



企业报告：越南同富橡胶股份公司 (DPR)

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

2022年1月27日

2021年第四季度信息更新

投资论点

- 土地储备大，将转换为工业用地。
- 橡胶经营业务稳定，从价格上涨及出口需求增加收益。
- 十年来，每年跟合作伙伴交接 200 公顷橡胶生产用地，预计收入为 2000 亿越盾/年。
- 南同富工业区及北同富工业区已获准规划。这些项目有望在 2022 年开始启动并从 2023 年开始带来收入。

风险

- 办理法律手续的时间将长于预期。
- 平福省的工业区吸引力及地理位置不如平阳省的工业区优越。
- 公共投资支出进度缓慢，投入平福省各工业区的资金受到阻碍。

建议

通过评估来自交接土地、橡胶经营、工业区的三个独立的现金流，我们评估同富橡胶 DPR 的股价为 **73,500 越盾/股**，并对 DPR 股票推荐“中立”。

推荐:

中立
保持

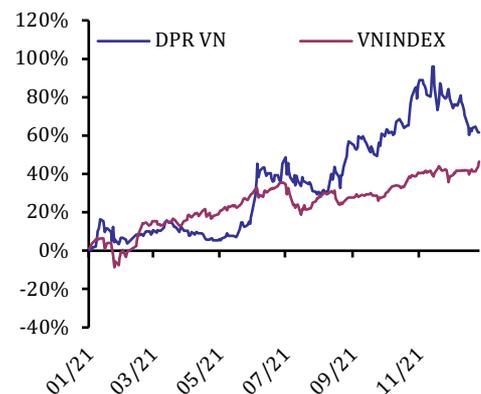
6-18个月股价:

73,500越盾

股价:

65,900越盾

股价走势图



股价波动	1 M	3 M	1 Y
绝对变动%	3.5%	6.3%	72.0%
与 VNI index 相比%	2.4%	12.8%	16.4%
均价 (越盾)	67,539	74,390	63,116

源: Bloomberg, 国泰君安 (越南)

年结	收入	税后利润	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
12月31日	(十亿越盾)	(十亿越盾)	(越盾)	(△%)	(x)	(越盾)	(x)	(越盾)	(%)	(%)
2018A	1,030	235	5,474	10.4%	7.4	56,871	0.9	9,000	164%	9.6
2019A	1,033	191	4,258	-22.2%	8.8	52,973	0.9	6,000	141%	8.0
2020A	1,138	212	4,148	-2.6%	11.9	54,071	1.2	2,500	60%	7.7
2021A	1,217	489	10,388	150.4%	6.9	65,326	1.1	3,000	29%	15.9
2022F	1,118	377	8,013	-22.9%	9.0	71,098	1.0	3,000	37%	11.3

流通股数(万股)	4300	大股东	Vietnam Rubber Group	55.81%
市值(万亿越盾)	2.8337	自由流通 (%)		45.0
三个月平均成交量 ('000)	251.9	FY21 Net gearing (%)		44
52周最高/最低价(越盾)	43,606 / 88,272			

源: 企业, 国泰君安 (越南)

2021 年第四季度，同富橡胶 DPR 的收入达 4880 亿越盾（同比下降 3%），其毛利润达 2080 亿越盾，同比增长 84%，主要来自橡胶生产用地的出售。税后利润达 3300 亿越盾（同比增长 307%）。第四季度平均售价达 4200 万越盾/吨，同比增长 4%。在 DPR 收到在新富、进兴、1 和 2 号新进的 4 个工业区的土地赔偿期间，以总面积为 210 公顷及每公顷价格为 10 亿越盾，DPR 收到的赔偿金额为 2100 亿越盾。目前有 1 和 2 号进兴的两个居民区将由当地拍卖并在 2022 年内进行交接，收回 1300 亿越盾。以每公顷平均价格为 3.2 亿越盾，500 公顷中的木材出售金额为 1600 亿越盾。

表一：财务情况更新

单位：十亿盾

	2020	2021	增长(%)
收入	1,138	1,217	7%
毛利润	319	432	35%
税前利润	269	594	121%
税后利润	177	448	153%

源：企业，国泰君安（越南）

表二：DPR 持有的土地储备

项目	面积(公顷)	进程
橡胶生产用地	5,700	
转换用地面积	4,000	
跟合作伙伴交接面积	2,000	在 10-15 年之内，收赔偿金额为 10 亿盾/公顷
工业用地	2,000	
北同富工业区	317	北同富工业区及南同富工业区总面积 800 公顷
南同富工业区	480	
其他	1,203	DPR 已交接总面积为 210 公顷的新富、进兴、1 和 2 号新进的四个工业区
总面积	9,700	

源：企业，国泰君安（越南）

按同富橡胶 DPR 的计划，该公司将在 10-15 年内向合作伙伴分多次交接 2,000 公顷并收赔偿。赔偿金额为每公顷 10 亿越盾。我们评估，该项目以每年交接 200 公顷的进度将在 10 年内完成，为 DPR 带来 2000 亿越盾现金。

北同富工业区及南同富工业区

北同富工业区及南同富工业区的项目正被提交给政府总理等批准，有望在 2022 年第一季度获批。两个工业区已被纳入平福省工业区的规划并将加速推动转换土地用途、审批投资者、成立及销售许可证等流程。我们期望平福省将在 2022 年批准该项目并在 2023 年出售北同富工业区，2025 年出售南同富工业区。南同富工业区的投资总额为 1.83 万亿越盾，相当于每公顷 38 亿越盾。北同富工业区的投资总额为 1.36 万亿越盾，相当于每公顷 43 亿越盾。DPR 预期将为此项目贡献

2500 亿越盾，占其注册资金的 50%。DPR 表示，目前市场需求较高，备忘录上所列出的出租价格约每平方米 60 美元。

	南同富工业区	北同富工业区
面积 (公顷)	480	317
平方米/公顷	10,000	10,000
出售价	\$70	\$60
汇率	23,500	23,500
毛利润	60%	60%
经营面积	70%	70%
持有比例	51%	51%

源：国泰君安（越南）

该公司领导表示，新冠肺炎疫情爆发前，在南部地区，在南同富及北同富的两个工业区及在平福省的租赁需求很高，并且没有可出租的土地。疫情爆发后，若干客户已签署取消协议的谅解备忘录。目前平福省及平阳省的需求非常大，在南新驾及北同富工业区的租赁价格相差很大，而距离不远。因此，该项目完成后，其覆盖率将很乐观。

建议

我们预计同富橡胶 DPR 将维持稳定橡胶经营业务，其原因在于 DPR 是行业中经营橡胶效果最佳的公司之一。由于供应量的短缺以及中国的大量需求，今年的每吨橡胶价格将在 3900 万越盾左右。通过评估来自交接土地、橡胶经营及工业区的 3 个现金流之后，我们评估同富橡胶 DPR 的股价为 **73,500 越盾/股**，并对 DPR 股票推荐 “中立”。

财务报表概括

损益表 Income Statement					
截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2018A	2019A	2020A	2021	2022F
收入 Revenue	1,030	1,033	1,138	1,217	1,118
与去年同期相比 yoy (%)	-3.7%	0.3%	10.1%	6.9%	-8.1%
服务费用 Cost of services	(685)	(763)	(818)	(781)	(648)
毛利润 Gross profit	345	271	320	436	470
与去年同期相比 yoy (%)	8.3%	-21.5%	18.4%	36.1%	7.8%
销售管理费用 SGA expenses	(103)	(101)	(111)	(117)	(69)
其他亏损/利润/净值 Other (losses) / gains, net	0	0	0	0	0
金融收入 Financial income	65	69	64	60	90
金融费用 Finance costs	(16)	(23)	(15)	(7)	(11)
Share of profits of associates and JCEs	0	0	0	0	0
税前利润 Profit before income tax	302	244	270	594	470
与去年同期相比 yoy (%)	11.7%	-19.1%	10.5%	120.2%	-21.0%
所得税费用 Income tax expense	(67)	(53)	(58)	(105)	(92)
税后利润 Profit after tax	235	191	212	489	377
与去年同期相比 yoy (%)	4.5%	-18.6%	10.9%	130.5%	-22.9%
少数股东利益 Minority interest	0	(8)	(34)	(42)	(33)
净利润 Net profit	235	183	178	447	345
与去年同期相比 yoy (%)	10.4%	-22.2%	-2.6%	150.4%	-22.9%
每股收益 EPS (越盾)	5,474	4,258	4,148	10,388	8,013
与去年同期相比 yoy (%)	10.4%	-22.2%	-2.6%	150.4%	-22.9%

资产负债表 Balance Sheet					
截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
流动资产 Current assets	1,081	1,411	1,228	1,626	2,266
现金和现金等价物 Cash & equivalents	277	312	366	593	932
短期投资 Short term investment	563	789	496	705	996
应收款 Receivable	54	85	146	53	121
存货 Inventory	146	128	162	214	159
长期资产 Non-current assets	2,578	2,326	2,547	2,408	2,228
固定资产及设备 Property plant & equipment	1,376	1,562	1,546	1,473	1,462
无形资产 Intangible assets	1	1	1	1	1
Work in progress	594	255	167	129	129
预付款及其他应收款 Prepayment and other receivables	128	158	473	463	456
向联营公司的投资 Investment in an associated co.	-	-	-	-	-
其他投资组合 Other investment	302	193	158	153	153
资产总额 Total assets	3,660	3,737	3,775	4,034	4,494
流动负债 Current liabilities	499	592	556	399	544
应付款 Account payable	19	12	6	8	13
短期贷款 Short-term borrowing	47	106	104	29	121
非流动负债 Non-current liabilities	715	867	894	826	1013
长期贷款 Long-term borrowings	191	175	105	25	184
负债总额 Total liabilities	1,214	1,459	1,450	1,224	1,557
少数股东利益 Minority interest	544	506	533	544	576
股本 Share capital	430	430	430	430	430

现金流量表 Cash Flow Statement

截至 12 月 31 日 (十亿越南盾)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
税前利润 Profit before income tax	302	244	269	594	377
调整 Adjustments	46	70	75	(15)	119
流动资产变动 Change in WC	14	57	(257)	(341)	75
经营活动产生的现金流量 Cash from operations	361	371	86	238	572
资本支出 Capital expenditure	(171)	(120)	(94)	(64)	(64)
投资活动产生的现金 Cash from investing	(406)	(173)	249	170	(355)
普通股 (买入/卖出) Common stock (purchase) or sale	0	0	0	0	0
其他 Other	10	43	(76)	16	251
筹资活动产生的现金 Cash from financing	(197)	(164)	(281)	(181)	122
期初现金及现金等物质 Cash & cash equivalents at 1st January	519	277	312	366	593
现金净增减额 Net change in cash	(242)	35	54	227	339
期末现金及现金等物质 Cash & cash equivalents at 31st December	277	312	366	593	932

源: 企业, 国泰君安 (越南)

其他储备和留存收益 Other reserves and retained earnings	1,471	1,342	1,362	1,835	2,051
股东权益总额 Total equity	2,445	2,278	2,325	2,809	3,057
与去年同期相比 yoy (%)	-6.8%	2.1%	20.8%	-11.7%	4.6%

财务比率 Financial Ratio

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
毛利率 Gross margin (%)	33	26	28	36	42
营业毛利 Operating margin (%)	29.3	23.6	23.7	48.8	42.0
净利率 Net margin (%)	22.9	17.7	15.7	36.7	30.8
资产收益率 ROA (%)	6.4	4.9	4.7	11.1	7.7
净资产收益率 ROE (%)	9.6	8.0	7.7	15.9	11.3
净负债比率 Net gearing ratio (%)	9.7	12.3	9.0	1.9	10.0
流动比率 Current ratio(x)	2.2	2.4	2.2	4.1	4.2

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*

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@gtjas.com.vn	701
杜中元	副主管	副主管	nguyendt@gtjas.com.vn	702
陈氏红绒	专员	银行业分析	nhungtth@gtjas.com.vn	703
丁光达	高级专员	消费行业分析	datdq@gtjas.com.vn	101
费公灵	高级专员	房地产行业分析	linhpc@gtjas.com.vn	704
陈氏妙庆	助理	翻译	khanhttd@gtja.com.vn	705



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		