



企业报告：海安运输与装卸股份公司

(在胡志明交易所上市的证券代码：HAH)

企业分析部
 (+84)24 3573 0073
 research@gtjas.com.vn

2021年12月7日

增加定期租赁一艘船

投资论点

- 越南贸易受益于中国、美国和欧洲等目标市场的复苏。尽管新冠肺炎疫情从今年5月份再一次爆发，但进出口和港货物吞吐量一直增加；
- 海运业处于顺利周期，运费大幅上涨，尤其是国际海运航线和集装箱船。7月份运费攀升至新高而没有受到任何调整，比2021年5月份上涨50%。国际集装箱船价格自年初至今已经飙涨两倍。运输供给的缺乏将不能在短期内解决，因此，按该公司的预期，到2022年运费预计仍保持在水高水平；
- 公司将在9月底以30,500美元/日的价格在2年内进行定期租赁 HAIAN WEST 船并在12月底以32,500美元/日的价格在2年内进行定期租赁 HAIAN MIND 船；
- 港口运营的稳定利润来自船队的货量；
- 国内运输费上调15%以弥补高油价。

风险

- 我们认为在海运市场的高峰周期中，支付2650万美元以建造新船的投资是相当高。对于如此高成本的船舶，开发运营是否有效将是一个很大的问号。

建议

海安运输与装卸股份公司公布第三季度的经营业绩之后，我们将 HAH 股票的目标价提升至 **80,100 盾/股** 以反映我们所分析的上述因素。

推荐:

买入
Updated

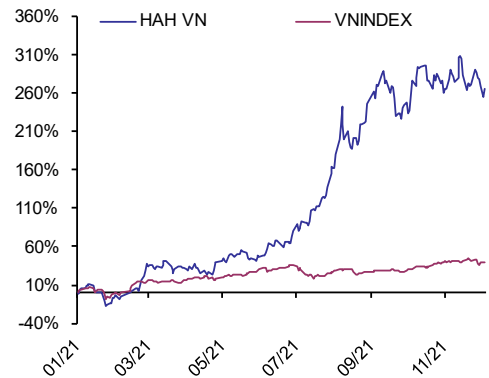
6-18个月股价:

80,100 越盾

当前股价:

67,800 越盾

股价走势图



股价变动	1 M	3 M	1 Y
绝对变动 i %	6.0%	89.0%	383.2%
与 VNI index 相比 (%)	5.0%	95.4%	327.6%
平均价 (越盾)	70,600	68,980	39,687

源: Bloomberg, 国泰君安 (越南)

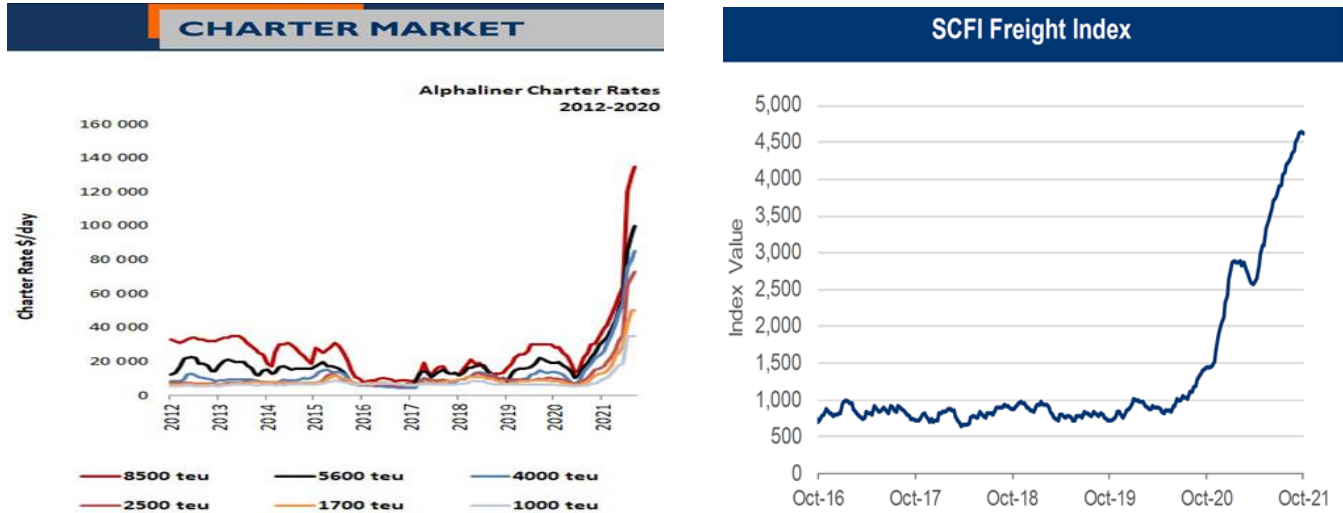
年结 12月31日	收入 (十亿越盾)	税后利润 (十亿越盾)	EPS (越盾)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (越盾)	PBR (x)	DPS (越盾)	Yield (%)	ROE (%)
2017A	778	153	2,130	15.6%	4.21	19,278	0.9	1000	47%	22.1
2018A	1,054	159	1,729	-18.8%	5.06	19,603	0.7	1,000	58%	14.1
2019A	1,109	133	2,574	48.9%	4.2	20,413	0.5	1500	58%	12.2
2020A	1,192	146	2,912	13.1%	8.5	21,908	1.1	1000	34%	12.9
2021F	1,661	315	6,646	128.2%	7.1	27,700	1.5	1,500	23%	24.0

流通股数 (百万)	48,782	大股东	海河运输与投资	11.4%
市值 (亿越盾)	32,147	自由流通 (%)		70.0
三个月平均成交量 ('000)	1,836.0	FY20 净负债/股东资金 Net gearing (%)		81.0
52周最高/最低价 (越盾)	24,455 / 78,600			

源: 企业, 国泰君安 (越南)

2021 年第三季度，海安运输与装卸 HAH 的税后利润达 850 亿越盾（同比增长 270%），2021 年全年税后利润预计达 3000 亿越盾。尽管在新冠肺炎疫情在第三季度爆发的影响下，运输活动及港口货物吞吐量下降，但是 HAH 的利润仍因租赁 HAIAN EAST 及 HAIAN LINK 船舶业务有效而增长。第三季度，HAH 已将 HAIAN EAST 及 HAIAN LINK 船舶租金提升 30%至 50%，分别达 15,000 美元/日及 22,000 美元/日。

图 1：40 英尺的集装箱价及定期租赁船舶价的更新



源：企业，国泰君安（越南）

定期租金及运输费在第三季度继续上涨。在市场迎来更多船舶供应源的背景下，我们期望此运输费将继续保持稳定到 2022 年底。

图 2：10 月份定租船舶的交易

HOWE ROBINSON PARTNERS

Monthly Containership Fixture Report

Vessel Name	Year	Teu	@14t	Grd	Period	LayCan	Dely	d/c/opt	Cur	Rate	Charterer
AS Clementina	2006	2,824	2,030	N	35-37M	15-Sep-21	FEAST		USD	35,500	FEEDERTECH
Calidris	2012	2,758	2,220	N	35-37M	01-Nov-21	FEast	d/c	USD	35,000	ONE
Northern Vivacity	2005	2,750	2,140	N	6-7M	10Sep-10Oct21	FEast		USD	155,000	CULINES
Groton	2002	2,496	1,780	Y	5-6M	15-Oct-21	Jebel Ali		USD	140,000	CULINES
Diamantis P	1998	2,008	1,628	Y	36-40M	10-20Oct21	ex dd Greece		USD	27,000	ZIM
Konrad	2005	1,740	1,330	Y	2M	15-Oct-21	UKC	d/c	USD	50,000	MARFRET
Hansa Flensburg	2000	1,740	1,330	N	35-37M	01-Oct-21	FEast	d/c	USD	30,500	YML
EM Spetses	2007	1,736	1,300	Y	35-37M	10-20Aug21	Med		USD	29,400	ZIM
Hansa Wolfsburg	2007	1,732	1,275	Y	35-37M	15-Sep-21	FEast	d/c	USD	31,000	OOCL
Nordcheetah	2014	1,730	1,390	N	35-37M	15-30Nov21	ex dd Feast		USD	35,000	MAERSK

源：Alphaliner，国泰君安（越南）期限为 12 个月的租价

对于跟 HAIAN WEST 及 HAIAN EAST 规模相同的船舶，3 年期的租金从 29,400 美元/日至 35,500 美元/日。HAH 决定在 9 月底以 30,500 美元/日的租价将 HAIAN WEST 船出租两年并在 12 月底以 32,500 美元/日的租价将 HAIAN MIND 船出租两年。这两艘船由母公司 100% 所有，这意味着在该业务的运营成本固定且远低于自营的情况下，2021 年第四季度和 2022 年的利润将很大。

我们期望，就从出租船舶带来的收入方面，每季度海安公司 HAH 将赚取约 1300 亿越盾，2022 年税后收入预计累计达 4000 至 4500 亿越南盾。

在国内市场上正在运营的集装箱船总数约为 45 艘。但自从船舶租赁价格飙涨，约有 20 艘船舶被派往国外进行定期租赁，因此国内市场运输供给缺乏。我们评估这是一个提升运费的好信号，因为国内运费连续十年以来下降并在 2020 年创历史新低。然而，HAH 的运量在 2022 年预计下降，其原因是 HAIAN MIND 船停止开拓越南胡志明市-新加坡船线之后，HAH 公司将在第四季度出租此船舶，让其回归开拓国内航线。

表 1: 定期租赁船舶的国内海运公司

	船舶数量	船舶出租数量
GMD	4	3
VOSCO	2	1
GLS	6	2
VIMC	7	5
VINAFCO	3	0
VIETSUN	4	0
VSICO	5	2
SGNP	4	3
TRUONG HAI	2	0
HAIAN	8	4
	45	20

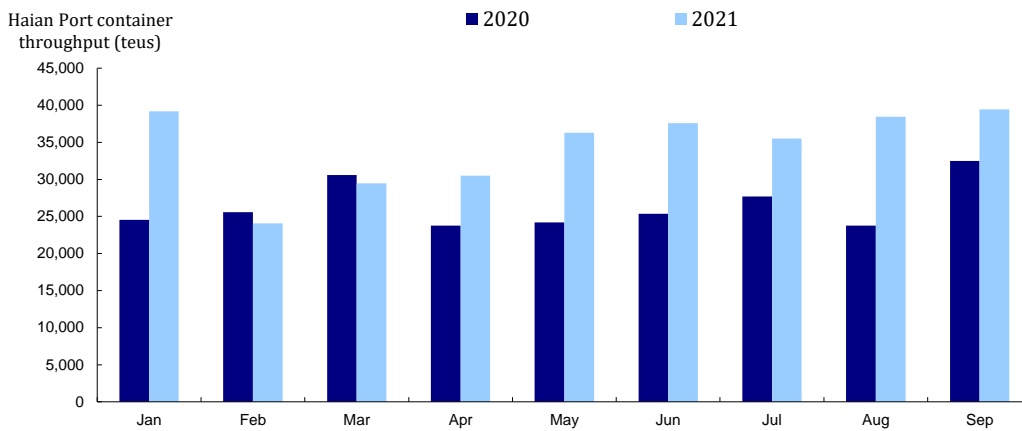
表 2: HAH 的国内运费

国内运费	2021 年 2 月	2021 年 6 月	2021 年 10 月
HPH-HCMC 20'	6,900,000	7,000,000	9,500,000
海防到胡志明市 20 英尺集装箱			
HPH-HCMC 40'	7,900,000	8,300,000	12,500,000
海防到胡志明市 40 英尺集装箱			
HCMC- HP 20'	2,000,000	3,000,000	8,500,000
胡志明市到海防 20 英尺集装箱			
HCMC - HP 40'	4,700,000	6,000,000	12,500,000
胡志明市到海防 40 英尺集装箱			

源: 企业, 国泰君安 (越南)

由于船队货量及进出口活动猛增，集装箱吞吐量同比增长 30%。在供应链在第四季度恢复正常之后，我们预计集装箱吞吐量将有所改善，达 40 万标准箱 (teus)，与计划下降 10%，到明年由于国内海上航线的运力下降，该数字将减少。

图 3：通过海安港货物吞吐量



HAH 以 2650 万美元的价格订购一艘 1781 标准箱 (teus) 的新集装箱船，预计在 2023 年 9 月份收货。我们评估这是一笔价格非常高的巨大投资。在国内运费低，其增长趋势放缓以及利润下降的情况下，这笔投资存在一定风险。尽管运输需求够大足以弥补此新船舶的运行能力，但其效率将是一个很大的问号。仓储和 CFS 业务仍在亏损，以 60% 的效率运营，明年有望收支平衡。

估值和建议

尽管 Covid-19 对工业生产产生了重大影响，但 HAH 第三季度的业绩仍好于我们在上一份报告的预测。我们预计 2021 年 HAH 的税后利润预计达 3000 至 3200 亿越盾，较上一份报告所提出的数字高于 20%。我们预计在 2022 年，HAH 的税后利润将达 5300 亿越盾（同比增长 60%）。积极影响因素包括：

(1) 运费猛增将为船公司带来丰厚的利润；(2) 集装箱船价格上涨，是海安船队账面价值的 3 倍，是 HAH 账面价值的 2.5 倍；(3) 运输供给缺乏的问题未能在短期内解决，运费将保持在高位；(4) 第四季度以高价新出租一艘租期两年的船；(5) 基于国际航线出租船舶带来高利润，若新冠肺炎疫情继续爆发，HAH 将进行降低国内运输活动下降的风险。

我们将 HAH 股票的目标价提升到 80,100 盾/股，比 2021 年 8 月 2 日的报告中所提到的 60,100 盾/股的目标价提高 33%。我们建议“买入” HAH 股票。

财务报表及财务指数

经营业绩报告					
截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
收入	778	1,054	1,109	1,192	1,661
与去年同期相比 yoy (%)	59.5%	35.5%	5.2%	7.5%	39.3%
成本价	(574)	(835)	(890)	(952)	(1213)
毛利润	204	219	219	240	448
与去年同期相比 yoy (%)	22.1%	7.7%	-0.1%	9.6%	86.9%
销售、企业管理费用	(45)	(61)	(67)	(68)	(83)
净收入/其他费用	0	23	3	0	0
金融收入	21	17	18	23	33
金融费用	(6)	(10)	(17)	(25)	(28)
来自合资公司的收入	4	2	3	6	20
税前利润	173	188	156	170	371
与去年同期相比 yoy (%)	16.10%	8.83%	-	8.97%	117.97%
企业所得税费用	(20)	(29)	(23)	(24)	(56)
税后利润	153	159	133	146	315
与去年同期相比 yoy (%)	14.0%	4.1%	-16.3%	9.8%	115.7%
少数股东	(5)	(24)	(11)	(8)	0
归属母公司的税后利润	147	135	122	138	315
与去年同期相比 yoy (%)	10.1%	-8.2%	-9.7%	13.1%	128.2%
每股收益 EPS (越盾)	2,130	1,729	2,574	2,912	6,646
与去年同期相比 yoy (%)	15.6%	-	48.9%	13.1%	128.2%

现金流量表					
截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
税前利润	147	135	122	138	315
调整	96	122	154	181	243
流动资产变动	(197)	(275)	(92)	(42)	(39)
经营活动产生的现金流	46	(18)	184	277	519
资本支出	(290)	(315)	(198)	(349)	(381)
投资活动产生的现金	(280)	(132)	(220)	(383)	(389)
普通股 (发行、回购)	0	0	0	0	0
其他	214	288	79	132	(111)
筹资活动产生的现金	180	254	7	85	(182)
期初现金及现金等物质	222	167	272	243	221
现金净增减额	(54)	105	(29)	(22)	(53)
期末现金及现金等物质	167	272	243	221	168

源: 企业, 国泰君安 (越南)

资产负债表					
截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
短期资产	367	588	665	695	635
现金和现金等价物	167	272	243	221	187
短期投资	0	14	52	80	88
短期应收款	128	218	267	308	255
存货	39	35	53	46	55
长期资产	942	1068	1163	1400	1607
固定资产及设备	750	806	850	1075	1220
无形资产	3	6	4	3	3
未完成的生产和经营成本	13	4	12	1	1
预付款及其他应收款	134	208	252	250	328
向联营公司的投资	28	32	34	40	40
其他投资	10	10	10	10	10
资产总额	1309	1656	1828	2095	2242
短期债务	280	247	284	318	302
短期应付款	93	80	100	85	108
短期贷款	78	77	84	111	70
长期应付款	193	190	287	438	351
长期贷款	143	165	237	348	278
应付债务	473	436	571	757	654
少数股东	171	262	259	267	275
出资资金	345	488	488	488	488
未分配的利润及基金	619	655	730	825	942
所有者权益	665	956	996	1069	1313
与去年同期相比 yoy (%)	17.5%	43.8%	4.1%	7.3%	22.8%

财务指数					
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
毛利率 (%)	26	21	20	20	27
营业毛利 (%)	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
净利率 (%)	18.9	12.8	11.0	11.6	19.0
资产收益率 ROA (%)	11.3	8.2	6.7	6.6	14.1
净资产收益率 ROE (%)	22.1	14.1	12.2	12.9	24.0
净负债比率 Net gearing ratio (%)	33.3	25.3	32.2	43.0	26.5
流动比率 Current ratio(x)	1.3	2.4	2.3	2.2	2.1

股票排名

参考指数: VN - Index

投资期: 6-18 个月

建议	具体
买入	预期收益率相当或大于 15% 或公司/行业前景乐观
增持	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
保持	预期收益率 -5% 至 5% 或公司/行业前景中等
减持	预期收益率-15% 至 -5% 或公司/行业前景不乐观
卖出	预期收益率小于 -15% 或公司/行业前景不乐观

行业排名

参考指数: VN - Index

投资期: 6-18 个月

评级	具体
跑赢大市	与越南指数相比. 平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观
中等	与越南指数相比. 平均行业利润率-5%至 5% 或行业前景中等
跑输大市	与越南指数相比. 平均行业利润率小于-5% 或行业前景不可观

免责声明

本报告的 评估是分析师 对 证券代码 或者 发行机构的 个人观点。投资者 应该以此报告 为参考信息，投资者据此操作，风险自担。 国泰君安证券（越南）对 使用本报告的全部或部分导致任何损失不承担任何责任。

分析师 负责编辑本报告 根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力、 公司来自其他单位的收入和总收入 等因素收到报酬。国泰君安证券（越南）公司的专员、经理、员工 可跟本资料所涉及到的任何证券 或者相关的投资有关系。

报告发布时，虽然数据、内容均源于可靠消息来源，但是国泰君安证券（越南） 不负责其完整和准确性。我们报告的观点以及预测 截止报告出版日有价值 并可未经过通知前而调整。

本报告遵循报告发行国家的法律规定编制，编制唯一目的是 为国泰君安证券（越南）的越南和外国个人或机构客户 提供信息而不构成投资建议。本报告的观点不考虑到投资者的目标、需求、战略或具体环境。此外，投资者需要意识到可能出现利益冲突导致本报告的客观性。

材料版权归国泰君安证券（越南）股份公司所有，未经本公司以文件形式合法的授权不得复制，出版或转载。引用时须要注明来源。

GTJA 海外事业部

阮琼英 (女士) 微信号: *anhng313*

阮贤庄 (女士) 微信号: *xianzhuang25525*

阮志心 (先生) 微信号: *ruanzhixin10191*

国泰君安证券 (越南) 微信 公众号



GTJA 证券投资顾问和分析部门

成员	职位	负责	Email	Ext.
武世荣	主管	分析 & 投资策略	vinhvt@gtias.com.vn	704
杜中元	副主管	副主管	nguyendt@gtias.com.vn	703
陈氏红绒	专员	银行业分析	nhungth@gtias.com.vn	706
丁光达	高级专员	消费行业分析	datdq@gtias.com.vn	
费公灵	高级专员	房地产行业分析	linhpc@gtias.com.vn	709



联系方式	河内总部	胡志明分公司
咨询电话: (024) 35. 730. 073	河内市纸桥区陈维兴路 117 号 Charm Vit 大厦一楼	胡志明市第三郡国际工厂路第二号 BIS 三楼
挂单电话: (024) 35. 779. 999	电话: (024) 35. 730. 073	电话: (028) 38. 239. 966
Email: ivs@gtjas.com.vn	传真: (024) 35. 730. 088	传真: (028) 38. 239. 696
Website: www.gtjai.com.vn		