



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

分析师

 费功灵 **Phi Cong Linh**
 linhpc@gtjas.com.vn - ext: 704

2022年8月1日

房地产市场收紧

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。
- 2022 年第二季度, Vinhomes 房地产 VHM 实现收入为 4.5 万亿越盾 (同比下降 84%), 毛利润为 1.39 万亿越盾 (同比下降 90%)。税后利润达 6220 亿越盾, 同比下降 94%)
- Vinhomes Co Loa、Vinhomes Ocean Park 2、Vinhomes Wonder Park 等项目将在今年底出售。

风险

- 周期性和信贷收紧将阻碍 VHM 的增长。
- 信贷收紧周期开始的时候, 高房价将是最大风险。

推荐

- 通过采用 RNAV 方法, 我们评估 VHM 的估值为 **81,800 盾/股** 并对 VHM 股票维持“中性”的投资评级。

推荐:

中性
 保持

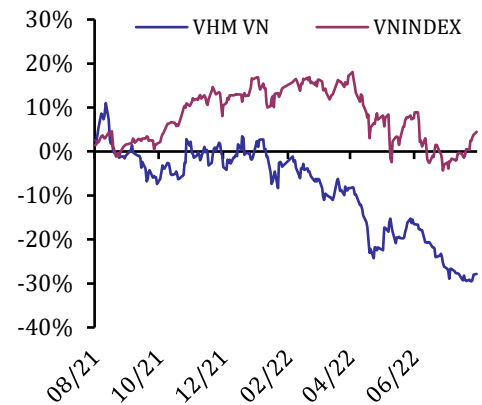
6-18个月的目标价:

81,800

当前股价:

VND60,000

股价走势图



股价波动	1M	3M	1Y
绝对%	-7.4%	-9.5%	-30.3%
相对 VNI index 变动%	-7.8%	2.5%	-37.6%
平均价 (盾)	59,690	64,555	75,970

源: Bloomberg, 国泰君安 (越南)

	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)	(盾)	(△%)	(x)	(盾)	(x)	(盾)	(%)	(%)
2017A	15,297	1565	2,130	15.6%	16.6	34,521	3.4	4500	211%	13.9
2018A	38,664	14776	1,729	-18.8%	21.6	12,889	7.14	1,000	58%	29.7
2019A	51,627	24,319	6,611	282.4%	4.2	16,599	4.8	0	0%	33.6
2020A	71,547	28,207	8,315	25.8%	8.5	25,719	3.8	0	0%	30.7
2021A	84,986	38,825	9,015	8.4%	9.1	28,647	2.9	2,000	2.4%	36.9
流通股数 (百万)				4,354.3		大股东				Vingroup 66.66%
市值 (十亿越盾)				261,262		自由流通 Free float (%)				25.0
三个月平均成交量 ('000)				3,157.41		FY21 Net gearing (%)				60
52周最高/最低价 (越盾)				93,769 / 58,300						

源: the Company, 国泰君安 (越南)

2022 年第二季度, Vinhomes 房地产 VHM 实现收入为 4.5 万亿越盾 (同比下降 84%), 毛利润为 1.39 万亿越盾 (同比下降 90%)。税后利润达 6220 亿越盾, 同比下降 94%)。2022 年二季度, VHM 成功交接 730 套, 主要来自 3 大项目。总收入和税后利润 (包括商业合作条约 BCC 项目) 分别达到 2.2 万亿越盾和 5000 亿越盾 (同比下降 95%)。当前大部分项目几乎已经交房, 而新项目正在开发, 其可能会导致交房数量严重下降, 但收入的下降只是一个时点核算的数字。

表-1: VHM 销售量更新

	Q2 2022	Q2 2021	Q2 2022 vs Q2 2021
销售量 (套)	7,900	14,200	-44%
合同金额 (万亿越盾)	76	21.7	250%
未付定金 (万亿越盾)	129.3	49.4	162%
销售带来的收入 (万亿越盾)	2.2	25.5	-91%

源: the Company, 国泰君安 (越南)

2022 年第二季度的销售量同比下降 44%。然而, 由于第二季度销售量猛增, 引起未付定金也增加 (上升 162%)。大部分销售量来自 Vinhomes Ocean Park 2 - The Empire 新推出项目。VHM 已销售成功, 第二季度录得 40 万亿盾的预付款。交房后, 其将促使 2022 年下半年收入和利润的增长。

上半年河内市场公寓的开售和已售较去年同期略有调整 (增长 32% 和增长 54%)。

在胡志明市, 第二季度出售 15,528 套左右, 比去年同期增长 170%。已售数量仅为 11,259 套, 同比增长 140%。

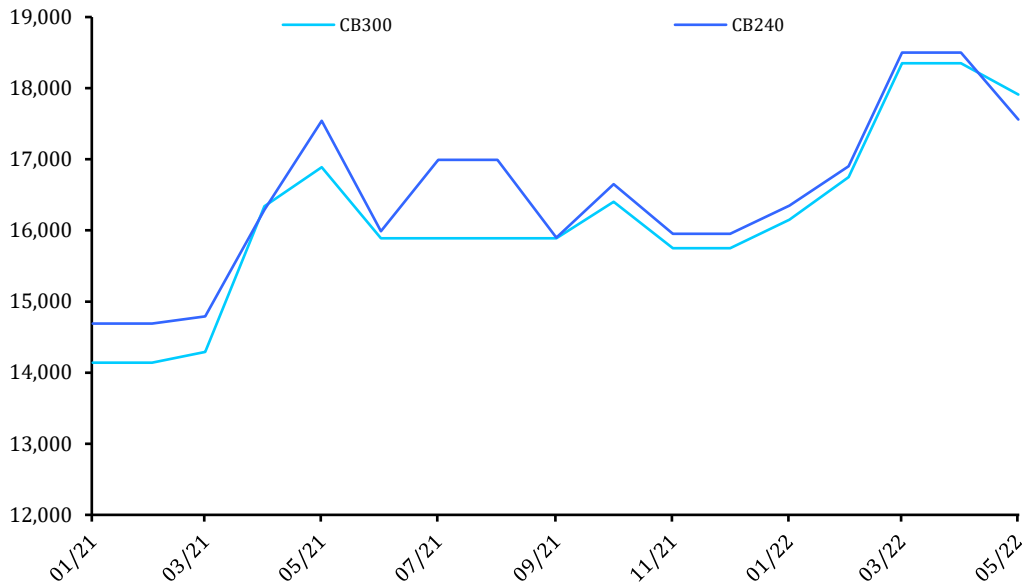
表-2: VHM 的项目更新

	Vinhomes Ocean Park 2, the Empire	Vinhomes Wonder Park	Vinhomes Co Loa
地点	兴安省文江县	河内丹凤县	河内东英县
面积	294 公顷	133 公顷	385 公顷
经营总面积	2,123,000	364,000	1,724,000
产品	Villas / Townhouses / Shophouses / Apartments / Shopping Malls / Schools / Hospitals • 18.1 ha Royal Wave Park • The world's largest Wave Pool complex (5.4 ha) • Laguna Salt lake (9.3 ha) - largest in Asia • 1 ha sandy park • Kingdom Avenue - small "Champs Elysees" in "Ocean District"	Apartments / Villas / Townhouses / Schools / Shopping Malls / Eco-parks / Swimming Complex • 16 ha grand Ecological park • Vietnam's largest Swimming Pool complex (both indoor and outdoor)	Apartments / Villas / Shophouses / Schools / Shopping Malls / Exhibition Complex • 90 ha National Exhibition Center
时间	2022-2024	2022-2025	2022-2025
套房数量	5,300	2,350 + 两座高层楼	N/A
高层楼			
低层楼	5,300	2,350	

源: the Company, 国泰君安 (越南)

施工成本。自 2021 年初以来, 钢材和混凝土、石材、沙子等其他建筑材料的价格大幅上涨。第二季度, 由于需求下降, 钢材价格大幅下跌。对于 VHM 各项目的利润率来说, 这将是一个好兆头。

图-1: 钢价



源: 国泰君安(越南)

健康的资产负债表

与其他房地产开发商相比, VHM 长期和短期贷款比例非常低 (占总资产的 10%), 声望品牌使销售良好增长, 有助于改善 VHM 的财务状况。Vinhomes Ocean Park 2 带来的 40 万亿越盾预付款有助于维持资产负债表的健康, 在经济货币收紧之下为现金流奠定基础。

眼前风浪

正如我们之前提出的警告, 货币紧缩开始, 使房地产市场面临风险。上半年债券发行业绩不佳 (同比下降 12%, 主要集中在一些大公司), 这严重影响了房地产开发商的现金流, 从而威胁到项目的完成进度和银行坏账。我们可以看到, 对于具体住房项目, 开发商和购房者的金融来源大部分是来自银行 (贷款和银行抵押贷款) 和债券 (也主要来自银行), 占全国信贷总额的 20%, 这样, 在房价高企之下, 利息侵蚀购房者或开发商的收入时, 存在住房被抛售的风险。购房者情绪不好将导致住房需求下降, 进而再次对开发商的财务状况造成压力。近期, 央行也宣布将限制资金流入房地产市场, 叠加银行体系已达到信用额度, 导致购房者难以接触长期房贷。更高的利率也会影响投机者, 他们无法出售房子若没有新现金流和流动性。我们认为, 通胀、美联储政策和汇率对利率造成的压力将在下半年和 2023 年推高贷款利率。

推荐

由于房地产市场的风险很大、信贷紧缩周期开始、房价攀高和开发商的财务状况不佳等因素, 我们认为, 房地产行业或将呈下降趋势。我们对该行业保持谨慎态度。

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)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
收入	15,297	38,664	51,627	71,547	85,094
yoy (%)	36.4%	152.8%	33.5%	38.6%	N/A
成本价	(10131)	(28603)	(24171)	(45611)	(36686)
毛利润	5,167	10,061	27,456	25,936	48,408
yoy (%)	16.0%	94.7%	172.9%	-5.5%	N/A
销售、管理费用	(2038)	(2444)	(4237)	(4874)	(5543)
净收入、其他费用	(243)	(7)	30	(789)	305
财务收入	964	14565	9046	20245	7984
财务费用	(1652)	(2457)	(2549)	(4019)	(2738)
联营企业贡献收入	(88)	0	0	19	53
税前利润	2109	19719	29746	36517	48469
yoy (%)	-24.55%	835.08%	50.85%	22.76%	N/A
企业收入所得税	(543)	(4942)	(5427)	(8310)	(9237)
税后利润	1565	14776	24319	28207	39231
yoy (%)	-29.1%	843.9%	64.6%	16.0%	
少数股东	156	492	2572	855	215
归母公司之税后利润	1410	14284	21747	27351	39017
yoy (%)	-14.5%	913.3%	52.2%	25.8%	42.7%
每股收益 EPS (盾)	7,048	4,265	6,493	8,166	8,960
yoy (%)	-14.5%	-39.5%	52.2%	25.8%	9.7%

现金流量表					
财年 12月31日 (十亿盾)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
税前利润	2109	19719	29746	36517	48469
调整	1783	(11864)	(6584)	(15730)	(2004)
流动资金变动	(1096)	(9318)	28767	4095	(33186)
来自经营现金	2796	(1463)	51928	24882	13278
购买固定资产	(2405)	(751)	(3847)	(3500)	(15399)
来自投资现金	(9459)	(17842)	(27320)	(22420)	(18463)
发行(回购)股票	28	12241	0	62	6515
其他	5394	9018	(14792)	(2143)	(10220)
来自财务活动现金	5422	21259	(14792)	(2081)	(3705)
期初现金及现金等价物	2802	1562	3515	13332	13714
净资金变动	(1241)	1954	9817	381	(8890)
期末现金及现金等价物	1562	3515	13332	13714	4824

源: 企业, 国泰君安(越南)

资产负债表					
12月31日的财年 (十亿盾)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
短期资产	44,421	91,203	139,555	102,312	91,217
现金及现金等价物	1,562	3,515	13,332	13,714	4,824
短期投资	-	1,009	361	2,054	4,781
短期应收款	24,775	43,356	47,468	34,592	37,929
库存	17,006	36,858	60,297	42,984	28,543
长期资产	6,883	28,486	57,686	113,014	139,201
有形固定资产	1,297	100	625	5,683	6,706
无形固定资产	59	28	66	223	750
未完成的生产经营成本	2,462	18,363	28,213	32,361	44,697
其他预付和应收款	1,059	3,474	13,268	45,206	49,169
出资于联营	59	478	773	9,756	10,952
其他投资	1,696	379	559	3,969	7,264
总资产	51,304	119,689	197,241	215,326	230,418
短期债务	34,223	42,872	121,557	103,385	75,082
短期应付款	16,846	14,207	40,246	26,969	8,916
短期贷款	8,700	6,403	18,162	10,998	251
长期应付款	6,957	28,672	10,969	22,811	23,637
长期贷款	6,628	25,506	8,343	13,958	19,668
应付债务	41,180	71,544	132,526	126,196	98,719
少数股东	3,220	4,912	8,619	3,429	3,316
出资	2,000	33,495	33,495	33,495	43,544
各基金及其未分配利润	4,904	9,738	22,601	52,205	84,839
业主权益	10,124	48,145	64,715	89,130	131,699
yoy (%)	6.0%	375.6%	34.4%	37.7%	47.8%

财务指数					
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
毛利率 (%)	34	26	53	36	57
运营利润率 (%)	14	51	58	51	57
净利润率 (%)	9.2	36.9	42.1	38.2	45.9
ROA (%)	2.7	11.9	11.0	12.7	N/A
ROE (%)	15.5	30.7	37.6	31.6	N/A
净负债率 (%)	151.4	66.3	41.0	28.0	15.1
当前比例 (倍)	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
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