



## 企业报告：海安运输与装卸股份公司 (在胡志明交易所上市的证券代码：HAH)

分析师  
 费功灵 Phi Cong Linh  
 (+84) 24 3573 0073 - ext: 704  
 linhpc@gtjas.com.vn

2022年10月19日

# 2022年第三季度运输市场情况的更新

推荐：

中性

Maintained

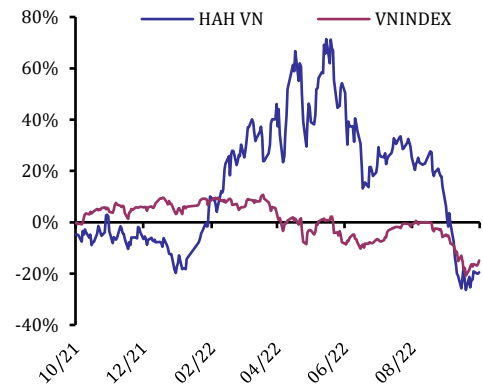
6-18个月的目标价：

VND

当前股价：

VND42,600

### 股价走势图



股价波动	1 M	3 M	1 Y
绝对%	-21.0%	-36.5%	-15.5%
相对 VN index 变动%	-7.7%	-38.2%	-1.5%
平均价 (越盾)	44,443	58,056	60,698

源：Bloomberg, 国泰君安 (越南)

- 集装箱运费从峰值大降 65%。在运输需求下滑的背景下，租船价格随着运费的下降而下降。
- 2023 年和 2024 年将有大量新船进行交付，估计占现有船队运力的 28%（接下来两到三年将有 710 万新标准箱 Teus，而当前总计为 2500 万标准箱 Teus）
- 2022 年底和 2023 年部分合同到期时，HAH 利润将大幅下降。
- 在通胀高企以及美联储可能继续强势加息的情况下，难以判断运费和租船价格的下降幅度。
- 我们认为，基于之前以大量资金在高价投资于船队，接下来一段时间投资效率或将下降。

我们对 HAH 股票 的投资评级是中性。

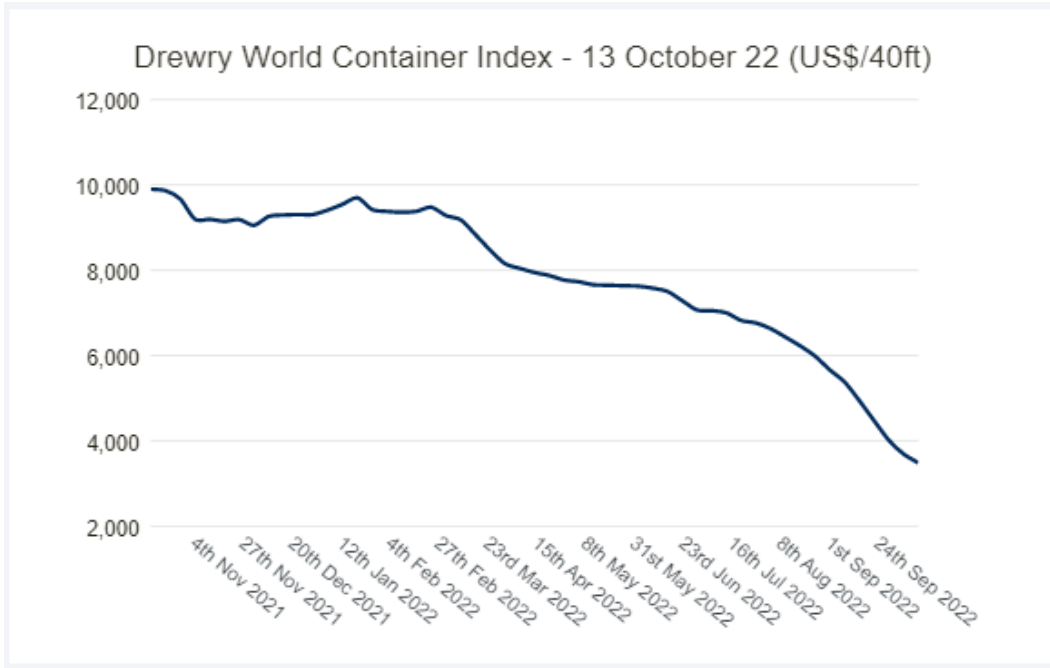
财年	营收	税后利润	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
12月31日	(十亿盾)	(十亿盾)	(盾)	(△%)	(x)	(盾)	(x)	(盾)	(%)	(%)
2017A	778	153	2,130	15.6%	4.21	19,278	0.9	1000	47%	22.1
2018A	1,054	159	1,729	-18.8%	5.06	19,603	0.7	1,000	58%	14.1
2019A	1,109	133	2,574	48.9%	4.2	20,413	0.5	1500	58%	12.2
2020A	1,192	146	2,912	13.1%	8.5	21,908	1.1	1000	34%	12.9
2021A	1,955	445	9,175	213%	10.3	32,238	2.9	1,000	1%	23.0

流通股数 (百万)	68.295	大股东	河海运输与投资 8.15%
市值 (百万越盾)	2,909	自由流通 Free float (%)	66.0
三个月平均成交量 (‘000)	1,770.0	FY21 Net gearing (%)	49.0
52周最高/最低价 (越盾)	37,250 / 92,900		

源：the Company, 国泰君安 (越南)

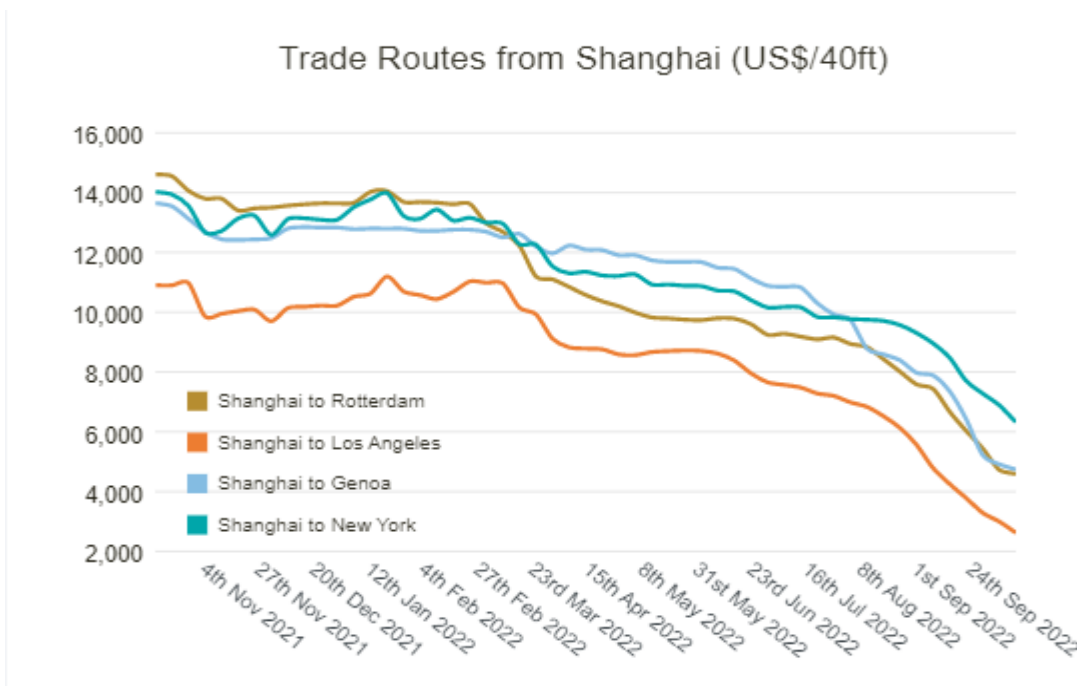
如年初我们所提出的预测，全球经济即将步入衰退期，消费和投资需求下降，利率上升，导致海运需求在 2022 年一季度加大库存量后迅速下降。世界集装箱指数显示集装箱运费较从 2021 年第四季度所达到的峰值下降了 65%以上。各种规模船舶的租船价格也从 2022 年第二季度所达到的峰值大幅下降了 50%左右。2024 年具有大量新船交付量，可能引起供过于求的现象。

图一、世界集装箱运费综合指数



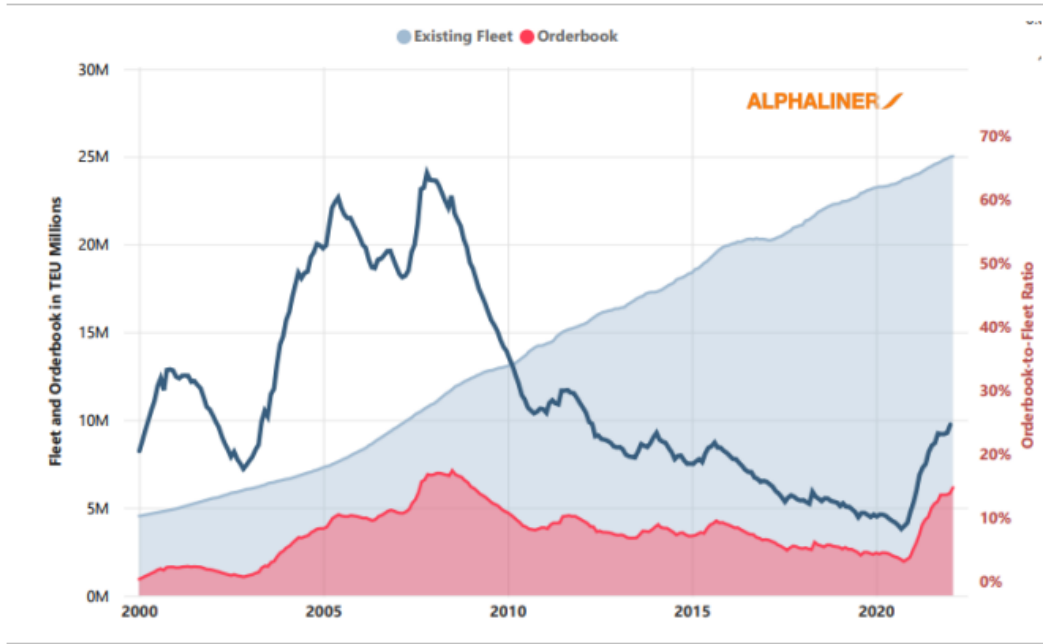
源: World container index

图二、干线的世界集装箱运费综合指数



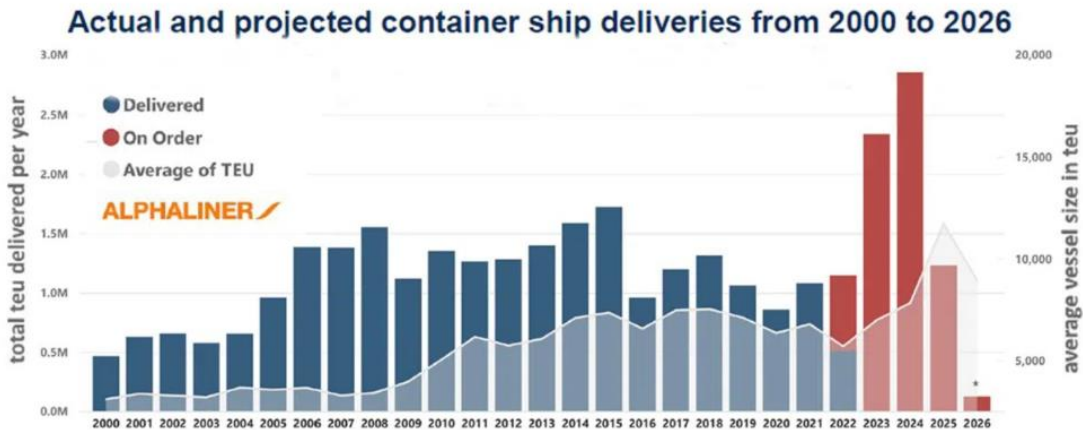
源: World container index

图三、新订做船/现有船队 (标准箱)



源: Alphaliner

图四、新订做船舶预计交付量



Note: Currently orderbook stretches out only to early 2026 (\*) Low value for 2026 is not a forecast (Chart: Alphaliner)

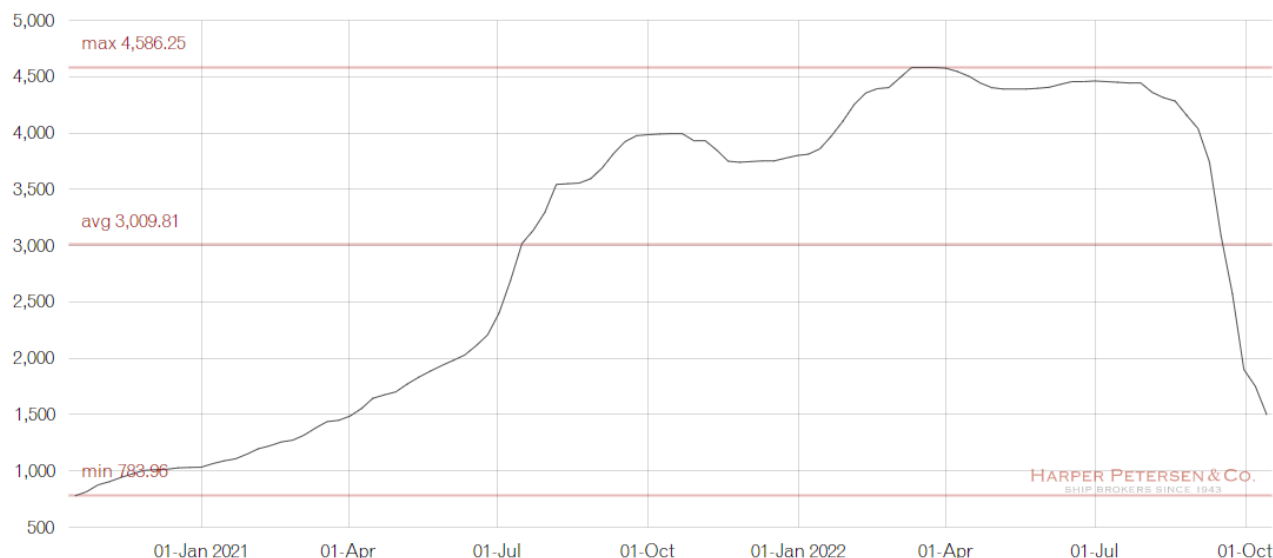
源: Alphaliner

Containership Fleet ,000 Teu	Year End				01-May-22		Orderbook & Delivery Schedule					
	2018	2019	2020	2021	No.	,000teu	No.	,000teu	% Fleet	2022	2023	2024+
100-2,999 teu (Feeder)	4,067.7	4,128.8	4,242.1	4,414.4	3,157	4,463.4	358	670.2	15.0%	193.9	300.4	175.9
3-5,999 teu (Intermediate)	4,846.6	4,790.8	4,733.4	4,754.0	1,071	4,754.0	122	484.0	10.2%	21.8	241.2	220.9
6-7,999 teu (Intermediate)	1,811.7	1,811.7	1,790.9	1,790.9	268	1,790.9	104	733.8	41.0%	0.0	108.2	625.6
8-11,999 teu (Neo-P'max)	5,755.8	5,779.4	5,780.8	5,932.2	639	5,967.0	34	324.7	5.4%	141.1	23.6	160.0
12-16,999 teu (Neo-P'max)	3,435.0	3,788.2	4,019.3	4,415.4	327	4,548.0	221	3,265.5	71.8%	284.4	979.7	2,001.4
17,000 &+ teu (Post-P'max)	2,180.0	2,680.8	3,083.7	3,413.4	169	3,437.3	52	1,230.8	35.8%	143.6	757.2	330.0
<b>TOTAL FLEET</b>	<b>22,096.7</b>	<b>22,979.5</b>	<b>23,650.1</b>	<b>24,720.4</b>	<b>5,631</b>	<b>24,960.7</b>	<b>891</b>	<b>6,709.0</b>	<b>26.9%</b>	<b>784.8</b>	<b>2,410.3</b>	<b>3,513.9</b>
<b>TOTAL M. DWT</b>	<b>266.2</b>	<b>275.0</b>	<b>281.8</b>	<b>293.4</b>		<b>296.1</b>		<b>72.8</b>	<b>24.6%</b>	<b>9.0</b>	<b>26.1</b>	<b>37.7</b>
<b>Avg Speed Index (2008=100)</b>	<b>76.5</b>	<b>74.8</b>	<b>73.9</b>	<b>75.5</b>	<b>YTD:</b>	<b>74.9</b>				<b>2022 avg speed vs 2021 avg: 2.2%</b>		

12-16,999 TEU 'Neo-Panamax' includes some ships which are too large to transit the expanded locks of the Panama Canal based on current official dimension restrictions.

源: Clarksons

图五、综合定期租船价格



源: Harperpetersen

按船舶大小的定期租船价格 (美元\$)	700	1,100	1,700	2,500	2,700	3,500	4,250	6,500	8,500
2022年10月14日	\$13,500	\$14,000	\$15,000	\$22,000	\$24,000	\$27,500	\$32,000	\$46,000	\$58,000
2022年10月7日	\$15,000	\$17,000	\$20,000	\$25,000	\$27,500	\$32,500	\$37,500	\$55,000	\$65,000
2022年9月30日	\$16,000	\$19,000	\$22,000	\$27,500	\$30,000	\$35,000	\$40,000	\$60,000	\$70,000
2022年9月23日	\$18,000	\$22,000	\$27,000	\$40,000	\$45,000	\$50,000	\$55,000	\$80,000	\$95,000

源: Harperpetersen

在国内市场, 近几个月通过海港的货物吞吐量一直减少。2022年前8个月, 港口总吞吐量增长2.2%。国内货运主要服务于支线 Feeder 和与中国贸易的船线, 所以, 货物国内运输也受中国防疫政策的动态清零政策的影响。目前, 国内运费较2022年第三季度下降10%。如之前所述, 2023年和2024年集装箱船在国际航线租用的合同将到期, 将回归服务于国内航线, 给供给端施压并对运费产生负面影响。约45%的国内集装箱船被租赁服务于国际航线。

Haian East、Haian City 和 A Kibo 等 HAH 船舶的租赁合同将在年底续签, 租船价格有可能将随着市场价格的波动而大幅下跌 (跌幅约为50%, 至每日12,000美元到15,000美元左右)。Haian West、Haian Mind、Anbien Bay 等其他船舶将在2023年底和2024年初续签。由于船舶的投资时间是船价高峰期 (每艘约2500万美元), 收益率将大幅下降, 导致 HAH 拥有的船舶的二次销售价值下降。

虽然2022年第二季度 HAH 的收入和利润创下纪录, 具体, 收入达9290亿越盾 (同比上涨107%) 和税后利润达2400亿越盾 (同比增长191%), 我们判断2022年的业绩将保持稳定, 税后利润可达8000亿越盾, 但是由于船舶定期租赁合同可能要以远低于今年的价格进行续签, 接下来一段时间利润难以避免下降的现象。我们认为, 在通胀高企以及美联储可能继续强势加息的情况下, 难以判断运费和租船价格的下降幅度。



## 定价和建议

经济衰退风险、通胀高企、美联储强势加息等因素对集装箱运输需求的影响巨大。运费从 2021 年第四季度所触及的峰值暴跌，影响了 HAH 的船舶租赁价格。我们认为，之前以高价投资于船队的大额资金将降低未来一段时间的投资效率。

我们对 **HAH 股票** 的投资评级是**中性**。

**经营业绩报告**

截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2019A	2020A	2021A	Q1/2022A	Q2/2022A
收入	1,109	1,192	1,955	652	929
与去年同期相比 yoy (%)	5.2%	7.5%	64.1%	-66.6%	N/A
成本价	(890)	(952)	(1241)	(312)	(495)
毛利润	219	239	714	340	434
与去年同期相比 yoy (%)	0.0%	9.2%	198.4%	-52.4%	N/A
销售、企业管理费用	(67)	(68)	(85)	(24)	(28)
净收入/其他费用	3	0	20	0	(19)
财务收入	15	17	26	4	16
财务费用	(17)	(25)	(33)	(10)	(15)
来自合资公司的收入	3	6	19	10	8
税前利润	156	170	662	320	396
与去年同期相比 yoy (%)	-16.89%	9.00%	289.23%	-51.64%	N/A
企业所得税费用	(23)	(24)	(112)	(58)	(72)
税后利润	133	147	551	263	324
与去年同期相比 yoy (%)	-16.5%	10.4%	275.6%	-52.3%	N/A
少数股东	11	8	105	63	85
归属母公司的税后利润	121	138	446	200	240
与去年同期相比 yoy (%)	-10.2%	13.9%	222.1%	-55.1%	N/A
每股收益 EPS(越盾)	2,488	2,835	9,133	4,099	3,510
与去年同期相比 yoy (%)	-10.2%	13.9%	222.1%	-55.1%	N/A

**现金流量表**

截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2019A	2020A	2021A	Q1/2022A	Q2/2022A
税前利润	156	170	662	320	396
调整	120	148	156	59	72
流动资产变动	(92)	(42)	(28)	(104)	(122)
经营活动产生的现金流	184	277	790	276	347
固定资产采购支出	(198)	(349)	(620)	(537)	(197)
投资活动产生的现金	(220)	(383)	(650)	(626)	(280)
普通股(发行、回购)	0	0	99	0	0
其他	7	85	25	272	63
金融活动产生的现金	7	85	124	272	63
期初现金及现金等物质	272	243	221	485	406
现金净增减额	(29)	(22)	264	(79)	131
期末现金及现金等物质	243	221	485	406	539

**资产负债表**

截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2019A	2020A	2021A	Q1/2022A	Q2/2022A
短期资产	665	695	1287	1,852	1634
现金和现金等价物	243	221	485	406	539
短期投资	52	80	87	151	242
短期应收款	267	308	633	1212	746
存货	53	46	48	60	85
长期资产	1163	1400	1945	2019	2702
固定资产及设备	850	1075	1293	1251	1781
无形资产	4	3	4	4	4
未完成的生产 and 经营成本	12	1	7	8	8
预付款及其他应收款	252	250	255	249	242
向联营公司的投资	34	50	148	174	183
其他投资	10	10	20	20	20
资产总额	1828	2095	3232	3870	4336
短期债务	286	320	621	725	836
短期应付款	1	1	1	10	9
短期贷款	84	111	234	217	269
长期应付款	287	438	710	1058	1119
长期贷款	237	348	559	847	908
应付债务	573	759	1330	1783	1955
少数股东	259	267	350	413	473
出资资金	488	488	488	488	683
未分配的利润及基金	508	581	1064	1186	1225
所有者权益	1255	1336	1902	2087	2381
与去年同期相比 yoy (%)	3.0%	6.5%	42.4%	N/A	N/A

**财务指数**

	2019A	2020A	2021A	Q1/2022A	Q2/2022A
毛利率 (%)	20	20	37	52	47
营业毛利 (%)	14	14	34	49	43
净利率 (%)	10.9	11.6	22.8	30.6	25.8
资产收益率 ROA (%)	6.6	6.6	13.8	5.2	N/A
净资产收益率 ROE (%)	10.6	11.0	28.9	12.6	N/A
净负债比率 Net gearing ratio (%)	25.5	34.4	41.7	51.0	49.4
流动比率 Current ratio(x)	2.3	2.2	2.1	2.6	2.0

### 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 证券 (越南) 投资策略与分析部

费功灵

Equity Analyst- Real estate sector

[linhpc@gtjas.com.vn](mailto:linhpc@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:704

武世荣

Head of Research

[vinhvt@gtjas.com.vn](mailto:vinhvt@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:701

陈氏妙庆

翻译者

[khanhttd@gtjas.com.vn](mailto:khanhttd@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:705



联系方式	河内总部	胡志明分公司
咨询电话: <b>(024) 35. 730. 073</b>	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: <a href="mailto:info@gtjas.com.vn">info@gtjas.com.vn</a>	传真: (024) 35. 730. 088	传真: (028) 38. 239. 696
Website: <a href="http://www.gtjai.com.vn">www.gtjai.com.vn</a>		