

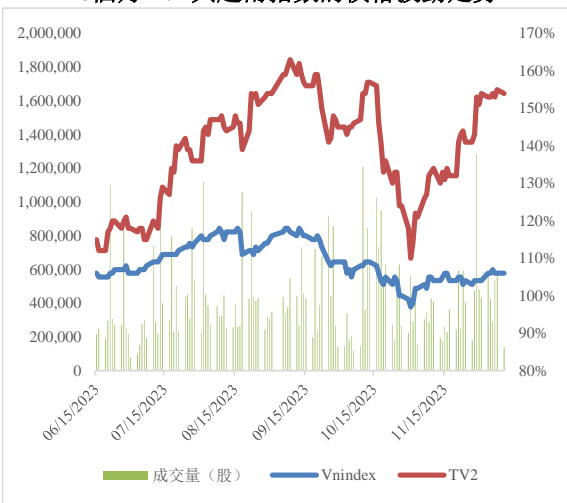


實施日期:	19/12/2023
推薦	買入
當日價	39,100
目標價	50,200
漲價潛力	28.39%
持股時間	12 個月
股息率	2.56%

經營目標 (單位: 十億越盾, %)

指標	2018	2019	2020	2021	2022
淨收入	1,840.42	3,321.52	3,346.39	3,629.14	1,322.05
收入增長率 (yoy)	0.1%	80.5%	0.8%	8.5%	-63.6%
稅後利潤	225.1	255.14	262.2	271.76	52.89
稅後利潤增長率 (yoy)	5.0%	13.4%	2.8%	3.7%	-80.5%
毛利潤率	19.9%	9.6%	12.8%	9.1%	14.1%

6個月TV2與越南指數的價格波動走勢



數據來源: Fiin, CSI Research

經營展望

**第八號電力規劃出臺之後, 行業環境尤為有利:** 越南政府總理於2023年5月批准了《2021-2030年階段和至2050年遠景展望國家電力發展規劃》(第八號電力規劃)的決定是繼第7號電力規劃後電力行業的重要法律依據和發展方向。值得注意的是, 2021-2030年期間開發電源和電網的投資總額約為1347億美元, 比2011-2020年期間第七號電力規劃的488億美元高出近2倍。基於第八號電力規劃, 平均每年電源投資金額約為280萬億越盾, 電網投資金額約為35.25萬億越盾。由此可見, 行業內各家企業的工作量特別多, 尤其是那些有經驗及通過此前的PECC、PC1等許多項目證明自己能力強的企業。

**得益於大型項目而出現突破:** 得益於大型項目而出現突破2號後江項目總容量為2120兆瓦, 多年來一直是媒體關注的焦點但尚未落實。2023年, 該項目已出現許多好轉的跡象 (1) 資金, 是阻止該項目落實進程的最大困難, 截至2022年底, 馬來西亞進出口銀行對該項目產生感興趣並給項目安排資金。這是將投資者和合作夥伴執行的決心推向最高水平的重要時刻, 若在2024年6月之前無法開展, 該項目將根據法律的規定終止,

(2) 2023年初, TV2已簽訂EPC總承包合同和運行及維修合同 (O&M) 預計EPC合同總價值超過25萬億越盾, 實施期限為4.5年, 這將為TV2在EPC領域帶來良好的利潤。不僅如此, 該項目還帶來價值為8600萬美元/年的運維合同 (O&M), 將運營和管理功率提升至5000兆瓦以上, 較目前規模增長65%。越南建設證券對此項目給予高度評價, 原因是來自該項目的穩定現金流和良好利潤率。除了2號後江項目之外, 投資總額為23萬億越盾的3號線500千伏電力線路項目也推動, 旨在於2024年得以落實, 期望為企業帶來新簽合同增長的預期。

**得益於撥備轉回, 經營業績略有好轉:** 由於大型項目大多竣工, 而2023年第三季度收入達僅達2110億越盾 (同比下降47.7%), 因此經營業績處於較低水平。其中, EPC和O&M是提高企業收入的兩大關鍵項目, 占比超過95%。儘管收入大幅下降, 但2023年第三季度利潤仍強勢增長, 高達170億越盾 (同比增長66.6%), 主要得益於撥備轉回和匯率的虧損減少。

股票信息

流通股數	67,526,165
註冊資本 (十億越盾)	450.18
市值 (十億越盾)	2,640.27
52周價格波動範圍	20,000 - 42,300
20個交易日的平均成交額 (十億越盾)	15.82
國有持股比例	34.22%
外資持股比例	12.37%

財務指標

年	2021	2022	TTM Q3/2023
EPS (VND)	5,433	666	1,105
BVPS (VND)	27,263	17,974	17,474
P/E	7.20	58.73	35.40
ROE%	21.37%	3.87%	5.56%
ROA%	6.97%	1.42%	2.55%
債務/總資產	65.0%	69.2%	54.6%

數據來源: Fiin, CSI Research

投資風險:

**若資金部署不上, 大項目即將停止:** 2號後江熱電項目現是唯一可以促進TVS收入和利潤增長的因素。因此, 若該項目無法實施, 企業的增长預計將會降低。

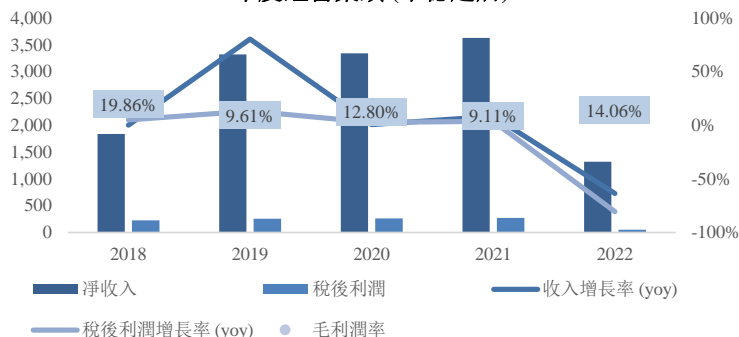
**應收款項較大:** 2023年第三季度客戶應收款近1.5萬億越盾, 占總資產的51.5%, 其中超過1萬億越盾來自金甌可再生能源投資股份公司 (CMC)。CMC是新順風電項目的投資者, TV2是該項目的總承包商, 也是TV2持股比例25%的聯營公司。評價來自CMC的應收款, 越南建設證券公司尚未看到不良的跡象, 因為: (1) 新順風電項目以FIT價投入運行, 將產生穩定的資金流。(2) 應收款趨於下降: 該項目於2022年投入運營, 幫助來自CMC的應收款從2.6萬億越盾下降至當前的逾1萬億越盾。

估值及建議:

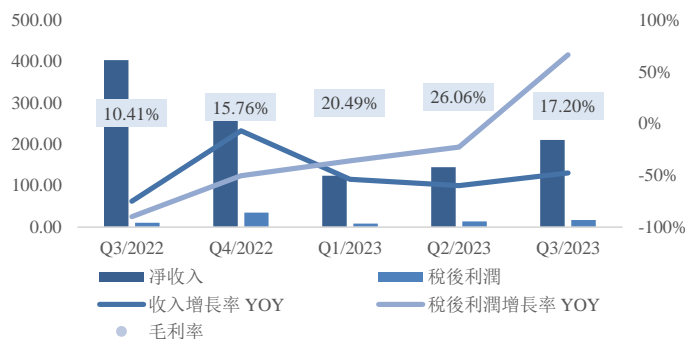
假設2號後江熱力發電的大項目將在2024年-2028年期間開工建設, 每年帶來超過5萬億越盾的收入。接下來幾年當項目投資運行後, 將受到超過2萬億越盾, 這會給企業帶來突破性的利潤。若折舊率為13%, 股票公允價值將為50200越盾/股。



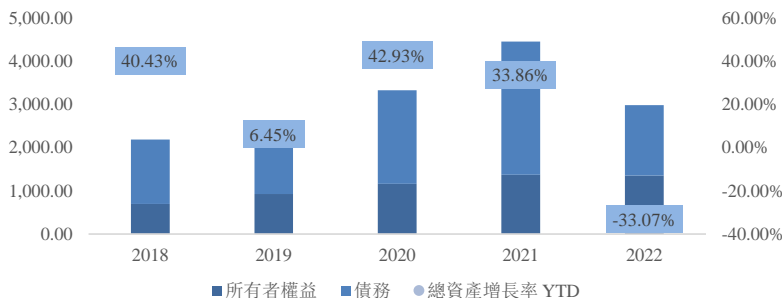
年度經營業績 (十億越盾)



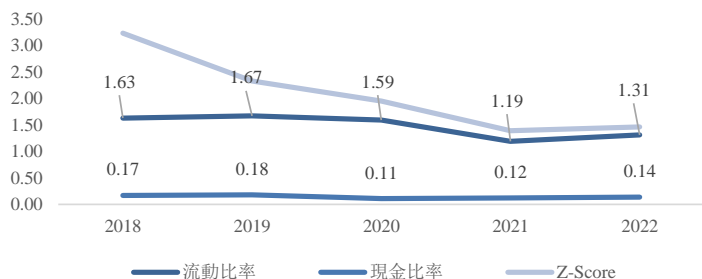
季度經營業績 (十億越盾)



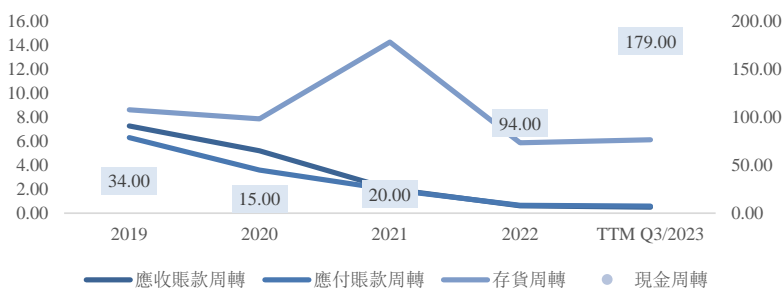
資產結構 (十億越盾)



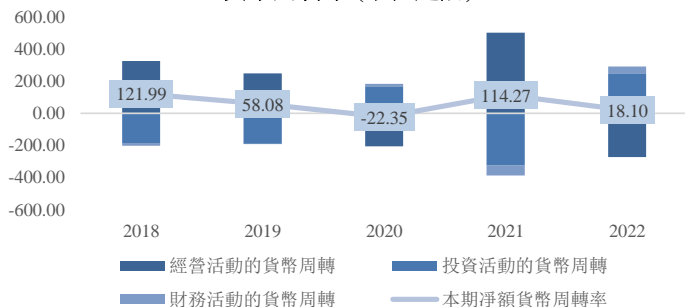
財務健康



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 (%)
TV2	2,906.12	211.02	17.07	1,105.00	35.40	2.00	2.55%	5.56%
TV1	1,145.75	120.60	22.32	2,309.00	7.68	1.37	5.32%	19.06%
TV3	247.13	42.79	2.98	1,125.00	9.78	0.75	4.39%	7.65%
TV4	326.80	24.00	1.66	993.00	12.49	0.96	5.57%	7.70%
PC1	19,805.64	2,220.33	100.68	814.00	33.47	1.66	1.24%	4.97%
VNE	3,599.06	172.32	0.06	346.00	19.48	0.56	0.76%	2.87%
全行					<b>14.79</b>	<b>0.91</b>	<b>2.5%</b>	<b>6.0%</b>

數據來源: Fiin, CSI Research

作者: 黎英松  
郵箱: tunqla@vnncsi.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  
胡誌明市, 第一郡阮太平坊阮公著街180-192號, TNR大樓20層

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

版權屬於越南建設證券股份公司 (CSI)。本材料中的所有信息和資料均來源於可靠渠道, CSI對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。上述分析、觀點、建議未必是CSI官方觀點, 大部分均是發布者基於目前市場情況而作出的。材料中的建議均由分析專員基於基本分析系統的基礎上進行研究分析, 但CSI及其雇員對使用或信賴本材料及其內容所引發的任何直接或間接損失概不負責。本材料中任何信息或意見並非有宣傳或推薦購買或出售任何證券的目的。本材料版權歸CSI所有, 若未經授權不允許任何個人或組織進行復制、轉載、發布或出版。