



企业报告：周德 Sonadezi 股份公司 (在胡志明交易所上市的证券代码：SZC)

分析师

费功灵 **Phi Cong Linh**

linhpc@gtjas.com.vn - ext: 704

2022年8月4日

地价上涨给地场清理费施压

推荐:

中性

Maintained

投资论点

- 巴地头顿工业用地的平均售价继续同比增长 20% (每平方米在 78 美元到 90 美元之间)，我们期望土地价格每年将继续平均增长 5%。目前公司吸纳率为 48.4%，可出售的剩余面积约 530 公顷。
- 2022 年第二季度，SZC 收入为 2620 亿越盾 (同比增长 17%)，利润为 923 亿越盾 (同比下降 38%)，税后利润达 610 亿越盾 (同比下降 44%)。
- 电子不停车收费系统 ETC 获得批准之后，大约 2022 年第三季度省道 768 BOT 项目再次启动。

风险

- SZC 背负着 1.725 万亿越盾的长期债务、4800 亿越盾的短期债务和 2700 亿越盾的应付款，主要用于场地清理和施工建设。

推荐

通过采用 RNAV 方法，我们评估 SZC 估值为 **41,300 盾/股** 并对 SZC 股票维持“**中性**”的投资评级。

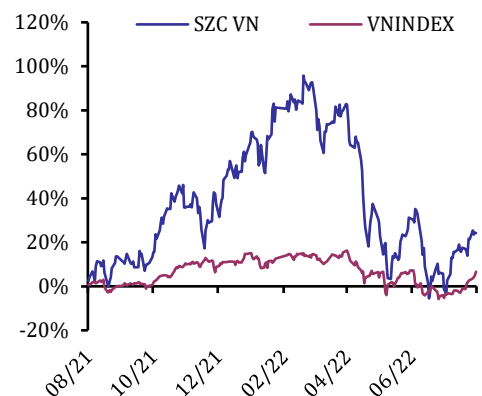
6-18个月的目标价:

41,300

当前股价:

53,000越盾

股价走势图



股价波动	1M	3M	1Y
绝对%	13.2%	-11.6%	29.8%
相对 VNI index 变动%	12.8%	0.4%	22.4%
平均价 (盾)	48,724	49,123	58,572

源: Bloomberg, 国泰君安 (越南)

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	220	73	657	65%	#N/A	11,182	#N/A	500	76%	6
2018A	290	97	779	19%	#N/A	11,564	#N/A	800	103%	7
2019A	329	134	1,164	49%	13.2	11,959	1.5	1,000	86%	10
2020A	433	186	1,681	44%	17.2	12,642	2.5	1,000	59%	14
2021A	713	324	2,874	71%	22.6	14,656	4.6	1,000	35%	21

流通股数 (百万)	100.0	大股东	Sonadezi Long Thanh	10.08%
市值 (十亿越盾)	5,290	Free float (%)		89.2
三个月平均成交量 (‘000)	732,435	FY21 Net gearing (%)		149
52周最高/最低价 (越盾)	84,900 / 39,500			

源: the Company, 国泰君安 (越南)

2022 年第二季度, SZC 收入为 2620 亿越盾 (同比增长 17%), 毛利润为 923 亿越盾 (同比下降 38%), 税后利润达 610 亿越盾 (同比下降 44%)。由于场地清理费用高和项目投资总额上升, 毛利率从去年的 66.5% 下降至 35%。从 2 号工业都市发展公司 D2D 带来的收入占该季度土地售量的 45% 但价格仅为 50 美元/平方米。

从 2022 年 3 月起, 巴地头顿当地政府暂停了土地清理计划以调整土地限价。根据土地类型和位置, 土价的涨幅为 5% 至 50% 之间。近两年来, 全国房价大幅上涨, 导致 SZC 要付出的补偿成本增加。我们在上一份报告中已看到这种现象, 对于未清理的剩余 300 公顷土地, 我们预计每平方米的补偿成本将从 15 万越盾增加到 100 万越盾。

巴地头顿工业用地的平均售价继续同比增长 20% (每平方米在 78 美元到 90 美元之间), 我们期望土地价格每年将继续增长平均 5%。目前公司吸纳率为 48.4%, 可出售的剩余面积约 530 公顷。

我们期望 2022 年 SZC 将出售 50 公顷工业用地。

省道 768 BOT 项目将在电子不停车收费系统 ETC 获得批准后于 2022 年第三季度再次启动。

友福住宅区



友福住宅区第一阶段	
位置	巴地头顿省周德县
总面积	40.5 公顷
产品	164 店屋, 500 地块, 1,200 套房
第一阶段面积	25.2 公顷
预计交接日期	2023
售价	店屋每平方米 3000 万越盾; 地块每平方米 800 万越盾

2022 年 5 月, SZC 与 2 号工业都市发展公司 (D2D) 及公司管理层签署了合作合同。友福住宅区的房屋和土地将出售给这些对象。我们对这笔交易的透明度表示怀疑, 因为一级市场的价格和二级市场的价格之间存在很大差异, (对于店屋, 一级市场每平方米价格为 3000 万越盾, 而二级市场每平方米价格为 4000 万越盾)

第一阶段正在施工建设过程当中, 预计于 2022 年第四季度交房。我们预期第二阶段将从明年开工建设。公司将项目投资总额调升至 8.1169 万亿越盾。项目总收入预计为 14.469 万亿越盾, 税后利润为 4.628 万亿越盾, 内部收益率 IRR 为 19%。

债务风险

SZC 背负着 1.725 万亿越盾的长期债务、4800 亿越盾的短期债务和 2700 亿越盾的应付款, 主要用于场地清理和施工建设。目前流动性现金流仅为 3000 亿越盾左右, 因此, 出手活动放缓将导致现金流为负的风险。

推荐

虽然在接下来的季度里出售活动将放缓, 假设每年房价每平方米上涨 5%, 我们预计 SZC 将以 80 美元/平方米/周期的价格出售约 80 至 100 公顷。长期来看, SZC 工业区的地理位置优越。补偿费用每平方米平均为 100 万越盾。由于近期场地清理费用上升, 毛利率将随着时间的推移而下降。我们认为 SZC:

(1) 吸纳率积极; (2) 可出租面积大; (3) 物流改善和 Cai Mep 港口的集装箱吞吐量猛增。通过采用 RNAV 方法, 我们评估 SZC 的估值为 **41,300 盾/股** 并对 SZC 股票维持“中性”的投资评级。

财务报表和相关指标

业绩报告					
12月31日的财年 (十亿盾)	2019A	2020A	2021A	Q1 2022A	Q2 2022A
收入	329	433	713	277	263
yoy (%)	13.5%	31.4%	64.7%	N/A	N/A
成本价	(152)	(199)	(262)	(175)	(170)
毛利润	177	234	451	102	92
yoy (%)	25.4%	31.7%	93.0%	N/A	N/A
销售、管理费用	(38)	(34)	(65)	(8)	(12)
净收入、其他费用	0	7	5	0	0
财务收入	27	22	13	1	4
财务费用	(10)	(8)	(7)	(2)	(10)
联营企业贡献收入	0	0	0	0	0
税前利润	156	220	397	93	75
yoy (%)	38.86%	40.60%	80.46%	N/A	N/A
企业收入所得税	(22)	(34)	(73)	(18)	(14)
税后利润	134	186	324	75	61
yoy (%)	37.8%	38.7%	74.0%	N/A	N/A
少数股东	0	0	0	0	0
归母公司之税后利润	134	186	324	75	61
yoy (%)	37.8%	38.7%	74.0%	N/A	N/A
每股收益 EPS (盾)	1,341	1,860	3,236	753	612
yoy (%)	37.8%	38.7%	74.0%	N/A	N/A

现金流量表					
财年12月31日 (十亿盾)	2019A	2020A	2021A	Q1 2022A	Q2 2022A
税前利润	156	220	397	93	75
调整	94	133	226	0	0
流动资金变动	321	258	81	206	136
来自经营现金	572	611	704	206	136
购买固定资产	(468)	(1477)	(1099)	(163)	(116)
来自投资现金	(474)	(1416)	(1068)	(150)	(102)
发行(回购)股票	0	0	0	0	0
其他	(42)	602	474	(150)	115
来自财务活动现金	(42)	602	474	(150)	115
期初现金及现金等价物	236	292	89	199	105
净资金变动	56	(203)	110	(94)	149
期末现金及现金等价物	292	89	199	105	254

资产负债表					
12月31日的财年 (十亿盾)	2019A	2020A	2021A	Q1 2022A	Q2 2022A
短期资产	560	237	352	250	370
现金及现金等价物	292	89	199	105	254
短期投资	120	80	60	50	40
短期应收款	144	46	52	51	32
库存	1	3	7	7	6
长期资产	2,530	4,181	5,264	5,405	5,554
有形固定资产	315	308	307	306	306
无形资产	0	0	0	0	0
未完成的生产经营成本	2,106	3,768	4,856	4,999	5,147
其他预付和应收款	14	9	7	7	8
出资于联营	-	53	53	53	53
其他投资	50	53	53	53	53
总资产	3,090	4,418	5,616	5,656	5,924
短期债务	446	1,043	1,259	1,128	1,319
短期应付款	219	558	488	438	381
短期贷款	111	187	386	269	480
长期应付款	1,448	2,110	2,892	3,116	3,132
长期贷款	854	1,468	1,813	1,812	1,725
应付债务	1,894	3,154	4,151	4,243	4,451
少数股东	-	-	-	-	-
出资	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
各基金及其未分配利润	196	264	466	412	473
所有者权益	1,196	1,264	1,466	1,412	1,473
yoy (%)	3.4%	5.7%	15.9%	N/A	N/A

财务指数					
	2019A	2020A	2021A	Q1 2022A	Q2 2022A
毛利率 (%)	54	54	63	37	35
运营利润率 (%)	47	51	56	34	28
净利润率 (%)	40.7	43.0	45.4	27.2	23.3
ROA (%)	4.3	4.2	5.8	1.3	1.0
ROE (%)	11.2	14.7	22.1	5.3	4.2
净负债率 (%)	80.7	130.9	150.1	147.3	149.7
当前比例 (倍)	1.3	0.2	0.3	0.2	0.3

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。引用时须要注明来源。

GTJA (越南) 证券投资策略与分析部

费功灵

Equity Analyst- Real estate sector

linhpc@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:704

武世荣

Head of Research

vinhvt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:701

陈氏妙庆

翻译者

khanhttd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:705

GTJA 海外服务

阮志心 (先生)

微信号: *ruanzhixin10191*

阮贤庄 (女士)

微信号: *xianzhuang25525*

国泰君安证券 (越南) 微信 公众号



联系方式

河内总部

胡志明分公司

咨询电话:
(024) 35. 730. 073

挂单电话:
(024) 35. 779. 999

Email: info@gtjas.com.vn
Website: www.gtjai.com.vn

河内市纸桥区陈维兴路 117 号
Charm Vit 大厦一楼

电话:
(024) 35. 730. 073

传真: (024) 35. 730. 088

胡志明市第三郡国际工厂路第二号
BIS 三楼

电话:
(028) 38. 239. 966

传真: (028) 38. 239. 696