

# 分析报告： 安发 Holdings 集团股份有限公司 (APH) 评估：中立



上市信息	
行业	塑料
交易市场	HSX
证券代码	APH
上市总股数	243,884,268 股
市值	2.963 万亿越南盾
15/9/2022	
目前价格	12,150 越南盾/股
目标价	14,032 越南盾/股
上涨空间	+15.5%

## 投资热点：

**越南塑料业前景广阔**，由于大部分生产技术已接近世界现代水平，以及丰富及廉价的人力资源。此外，越南塑料行业受益于 EVFTA、RCEP 等贸易协定。一旦 EVFTA 协定从 1 月 1 日起生效，目前征收 6.5% 基本税的塑料制品将降至 0% 并且不适用关税配额。RCEP（自 2022 年 1 月 1 日起生效）帮助越南企业在符合原产地规则标准的情况下获得 0-5% 的出口税收优惠。

**以塑料制品生产和贸易为核心业务，继续保持正增长**。2022 年上半年，该领域占 APH 收入结构的 98% 以上和 APH 毛利润结构的近 90%，与同期相比，收入增长 50%，毛利润增长近 25%。

**PBAT 全降解塑料工厂项目**以 3 万吨产品/年的生产量有望将 APH 跻身全球前 4 大 PBAT 供应商行列，并且帮助 APH 节省 20-30% 的成本制造费用。

**预计工业区房地产板块将在未来一段时间内强劲增长**。一个 An Phat 1 工业园项目占地 180 公顷，目前 45% 的商业区域有客户，预计在 2022-2025 年期间为 APH 带来近 28000 亿越南盾的收入，租金为 90 美元/平方米。预计到 2030 年，APH 的土地储备将扩大到近 2,000 公顷。

**债务趋于减少，有助于资本结构更为良好**。自 2018 年以来，债务/总资产趋于逐渐下降，从 50.5%（2018 年）降至 36.78%（2022 年 6 月 30 日）。因此，截至 2022 年 6 月 30 日，APH 的短期和长期债务总额为 4.865 万亿越南盾。

股东结构	
越南 IGG USA 有限公司	27.02%
公司领导	9.95%
其他股东	63.03%

## 投资风险

**原材料价格变动**：原材料成本占 APH 生产成本结构的 50-80%，其中大部分材料需要进口。世界石油、煤炭、天然气价格的波动将影响塑料材料的价格，从而在因与客户签订的合同导致销售价格没有相应上涨的同时影响企业的经营业绩。

**汇率风险**：输入材料缺乏自我控制，导致 APH 以外汇进口大量材料（主要来自美国和中东）。不过，APH 的收入主要来自出口活动，因此汇率风险并不太令人担忧，但我们注意到这种风险也或多或少地影响着企业的经营活动，尤其是在 APH 也有外币债务的情况下。

**应收款风险巨大**：截至 2022 年 6 月 30 日，APH 短期应收款 2.963 万亿越南盾，占总资产的 22.4%。不过，这主要是具有短期周转的商业应收款，同时也是具有商业活动企业的特征。值得一提的是，这些应收款项几乎没有计提准备，对公司的资产结构也存在潜在风险。

**2022 年上半年库存价值大幅增加**。截至 2022 年 6 月 30 日，APH 的库存价值为 2.314 万亿越南盾，较 2021 年底增长 73.13%，其中主要是由于是货物和原材料大幅增加。商业企业库存的急剧增加是可以理解的，但在原材料（PP、PE 颗粒）价格呈现调整趋势的情况下，高库存会使资产结构面临风险，这可能会导致企业增加拨备。

**利息费用增加的风险**：2022-2024 年阶段，APH 需要大量资金来实施其拟建项目。据此，此期间 APH 工业地产板块的资金需求为 9000 亿越南盾，而 PBAT 全降解塑料工厂项目的资金需求估计约为 1 亿美元，总计超过 3.25 万亿越南盾。其中，对于 PBAT 项目来说，目前 APH 已安排好 20% 的资金，并且正促进向韩国银行合作伙伴贷款 70% 的资金。贷款需求急剧增加将推高负债率，并随之增加支付利息的压力，从而侵蚀企业的利润。

## 投资建议

我们使用贴现权益现金流量法对 APH 的股票进行估值，APH 的公允价格为 14032 越南盾/股，与当前价格上涨 15.5%。我们对 APH 股票保持中性看法。

## 股价近 12 个月的波动走势



基本财务指标			
	2020	2021	H1/2022
总资产	10,434	12,328	13,226
应收债务	6,041	6,385	6,987
所有者权益	4,393	5,943	6,239
净营收	8,485	14,794	9,518
毛利润	955	1,698	955
净利润	242	238	168
EPS TTM (越南盾/股)	1439	222	194

估值结果	
FCFE 方法	14,032 越南盾

## 企业概况

### 企业简介

安发控股集团股份有限公司（APH）成立于 2017 年。公司主营业务为塑料制品的生产、销售和贸易；可生物降解产品和材料的制造；生产塑料袋和珠子；厂房业务、土地租赁和工业园区基础设施等。目前在越南塑料制品生产领域中，安发集团已成为规模最大的企业。在国内生产塑料袋企业中（服务于国内市场及出口），安发集团的规模最大，产量超过 8000 吨/月。2020 年 7 月 28 日，APH 正式在胡志明证券交易所（HOSE）上挂牌交易。

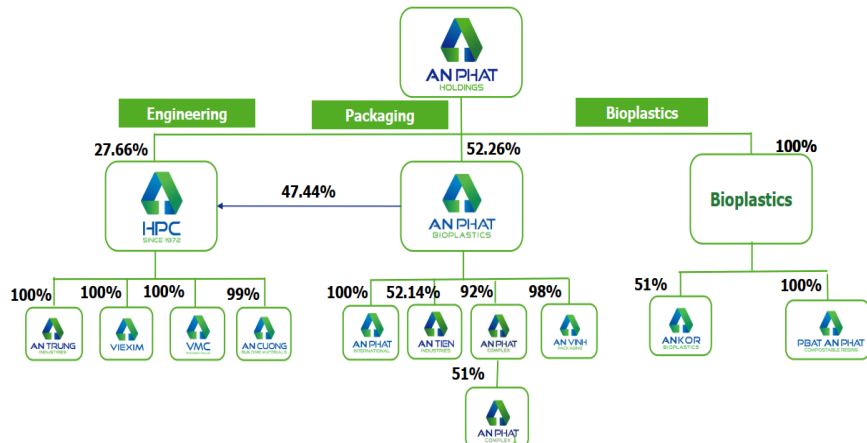
### 发展过程

- 2002 年：英海维公司正式成立-其为安发集团的前身。
- 2005 年：该集团第一家包装厂在海阳南策工业园区投产。
- 2009 年：成立安沛-安发塑料与矿产股份公司，现为安进 Industries 股份公司（HII）- 集团成员公司，主要业务为生产塑料添加剂。
- 2010 年：成立安发绿色环境和塑料股份公司，现为安发绿色塑料股份公司-集团成员公司，主要业务为生产塑料包装。
- 2017 年：成立安发控股股份公司（APH），注册资本为 1.1 万亿越南盾，同时将其子公司安发绿色塑料股份公司（AAA）的持股比例提高至 31.9%。同样在 2017 年，AAA 的第 6 和第 7 家包装工厂投产，使 AAA 成为东南亚最大的薄膜包装制造商。
- 2018 年：安发控股股份公司更名为安发控股集团股份有限公司，注册资本增加至 1.241 万亿越南盾。APH 收购了河内塑料股份公司（证券代码：NHH）49.23% 的股份，扩展至配套塑料工业领域。
- 2019 年：河内塑料股份公司（证券代码：NHH）-安发集团子公司正式在胡志明证券交易市场上挂牌交易。APH 将其在 NHH 和 AAA 的持股比例分别增加至 55.17%和 48.08%。通过其子公司，APH 收购了 TLC Korea 有限自任公司 51% 的股份，其为韩国生物材料生产的先驱单位。随后，TLC Korea 有限责任公司已更名为 ANKOR Bioplastics 股份公司。
- 2020 年：该集团首次公开募股并在胡志明证券交易所上市，股票代码为 APH。该集团开始投资建设 PBAT 全生物降解塑料工厂项目。
- 2021 年：该集团将注册资本增加至 2.024 万亿越盾。

### 营业领域

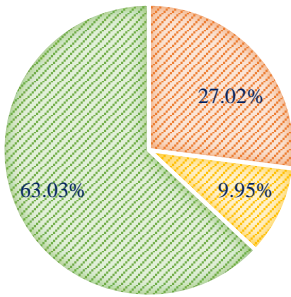
- 主要经营塑料制品的制造和贸易领域
- 经营工业区房地产领域

### APH 的股权结构



数据来源：APH, CSI 整理

### APH 股东结构 (%)



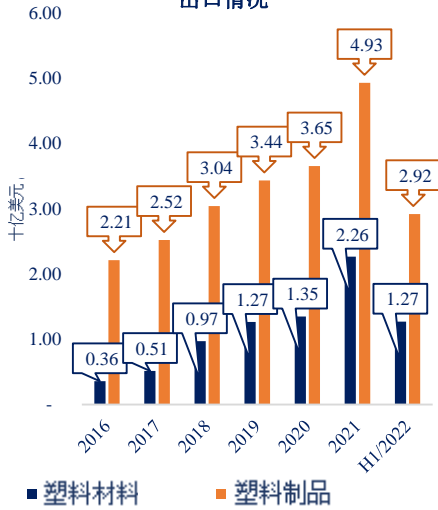
- IGG USA VIETNAM CO., LTD
- 公司领导
- 其他

数据来源：Fiinpro, CSI 整理



数据来源：APH, CSI 整理

2016-2022年上半年越南塑料出口情况



### 投资论点

#### 1. 越南塑料业强劲广阔:

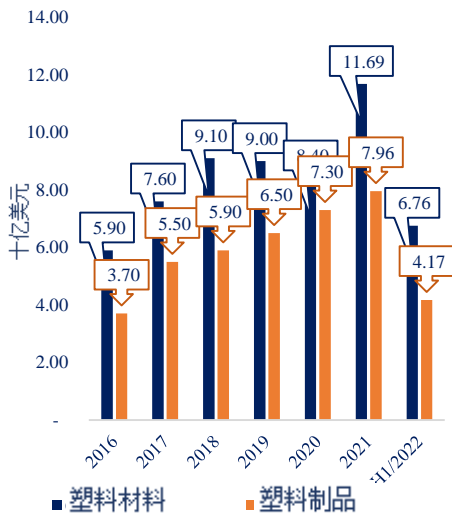
越南塑料业发展潜力巨大, 原因在于:

- 现代技术将提高企业的竞争力
- 从贸易协议中受益 (EVFTA、RCEP 等)

#### 塑料业概况

- 越南塑料行业是 2010-2021 年期间越南增长最快的行业之一, 年增长率稳定在 16%-18%/年。这一增长源于一个具有巨大潜力的大市场, 尤其是越南塑料业与世界相比才刚刚起步, 塑料制品被用于日常生活中的各个领域。
- 在越南, 参与塑料行业的企业约有 2000 家, 主要集中在胡志明市。国内公司占 85%, 国外公司数量只占 15%, 但占投资资金的 40%。
- 越南的塑料制品分为四大类, 包括: 塑料包装、家用塑料制品、塑料建材和技术塑料。塑料包装是附加值较低但占产值 39% 的产品, 在越南塑料制品出口结构中占比最大 (占越南塑料出口值的 66%)。塑料建材占产值的 14%。家用塑料约占产值的 32%。越南塑料家居用品占国内市场份额的 90%, 集中在中端产品。高科技塑料占产值的 9%。

2016-2022年上半年越南塑料进口情况



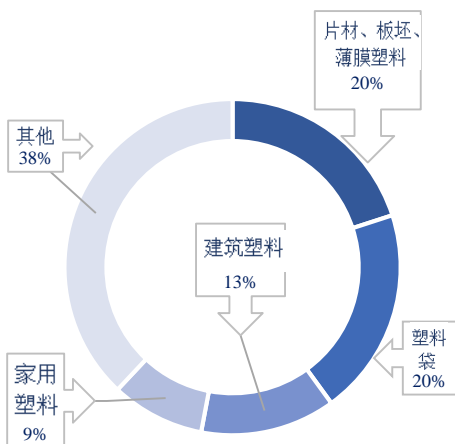
#### 塑料业输入材料的自给率约 20%, 大部分必须进口

- 2021 年, 越南进口约 700 万吨塑料材料 (折合超过 110 亿美元)。其中, 塑料成品和半成品的进口额约为 80 亿美元。
- 2022 年上半年, 越南塑料材料进口额 67.6 亿美元, 塑料制品进口 41.7 亿美元。输入材料方面, 越南主要从韩国 (占塑料材料价值的 22.5%)、中国 (20.5%)、东盟 (15.7%) 等国家进口。

#### 出口呈现乐观迹象

- 目前, 越南塑料产品遍布全球 151 个市场, 包括日本、美国和欧盟等需要高质量和最佳技术标准的市场。越南塑料工业的主要出口产品仍以塑料袋或附加值较低的配件和零部件为主。
- 2021 年越南塑料制品出口将较 2020 年大幅增长。据海关总署的统计数据, 2021 年越南塑料制品出口额将较 2020 年增长 34.9%, 达到 49.3 亿美元。
- 2022 年上半年, 越南塑料制品出口额达到 29.2 亿美元。其中, 美国市场以 41.8% 在出口结构中占据主导地位, 其次是日本 (13.2%)、东盟 (11.7%)、欧盟 (11.1%) 等。

2021年塑料制品出口结构(%)



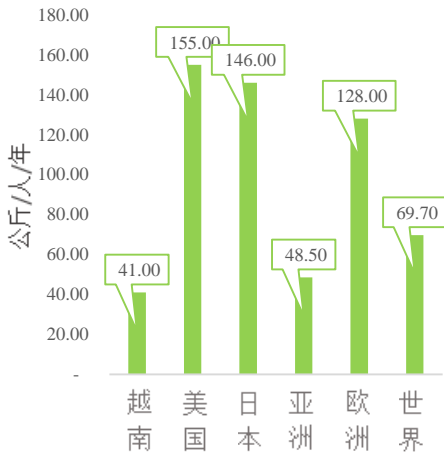
#### 从贸易协定中受益

- 越南签署的 FTA、RCEP 等自由贸易协定也是帮助越南塑料产品在出口到其他市场时提高竞争力的积极因素。特别是 RCEP (2022 年 1 月 1 日起生效) 将帮助越南企业扩大满足原产地规则需求的材料来源区 (如果越南企业的生产材料来源从澳大利亚、新西兰、印度、韩国、日本、东南亚国家等 16 个国家之一进口, 均符合原产地规则), 以享受出口减税优惠 0%-5%。

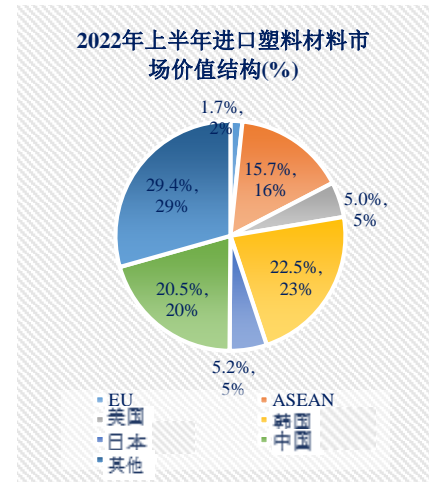
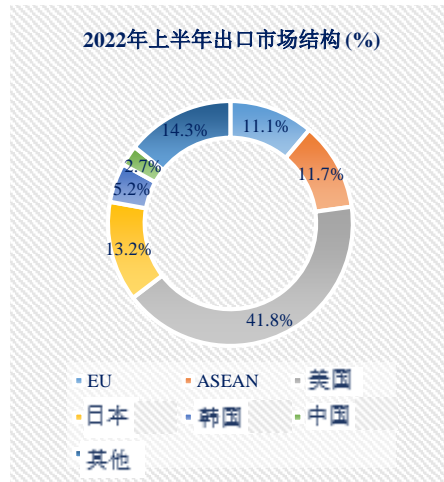
数据来源: GSO, CSI 整理

- 越南的塑料工业从 EVFTA 中获得了许多机会。欧盟市场约占越南塑料和塑料制品出口总额的 11%。EVFTA 协议自 2021 年 8 月 1 日起生效后，大部分征收 6.5% 基本税的塑料制品将降至 0%，不再适用关税配额。

部分国家人均塑料消费量

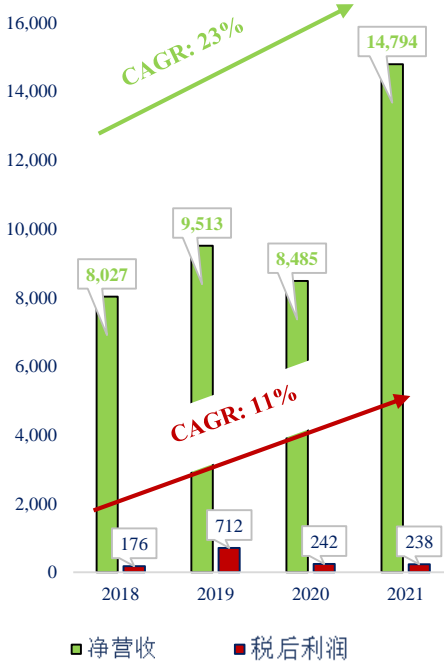


数据来源: CSI 整理



数据来源: GSO, CSI 整理

2018-2021年阶段APH的收入及净利润 (十亿越南盾)



## 2. 塑料制品生产和贸易领域继续保持正增长

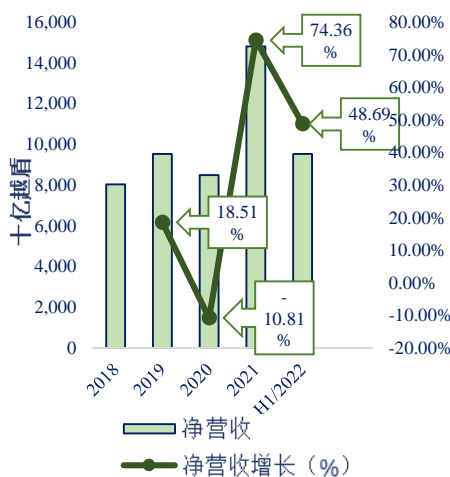
### 收入增长良好:

- 2018-2021 年期间 APH 的净收入年复合增长率为 23%，毛利年复合增长率为 11%。
- 2021 年，APH 的合并收入和合并税前利润分别为 14.794 万亿越南盾和 3270 亿越南盾，比 2020 年分别增长 74% 和 12%。税后利润达到 2380 亿越南盾，比 2020 年略有下降 2%。由于塑料树脂价格上涨带动生产和贸易板块收入均强劲增长，同时公司大力推进工业园区地产开发。税后利润不及预期主要是由于运输成本增加，使销售费用也随之而增加。
- 2022 年上半年，APH 的净收入达到 9.518 万亿越南盾，同比增长 48.69%；毛利润达到 9550 亿越南盾，同比增长 25.35%。税后利润达到 1680 亿越南盾，同比增长近 18%。
- 毛利率稳定在 10% 以上/年。

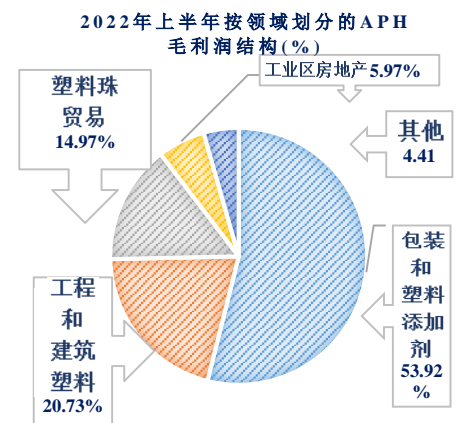
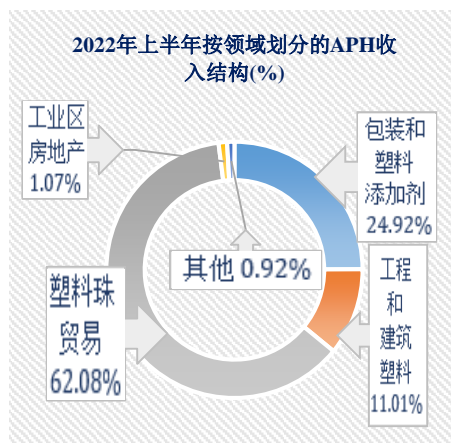
### 塑料制品的生产和贸易是该集团主要和核心活动，并继续保持正增长

- 塑料生产和贸易占 APH 收入结构的 98% 以上，占 APH 毛利润结构的近 90%。2022 年前 6 个月该领域继续保持正增长势头，收入达到 9.329 万亿越南盾（同比增长 50.42%），毛利润达到 8560 亿越南盾（同比增长 24.6%）。

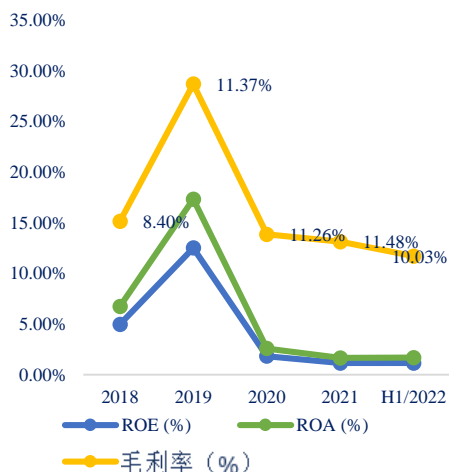
2018-至2022年上半年APH净收入



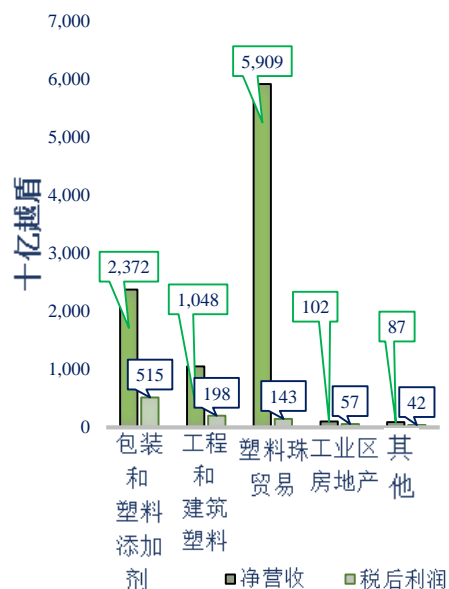
数据来源: Fiinpro, CSI 整理



### 2018-2022上半年APH盈利能力



### 2022年上半年APH收入及毛利润结构



### 工业包装



数据来源: APH, CSI 整理

● APH 的塑料业务包括 3 个主要领域:

### 2.1. 包装和塑料添加剂领域保持稳定, 巩固了其作为该地区领先包装制造商的地位:

- 包装和塑料添加剂的生产由该集团子公司负责包括: 安发绿色股份公司, 安荣塑料股份公司, 安进 Industries 股份公司。
- 2021 年包装销量达到 103434 吨, 比 2020 年同期增长 1%, 其中包括薄膜包装和工业包装。2022 年前 6 个月达到 47488 吨 (比去年同期小幅下降 4%)。APH 的包装产量在 2017-2021 年期间的复合增长率为 10%/年。包装和塑料添加剂的销售额同比增长 17%, 毛利增长 48%。APH 力争实现到 2024 年可生物降解包装的收入将占包装收入的 40-50% 的目标。
- 2022 年上半年, 该领域在 APH 的收入结构中贡献近 25% (23720 亿越南盾), 并且在 APH 毛利润结构中贡献近 54% (5150 亿越南盾)。据此, 收入和毛利润分别同比增长 14.7% 和 46.31%。主要销售市场仍然是越南, 欧洲和美国。

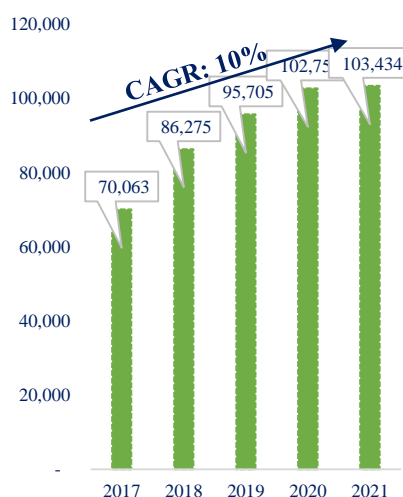
### 薄膜包装:

- 薄膜包装业务由子公司安发绿色塑料股份公司 (HSX: AAA) 负责。AAA 是东南亚最大的薄膜包装制造商 (根据生产规模), 也是越南最大的薄膜包装出口商。据越南海关总署统计, 2021 年, AAA 约占越南薄膜包装出口额的 18%。
- 供应产品: 日本市场袋、超市袋、垃圾袋、香味袋、彩印袋等。

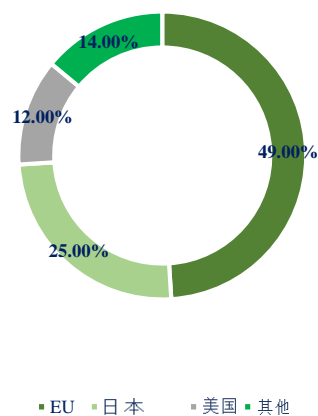
### 工业包装:

- 主要产品有集装袋、吊带袋、PP 编织袋等可承重大件, 广泛应用于化肥、农产品、医药、化工等领域。

### APH包装出售产量 (吨)

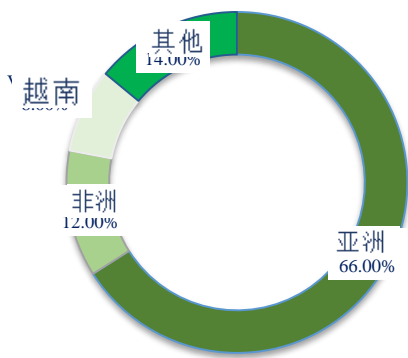


### 2022年上半年APH包装出售市场结构

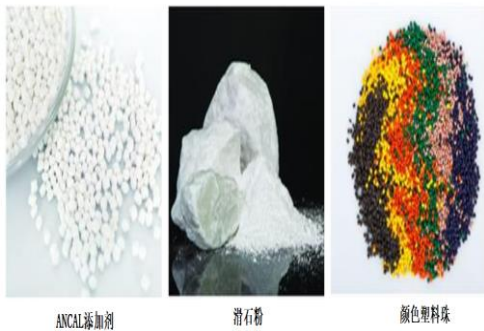


数据来源: APH, CSI 整理

2021年APH塑料添加剂和石粉销售市场结构(%)



APH 提供的原材料

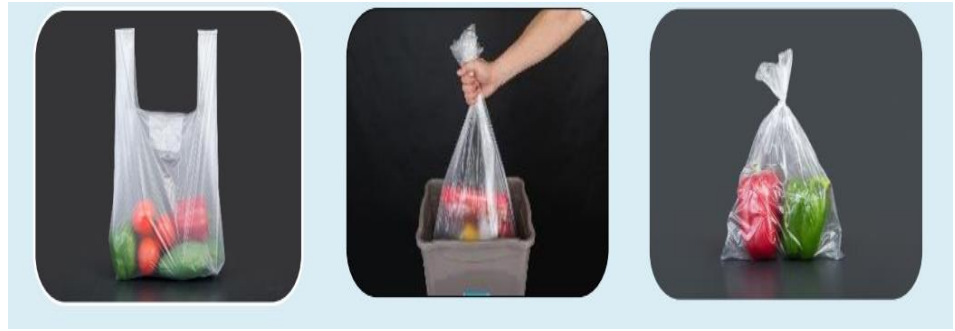


ANCAL 添加剂

产品	客户
汽车、摩托车零部件 	
空调、冰箱、洗衣机零部件 	
家用电器、手机零部件 	

数据来源: APH, CSI 整理

传统塑料薄膜袋



可降解塑料薄膜袋



数据来源: APH, CSI 整理

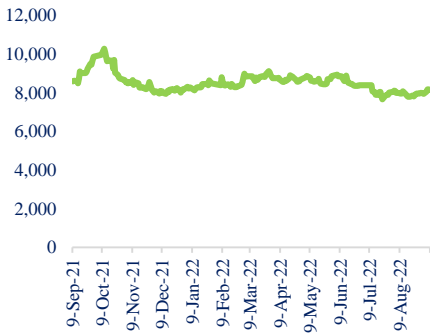
**塑料行业的材料和化学品:**

- APH 已于 2009 年成立安进 Industries 股份公司（前身为安沛-安发塑料和矿产股份公司）以便开发塑料材料和化学品经营业务。
- 公司的主要产品是 ANCAL 添加剂（PE 和 PP），作为塑料制品中的添加剂，有助于降低生产成本，降低白色着色剂的成本，提高耐热性，产品耐久性，形状稳定性，增加在产品上打印的能力。
- ANCAL 添加剂还用于腻子、油漆、化妆品、造纸等建材行业。此外，公司还生产其他两类塑料原料为 BaSO4 中的白色填料和彩色填料。公司产品主要在国内销售。
- 总装机容量 15 万吨/年。

**2.2. 工程和建筑塑料板块继续保持其地位，出口强劲增长**

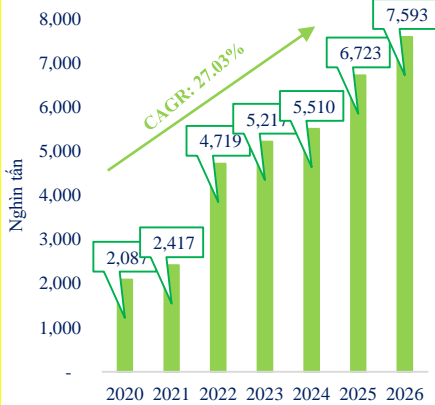
- 工程和建筑塑料板块继续保持其地位，出口强劲增长，对收入结构和毛利润的贡献率分别为 11% 和 20.73%（2022 年上半年）。据此，2022 年前 6 个月公司收入达到 10480 亿越盾（同比增长 7.38%），毛利达到 1980 亿越盾（同比增长 33.78%）。
- 处于该公司工程塑料行业的主要产品包括：汽摩配件；电气电子零附件，建筑；塑料工业的模具。参与该板块产品生产的子公司包括：河内塑料股份公司，安中 Industries 有限责任公司，VIEXIM 发展进出口与投资有限责任公司，越南精密机械和模具制造公司。总设计容量达到 15000 吨产品/年。

PP塑料价格 (CNY/T)



数据来源: investing, CSI 整理

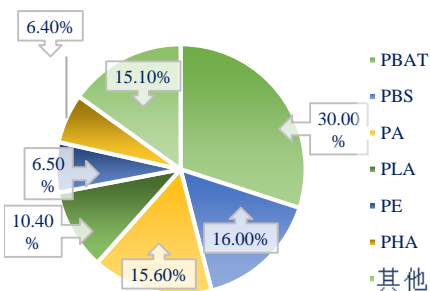
2020-2026年全球生物塑料产量



全球领先PBAT供应商



2026年按材料划分的生物塑料结构 (%)



数据来源: European Bioplastics & IfBB, CSI 整理

- 建筑塑料: 塑料吊顶板, 由其子公司安强高技术建筑材料股份公司开展。APH 出口 70%, 国内销售占 30%。



### 2.3. 塑料珠贸易业务收入持续增长

- 塑料材料贸易领域的活动通过安城 Bicsol 股份公司-ATT 和安城 Bicsol Singapore 股份公司-ATS 是 HII 的两个子公司进行。2021 年塑料珠贸易收入达到 77450 亿越南盾, 比 2020 年增长 131%, 毛利润达到 3590 亿越南盾, 比 2020 年同期增长 160%。
- 2022 年上半年, 该板块的收入达到 59090 亿越南盾 (同比增长 87.11%), 毛利润达到 1430 亿越南盾 (同比下降 23.53%)。该部门贡献了 62.08% 的收入结构和近 15% 的毛利润结构。
- 2021 年公司收入增长强劲的主要原因是由于世界塑料材料价格大幅上涨, 公司利用灵活的销售政策、有效的库存管理和良好的现金流管理来提高运营效率。但是, 由于 PP 和 PE 塑料价格在 10300CNY/T 和 9900CNY/T 封顶后出现调整, 与去年同期相比, 今年前 6 个月毛利有所下降。

### 3. 年产 3 万吨产品的 PBAT 可堆肥塑料工厂项目将使 APH 跻身全球前 4 大 PBAT 供应商之列, 同时帮助 APH 节省 20-30% 的成本制造费用。

#### APH 的 PBAT 项目

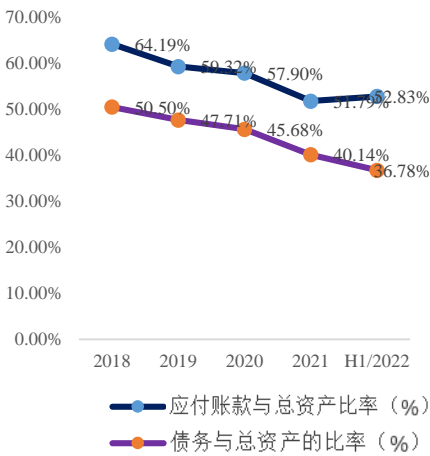
- PBAT (polybutyrate adipate terephthalate) 是一种基于化石燃料的合成聚合物, 可完全生物降解。PBAT 是制造完全可生物降解材料的主要成分, 例如纸涂层、收缩膜、保鲜膜、发泡胶包装, 需要高硬度的塑料, 例如水杯、餐具、餐桌以及注塑和热压产品。从 PBAT 原料, 制造商继续开发不同类型的生物化合物, 通过混合 PBAT 和其他生物材料, 例如适合每种产品应用的淀粉和/或聚乳酸 (PLA)。这些产品是 100% 可生物降解的, 在细菌的作用下, 变成天然物质, 混入土壤并且无害, 完全环保 (可堆肥)。
- 该项目产能为 3 万吨/年, 投资额估计为 1 亿美元 (其中 30% 的股权资本和 70% 的贷款资本)。该项目于 2022 年 2 月在海防亭武开工, 预计 2024 年完成, 该项目建成后将使 APH 跻身全球前 4 大 PBAT 供应商行列, 帮助 APH 节省 20-30% 的成本制造费用。

#### 生物塑料的前景

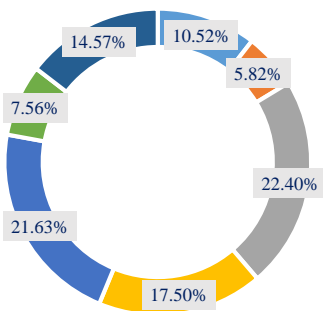
- 根据《2020 年世界塑料产量》和《2021 年欧洲塑料》, 生物塑料市场目前仅占每年超过 3.67 亿吨塑料产量的不到 1%。但是, 与全球常规塑料产量略有下降相比, 生物塑料市场仍持续增长。生物塑料市场的增长主要是由需求增加和更复杂产品应用的出现推动的。



2018-2022上半年APH债务与应付账款与总资产比率



至2022年6月30日APH资产结构(%)



- 现金及约当现金
- 到期日持有投资
- 应收款
- 库存
- CAPEX
- 在建工程
- 其他

数据来源: Fiinpro, CSI 整理

- 根据欧洲生物塑料和新星研究所的数据，全球生物塑料产能将从 2021 年的约 242 万吨增加至 2026 年的约 759 万吨。因此，生物塑料在全球塑料制品生产中的市场份额将首次突破 2%。包装仍然是生物塑料的最大输出领域，2021 年消费量约占全球生物塑料总产量的 48%（相当于 115 万吨）。

#### 4. 工业区房地产预计将在未来一段时间内强劲增长

- 2021 年，工业区房地产的收入将达到 4130 亿越南盾，是 2020 年的 5.7 倍。2022 年前 6 个月，该领域的收入将达到 1020 亿越南盾（同比下降 16.39%），毛利润将达 570 亿越南盾（同比增长 9.62%）。该领域对 APH 的收入贡献了 1.07%，对 APH 2022 年上半年的毛利润贡献了 5.97%。工业区房地产领域的收入主要来自公司正在实施的项目——An Phat Complex 项目。
- 目前，APH 正在实施 An Phat 1 项目，预计到 2030 年将其土地储备扩大至近 2000 公顷。
- **An Phat Complex 项目**：这是一个占地 46 公顷的项目，位于海阳市 5 号国道 Km47。目前，该项目建设面积达 95%，预计 2022 年完成开发项目。此外，1/3 的厂区正在出租，年均收入为 1200 亿越南盾。
- **An Phat 1 项目**：在 Quoc Tuan、An Binh 和 An Lam 社（Hai Duong 省 Nam Sach 县）占地 180 公顷，预计开发时间 2022-2025 年。目前，45% 的商业区域已有客户，预计 2022 年第四季度交付给客户，届时将记录部分收入。预计租金为 90 美元/平方米。

工业区	开发时间	预计结束时间	面积 (公顷)
An Phat Complex 项目	2018	2022	46
An Phat 1 项目	2022	2025	180
An Phat 2 项目 (第二期)	2023	2028	290
An Phat 3 项目 (预计)			210
An Phat 5 项目 (预计)			950.5
An Phat 6 项目 (预计)			264.4
<b>总计</b>			<b>1,941</b>

数据来源: APH, CSI 整理

#### 5. 债务趋于减少，负债结构更加积极

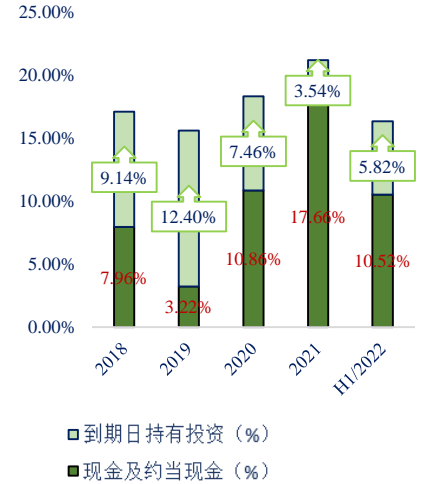
- APH 在 2018-2021 年期间的总资产年均增长 14.9%，而所有者权益年均增长 27.3%。
- 截至 2022 年 6 月 30 日，APH 总资产为 13.2260 万亿越南盾，较 2021 年底增长 7.3%。债务为 6.9870 万亿越南盾，占负债结构的 52.83%。其中，短期和长期债务为 4.8650 万亿越南盾，占负债结构的 36.78%。自 2018 年以来，债务与总资产的比率趋于下降，从 50.5%（2018 年）降至 36.78%（2022 年 6 月 30 日）。这表明 APH 的负债结构发生了较为积极的变化。



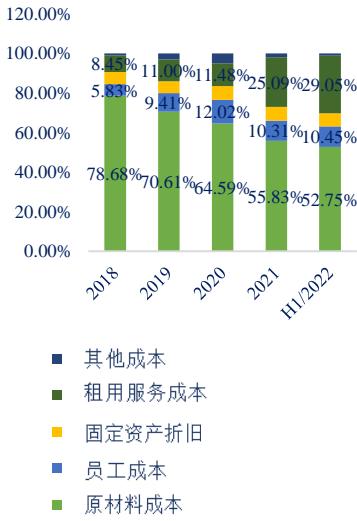
2018-2022上半年APH债务与应付账款结构



2018-2022上半年APH资金流与总资产比率



2018-2022上半年 APH 生产成本结构(%)



数据来源: Fiinpro, CSI 整理

数据来源: Fiinpro, CSI 整理

### 评估

我们根据 FCFE 贴现权益法对 APH 股票进行估值

### 假设:

#### 收入:

- 目前，塑料板块和工业地产板块是两大主营业务板块。
- 对于塑料板块，我们假设 2022 年 APH 仍将实现 12% 的收入增长率。在 2023-2027 年期间，我们假设收入增长率放缓至 8-10%/年。经过一段时间的强劲增长后，行业整体增长趋势往往会放缓。并且从 2028 年开始，收入增长率将稳定在 2%/年。
- 对于工业区地产板块，1 号安发项目的面积为 180 公顷，商业面积为 130 公顷，租金价格为 90 美元/平方米。目前，该项目 45% 的面积已拥有客户，若今年第四季度完成交付，则部分收入将记录在 2022 年公司收入。我们假设到 2025 年入住率将达到 100%。按照当前汇率，我们预计 2022-2025 年期间项目总收入为 2.75 万亿越南盾，我们假设 2022 年将获得 650 亿越南盾的收入，2023-2025 年期间将获得 7000 亿越南盾/年的收入。我们没有其他扩建项目的数据，所以我们仅集中于 1 号安发项目。

#### 销货成本:

- 按领域的销货成本/净营收的比例:

指标	2019	2020	2021	H1/2022
销货成本/净营收 (%)	88.44%	88.63%	88.52%	89.97%
塑料	91.23%	89.49%	89.37%	90.82%
工业区房地产	56.29%	38.95%	71.22%	44.12%
其他	73.54%	54.26%	60.28%	51.70%

- 塑料领域：2022-2023 年，我们假设 2019-2021 年销货成本/净营收平均保持 90.03%/年。从 2024 年起，PBAT 项目投入运行，将有助于降低成本 20%/年（目前投入材料成本占 2022 年上半年的 52.75%，预计将逐步降至 50%），从而降低销货成本 10%/年。
- 工业区房地产领域：由于租价高于 An Phat Complex 项目，我们假设毛利率提高至 47%（相当于销货成本/净营收为 53%）。
- 其他领域：我们假设销货成本/净营收为 60%。

#### 销售成本和企业管理成本:

- 我们假设 2022-2024 年期间销售成本/净收入的比率等于 2021 年的比率（6.3%），从 2025 年开始，由于市场竞争激烈，该比率将增加 1%至 7.3%，公司必须增加营销成本以及佣金费用。
- 假设企业管理成本/净收入等于 2019-2021 年的平均比率。

#### 固定投资资本和折旧:

- 未来一段时间，公司将推动对 An Phat 1 项目和 PBAT 项目的投资，其中工业园区房地产需要 9000 亿越南盾（2022-2023 年），PBAT 项目预计约 1 亿美元（所有者权益 30%，负债为 70%）。

#### 其他假设:

- 公司未来时间不增加注册资本
- 企业所得税为 20%/年
- 贷款利率为 6.7%/年（2019-2021 年平均利率）。
- 权益资本成本是根据 CAPM 方法确定，其中假设无风险利率等于 10 年期国债利率，2022 年 8 月拍卖日期的利率为 2.5%。风险溢价为 7.8%（根据 Damodaran）。塑料企业的平均 Beta 为 1.4 倍。那么，权益资本成本估计为 13.42%。

#### 盈利预测:

ITEMS (十亿越南盾)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
净营收	14,795	16,740	18,382	19,958	21,485
净营收增长(%)		13.15%	9.81%	8.57%	7.65%
销货成本	(13,097)	(14,778)	(16,238)	(15,888)	(17,430)
(%) 销货成本/净营收	-88.52%	-88.28%	-88.33%	-79.61%	-81.13%
毛利	1,698	1,962	2,144	4,070	4,055
毛利率(%)	11.48%	11.72%	11.67%	20.39%	18.87%
利息费用	(317)	(269)	(288)	(318)	(322)
销货成本	(937)	(1,060)	(1,164)	(1,264)	(1,575)
(%) 销货成本/净营收	-6.33%	-6.33%	-6.33%	-6.33%	-7.33%
企业管理成本	(362)	(472)	(519)	(563)	(606)
(%) 企业管理成本/收入	-2.45%	-2.82%	-2.82%	-2.82%	-2.82%
EBIT	385	415	448	2,229	1,860
EBT	327	343	356	2,107	1,733
净利润	238	274	285	1,685	1,387
少数股东权益	180	203	223	242	261
母公司股东净损益	59	71	62	1,443	1,126

#### 估值结果:

根据 FCFE 方法的价格为 14032 越南盾/股。

指标 (十亿越盾)	2022F	2023F	2024F	2025F
税后利润	71	62	1,443	1,126
折旧	346	446	494	605
净营运资本增加	(527)	(449)	(252)	(436)
净借款	159	146	(13)	152
资本支出CAPEX	(1,240)	(786)	(1,148)	-
FCFE	(1,191)	(581)	525	1,447
Re	13.42%			
现金流现值	(1,191)	(512)	408	991
延续价值的现值	3,174			
公司价值	3,422			
流通股数 (只)	243,884,268			
每股价值	14,032			

附录

财务指标	单位	2018	2019	2020	2021	TTM Q2/2022
<b>每股指数</b>						
流通股数	百万股	128	142	147	202	244
平均流通股数	百万股	128	142	147	202	293
每股账面价值	越盾	10,114	14,791	15,242	14,112	11,916
每股营收	越盾	62,570	66,817	57,847	73,084	73,486
每股有形净资产	越盾	22,203	27,895	29,342	28,934	24,494
每股现金流	越盾	3,440	2,519	4,700	2,098	743
基本每股收益	越盾	1,136	3,076	527	291	231
Beta 系数		0.00	0.00	0.00	1.15	2.88
<b>财务潜力</b>						
现金比率		0.17	0.10	0.26	0.52	0.29
速动比率		0.57	0.75	0.68	1.12	1.11
流动比率		1.02	1.47	1.16	1.60	1.59
长期借款/股东权益		0.46	0.50	0.32	0.35	0.31
长期借款/总资产		0.16	0.20	0.13	0.17	0.15
短长期借款/股东权益		1.41	1.17	1.09	0.83	0.78
短长期借款/总资产		0.50	0.48	0.46	0.40	0.37
流动负债/股东权益		1.33	0.93	1.00	0.70	0.78
流动负债/总资产		0.48	0.38	0.42	0.34	0.37
总负债/股东权益		1.79	1.46	1.38	1.07	1.12
总负债/总资产		0.64	0.59	0.58	0.52	0.53
<b>当前财务情况</b>						
EBIT	十亿越盾	346	624	346	399	424
EBITDA	十亿越盾	612	921	720	884	907
毛利率	%	8.40%	11.37%	11.26%	11.48%	10.55%
EBITDA 利润率	%	7.63%	9.68%	8.49%	5.97%	5.06%
EBIT 利润率	%	4.31%	6.56%	4.07%	2.70%	2.36%
税前利润率 %	%	2.72%	8.64%	3.42%	2.21%	2.17%
营业利润率	%	2.61%	8.57%	2.65%	2.30%	2.18%
净利润率	%	2.19%	7.48%	2.85%	1.61%	1.46%
总资产周转率		0.98	1.05	0.83	1.30	1.43
股东权益周转率		2.74	2.72	2.01	2.86	3.02
M-Score		0.00	-2.29	-2.89	-1.66	-1.59
Z-Score		0.00	0.00	2.10	2.24	1.99
<b>营运效率</b>						
ROE%	%	4.97%	12.52%	1.83%	1.14%	1.14%
ROCE%	%	8.09%	11.90%	5.65%	5.63%	5.28%
ROA%	%	1.78%	4.82%	0.76%	0.52%	0.54%
ROIC%	%	4.89%	7.07%	3.78%	3.67%	-0.84%
应收账款周转率		11.63	12.01	10.35	12.09	10.94
应收账款周转天数	天	31.00	30.00	35.00	30.00	33.00
存货周转率		8.49	7.66	6.04	10.48	10.00
存货周转率天数	天	43.00	48.00	60.00	35.00	36.00
应付账款周转率		11.80	12.33	10.25	18.56	17.65
应付账款周转天数	天	31.00	30.00	36.00	20.00	21.00
<b>股息</b>						

股息收益率	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派息率		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值</b>						
市值	十亿越盾	1,687	1,872	1,929	2,662	3,207
企业价值 (EV)	十亿越盾	5,171	6,316	5,562	5,433	10,013
P/E		11.57	4.27	24.94	45.23	56.81
稀释 P/E		11.57	4.27	24.94	45.23	56.81
P/B		1.30	0.89	0.86	0.93	1.10
P/S		0.21	0.20	0.23	0.18	0.18
P/Tangible Book		0.59	0.47	0.45	0.45	0.54
P/Cash Flow		3.82	5.22	2.80	6.27	17.70
企业价值/营收		0.64	0.66	0.66	0.37	0.56
企业价值/EBITDA		8.44	6.86	7.72	6.15	11.04
企业价值/EBIT		14.95	10.12	16.09	13.60	23.64

**CSI 研究所联系方式:**

邮箱: [csi.research@vncsi.com](mailto:csi.research@vncsi.com) - 电话: (+84) 24 3926 0099 (109)

作者: 黎氏金花

邮箱: [hueltk@vncsi.com.vn](mailto:hueltk@vncsi.com.vn)

**CSI 研究所**

**行业和商业分析组**

黎氏金花

研究所副所长

邮箱: [hueltk@vncsi.com.vn](mailto:hueltk@vncsi.com.vn)

范玉映

研究员

邮箱:

[anhpn@vncsi.com.vn](mailto:anhpn@vncsi.com.vn)

黎英松

研究员

邮箱:

[tungla@vncsi.com.vn](mailto:tungla@vncsi.com.vn)

**宏观经济与证券市场分析组**

刘志康

研究所所长

邮箱: [khanglec@vncsi.com.vn](mailto:khanglec@vncsi.com.vn)

阮芳玲

研究员

邮箱:

[linhnp@vncsi.com.vn](mailto:linhnp@vncsi.com.vn)

黄氏源

研究所助理

邮箱: [nguyenht@vncsi.com.vn](mailto:nguyenht@vncsi.com.vn)

**投资评级的量化标准:**

越南建设证券股份有限公司 (CSI) 的投资评级标准是根据 12 个月目标价相比评估时市场股价的涨跌幅构建的。

投资评级	(目标价 - 现价) / 现价
买入	$\geq 20\%$
增持	10% ~ 20%
观望	-10% ~ +10%
减持	-10% ~ -20%
卖出	$\leq -20\%$

**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。本材料中任何信息或意见并非有宣传或推荐购买或出售任何证券的目的。本材料版权归 CSI 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。

**越南建设证券股份有限公司 CSI 总部:**

河内市青春郡仁政坊黎文良路48号Diamond Flower大楼11层

电话: + 84 24 3926 0099

网站: [www.vncsi.com.vn](http://www.vncsi.com.vn)