



实施日期: 19/12/2023

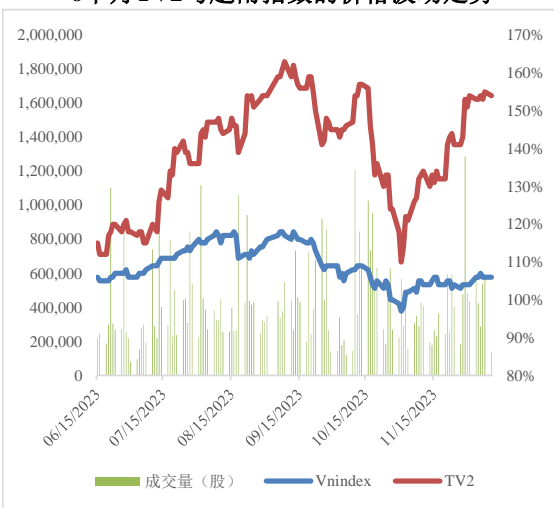
推荐	买入
当日价	39,100
目标价	50,200
涨价潜力	28.39%
持股时间	12 个月
股息率	2.56%

经营目标 (单位: 十亿越盾, %)

指标	2018	2019	2020	2021	2022
净收入	1,840.42	3,321.52	3,346.39	3,629.14	1,322.05
收入增长率 (yoy)	0.1%	80.5%	0.8%	8.5%	-63.6%
税后利润	225.1	255.14	262.2	271.76	52.89
税后利润增长率 (yoy)	5.0%	13.4%	2.8%	3.7%	-80.5%
毛利润率	19.9%	9.6%	12.8%	9.1%	14.1%

6个月TV2与越南指数的价格波动走势

数据来源: Fiin, CSI Research



股票信息

流通股数	67,526,165
注册资本 (十亿越盾)	450.18
市值 (十亿越盾)	2,640.27
52周价格波动范围	20,000 - 42,300
20个交易日的平均成交额 (十亿越盾)	15.82
国有持股比例	34.22%
外资持股比例	12.37%

财务指标

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%
债务/总资产	65.0%	69.2%	54.6%

数据来源: Fiin, CSI Research

经营展望

第八号电力规划出台之后, 行业环境尤为有利: 越南政府总理于2023年5月批准了《2021-2030年阶段和至2050年远景展望国家电力发展规划》(第八号电力规划)的决定是继第7号电力规划后电力行业的重要法律依据和发展方向。值得注意的是, 2021-2030年期间开发电源和电网的投资总额约为1347亿美元, 比2011-2020年期间第七号电力规划的488亿美元高出近2倍。基于第8号电力规划, 平均每年电源投资金额约为280万亿越盾, 电网投资金额约为35.25万亿越盾。由此可见, 行业内各家企业的工作量特别多, 尤其是那些有经验及通过此前的PECC、PC1等许多项目证明自己能力强的企业。

得益于大型项目而出现突破: 2号后江项目总容量为2120兆瓦, 多年来一直是媒体关注的焦点但尚未落实。2023年, 该项目已出现许多好转的迹象 (1) 资金, 是阻止该项目落实进程的最大困难, 截至2022年底, 马来西亚进出口银行对该项目产生兴趣并给项目安排资金。这是将投资者和合作伙伴执行的决心推向最高水平的重要时刻, 若在2024年6月之前无法开展, 该项目将根据法律的规定终止, (2) 2023年初, TV2已签订EPC总承包合同和运行及维修合同 (O&M) 预计EPC合同总价值超过25万亿越盾, 实施期限为4.5年, 这将为TV2在EPC领域带来良好的利润。不仅如此, 该项目还带来价值为8600万美元/年的运维合同 (O&M), 将运营和管理功率提升至5000兆瓦以上, 较目前规模增长65%。越南建设证券对此项目给予高度评价, 原因是来自该项目的稳定现金流和良好利润率。除了2号后江项目之外, 投资总额为23万亿越盾的3号线500千伏电力线路项目也推动, 旨在2024年得以落实, 期望为企业带来新签合同增长预期。

得益于拨备转回, 经营业绩略有好转: 由于大型项目大多竣工, 而2023年第三季度收入仅达2110亿越盾 (同比下降47.7%), 因此经营业绩处于较低水平。其中, EPC和O&M是提高企业收入的两大关键项目, 占比超过95%。尽管收入大幅下降, 但2023年第三季度利润仍强势增长, 高达170亿越盾 (同比增长66.6%), 主要得益于拨备转回和汇率的亏损减少。

投资风险:

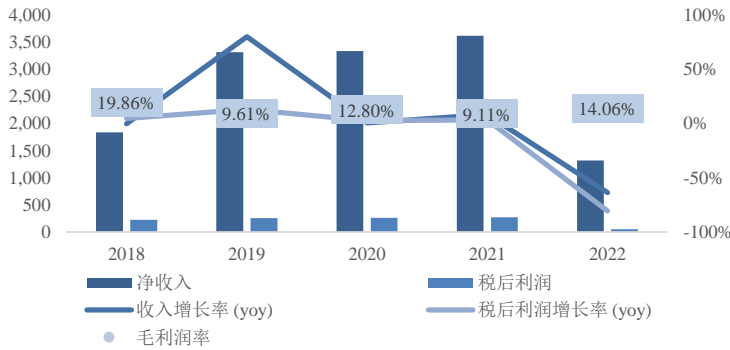
若资金部署不上, 大项目即将停止: 2号后江热电站项目现是唯一可以促进TVS收入和利润增长的因素。因此, 若该项目无法实施, 企业的增长预计将会降低。**应收款项较大:** 2023年第三季度客户应收款近1.5万亿越盾, 占总资产的51.5%, 其中超过1万亿越盾来自金瓯可再生能源投资股份公司 (CMC)。CMC是新顺风电项目的投资者, TV2是该项目的总承包商, 也是TV2持股比例25%的联营公司。评价来自CMC的应收款, 越南建设证券公司尚未看到不良的迹象, 因为: (1) 新顺风电项目以FIT价投入运行, 将产生稳定的资金流。(2) 应收款趋于下降: 该项目于2022年投入运营, 帮助来自CMC的应收款从2.6万亿越盾下降至当前的逾1万亿越盾。

估值及建议:

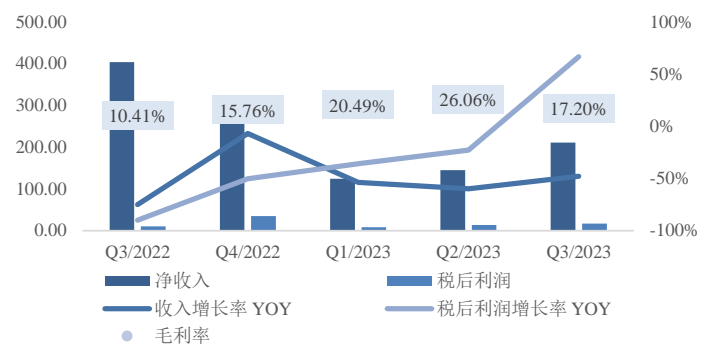
假设2号后江热力发电的大项目将在2024年-2028年期间开工建设, 每年带来超过5万亿越盾的收入。接下来几年当项目投资运行后, 将受到超过2万亿越盾, 这会给企业带来突破性的利润。若折旧率为13%, 股票公允价值将为50200越盾/股。



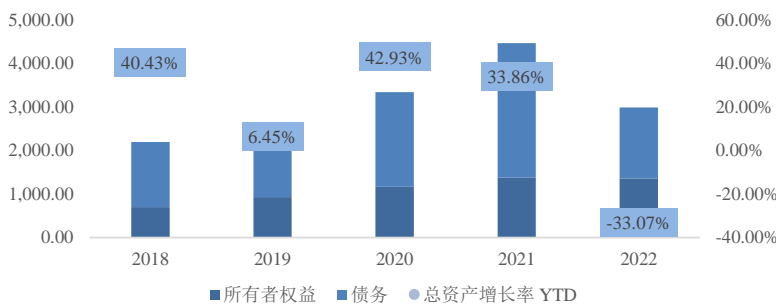
年度经营业绩 (十亿越盾)



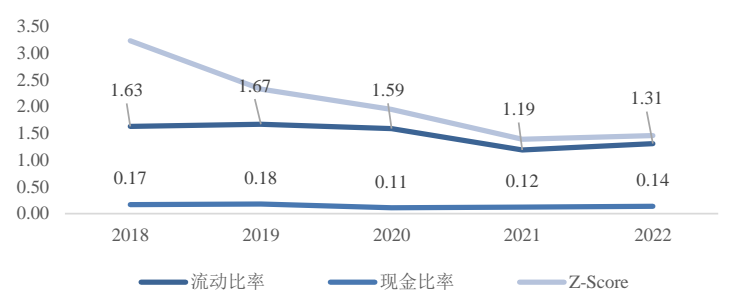
季度经营业绩 (十亿越盾)



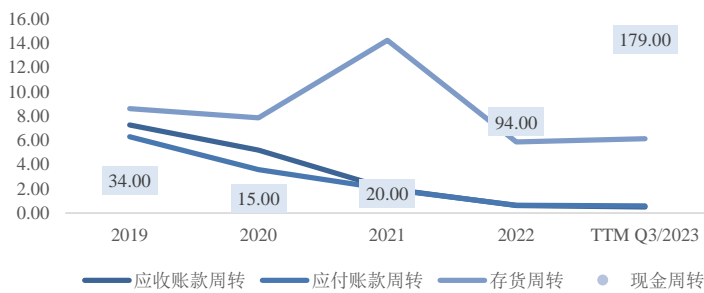
资产结构 (十亿越盾)



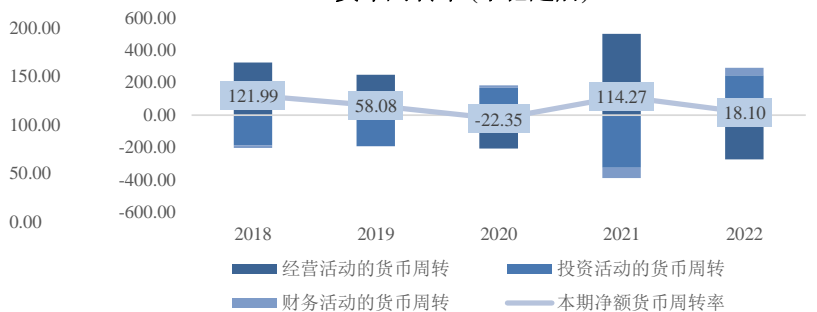
财务健康



经营效率



货币周转率 (十亿越盾)



股票代码 Q2/2023	总资产 (十亿越盾)	收入 (十亿越盾)	税后利润 (十亿越盾)	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					14.79	0.91	2.5%	6.0%

数据来源: Fiin, CSI Research

作者: 梨英松
邮箱: tungia@vncsi.com.vn



研究所
越南建设证券股份公司

河内市, 栋多郡, 浪上坊, 阮三清路54A号, TNR 大楼 11层
胡志明市, 第一郡阮太平坊阮公著街180-192号, TNR大楼20层

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

版权属于越南建设证券股份公司 (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。