



實施日期: 28/11/2023

|      |        |
|------|--------|
| 建議買入 | 買入     |
| 當日價  | 30,350 |
| 目標價  | 34,500 |
| 上漲潛力 | 13.67% |
| 持股時間 | 12月    |
| 股息率  | 9.77%  |

經營目標 (單位: 十億越盾, %)

| 指標           | 2018     | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 淨收入          | 1,030.05 | 1,033.08 | 1,137.60 | 1,216.84 | 1,210.73 |
| 收入增長率 (yoy)  | -3.7%    | 0.3%     | 10.1%    | 7.0%     | -0.5%    |
| 稅後利潤         | 235.04   | 191.16   | 211.69   | 472.58   | 291.19   |
| 稅後利潤增長 (yoy) | 4.5%     | -18.7%   | 10.7%    | 123.2%   | -38.4%   |
| 毛利率          | 33.5%    | 26.2%    | 28.1%    | 35.4%    | 30.4%    |

6個月DPR與越南指數的價格波動走勢

數據來源: Fiin, CSI Research



經營展望

得益於橡膠業務和橡膠樹清理，公司財務情況及現金流保持穩定及充足：2023年10月，DPR的橡膠消費量為1919.1噸（同比增長13.6%），但2023年前10個月累計僅達9405.77噸（同比下降6.9%）。僅在2023年第三季度，橡膠消費量為4738.68噸（同比增長23.9%），這顯示出橡膠產量逐步恢復。然而，橡膠平均售價卻低於去年同期，2023年第三季度為3274萬越盾/噸（同比下降17.53%），導致DPR收入同比下降16.1%至2861億越盾。

在橡膠樹清理工作方面，近3年來清理面積已超過500公頃，為同富橡膠股份公司帶來約1300億越盾的收入。橡膠樹清理工作的利潤率近90%，對DPR毛利潤貢獻30%以上。根據2023年計劃，需要清理的橡膠樹面積為473.76公頃，但到10月份清理面積僅達195公頃（實現全年計劃的41%）。橡膠製品經營及清理工作是為企業帶來80%以上利潤的兩個主要活動。由於橡膠出售價格下降和清理活動延遲，DPR的稅後利潤僅達567.3億越盾（同比下降41.8%）。臨近年底，國內橡膠價格出現復蘇跡象，2024年的清理面積將因2023年停滯而大幅增加，給DPR帶來更積極的經營業績。

從資產結構來看，短期資產占45.7%，其中現金占76.7%，相當於約1.5萬億越盾，表明該企業沒有財務壓力，擁有良好的資本且為轉型工業區房地產領域做好準備。此外，該公司不向銀行借款，所有負債均為應付款項，可見其財務狀況非常安全健康。

**對開發北同富工業區和南同富工業區項目擴區的期望：**DPR已完成增資，從而有資格將該項目提交總理批准。DPR的子公司，北同富工業區股份公司（DPR擁有51%股權）是其的投資商。面積為317公頃的北同富工業園擴區將於2024年實施，售價約為70-80美元/平方米。這為DPR未來幾年強勁增長的主要動力。此外，南東富工業區項目佔地面積480公頃，商業面積347.3公頃可以叫為企業未來的預留。

**巨大的潛在資產等待開發：**擁有橡膠面積為1.6萬多公頃，其中平福省達9000多公頃。平福省計劃收回同富橡膠園的2000公頃，並補償9億至10億/公頃。預計到2024年，該公司將從平福省人民委員會建設1&2號進興居住區的計劃中收到1190億越盾的補償資金。如果以上的2000公頃得到充分補償，將為企業帶來高於目前市值的資金。然而，從現在到2025年，分配給平福省的面積只有300公頃，因此補償面積雖然很大，但只是未來潛力的形式。

股票信息

|                     |                 |
|---------------------|-----------------|
| 流通股數                | 86,885,932      |
| 註冊資本 (十億越盾)         | 430.00          |
| 市值 (十億越盾)           | 2,667.40        |
| 52周價格波動範圍           | 20,700 - 36,100 |
| 20個交易日的平均成交額 (十億越盾) | 6.37            |
| 國有持股比例              | 27.62%          |
| 外資持股比例              | 2.57%           |

財務指標

| 年          | 2021   | 2022   | TTM Q3/2023 |
|------------|--------|--------|-------------|
| EPS (VND)  | 8,621  | 5,005  | 2,002       |
| BVPS (VND) | 63,752 | 69,534 | 71,670      |
| P/E        | 3.56   | 6.13   | 15.33       |
| ROE%       | 21.64% | 11.02% | 7.31%       |
| ROA%       | 11.04% | 6.05%  | 4.11%       |
| 債務/總資產     | 38.4%  | 32.0%  | 28.2%       |

數據來源: Fiin, CSI Research

投資風險:

**橡膠價的變動：**橡膠產品在利潤機構中的貢獻較大（約50%），因此橡膠價格變動將會影響企業的毛利率。

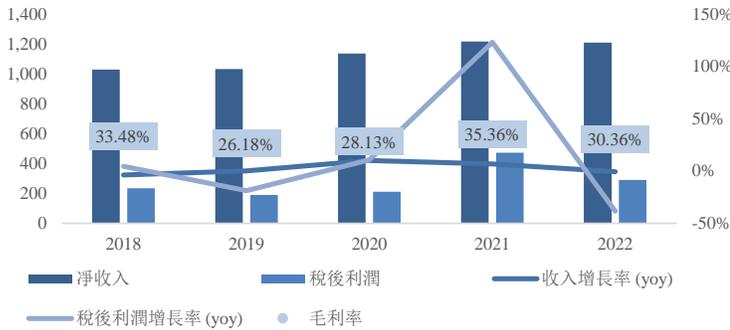
**土地開發及補償進度緩慢：**房地產項目的補償時間以及關於法律問題延長。

估值及建議:

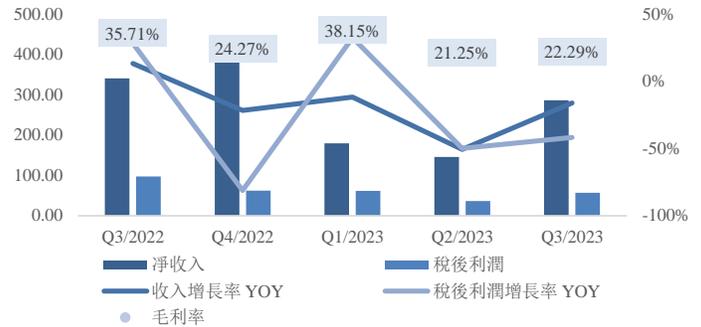
橡膠價格回升，2024年起實施的北同富工業區地產項目有望將為企業利潤增長打造跳板。得益於1-2號進興居民區的補償，預計到2023年，DPR的利潤將有所改善，稅後利潤預計達到3500億越盾，平均市盈率為10倍，DPR的公允價值達到34500越盾/股。



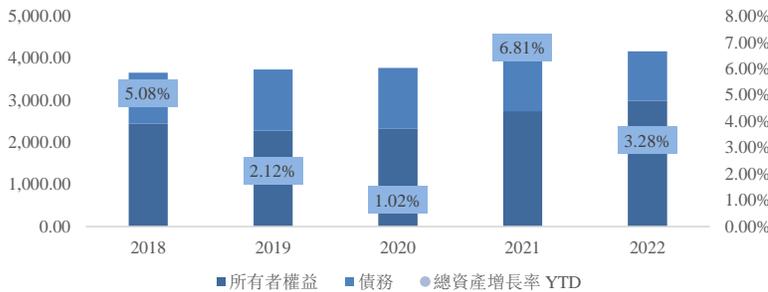
年度經營業績 (十億越盾)



季度經營業績 (十億越盾)



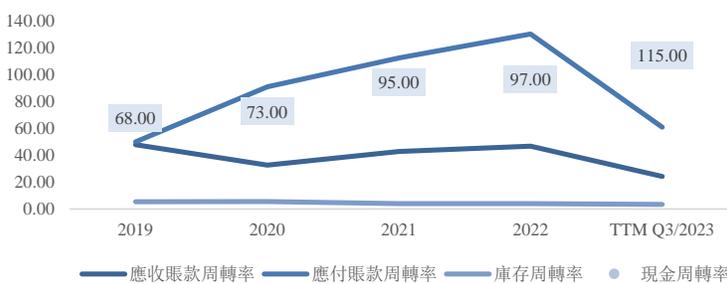
資產結構 (十億越盾)



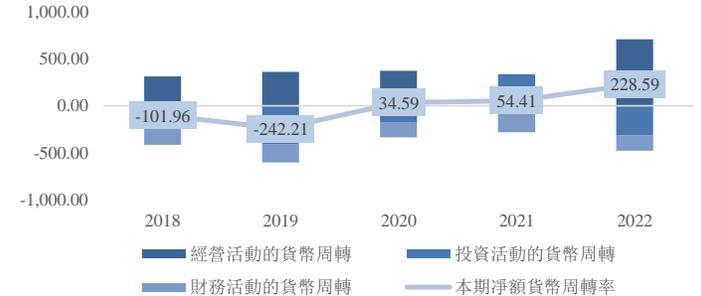
財務健康狀況



經營效率



貨幣周轉率 (十億越盾)



| 股票代碼 Q2/2023 | 總資產 (十億越盾) | 收入 (十億越盾) | 稅後利潤 (十億越盾) | EPS      | P/E    | P/B  | ROA (%) | ROE (%) |
|--------------|------------|-----------|-------------|----------|--------|------|---------|---------|
| DPR          | 4,164.86   | 1,210.73  | 291.19      | 2,002.00 | 15.33  | 1.10 | 4.11%   | 7.31%   |
| GVR          | 78,376.93  | 25,425.94 | 4,753.26    | 583.00   | 34.38  | 1.59 | 3.01%   | 4.70%   |
| HRC          | 810.64     | 179.20    | 10.16       | 353.00   | 140.24 | 2.77 | 1.33%   | 1.95%   |
| VRG          | 699.88     | 122.83    | 49.92       | 1,672.00 | 14.53  | 2.34 | 6.34%   | 15.19%  |
| PHR          | 6,328.51   | 1,708.58  | 925.73      | 6,566.00 | 7.17   | 1.81 | 14.48%  | 26.04%  |
| TRC          | 1,982.67   | 523.46    | 74.99       | 1,602.00 | 19.54  | 0.57 | 2.37%   | 2.95%   |
| DRI          | 765.86     | 496.82    | 80.37       | 973.00   | 7.45   | 1.11 | 10.18%  | 13.22%  |
| TNC          | 404.01     | 97.36     | 51.79       | 1,542.00 | 42.82  | 3.88 | 7.56%   | 8.84%   |
| 全行           |            |           |             |          | 35.18  | 1.90 | 6.2%    | 10.0%   |

數據來源: Fiin, CSI Research

作者: 梨英松  
郵箱: tungla@vnsci.com.vn



研究所  
越南建設證券股份公司

河內市, 棟多郡, 浪上坊, 阮誌清路54A號, TNR 大樓 11層  
胡志明市, 第一郡阮太平坊阮公著街180-192號, TNR大樓20層

www.vnsci.com.vn 024 3926 0099 0886 998 288 online@vnsci.com.vn yuenancsiketu