车。HAX 的净利润和税后利润分别达 6.529 万亿越盾（增长 18%）和 2330 亿越盾（增长 46%），每股盈余达 4705 越盾/股，相当于市盈率 (P/E) 为 9.7x，从而 CSI 预计 HAX 的公允价值为 4.56 万越盾/股（与 2022 年 4 月 13 日收盘价相比上涨 32.3%）。

企业概括



恒安汽车服务股份公司 - HAXACO（证券代码：HAX）成立于 1999 年 10 月 15 日，前身为西贡汽车机械公司（现是西贡交通运输机械总公司 - 一人责任有限 - SAMCO）的汽车展销厅和修理店。

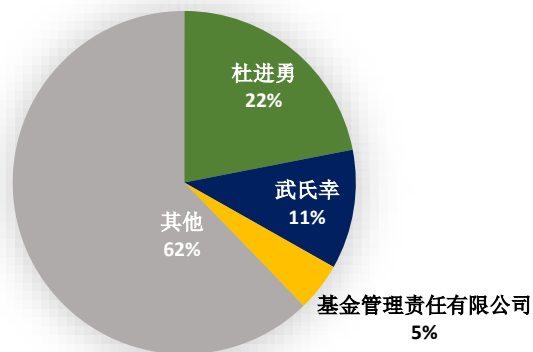
HAX 于 1999 年进行股份化，并于 2006 年在胡志明市证券交易所（HSX）挂牌上市。2016 年，SAMCO 已经出售其在 HAX 的其余股份并且终止与 HAX 的所有管理关系。在 SAMCO 进行撤资之后，2013 年加入 HAX 董事会且是在汽车代理经销业务具有丰富经验的杜进勇先生成为 HAX 最大的股东兼董事长。经过 22 年的运营后，HAXACO 不断发展并获得高收入和利润，从而将注册资本提升至股份化时的 110 倍，截至 2021 年 12 月该公司的注册资本达 4950 亿越盾。

股东结构

在成立的最初几年，国有股东多年一直控股并进行股份化，现在 HAX 已经转型成为家族企业，持有公司大部分股权的杜进勇先生和他的亲人合计持有公司股权的超过 35%。SSI 基金管理有限公司持有 5%，其余为散户小股东

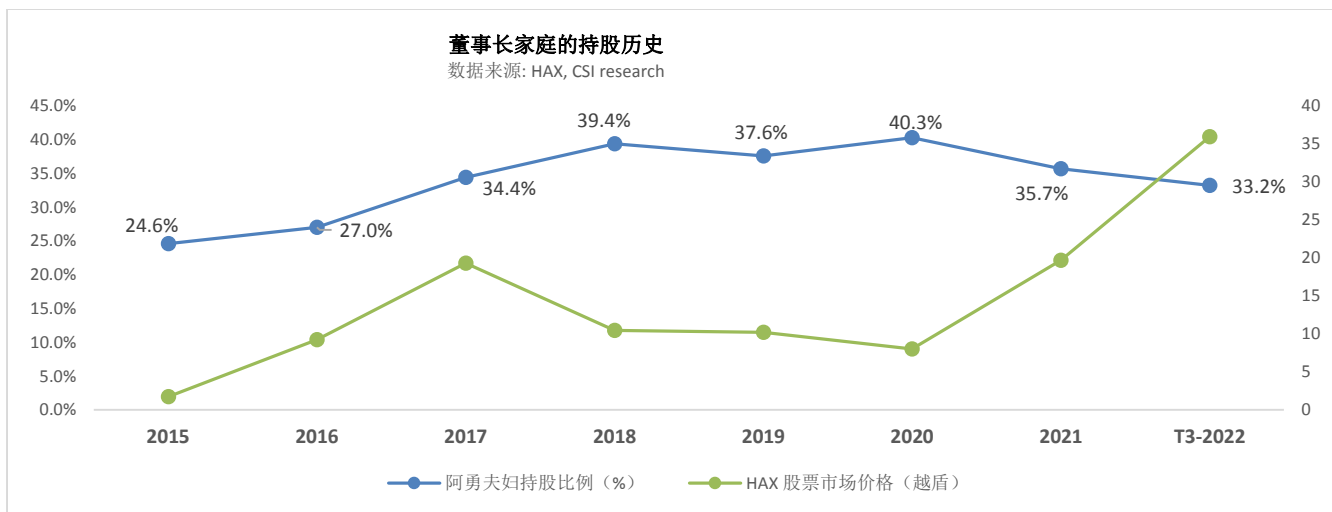
这被认为是一个良好的股东结构，董事长持有较大比例并且有基金参与与企业共同发展，我们预计在未来时间董事会结构将有基金的人员，以为公司的人力资源做出贡献。

HAX 股东结构



根据最近的更新，恒安汽车服务股份有限公司（HAXACO，证券代码：HAX）董事长杜进勇刚刚注册出售 100 万股以进行调仓换股，杜进勇先生持股数量从 1080 万股下降至 980 万股，若 2021 年 3 月底至 4 月初的交易成功，他的持有比例将降至 20%。在 2021 年 3 月初，HAXACO 董事会成员，同时也是杜进勇先生的妻子武氏幸女士宣布售出 150 万股注册股票中的 126 万股。出售股份后，武氏幸女士在 HAXACO 的持有比例降至 11.26%。

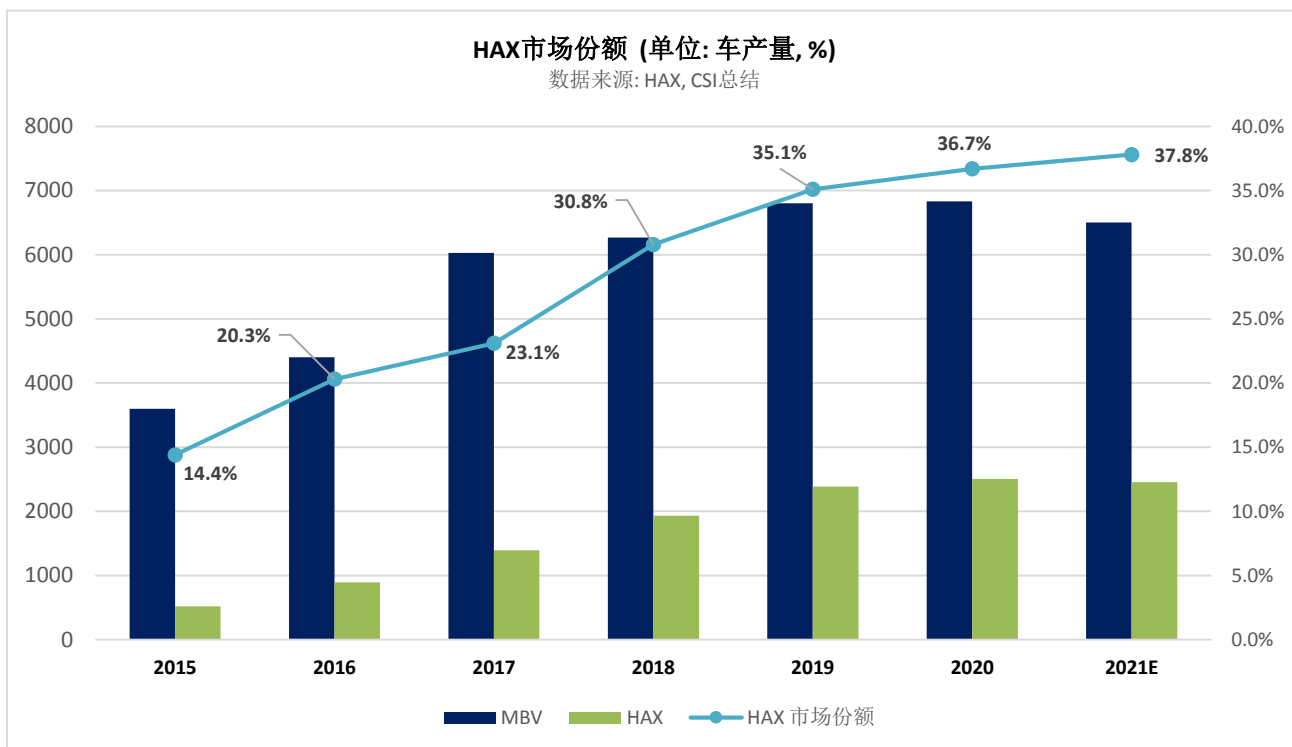
杜进勇先生和武氏幸女士在多年来不断增加持股比例，显示他们的行动都与公司利益一致，同时在经营期间帮助 HAXACO 取得了许多成就，因此他们对小部分持股比例的“调仓”行为也不会使我们担心公司高管的品德问题。CSI 仍对董事会未来的新战略表示高度评价。



商业模式

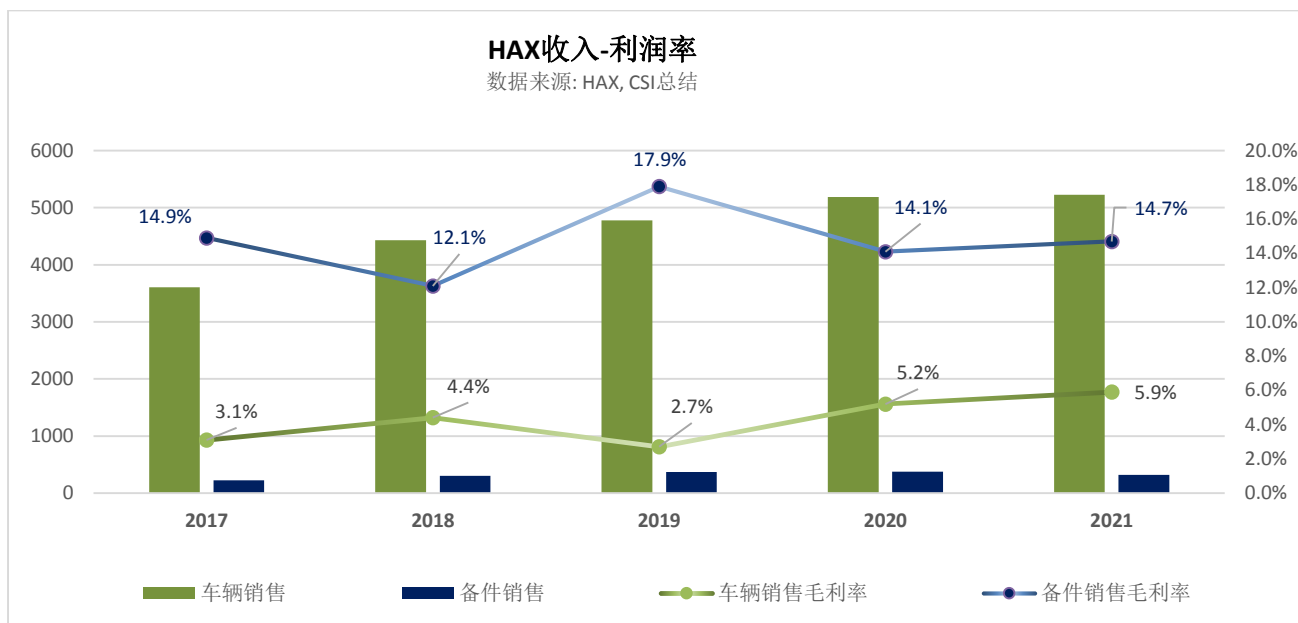
自 2000 年 HAXACO 成为越南梅赛德斯-奔驰(MBV)的代理商以来, 该公司一直以梅赛德斯-奔驰豪华车品牌的分销为 HAXACO 的核心业务。在 2004 年, HAXACO 正式成为 MBV 的第一家分销商, 显示该公司在作为代理商后获得 MBV 的高度评价。目前, 除 HAXACO 外, MBV 在越南还有三家独家分销商, 其包括: Vietnam Star、Andu 和 Vinamotor; 这些单位在产品销售和分销方面都有自己的政略。

得益于建立专业顾问团队, 提高业务培训计划, 以及良好报酬的战略, HAXACO 多年来不断扩大人力资源规模以及提高人均生产力, 从而, HAXACO 于 2018 年正式成为 MBV 市场份额最多的分销商, 并继续保持其地位到现在。



尽管在汽车经营中的收入、利润率变化较大(利润率非常低, 并且产生许多关于地点、人员、二手车大促销等巨大成本)但近年来 HAX 在 2017-2021 年整个阶段的收入和利润均保持良好增长。毛利率也从负 0.1% 大幅波动至 5.8%, 此阶段经常出现季度亏损。

CSI 认为，这些季度性波动是汽车分销商的特征，因为 (1) 经销商处于汽车价值链的顶端，因此容易受到市场供需平衡变化的影响；以及 (2) 其毛利率大多数由汽车制造商控制。



其他特殊利润

对 HAX 近几年的利润进行分析，HAX 的利润与其他企业相比有点特殊，具体，除了来自卖车、保修、维修等主营业务的毛利率以外（95%来自梅赛德斯汽车的分销和维修，其余的来自日产和名爵等新车牌的分销），在财报报告的其他收入中还有其他利润款项。这就是梅赛德斯针对 HAX 等授权经销商的奖励政策。根据 CSI 的观察，这份奖金不是一个固定的数额，而是像 KPI 奖金一样。比如，这些年 HAX 通过开设更多的展销厅来扩大规模，1-2 年后以稳定地运行公司（2015 年开设 HAXACO 廊下，2016 年开设 HAXACO 金江），在此情况下，公司所获得的奖金会更高。

在 2020 年和 2021 年两年，这份奖金几乎降低到水平，这可能是从 2017 年到现在，该公司仅在河内和胡志明市维持 4 个展销厅，并没有开设新的展销厅。根据上述的分析，CSI 认为在 2022 年和 2023 年当 HAX 在芹苴省开设一个新的展销厅时，BMW 对 HAX 的奖金可能会再次增加。在未来时间，这可能是 HAX 更好的增长动力之一。

业务规模

目前，HAXACO 在胡志明市（HAXACO 奠边府、HAXACO 武文杰）和河内（HAXACO 廊下、HAXACO 金江）拥有 4 个陈列室，并正在准备投资于芹苴省的新陈列室，投资资金超过 1800 亿越盾，预计将在 2022 年第三季度投入运营。关于管理的陈列室数量，目前 HAXACO 以 5 个陈列室成为是第二大经销商，仅次于越南之星，持有 8 个陈列室。

按省份分MBV经销商的展销厅数量(数据来源: MBV, CSI Research)

省份/经销商	HAXACO	Vietnam Star	Andu	Vinamotor
河内	2	3	-	-
海防	-	-	1	-
义安	-	-	-	1
广宁	-	-	1	-
岷港	-	-	1	-
芽庄	-	-	1	-
平阳	-	1	-	-
胡志明	2	4	-	-
芹苴	1 (2022 预测)	0	-	-
总共	5	8	4	1

2021 年经营活动

HAXACO (HOSE: HAX) 公布了 2021 年第四季度的合并财务报表, 据此收入增长 19% 至 2.156 万亿越盾。资本成本增幅较小, 导致毛利润达超过 2020 亿越盾, 同比增长 71%。

财务费用(主要是利息支出)和管理费用均减少; 销售费用与同期几乎持平。据此, 母公司股东在 2021 年第四季度的税后利润翻了一番, 达到 1255 多亿越盾。与上一季度因疫情影响而损失 330 亿越盾相比, 这一利润大所改善。

HAX 经营业绩(数据来源: fiinpro, CSI 总结)

年	2020 年 第 3 季度	2020 年 第 4 季度	2021 年 第 1 季度	2021 年 第 2 季度	2021 年 第 3 季度	2020 年 第 4 季度	2020	2021
净收入	1,741	1,819	1,436	1,250	709	2,156	5,570	5,551
毛利润	110	118	112	43	-1	203	321	357
税后净盈利/亏损	51	63	56	6	-33	126	125	160
母公司股东	51	62	55	6	-33	126	125	160

公司在解释上述结果表示, 公司已经利用胡志明市第四季度重新开放所带来的机会。Haxaco 大力促进在线上平台推广广告活动; 使每辆汽车利润最大化; 继续降低额外成本。同时, 越南政府对降低汽车登记费的扶持政策已刺激了消费者的购买需求。据此, Haxaco 的汽车销售量再次回升并达到销售目标。此外, 与企业合作的银行的优惠利率以及有效使用资金有助于降低财务成本并增加利润。

Haxaco2021 年收入几乎保持不变, 累计达 5.551 万亿越盾; 税后利润增长 28% 至 1600 亿越盾; 每股盈利下降 2% 至 3337 越盾, 原因是在公司支付股票股息以及 ESOP 股票后, 公司从 3670 亿越盾增资至 4950 亿越盾。

资产结构及财务状况

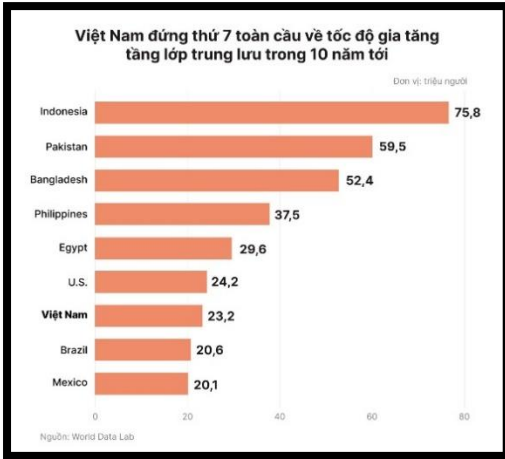
2021 年底, 应收账款从年初的 2620 亿越盾下降至 2480 亿越盾, 但仍高于第三季度末的 1060 亿越盾。存货从 5640 亿越盾增加至 5810 亿越盾。

客户的短期预付款增长近三倍, 达超过 2870 亿越盾。企业继续将短期债务从 5000 亿越盾减少至 1950 亿越盾, 并且维持无长期债务。截至 2021 年 12 月 31 日未分配税后利润超过 2120 亿越盾。Haxaco 董事长杜进勇先生在去年年底举行的临时会议上发表讲话, 越南梅赛德斯-奔驰批准在芹苴市开设官方授权经销商。这标志着 Haxaco 的一个新发展里程碑, 不仅在南部、北部而且在西部。目前, 新开设一家奔驰经销商的标准非常高, 因此 Haxaco 必须在财务资源方面做好充分准备。从债券发行所获得的资金将主要用于该项目。

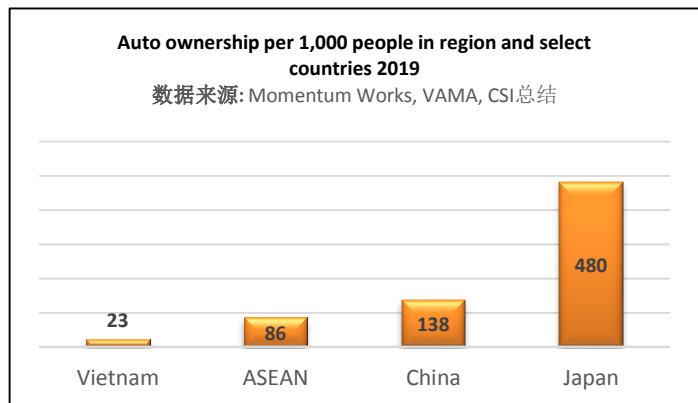
增长机遇：2022 年是 HAX 恢复增长的关键之年

若 2021 年，越南经济面临许多由新冠肺炎疫情造成的困难，那么 2022 年却被视为迎接经济恢复增长的关键一年。恒安汽车服务股份公司也不例外，CSI 预计 2022 年将成为 Haxaco 强劲增长的一年，原因如下：

1. 中产阶级在疫情后兴起是促进消费增长的最初动力



2022 年，在全国人民都接种了疫苗以及越南政府主动敞开大门与疫情共处之后，将不会像许多省市 2021 年第二和第三季度那样出现社会隔离状态，从而刺激购物和消费需求增长。其中，由于越南的富裕阶层日益增加、越南的汽车保有量与该地区和世界其他国家相比仍然很低。此外，2021 年（尤其是第三季度）的业务业绩低迷，将是 HAX 在 2022 年同比强劲增长的机会。

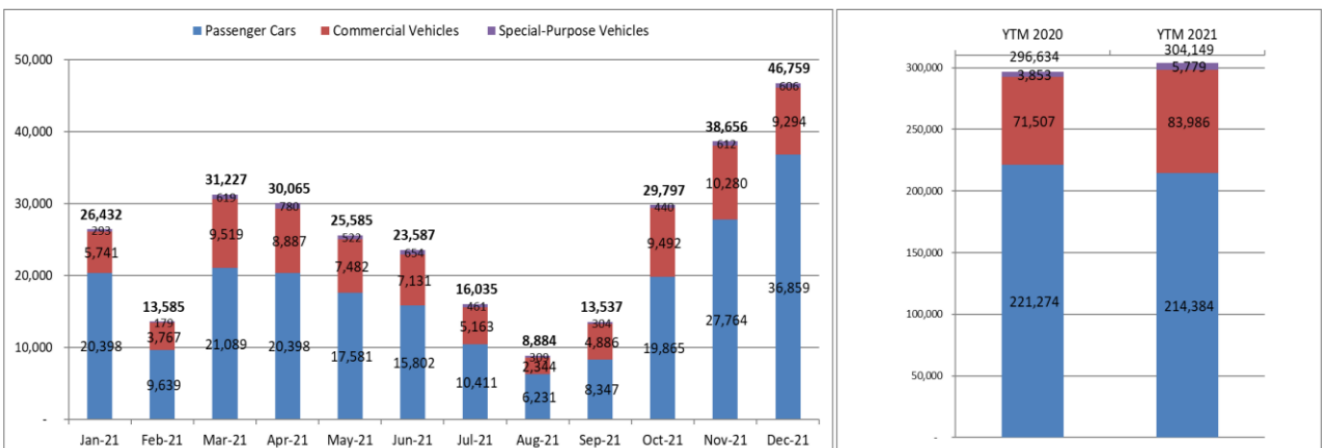


经历 2020 年第二季度及 2021 年第二季度和第三季度的严格实施社交距离措施之后，汽车销售量迅速恢复，证明了中产以及高收入阶级在受疫情影响的背景下的购买力仍强劲增长。

中产及高收入消费者在奢侈品行业的购买力明显增加

越南力争实现 2022 年国内生产总值（GDP）增长 6%、人均收入增加至 3700 美元的目标。获得这样的收入水平，越南汽车市场已经进入自动化阶段。当时中产阶级也迅速增加，从而促进对奢侈品的需求。因此，CSI 认为越南的豪车市场潜力仍然很大。

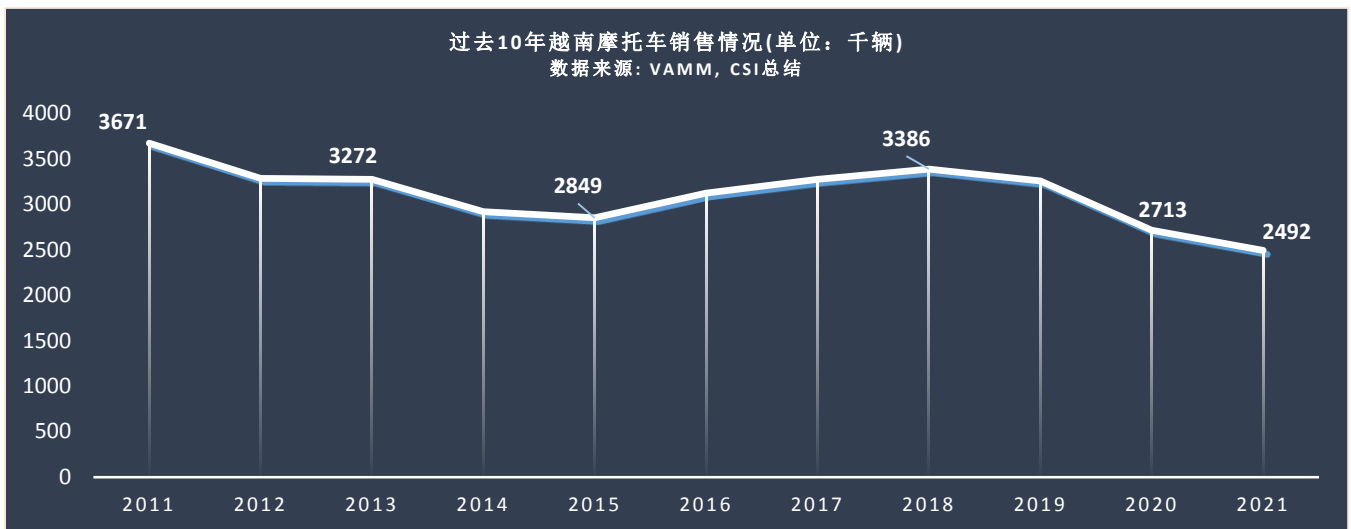
越南汽车销量（来源：VAMA, CSI 总合）



越南逐步排除摩托车，汽车越来越受欢迎

可见，近两来越南摩托车的销售量呈现下降趋势。具体，2018 年越南新摩托车的销售量达近 340 万辆，2020 年达 270 万辆，2021 年下降至近 250 万辆。

导致近 3 来越南摩托车市场呈现下降趋势有许多原因。其中，新冠肺炎疫情的影响已经降低人们的购买力；许多人倾向于购买汽车而不是两轮车；同时交通基础设施以及公共交通系统正在快速得以改善也是导致摩托车销售量下降的一个原因。值得注意的是，12 月初河内市人民委员会按照 2021-2025 年期间减少交通拥堵和确保交通安全目标的计划，预计在 2025 年之后在该市部分地区禁止摩托车，这已对国内消费者情绪产生影响。



2. 越南政府的优惠政策：降低国产汽车注册费用以刺激消费需求。由于梅赛德斯-奔驰是唯一一家在越南组装的豪车品牌，因此HAXACO将受益匪浅。

越南政府发布了关于将从 2021 年 12 月 1 日至 2022 年 5 月 31 日为期 6 个月的国产汽车注册费下降至平时 50% 的决定。此前，有效期为 2020 年 6 月至 12 月的类似注册费减免政策已促进了 2020 年汽车购买需求。由于受新冠肺炎疫情的影响导致 2021 年的比较价处于低位，预计 2022 年汽车总销售量将得到恢复并大幅增长 15%，而梅赛德斯的销量可能会更高，这归功于最近多款新车推出市场。

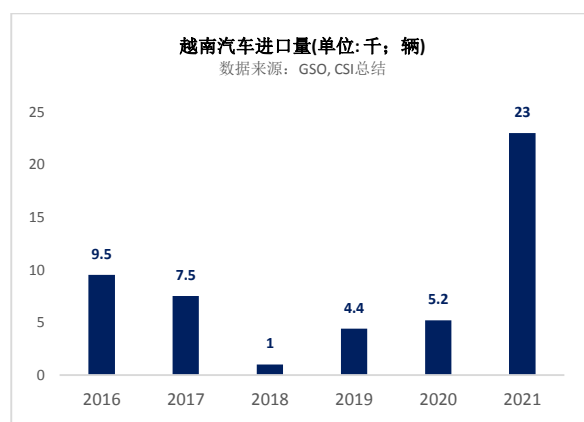
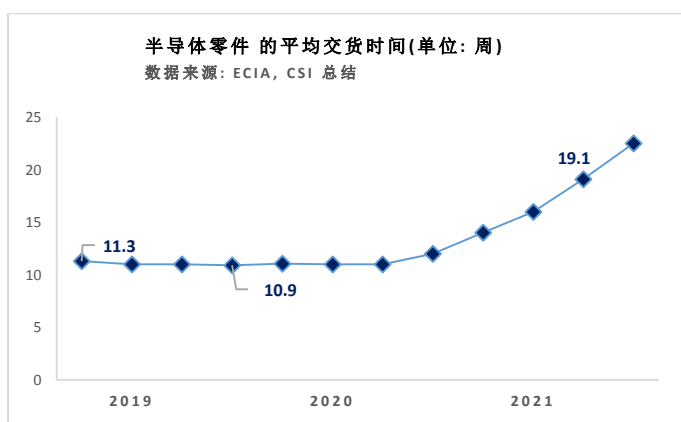


根据汽车企业表示，注册费减免政策得以批准将对汽车市场以及消费者产生积极影响。在降低 50% 的汽车注册费后，消费者可以节省数千万至数亿越盾，最高可达 3 亿越盾。值得注意的是，梅赛德斯-奔驰是唯一一家在越南组装的豪车品牌。因此若购买这种汽车的客户将受益匪浅。例如，一辆奔驰价格近 50 亿越盾，若注册费减少 50%，客户可以节省近 3 亿越盾。杜进勇先生对于越南财政部提出将国产汽车注册费从 10% 降至 5% 的建议表示，这对 Haxaco 不仅在 2021 年而且对 2022 年的头几个月来说是非常好的信息。对汽车注册费的减免政策获得批准，不仅客户，而 Haxaco 和越南梅赛德斯-奔驰工厂都将受益匪浅。

3. 汽车芯片供应短缺情况延长，有助于减轻豪车细分的竞争

由于汽车芯片短缺情况延长导致汽车供应下降，而需求大幅增加，有助于减轻豪车细分的竞争压力。2020年初疫情爆发时，不少汽车品牌意识到汽车需求严重减少因此纷纷降低生产能力和半导体芯片订单；到年底，疫情过后的汽车需求爆增，使汽车品牌大幅增加产能并大量订购芯片，由于之前汽车企业实现消减芯片订单，因此电子设备领域已经实现销售该芯片产量，原因在于疫情期间在家学习和娱乐的需求增加。因此电子设备、5G、汽车等大多数行业出现求过于供，导致全球半导体芯片短缺的情况。

由于供应量无法满足全球需求，对制造商的芯片运输时间继续延长至近5个月（22周）。各大芯片厂商表示，芯片短缺至少持续到2022年上半年，直到从2020年开工建设的半导体制造厂正式运营。由于芯片短缺情况延长，许多豪车制造商已经减少了新车型的产量。最近的报告显示，2021年梅赛德斯奔驰、宝马和奥迪的汽车产量将分别同比下降3%、8%和11%。这将减少高端车市场的竞争，制造商下调绩效压力将使经销商的销售更加顺利。然而，供应量不足将为Haxaco提高汽车售价创造便利条件。预计，2022年Haxaco可以将每辆车的利润保持在高位（超过6%）。



4. 芹苴市的陈列室于2022-2023年正式投入运营，将进一步促进HAX增长

2021年第四季度，越南梅赛德斯-奔驰(MBV)已经批准HAXACO在芹苴市开设新陈列室，预计资本性支出为800亿越盾（约350万美元）。

芹苴市的新建陈列室有助于开扩南部潜在市场并增加企业的竞争优势。芹苴市地理位置优越，位于湄公河三角洲地区中部；是2020年越南地区生产总值（GRDP）最高的十个城市之一并且是潜在豪华车市场。此外，根据梅赛德斯奔驰的经销商评分卡研究显示，开设更多高质量的陈列室有助于提高梅赛德斯奔驰对HAXACO下一年的奖金水平。我们认为，该陈列室最早可以在2022年底开始运营。

预测-估值

从行业未来的积极评价以及公司的突出优势来看，我们认为HAXACO有望成为该行业的亮点。CSI预计2022年HAXACO的销售车量增长9.1%至2681辆，在如下假设：第一，消费汽车需求增长10%；第二，HAXACO的市场份额保持在37%以上以及供应量有限有助于HAXACO提高汽车售价从而拉动汽车销售的毛利率上涨超过6%。预计HAXACO 2022年经营业绩如下：

2022年HAXACO的净收入和税后利润分别达6.529万亿越盾（同比增长18%）和2330亿越盾（同比增长46%），2021年每股收益为4705越盾/股，2022年市盈率为9.7倍，从而CSI预计2022年HAXACO公允价格为45600越盾/股，与2022年4月13日收盘价相比上涨32.3%。通过使用市盈率比较法，2022市盈率（PE）高于过去三年平均市盈率7.8倍，CSI认为这是一个合理的市盈率，反映（1）行业的积极走势和企业利润的强劲增长以及（2）由于利率保持在低位，使合理的市盈率增加。

从而，在目前的乐观前景下，我们认为HAXACO是2022年的潜在投资选择之一。

2021 年底及 2022 年 HAX 收入及利润预测（来源：CSI 预算）

年（单位：十亿越盾）	2021	2022F
净收入	5,551	6,529
毛利润	357	424
税后利润	160	233
每股收益（越盾）	3,231	4,705
股份数量	49,516,982	
2022 年市盈率	9.7x	
每股价值（越盾）	45,600	

公司简介

越南建设证券股份有限公司是一家中资控股的越南证券公司，执有越南国家证券管理委员会颁发的运营牌照，是一家中等规模的越南券商。2019年3月15日，公司在河内证券交易所上市交易（证券代码 CSI），成为越南第二家中资控股的上市券商。

- ◆ 立足培育本地市场，全面服务大中华客户”的经营策略，为本地客户服务，为在越华人服务，为在越中资企业服务。
- ◆ 建立了越南同行中最大规模的中文服务团队，80%的员工能与客户进行中文交流
- ◆ 强大翻译团队支持，将研究所的报告 100%全部转化为中文，完全适应华人客户的阅读习惯，并在各中资越南分行中得到全面使用，成为各分行必备的越南证券市场分析资料来源；
- ◆ 和使用同花顺一样方便的交易平台，匹配中越双语，提供电脑客户端、手机客户端和浏览器版本。
- ◆ 拥有独立的媒体部门，多元化媒体渠道推送产品：
 1. 开发系列视频产品，如每日分析、企业研究、宏观分析、《宝玉看市》等特色产品，受到广大客户的欢迎；
 2. 自媒体平台如微信公众号“越证快讯”更是得到同行和相关媒体的认可和称赞，每天的内容包含了市场分析、证券信息、越南新闻、热点分析等，周末两天还推出了《听见越音》《声色光影》以及越南习俗介绍等栏目，身不在越南也能随时感受到越南的发展和越南的文化。
 3. 越南同行中首家推出电台播报，喜马拉雅《来自越南的股事》电台让客户不仅看到资讯还能听到资讯。

建设证券致力于给客户提供最优的服务，与您共享越南发展红利！

网址：



微信（公众号）： ynzqkx



微信

CSI
SECURITIES

CSI研究所
越南建设证券股份有限公司

🏠 地址：河内市青春郡仁政坊黎文良路48号钻石花大厦11楼
胡志明市第一郡阮太平坊阮公著街12-14号

📞 联系：+84 24 3926 0099 📠 传真：04.39263411 🌐 官网：https://www.vncsi.com.vn

📠 Zalo: 0886998288 🗣️ 微信：vncsi88 🌐 媒体合作| 微信：h84945586045

免责声明

版权属于越南建设证券股份有限公司（CSI），本材料中的所有信息和资料均来源于可靠渠道，CSI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CSI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CSI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CSI所有，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。

（客服号）： vncsi88