


企业报告：越南动力机械与农业机械总公司（股票代码：VEA）

 研究部——企业分析组
 (+84) 24 3573 0073
 info@gtjas.com.vn

2022年5月10日

国家品牌

- 2021年，动力机械与农业机械 VEA 的净收入达 4.019 万亿越盾（同比增长 9%），税后利润达 5.792 万亿越盾（同比增长 3%）。其中，联营活动带来的利润为 5.177 万亿越盾（同比增长 1%）但仍比疫情之前的水平下降 27%。
- VEA 持有越南本田的 30% 股份、越南丰田的 20% 股份和越南福特的 25% 股份。从这些联营公司带来的净利润在 VEA 的净利润中的占比较大，尤其是摩托车经营业务占本田利润的 90%。
- 我们相信经营业务将从 2022 年起逐步恢复。因为目前新冠肺炎疫情不再是一个太大的问题。本田摩托车销售额连续 5 个月猛增。与 2021 年前三个月相比，2022 年前三个月摩托车销售量累计增长 11.2%。与此同时，本田和丰田汽车销售额分别同比增长 36% 和 42%。
- 25 岁以下的人数较多，一旦这个群组满足考摩托车驾驶证的年龄，需求更加猛增。这将成为推动摩托车销售额增长的主要动力。
- 基础设施和公共交通工具尚未强劲发展，因此，摩托车仍是优先选择。
- 强大的品牌将帮助本田保持竞争力而还可以提高价格以弥补高通胀带来的影响。
- 由于本田和丰田在越南制造业领域中的本地化率最高，今年注册费降低 50% 将促进汽车销售。

推荐:

买入

Initial

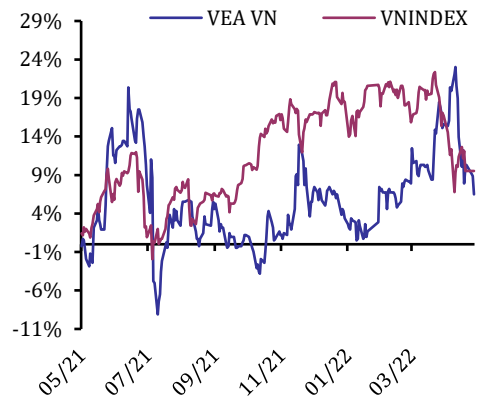
6-18个月的目标价:

57,300

当前股价:

42,000

股价走势图



股价波动

	1M	3M	1Y
绝对 %	-10.8%	-4.0%	2.1%
与 VNI index 相比 %	-25.1%	11.4%	0.6%
均价 (越盾)	47,145	46,148	44,132

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 (盾)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (盾)	PBR (x)	DPS (盾)	Yield (%)	ROE (%)
2017A	6,586	5,086	3,797	12%	11	13,836	3.09	370	10%	32
2018A	7,074	7,047	5,229	38%	8	18,543	2.31	3,884	74%	32
2019A	4,497	7,319	5,432	4%	8	20,042	2.14	5,253	97%	28
2020A	3,672	5,594	4,136	-24%	10	18,862	2.27	5,452	132%	21
2021A	4,023	5,792	4,328	5%	10	17,656	2.42	-	0%	23

流通股数 (百万)	1,3287.8	大股东	越南工商部	88.47%
市值 (百万越盾)	56,884,600	自由流通 (%)		15.0
三个月平均成交量 (‘000)	212.5	FY21 Net gearing (%)		5.0
52 周最高/最低价 (越盾)	35,406 / 52,500			

源: the Company, 国泰君安 (越南)

2021 年经营业绩: 2021 年, VEA 的净收入达 4.019 万亿越盾 (同比增长 9%), 税后利润达 5.792 万亿越盾 (同比增长 3%)。其中, 联营活动带来的利润为 5.177 万亿越盾 (同比增长 1%) 但仍比疫情之前的水平下降 27%。

VEA 持有本田越南的 30% 股份、丰田越南的 20% 股份和福特越南的 25% 股份。从这些联营公司带来的净利润在 VEA 的净利润中的占比较大, 尤其是摩托车经营业务占本田利润的 90%。由于摩托车和汽车销售量下降, 2021 年从本田带来的净利润同比下降 2.4%。虽然因疫情的爆发使销售量有所下降, 但丰田的利润仍同比增长 7.5%。这对零售销售产生了巨大影响。福特越南经过 2020 年亏损之后扭转为盈, 但其仅占 VEA 联营利润的一小部分。

单位: 辆	2020	2021	%	2020 年的 利润 (十 亿越盾)	2021 年的 利润 (十 亿越盾)
Honda				4,530	4370
Motorbikes	2,142,564	1,986,213	-7.3%		
Autos	24,410	21,698	-11.1%		
Toyota	72,136	68,729	-4.7%	676	720
Ford	24,660	23,708	-3.9%	(82)	20

源: 本田, VAMA, 国泰君安 (越南)

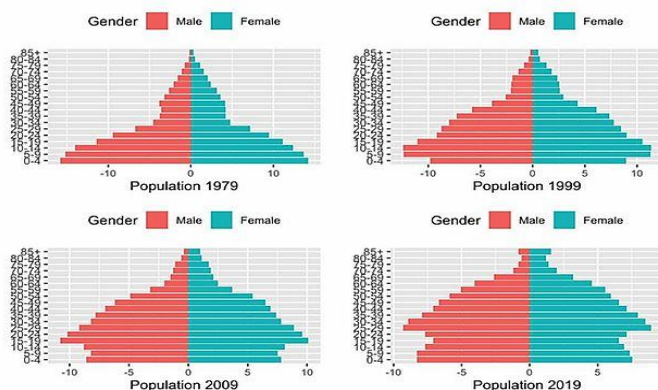
疫情后经营业务回归复苏: 我们相信经营业务将从 2022 年起逐步恢复。因为目前新冠肺炎疫情不再是一个太大的问题。本田摩托车销售额连续 5 个月猛增。与 2021 年前三个月相比, 2022 年前三个月摩托车销售量累计增长 11.2%。与此同时, 本田和丰田汽车销售额分别同比增长 36% 和 42%。越南政府也通过降低 50% 注册费协助汽车市场。

人口增加: 越南人口以 CAGR 速度为 1.1% 增加。于此同时, 中国和泰国的 CAGR 分别达 0.5% 和 0.38%。越南人口正处于人口红利时期, 人口总数的 69% 在 15 岁至 64 岁之间。该阶段预期到 2040 年左右结束。自从 1979 年至 2019 年, 年龄在 65 岁之下的人数和在 15 岁至 65 岁的人数明显增加。该趋势预期在未来十年将持续。

我们认为 25 岁以下的人数较多, 一旦这个群组满足考摩托车驾驶证的年龄, 需求更加猛增。这将成为推动摩托车销售额增长的主要动力。

2009-2019 年 CAGR 人口增长	
全国	1.1%
河内	2.2%
胡志明	2.3%

源: 统计局

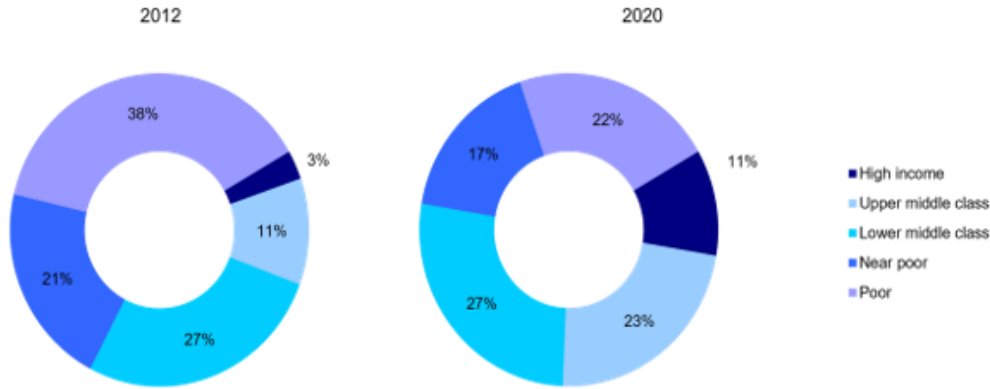


源: 统计局

人口增加除外, 基础设施和公共交通工具尚未发展使人民优先选择使用摩托车。

尽管近年来出现了电动摩托车、电动高铁、地铁和高速巴士等多种替代交通工具, 但其都没有完全取代摩托车和私家车在平均行驶距离中的便利。因此, 我们认为, 未来摩托车和私家车有可能仍是城市中的交通工具。

上层社会和高收入群体将引领汽车销售增加。 根据 World Data Lab 的数据, 到 2030 年, 越南的中产阶级人数将增加 2320 万人 (每天人均支出为 11-110 美元), 将中产阶级总人数达到 5600 万人。因此, 越南的中产阶级人数将在东南亚排名第三, 仅次于印度尼西亚的 7580 万人和菲律宾的 3750 万人。



5.

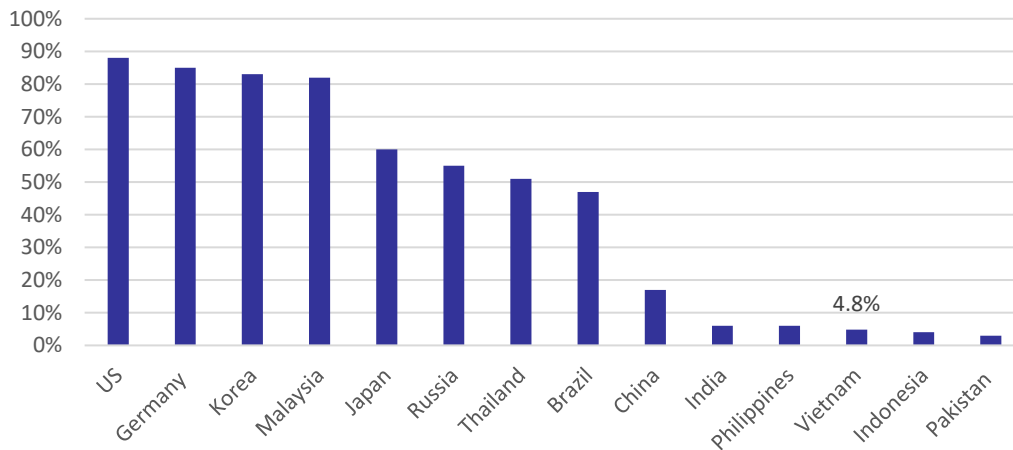
源: BMI, BCG, 国泰君安 (越南)

越南汽车保有量在地区中排名垫底 (约 1000 人拥有 23 辆), 而新加坡和香港每 100 人拥有 12-14 辆汽车 (汽车保有量为 14%)。

家庭购车趋势。 据统计局 2020 年人口调查显示, 全国家庭拥有汽车的平均比例为 4.8%, 全球排名垫底。

目前, 年轻家庭购买私家车的的需求增加, 为市场增加大量潜在客户。各省市交通日益方便, 推动私家车自动驾驶的趋势。

Household car ownership



源: World Data Lab, 国泰君安 (越南)

由于本田和丰田在越南制造业领域中的本地化率最高, 今年注册费降低 50% 将促进车辆销售。从长期来看, 零配件和整车进口的进口税降低将使出售价格下降并促使需求增加。第 103/2021/ND-CP 号议定刺激了消费者对国内生产和组装汽车的需求。从此, 从 2021 年 12 月到 2022 年 5 月, 国内生产和组装汽车的注册费将比之前下降 50%。根据第 57/2020/ND-CP 的议定, 许多组装汽车的进口零配件将征收 0% 的优惠关税。汽车进口关税降至 0% 的路程将取决于各自由贸易协定和 CPTPP。

	CPTPP	EVFTA
目前的进口税率	70%	67%-70.9%
减免税路程	4%-6%/年	6.8%-7.4%/年
实施零关税日期	从 2026 年至 2032 年 (取决于合作伙伴)	2030 年

品牌和定价能力。本田摩托车目前占据越南近 80% 的市场份额，而丰田则占 22%。26 年来，这些品牌已深深烙印在客户心中。在越南，无论是摩托车还是汽车品牌，本田和丰田都排名第一。所以我们认为，就本田而言，其拥有大量的市场份额和非常强大的定价能力。通过本田经营业务的一些数据，我们发现本田继续根据通货膨胀趋势提升价格。在 2021 年和 2022 年，本田将继续涨价而不损害销售，以弥补高通胀造成的影响。

本田越南	2016	2017	2018	2019	2020
涨价		2.2%	2.9%	-3.4%	5.0%
销售增长		9.5%	9.0%	0.2%	-16.7%
收入增长		11.4%	24.5%	1.8%	-14.9%
毛利率	29.3%	30.1%	30.2%	30.3%	30.5%
净利率	17.3%	17.5%	18.2%	18.6%	16.4%

源: 本田, 国泰君安 (越南)

丰田并非如此，因为汽车市场更具竞争力且对价格更为敏感。我们已经见证了许多品牌之间的价格战，尤其是自 2019 年 Vinfast 以具有竞争力的价格进入市场以来。虽然在促销上损失很大，但这仍然影响到其他品牌的收入。因为自从开始至今，经过两年里，Vinfast 在 2020 年占据 9% 的市场份额，在 2021 年占据 12% 的市场份额。

丰田越南	2016	2017	2018	2019	2020
涨价		-19%	13%	-11%	-1%
销售增长		5.7%	10.2%	21.7%	-10.8%
收入增长		-14.0%	24.8%	8.0%	-11.7%
毛利率	23.1%	16.8%	16.7%	16.2%	14.2%
净利率	15.8%	10.1%	11.0%	10.6%	9.2%

源: 丰田, 国泰君安 (越南)

然而，Vinfast 决定在 2022 年底完全退出 ICE（内燃机）生产，转向全电动生产。这对丰田和本田来说是一个有利因素。另一方面，虽然电动汽车是未来十年的趋势，但我们认为，越南取代 ICE 汽车的事宜不会成功。因为越南的充电系统和基础设施仍弱，需要对基础设施进行大量投资，例如配置充电设备的停车场（缺乏停车场是河内和胡志明市的大问题）。另外，快速充电系统须经过验证充电速度足以说服消费者转向使用电动车，因为汽车加油时间只为 5 分钟左右。因此，依我们来看，Vinfast 退出 ICE 市场并将市场份额让给 A 和 B 领域的其他汽车制造商将有利于丰田和本田。

推荐

凭借强大的品牌知名度和良好的商业环境，从长期来看，我们对本田和丰田的竞争优势和定价能力充满信心。我们预计本田摩托车的年度增长率为 10%，本田和丰田汽车的年度增长率为 15%-20%。我们对 VEA 股票的估值为 **57,300 越盾/股**。我们要强调，由于 VEA 的利润主要来自本田和丰田的股息，因此，从投资者的角度来看，VEA 的股票升值可能不会超过我们预算的估值。相反，VEA 股票带来的利润将主要是股息。VEA 在未来一段时间的派息将更多，而不仅是过去 5 年平均的 66%。我们评估新管理层将改变其股息政策。这将增加股票的价值。

我们对 VEA 股票推荐“买入”。

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	2021A
收入	6,586	7,074	4,497	3,672	4,023
与去年同期相比 yoy (%)	4.1%	7.4%	-36.4%	-18.3%	9.6%
成本价	(5943)	(6467)	(4422)	(3480)	(3453)
毛利	620	603	65	187	566
与去年同期相比 yoy (%)	-2.8%	-2.8%	-89.1%	186.4%	202.0%
销售、企业管理 费用	(878)	(657)	(557)	(478)	(493)
净收入/其他费 用	(3)	(9)	(101)	(8)	(17)
金融收入	254	416	903	977	713
金融费用	(42)	(79)	(22)	(7)	(7)
来自合资公司的 收入	5170	6852	7126	5124	5177
税前利润	5122	7126	7415	5795	5940
与去年同期相比 yoy (%)	13.51%	39.13%	4.05%	21.84%	2.49%
企业所得税费用	(36)	(79)	(96)	(201)	(147)
税后利润	5086	7047	7319	5594	5792
与去年同期相比 yoy (%)	13.2%	38.6%	3.9%	-23.6%	3.5%
少数股东	40	37	39	42	42
归属母公司的税 后利润	5046	7010	7280	5552	5751
与去年同期相比 yoy (%)	12.0%	38.9%	3.8%	-23.7%	3.6%
每股收益 EPS (越盾)	3,797	5,276	5,479	4,178	4,328
与去年同期相比 yoy (%)	12.0%	38.9%	3.8%	-23.7%	3.6%

现金流量表					
截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
税前利润	5122	7126	7415	5795	5940
调整	(4838)	(6971)	(7490)	(5555)	(5645)
流动资产变动	(826)	(4285)	583	41	(481)
经营活动产生的 现金流	(541)	(4129)	508	282	(187)
固定资产购买支 出	(462)	(196)	(185)	(127)	(80)
投资活动产生的 现金	3125	2504	4991	5896	8148
普通股 (发行、 回购)	0	0	0	0	0
其他	(3894)	(521)	(263)	(11450)	(7985)
筹资活动产生的 现金	(3894)	(521)	(263)	(11450)	(7985)
期初现金及现金 等物质	3799	2488	342	5576	306
现金净增减额	(1311)	(2146)	5236	(5271)	(24)
期末现金及现金 等物质	2488	342	5576	306	280

资产负债表					
截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
短期资产	10,987	16,408	22,987	19,269	17,287
现金和现金等价 物	2,488	342	5,576	306	280
短期投资	2,152	9,650	11,265	13,265	11,799
短期应收款	2,610	4,011	4,186	4,278	3,598
存货	3,503	2,306	1,826	1,309	1,477
长期资产	12,374	9,998	10,302	7,955	7,719
固定资产及设备	2,287	2,302	2,077	2,045	1,829
无形资产	46	46	76	77	75
未完成的生产 和经营成本	301	113	320	90	86
预付款及其他应 收款	317	373	385	429	473
向联营公司的投 资	9,244	6,970	7,432	5,303	5,245
其他投资	21	21	21	66	66
资产总额	51,304	119,689	197,241	215,326	230,418
短期债务	4,563	1,399	6,300	1,887	1,263
短期应付款	24	35	24	29	49
短期贷款	285	384	180	164	248
长期应付款	223	158	151	55	60
长期贷款	175	116	78	0	-
应付债务	4,786	1,556	6,451	1,942	1,322
少数股东	169	195	198	213	215
出资资金	13,288	13,288	13,288	13,288	13,288
未分配的利润及 基金	5,118	11,366	13,352	11,780	10,181
所有者权益	18,575	24,850	26,838	25,282	23,683
与去年同期相比 yoy (%)	39.6%	33.8%	8.0%	-5.8%	-6.3%

财务指数					
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
毛利率 (%)	9	9	1	5	14
营业毛利 (%)	78	101	165	158	148
净利率 (%)	76.6	99.1	161.9	151.2	142.9
资产收益率 ROA (%)	9.8	5.9	3.7	2.6	2.5
净资产收益率 ROE (%)	27.4	28.4	27.3	22.1	24.5
净负债比率 Net gearing ratio (%)	2.5	2.0	1.0	0.6	1.0
流动比率 Current ratio(x)	2.4	11.7	3.6	10.2	13.7

源: 企业, 国泰君安 (越南)

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
收集	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
持有	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
中性	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在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



国泰君安证券(越南)
CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)

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: info@gtjas.com.vn	传真: (024) 35. 730. 088	传真: (028) 38. 239. 696
Website: www.gtjai.com.vn		