



企业报告: Vinhomes 股份公司

(在胡志明交易所上市的证券代码: VHM)

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

2022年2月15日

释放出乐观信号

投资论点

- Vinhomes 拥有最大且处于战略地位的土地储备。Vinhomes 是行业中利润率排在前列的最有声誉的房地产开发商。稳健的财务情况及强品牌等因素有助于 Vinhomes 容易在国内外融资。
- 在 2021 年第四季度, VHM 实现收入为 23.6 万亿越盾 (同比增长 6%), 毛利润达 14 万亿越盾 (同比增长 89%)。税后利润达 11.9 万亿越盾 (同比增长 8%)
- Vinhomes Co Loa、Vinhomes Dream City、位于河内丹凤县的 Vinhomes Wonder Park 等项目将在今年出售。

风险

- 信贷的紧缩性及周期性阻碍该企业的增长;
- 新冠肺炎疫情的冲击延长影响到经济体的总需求及收入。

建议:

我们通过采用 RNAV 方法评估 VHM 的估值为 **81,800 盾/股** 并对 VHM 股票推荐“中立”。

推荐:

中立

保持

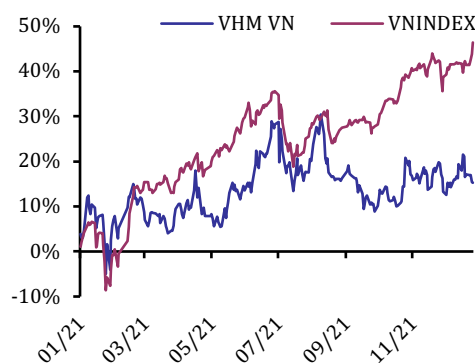
6-18个月股价:

81,800越盾

股价:

79,000越盾

股价走势图



股价变动	1 M	3 M	1 Y
绝对变动 %	-4.8%	-13.7%	32.9%
与 VNI index 相比%	-5.8%	-7.3%	-22.8%
平均价 (越盾)	79,550	81,229	81,191

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)	(Δ%)	(x)	(越盾)	(x)	(越盾)	(%)	(%)
2017A	15,297	1565	7,048	-14.5%	16.6	34,521	3.4	4,500	64%	15.5
2018A	38,664	14776	4,265	-39.5%	21.6	12,889	7.14	1,000	23%	30.7
2019A	51,627	24,319	7,782	82.5%	4.2	16,599	4.8	0	0%	37.6
2020A	71,547	28,207	9,787	25.8%	8.5	25,719	3.8	0	0%	31.6
2021A	85,094	39,231	8,960	-8.5%	8.7	30,245	2.6	1,500	17%	29.8

流通股数 (亿)	43.543	大股东	Vingroup	66.66%
市值 (万亿越盾)	340.076	自由流通 (%)		30.0
三个月平均成交量 (‘000)	7,357.48	FY21 Net gearing		0.75
52周最高/最低价 (越盾)	92,450 / 71,365			

源: 企业, 国泰君安 (越南)

在 2021 年第四季度, VHM 的收入为 23.6 万亿越盾(同比增长 6%), 毛利润达 14 万亿越盾(同比增长 89%), 税后利润达 11.9 万亿越盾(同比增长 8%)。同样在 2021 年第四季度, Vinhomes 已交接 1.3 万套公寓, 其大部分都属于正展开的三大项目。2021 年包括 BCC 项目的房地产转让收入及税后利润分别为 73.4 万亿越盾及 39 万亿越盾。Vinhomes Ocean Park 对其贡献 28.5 万亿越盾, Vinhomes Grand Park 贡献 22.3 万亿越盾, Vinhomes Smart City 贡献 20.3 万亿越盾, BCC 项目贡献 3.4 万亿越盾。由于高批发率及低层公寓的交接, VHM 的利润率增至 59%。

表一: 销售情况更新

	Q4 2021	Q4 2020	Q4 2021 vs Q3 2021	Q4 2021 vs Q4 2020
销售额(套)	17,400	2,700	195%	544%
收入(价值)(万亿)	37.9	16.5	185%	130%
预收收入(万亿越盾)	52.4	42.7	23%	23%
已实现收入(万亿越盾)	25.4	34.5	31%	-26%

源: 企业, 国泰君安(越南)

2021 年第四季度, 销售额比上季度有所改善, 环比增长 193%。预收收入猛增是由于销售额在第四季度的增长(增 23%)。在河内开售公寓及已出售公寓的数量比去年同期有所改善, 其分别下降 7%及 9%。与 2021 年第三季度相比, 在河内开售公寓及已出售公寓的数量分别增长 53%及 100%。

在胡志明市, 市场日益改善。在第四季度, 开售公寓数量为 6,900 套, 同比下降 3%并环比增长 330%。已出售公寓的数量达 5,700 套, 同比增长 12%并相当于上季度的 259%。

表二: 项目更新

	Vinhomes Smart city	Vinhomes Ocean park	Vinhomes Grand park
位置	河内市南慈廉郡	河内市嘉林县邹葵市镇	胡志明市第九郡
面积	281 公顷	420 公顷	271 公顷
经营总面积	2,601,000	3,500,000	3,241,000
便利	Vinmec, Vinschool, Vincom Megamall, 2000 个运动场	Vinmec, Vinschool, Vinuni, Vincom Megamall, 湖泊 6.1 公顷, 水面积 117 公顷	公园 36 公顷, Vinmec, Vinschool, Vincom Megamall
项目时间	2018-2022	2018-2022	2019-2022
产品	46,300	49,300	47,200
已出售 (%)	87%	89%	94%
交接	37,000	42,000	39,000
建设进度	56%	77%	61%
在 2021 年第四季度已出售的数量	5,709	5,509	2,000

源: 企业, 国泰君安(越南)

表三: 三大项目的销售额

	Vinhomes smart city	Vinhomes Ocean park	Vinhomes Grand park
2018	2,776	8,911	-
2019	15,225	14,490	28,100
2020	7,591	7,591	12,518
Q1	4,100	300	100
Q2	1,100	5,800	10,000
Q3	1,500	600	500
Q4	891	891	1,918
2021	14,409	13,009	2,000
Q1	1,000	500	-
Q2	7,300	6,500	-
Q3	400	500	-
Q4	5,709	5,509	2,000

源: 企业, 国泰君安(越南)

发展计划中的项目：

Vinhomes 预计将开售位于河内丹凤县的 Vinhomes Wonder Park 及位于兴安省的 Vinhomes Dream city 的两个新项目。各项目的详情如下：

表四：Vinhomes 准备展开的项目

	Vinhomes Dream city	Vinhomes Wonder Park	Vinhomes Co Loa
地点	兴安省, 邻近 Ocean Park	河内丹凤县	河内东英县
面积	460 公顷	133 公顷	385 公顷
经营总面积	2,950,000 平方米	364,000 平方米	1,724,000 平方米
时间	2022-2025	2022-2025	2022-2025
产品	公寓 / 别墅 / 店屋 / 学校 / 医院 / 购物中心 MII (44,000 单位)	公寓 / 别墅 / 店屋 / 学校 / 购物中心 / Eco-parks / Swimming Complex (2,350 个低层, 两座高层楼)	公寓 / 别墅 / 店屋 / 学校 / 购物中心

源：企业，国泰君安（越南）

Vinhomes Long Beach Can Gio 项目的投资主张已获批，该项目在等待 1/500 规划的批准。其面积为 2,800 公顷，邻近胡志明市。Vinhomes Long Beach Can Gio、位于广宁省的 Vinhomes 绿色下龙和 Vinhomes Galaxy 的项目准备在未来 18 到 24 个月开始发展。

建议

越南政府已决定取消防疫限制措施，将“零新冠病毒”改成“与新冠病毒一起生活”的战略。我们评估这就是推动房地产市场恢复的动力。尽管如此，该市场仍需要时间复苏，我们正在跟踪其进展。我们认为经济刺激计划和公共支出将成为房地产市场复苏的动力。Vinhomes Wonder Park、Vinhomes Dream city 和 Vinhomes Co Loa 将从 2022 年开售。

我们通过采用 RNAV 方法将 VHM 的估值保持在 **81,800 盾/股** 并对 VHM 的股票推荐“中立”。

财务情况

损益表 Income Statement					
截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
收入 Revenue	15,297	38,664	51,627	71,547	85,094
与去年同期相比 yoy (%)	36.4%	152.8%	33.5%	38.6%	18.9%
服务费用 Cost of services	(10131)	(28603)	(24171)	(45611)	(36686)
毛利润 Gross profit	5,167	10,061	27,456	25,936	48,408
与去年同期相比 yoy (%)	16.0%	94.7%	172.9%	-5.5%	86.6%
销售管理费用 SGA expenses	(2038)	(2444)	(4237)	(4874)	(5543)
其他亏损/利润/净值 Other (losses) / gains, net	(243)	(7)	30	(789)	0
金融收入 Financial income	876	14565	9046	20263	7984
金融费用 Finance costs	(1652)	(2457)	(2549)	(4019)	(2738)
Share of profits of associates and JCEs	(88)	0	0	19	0
税前利润 Profit before income tax	2109	19719	29746	36517	48469
与去年同期相比 yoy (%)	-	835.08%	50.85%	22.76%	32.7%
所得税费用 Income tax expense	(543)	(4942)	(5427)	(8310)	(9237)
税后利润 Profit after tax	1565	14776	24319	28207	39231
与去年同期相比 yoy (%)	-29.1%	843.9%	64.6%	16.0%	39.1%
少数股东利益 Minority interest	(156)	(492)	(2572)	(855)	(215)
净利润 Net profit	1410	14284	21747	27351	39017
与去年同期相比 yoy (%)	-14.5%	913.3%	52.2%	25.8%	42.7%
每股收益 EPS (越盾)	7,048	4,265	7,782	9,787	8,960
与去年同期相比 yoy (%)	-14.5%	-39.5%	82.5%	25.8%	-8.5%

现金流量表 Cash Flow Statement					
截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
税前利润 Profit before income tax	2109	19719	29746	36517	48469

资产负债表 Balance Sheet					
截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
流动资产 Current assets	44421	91203	139555	102312	91,217
现金和现金等价物 Cash & equivalents	1562	3515	13332	13714	4,824
短期投资 Short term investment	0	1009	361	2054	4,781
应收款 Receivable	24775	43356	47468	34592	37,929
存货 Inventory	17006	36858	60297	42984	28,543
长期资产 Non-current assets	6883	28486	57686	113014	139,201
固定资产及设备 Property plant & equipment	1297	100	625	5683	6,706
无形资产 Intangible assets	59	28	66	223	750
Work in progress	2462	18363	28213	32361	44,697
预付款及其他应收款 Prepayment and other receivables	1059	3474	13268	45206	47,759
向联营公司的投资 Investment in an associated co.	9	0	0	5838	3,569
其他投资组合 Other investment	1746	478	773	4154	7,383
资产总额 Total assets	51304	119689	197241	215326	230,418
流动负债 Current liabilities	34223	42872	121557	103385	75,082
应付款 Account payable	925	2504	6078	11401	12,615
短期贷款 Short-term borrowing	8700	6403	18162	10998	251
非流动负债 Non-current liabilities	6957	28672	10969	22811	23,413
长期贷款 Long-term borrowings	6628	25506	8343	13958	19,668
负债总额 Total liabilities	41180	71544	132526	126196	98,495
少数股东利益 Minority interest	3220	4912	8619	3429	3316
股本 Share capital	2000	33495	33495	33495	43544
其他储备和留存收益 Other reserves and retained earnings	4,904	9,738	22,601	52,205	84,839
股东权益总额 Total equity	10124	48145	64715	89130	131,699
与去年同期相比 yoy (%)	6.0%	375.6%	34.4%	37.7%	46.8%

调整 Adjustments	1783	(11864)	(6584)	(15730)	(2004)
流动资产变 动 Change in WC	(1096)	(9318)	28767	4095	(33186)
经营活动产 生的现金流 量 Cash from operations	2796	(1463)	51928	24882	13278
资本支出 Capital expenditure	(2405)	(751)	(3847)	(3500)	(15399)
投资活动产 生的现金 Cash from investing	(9459)	(17842)	(27320)	(22420)	(18463)
普通股 (买 入/卖出) Common stock (purchase) or sale	28	12241	0	62	6515
其他 Other	5394	9018	(14792)	(2143)	(10220)
筹资活动产 生的现金 Cash from financing	5422	21259	(14792)	(2081)	(3705)
期初现金及 现金等物质 Cash & cash equivalents at 1st January	2802	1562	3515	13332	13714
现金净增减 额 Net change in cash	(1241)	1954	9817	381	(8890)
期末现金及 现金等物质 Cash & cash equivalents at 31st December	1562	3515	13332	13714	4824

源: 企业, 国泰君安 (越南)

财务比率 Financial Ratio					
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
毛利率 Gross margin (%)	34	26	53	36	57
营业毛利 Operating margin (%)	14	51	58	51	57
净利率 Net margin (%)	9.2	36.9	42.1	38.2	45.9
资产收益率 ROA (%)	2.7	11.9	11.0	12.7	16.9
净资产收益率 ROE (%)	15.5	30.7	37.6	31.6	29.8
净负债比率 Net gearing ratio (%)	151.4	66.3	41.0	28.0	15.1
流动比率 Current ratio(x)	1.3	2.1	1.1	1.0	1.2

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

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考, 投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定, 投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券(越南)股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券(越南)股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券(越南)股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点, 不能视为国泰君安证券(越南)股份公司的观点。另外, 本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券(越南)的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能将出现利益冲突, 影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容, 其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券(越南)股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。

未经国泰君安证券(越南)股份公司的授权代表的书面同意, 任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。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	nhungth@gtjas.com.vn	703
丁光达	高级专员	消费行业分析	datdq@gtjas.com.vn	222
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@gtjas.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		