



企业报告：越南石油技术服务股份总公司(PVS)

分析师
 陈氏红绒, CFA
 Mail: nhungth@gtias.com.vn – ext 703
 Research Department
 2024年9月6日

个股分析（第一期）

投资论点

短期、中期、长期增长前景广阔

国内天然气开采及燃气发电建设项目带来饱满的工作量。2024年至2030年是越南推动使用天然气发电的时期，这可能将成为越南油气板块成分股的黄金时期，尤其是几乎参与越南油气开采整个价值链的PVS。值得注意的是，Block B O Mon项目将成为PVS在2025-2026年期间以及项目生命周期（2049年项目结束阶段）的催化剂。通过向其他亚洲市场拓展服务范围，收入和利润不断增加。

有望深入渗透国内外海上风电领域。目前，通过参与该地区的可再生能源项目以及与Sembcorp签约参与新加坡风电出口项目，为其在该领域的发展战略奠定基础。

港口服务、浮动仓库和服务船带来稳定的利润，利润率处于较高的水平。

建议

我们建议投资者对PVS股进行**加仓买入**，目标价为**46000越南盾/股**，相当于预期回报率为15%。

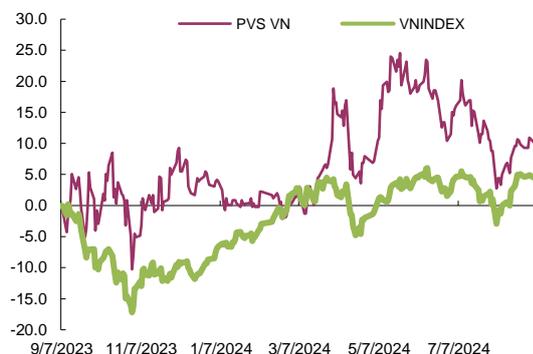
建议：

买入

6-18个月的目标价：**46,000**

当日股价：**VND40,000**

股价走势图



股价波动	1 M	3 M	1Y
变动率	5.8%	-8.9%	9.6%
与越南指数相比	12.6%	-10.4%	12.3%
平均价(VND)	40,068	41,294	39,412

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

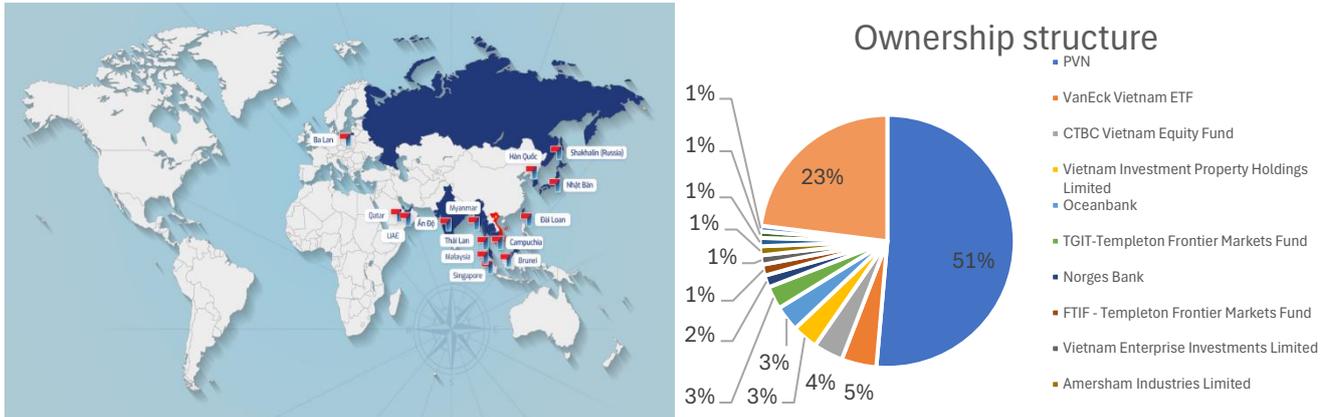
流通股（百万）	477.97	大股东（%）	PVN 51%
市值（VND b）	19,453.23	Free float（%）	45%
三个月平均成交量（‘000）	3,068.60	ROE（%）	8.16
52周最高/最低价（VND）	48000 / 30500	ROA（%）	3.92

源: the Company, Guotai Junan (VN).

1. 企业概况

企业概况

越南油气技术服务股份总公司 (PTSC) 是越南油气集团 (PVN) 的子公司。公司的主要活动领域是给油气、能源和工业领域提供各类技术服务。PVS 的主营业务服务包括：海洋工程 EPCI、工业项目 EPC；浮式仓库储存、加工和出口 FSO/FPSO 原油；油气服务船；地震勘探、地质、地下工程；技术人力资源供应服务；可再生能源项目服务。据此，PVS 是越南最著名的提供油气相关技术服务的企业。



源：PVS, FiinproX, GTJASVN Research

企业经营战略：在 2024 年股东大会上，PVS 高管层重申公司利用现有业务优势，推动参与国内和国际油气行业价值链的方向。值得注意的是，对海上可再生能源领域的深度参与和投资方向。

2. 经营展望

2.1. 传统油气业务活动：油气技术服务、特种船舶服务、FSO/FPSO 浮式仓储服务、油气港口基地等，维持稳定的工作量，满足越南油气项目开发进度。

国内油气开采现状：

- 目前共有 39 个油气田群正在开发，然而产量快速下降且不稳定。新投产油田数量较少（1-2 个/年），且以小规模为主。截至目前，位于 Mekong, Nam Con Son, Malaya - Tho Chu 和 Song Hong 等沉积盆地已被发现的 100 个油气田群中有 39 个已投入运行开采。越南正在开发 5 个最大的油气田群，包括：Ca Voi Xanh（118 区）、Kim Long - Ac Quy - Ca Voi 田群（B 区、48/95 区和 52/97 区）。
- PVS 正在推动新气田的寻找、勘探和开发，特别是重点推动 Block B 和 Ca Voi Xanh 两个大型天然气项目的开发。详细油气开采及勘探计划、Block B O Mon 项目进展情况请参阅《越南石油和天然气行业报告》。
- 由于存在投资、法律方面的瓶颈，大型油气项目进展不断被推迟。
- 市场波动因素将给油气开采产量造成影响（需求、油价波动、疫情的影响）。

对 PVS 经营活动的影响：

- 在国内市场的工作量仍然充足，但受到开采活动波动的影响。
- Block B O Mon 等大型项目的实施将成为 PVS 从现在到 2026 年（Block B 项目第一批汽油转输上岸预计时间）期间收入增长动力。此外，Block B 项目的油田投产后将在项目生命周期的未来（直至 2049 年）为 PVS 在特种船舶、FSO/FPSO 和港口运营等业务领域创造稳定的工作量。另外，Ca Voi Xanh 项目（虽然尚未开展）有望成为 PVS 长期增长催化剂。
- 具体而言，关于 Block B O Mon 项目，2023 年第四季度，PVS 在该项目的组成项目中获得大额合同，总价值近 30 万亿越南盾。

Block B O Mon 项目下的 PVS 中标项目说明

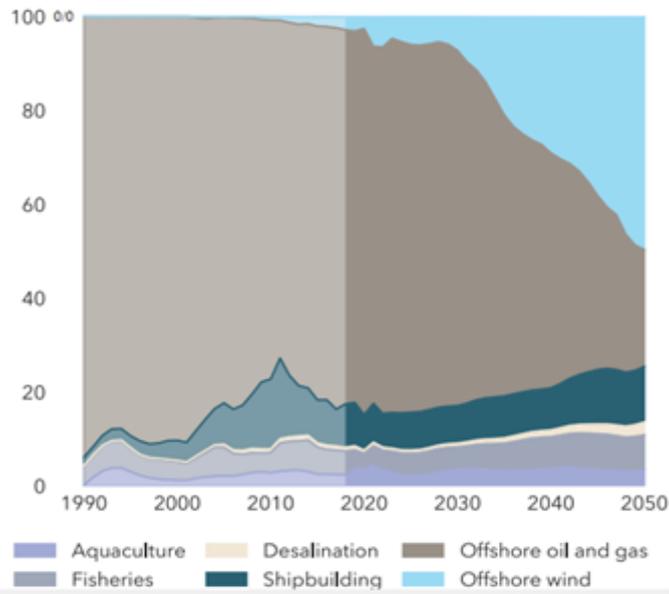
序号	招标项目名称	价值	备注
1	技术中心平台、住宿平台和火炬塔(EPCI#1)的设计、采购、施工和安装 - Block B 天然气项目	总价值: 10.85 亿美元 PVS 实现价值: 4.917 亿美元 (12.07 万亿越南盾)	PQPOC 的客户
2	集油平台、石油钻井平台和油井内管道系统的设计、采购、制造、安装 (EPCI#2) - Block B 天然气项目	总价值: 3 亿美元 PVS 实现制造与建筑价值: 100%	PVS 的子公司负责; PQPOC 的客户
3	天然气凝析油储存和出口仓库的限时供应和租赁 - Block B 天然气项目	待定	已收到 PQPOC 的招标文件
4	整个项目的详细设计, 整个 EPC 项目的陆上管道、站场采购、施工、安装以及测试运行 - Block B O Mon 天然气管道项目	总价值: 7.622 万亿越南盾 PVS 实现价值: 6.243 万亿越南盾	SWPOC 的客户
5	海底管道 (PC) 采购、施工和安装 - Block B O Mon 天然气管道项目		
6	Block B 天然气项目其他相关成分项目: 供应和租赁支持钻井、作业和现场工作的船舶		2024-2025 年实施

源: PVS, GTJASVN Research

2024 年股东大会更新, 招标包项目正在按计划实施。此外, Block B O Mon 项目预计将在近期内获得 FID, 这将成为帮助确保 Block B O Mon 项目进展的最终法律依据。

2.2. 长期来看, 海上风电技术活动有望成为 PVS 新的增长动力。

世界风电发展趋势



目前，世界海洋经济 80% 的投资资金来自石油和天然气行业，其中海上风电的支出微不足道。然而，到 2050 年，世界海洋经济的图景将明显变化，海上风电预计将占投资资本的 50%，而投入石油和天然气的资金将下降至 25%。

GWEC 预计未来五年风电复合年增长率（CAGR）约为 28%。预计直到 2025 年，中国和欧洲将继续引领风电市场。

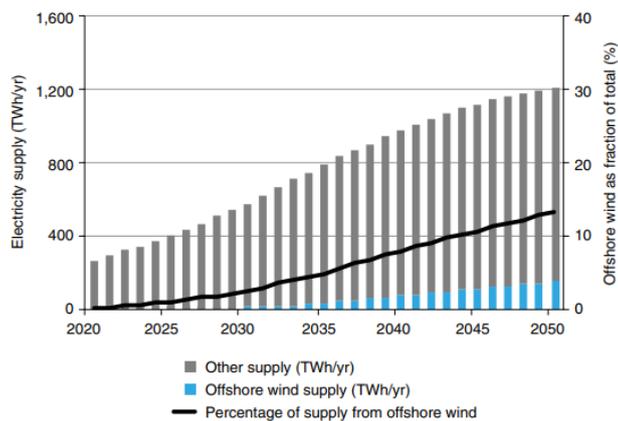
从 2026 年起，美国和亚太地区新兴市场将拥有更大的市场份额。

源: Ministry of Natural Resources and Environment

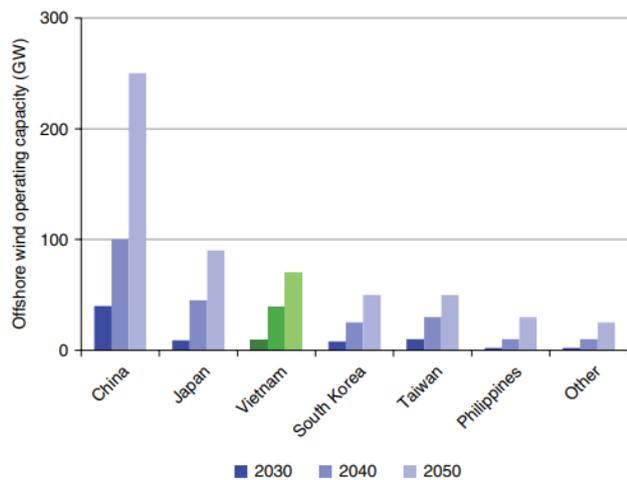
2.2.1. 越南海上风电发展潜力与前景

可见，以海上风电为核心的能源转型是全球范围内不可避免、不可逆转的趋势。随着越南经济的高度开放，融入全球，越南政府也制定了发展海上风电产业的目标和计划。根据 2023 年 5 月总理批准的电力八号计划，到 2030 年，服务国内电力需求的海上风电装机容量将达到约 6000 兆瓦；如果技术快速发展、电价和输电成本合理，规模还可以进一步扩大。力争到 2050 年将海上风电总容量增加至 70000-91500 兆瓦。

低增长情景下到 2050 年海上风能和其他能源对越南的电力贡献



2030 年底、2040 年底和 2050 年底越南以及东亚和东南亚其他地区在高增长情景下的累计海上风电运营容量相对预测



源: World Bank, BVG Associate

从发展潜力来看，越南拥有超过 3200 公里的海岸线和约 100 万平方公里的总海域，拥有东南亚最大的海上可再生能源开发潜力，高达 599 吉瓦。海上风电的发展有助于越南将社会经济增长、能源安全、国防安全、岛屿主权、工业化和低碳排放目标结合起来，力争实现 2050 年净零排放的目标。

根据自然资源和环境部环境、海洋和岛屿科学研究所的一组科学家对越南潜在风电场建设区域的研究结

果，在超过 60 万平方公里的研究面积中，潜在建设面积占比 21.62% 以上，相当于 130229.97 平方公里。其中，近岸风电建设潜力面积（水深小于 20m 的区域）近 14330 平方公里，占总潜力面积的 11%，主要集中在广宁、海防、太平、南定、清化、义安、河静、广平、宁顺、平顺、巴地-头顿，胡志明市、前江省、槟知市、茶荣市、薄寮和金瓯省等省市。剩余潜力区域为海上风电，占 89%（近 11.6 万平方公里），具体：固定基础海上风电（水深 50m 以下）占 35.23%，相当于 45879.40 平方公里，分布在以下省份：广宁省、海防、太平、南定、清化、义安、河静、广平、广治、广义、平定、富安、庆和、宁顺、平顺、巴地头顿、前江、槟知、茶荣、朔庄、薄寮和金瓯。

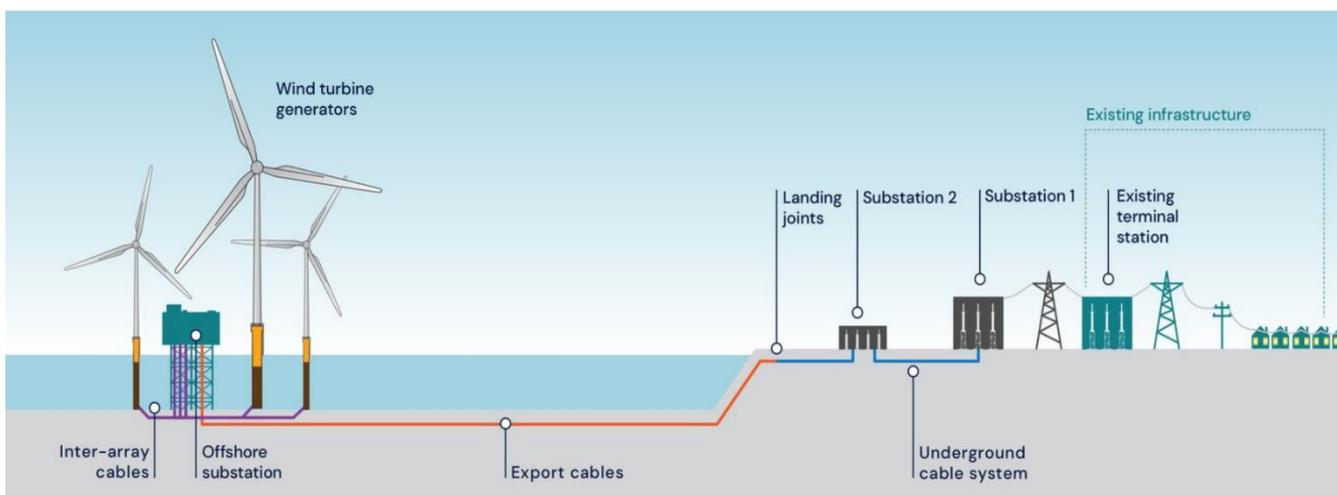
然而，越南发展海上风电的法律基础尚未完成。据越南工商部称，目前尚无海上风电项目获得投资政策并分配实施。第八号电力规划没有说明海上风电项目的数量、容量、位置以及接入该电源的计划。总体而言，海上风电对越南来说是一个新领域，因此从海域分配、潜力研究和勘察、规划、选择投资者到实施投资建设等方面，该类能源的法律法规实施仍存在障碍。因此，短期内主要重点是研究和勘探活动，以及制定海上风电开发法规，包括海洋空间规划中的海上风电以及海上风电开发法规，建立吸引投资资金的机制..

2.2.2. PVS 及参与海上风电项目的能力

目前可以看出，PVS 正在积极参与该地区的能源项目，为其进军海上风电领域的战略做准备。这些项目一方面在国内收入面临诸多困难的背景下为 PVS 带来新的收入增长动力，另一方面帮助企业积累更多经验，更深入地参与国内外海上风电价值链。

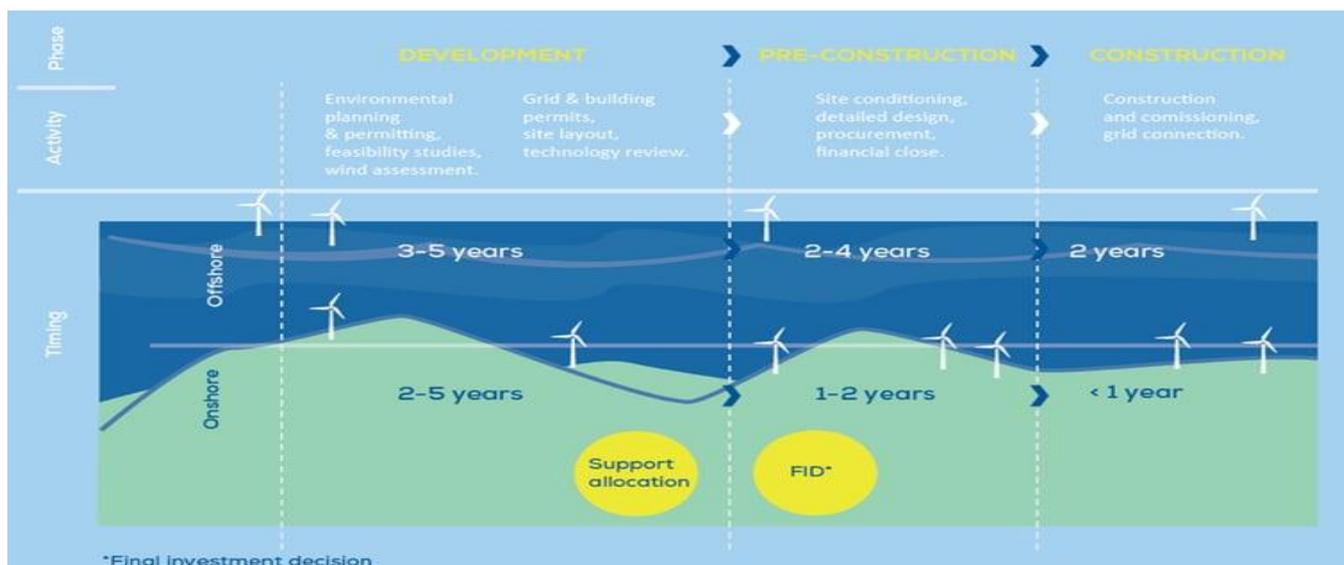
作为越南油气集团成员，凭借 30 多年在油气领域上的经验，PVS 拥有深度参与国内海上风电价值链的优势。具体来说，PVS 目前拥有包括 8 个港口基地，总面积超过 300 公顷，码头近 3 公里；拥有并管理一支由 21 艘不同类型的服务船组成的船队；拥有和共同拥有 06 FSO/FPSO，为客户在国内外气田的开采活动提供服务，并提供服务于勘探工作、制造工作、新石油工程建设以及海上油气工程的运输、连接、施工、安装、维护服务。

海上风电项目结构



源: starofthesouth.com

海上风电开发阶段



源: <https://blog.youwindrenewables.com>

凭借现有能力, PVS 可以参与为石油和天然气项目的各个阶段提供全面服务, 从搜索和勘探 (勘察活动、勘探钻井支持)、项目开发 (制造、运输、海洋结构物安装、钻井支持)、开采 (运营和维护、港口基地、服务船...) 到终止运营 (拆除、搬迁海上工程)。不仅如此, 作为越南国家石油公司唯一具有完整能力和法律依据参与投资、开发和运营海上风电项目的成员 (据 PVN)。

鉴于越南乃至全球海上风电的前景, 2022 年 PVS 正式将海上风电投资活动纳入其主营业务, 以保持领先地位。PVS 是目前 PVN 中唯一一家具有完整能力和合法基础的在越南开展海上风电项目投资、开发和运营的单位。

近 3 年 PVS 海上风电领域相关工作量:

- 用于运输设备、安装风力涡轮机塔架、铺设地下电缆以及为近岸风电项目提供长期专用船舶的成套服务; 为客户 Enterprise Energy 在 Binh Thuan 地区的 Thang Long 海上风电项目安装和操作 FLIDAR 设备, 以调查和收集海洋学和水文数据。
- 赢得为台湾 (中国) 海龙 2 号和 3 号海上风电项目设计、采购和制造 02 座海上变电站 (OSS) 的国际合同。
- 为 Orsted 客户在台湾 (中国) 的海上风电场项目制造 33 个风力发电机组底座, 该项目的总容量为 920MW。根据该合同, PVS 将制造和供应 33 个固定底座, 每个底座高度约 85m, 重量约 2300 吨。根据合同上的内容, 钢铁结构总量近 10 万吨。这被认为标志着 PVS 强势转型, 正式进入海上风电项目供应链的里程碑。

目前, PTSC 正在继续为台湾 (中国)、韩国、欧洲等项目寻求下一个风电基地制造包, 目标是成为全球海上风电供应链中的重要一环。截至目前, 公司已中标海上风电项目 10 余个, 总发电量达 5.2GW, 合同总金额超过 15 亿美元。

参与 Sembcorp 集团海上风电场项目

2024 年 8 月 28 日，PTSC 与新加坡合作伙伴 Sembcorp Utilities 公司（SCU）已经举办合同授予仪式关于从越南至新加坡风速测量、水文和地质研究调查，海上可再生能源出口项目。这是越南向新加坡海上可再生能源出口项目准备和实施过程中的重要组成部分。

该项目预计初期装机容量约 2.3GW，投资规模 50 亿美元，通过高压海底电缆跨海直接向新加坡输出电力。该项目已获得越南自然资源部和越南环境部的批准，旨在授予 PVS 开展海洋资源监测、调查和评估；与此同时，PVS 的合作伙伴 SCU 也获得了新加坡贸工部批准该项目的意向书。只要当局支持、建立合法走廊、迅速批准并允许进行调查、开发海域和出口电力，PVS 将很快启动该项目，以便在 2035 年之前能够拥有商业电力。

3. 财务分析

3.1. 经营业绩

2023 年实现的综合收入为 21.742 万亿越南盾，比 2022 年增长 27%，比 2021 年增长 47%；2023 年综合税前利润为 1.277 万亿越南盾，与 2022 年相当，并且较 2021 年增长 32%。2023 年母公司-PTSC 的收入为 11.334 万亿越南盾，较 2022 年增长 65%，较 2021 年增长 71%；母公司——PTSC 2023 年税前利润为 1.287 万亿越南盾，较 2022 年和 2021 年增长 42%。

得益于国外市场海上风电项目收入的推动，2023 年机械和建造收入强劲增长。同时，由于油价维持高位，油气开采设备、FPSO/FSO、技术船舶服务等业务也录得正增长，从而刺激了油气开采和运输活动。

从收入结构看，机械和建造板块在 2023 年占集团总收入的近 60%。其次是油气设备供应服务、浮动仓库供应服务和港口运营业务。

2020-2023 年各业务板块的收入

In Billions of VND	FY 2020	% Rev	FY 2021	% Rev	FY 2022	% Rev	FY 2023	% Rev
Revenue	20,180	100.0%	14,260	100.0%	16,366	100.0%	19,374	100.0%
Mechanic Services	10,859	55.8%	7,239	52.7%	8,715	55.7%	11,172	59.7%
Oil Exploitation Equipment	3,002	15.4%	1,977	14.4%	1,874	12.0%	2,207	11.8%
Other Supporting Activities for Water Transportation	1,706	8.8%	1,096	8.0%	1,531	9.8%	1,913	10.2%
Oil Services Ships	1,878	9.7%	1,567	11.4%	1,570	10.0%	1,607	8.6%
Port and Harbor Operations	1,586	8.2%	1,568	11.4%	1,455	9.3%	1,412	7.5%
Other Services	726		527		711		657	
Seismic Surveying	422	2.2%	285	2.1%	510	3.3%	405	2.2%
	FY 2020	%	FY 2021	%	FY 2022	%	FY 2023	%
Gross Profit	778	100.0%	867	100.0%	1,014	100.0%	1,039	100.0%
Port and Harbor Operations	215	29.5%	325	37.9%	327	34.4%	264	28.1%
Oil Services Ships	121	16.6%	126	14.6%	146	15.4%	213	22.7%
Mechanic Services	196	26.9%	126	14.7%	256	26.9%	175	18.6%
Oil Exploitation Equipment	89	12.2%	210	24.4%	139	14.6%	172	18.3%
Other Services	117		9		63		99	
Other Supporting Activities for Water Transportation	93	12.7%	50	5.8%	37	3.9%	70	7.5%
Seismic Surveying	15	2.1%	23	2.7%	45	4.7%	46	4.8%

源：Bloomberg, GTJASVN Research

从地区分析收入结构看，2023 年境外服务收入占比超过 55% (2022 年为 40%)，较往年大幅上涨，体现了 PTSC 将收入结构转向境外市场的努力。尤其是 PTSC 参与海上可再生能源领域，开启了新业务开发的转折点，为 PTSC 未来的发展提供保障。

从效率看，虽然仅占收入结构的 7.5%，但港口运营是公司利润最高的业务板块，其次是特种船舶供应和油气技术服务业务。

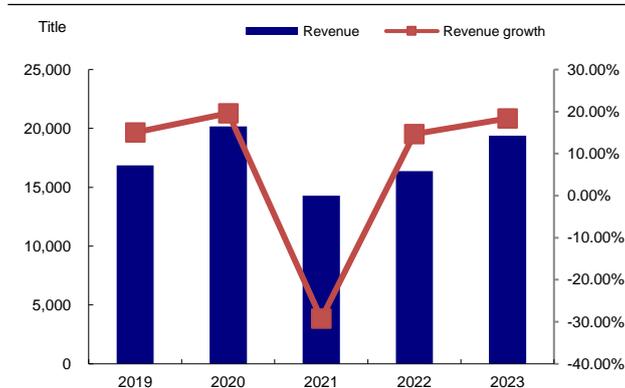
业务板块的毛利率

Gross profit margin	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023
Gross Profit margin	6.38%	7.64%	7.21%	3.86%	6.08%	6.19%	5.36%
Port and Harbor Operations	24.35%	21.84%	17.12%	13.57%	20.74%	22.49%	18.71%
Oil Services Ships	9.02%	11.13%	6.81%	6.44%	8.01%	9.32%	13.27%
Mechanic Services	3.83%	10.04%	6.12%	1.81%	1.74%	2.94%	1.57%
Oil Exploitation Equipment	4.52%	7.21%	5.82%	2.96%	10.60%	7.43%	7.78%
Other Services	19.96%	23.12%	11.10%	12.77%	9.43%	5.27%	10.72%
Other Supporting Activities for Water Transportation	10.92%	8.56%	12.68%	5.43%	4.53%	2.44%	3.68%
Seismic Surveying	-1.97%	48.59%	8.66%	3.67%	8.06%	8.80%	11.23%

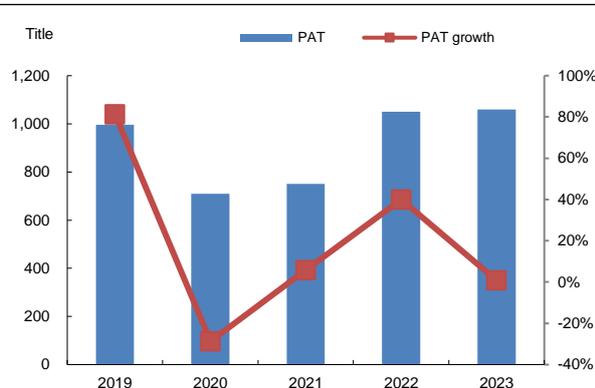
源: Bloomberg, GTJASVN Research

油气技术服务和建造活动虽然收入有所突破，但毛利率却是公司各业务板块中最低的，而油气港口基地和特种船舶业务的毛利率最高。目前，PVS 也正在推动投资和扩展上述两项业务板块。

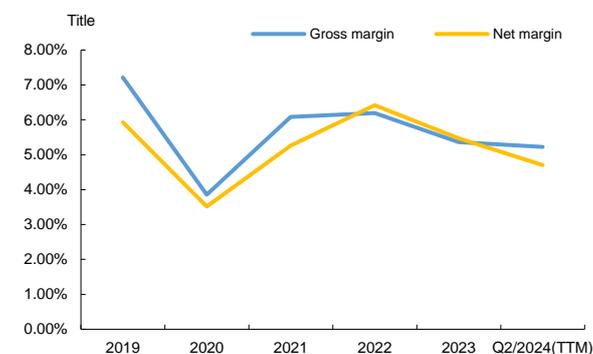
2019-2023 年的收入



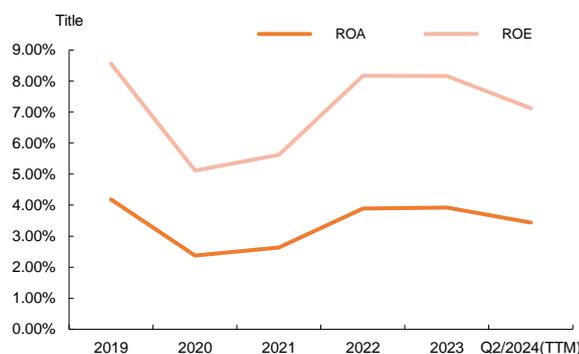
2019-2023 年的税后利润



利润率



经营效率 (ROA, ROE)



源: FiiiproX, GTJASVN Research

2024 年前 6 个月主要业务板块经营业绩更新

机械和建造板块 (M&C) 的收入为 4.403 万亿越南盾，同比下降 11%。港口基础服务的收入为 6420 亿越

南盾，小幅下降 3%。其余业务板块较去年同期均录得正增长。其中，FPSO/FSO 管理服务板块的收入为 1.111 万亿越南盾，增长 11%；海上支持船板块（OSV）为 1.054 万亿越南盾，增长 45%；运营和维护板块（O&M）为 9900 亿越南盾，增长 33%；地震勘探和 ROV 板块为 2260 亿越南盾，增长 235%；其他板块的收入为 8630 亿越南盾，增长 210%。

3.2. 资产质量与资金结构

从资产看，除占比最大的固定资产外，PVS 拥有较多高流动性资产（包括现金和银行存款），占总资产的近 40%。

目前，PVS 正在不断投资新增设备和基础设施，以支持业务运营。

从资金结构看，股东权益占公司总资金的 52%，而贷款（包括短期和长期贷款）的比例不到公司总资金的 10%。2024 年上半年，公司贷款余额小幅增加 1250 亿越南盾，用于支持公司的新资产投资。

资产与资金结构

Assets	Funding sources								
	1H2024	%TTS	2023	%TTS	1H2024	%total funding	2023	%TTS	
Cash & cash equivalent	6,947	26%	5,757	22%	Account payable	3,435	13%	3,513	13%
ST financial investment	2,992	11%	4,329	16%	ST borrowings	1,365	5%	1,176	4%
ST receivables	4,537	17%	4,185	16%	LT borrowings	500	2%	564	2%
LT Assets	10,279	38%	10,126	38%	Total equity	13,909	52%	13,554	51%
Others	2,162	8%	2,018	8%	Others	7,710	29%	7,609	29%
Total Assets	26,918	100%	26,416	100%	Total funding	26,918	100%	26,416	100%

源：PVS, GTJASVN Research

2026-2030 年投资资本需求大幅增长

为了发展成为国际海上风电服务提供商，并抓住传统油气服务领域的增长机会，PVS 在未来对资金具有巨大的需求。PVS 的管理层表示，公司计划追加投资 10 万亿越南盾，以扩大传统业务的产能；与此同时，预计风电板块及出口到新加坡的风电项目的投资需求将超过 60 万亿越南盾。因此，在 2024-2030 年期间，PVS 计划通过公开发行、发行股票支付股息等方式来将资本增加至 16 万亿到 17 万亿越南盾，同时停止以现金支付股息。

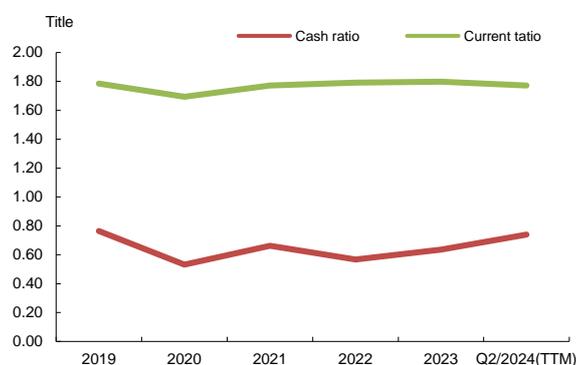
No.	Project	Total capital investment	% of equity investment	Demand of equity from PVS	Equity demands for each period	
					2024-2025	2026-2030
I	Investment in current business segment (expanding) (contractor)	9,836	42%	4,158	2,423	1,735
	Infrastructure and equipment for mechanic segment	4,132	41%	1,765	935	830
	Investment and equipment for the port operation	2,247	43%	977	533	444
	Oil services ship	3,116	40%	1,257	865	391
	IT and digitalization	160	100%	160	90	70

II	Investment in projects (investor)	68,804	22%	13,483	2,297	11,186
	Capital investment in FSO/FPSO/FSRU -depend on market demand (FSO Lạc Đà Vàng, Block B) (PVS contribution)	10,036	30%	3,011	1,821	1,190
	Wind power projects with Sembcorp. (PVS contribution)	47,595	20%	9,520	238	9,282
	Underground cable production project (PVS contribution)	3,173	30%	952	238	714
	Total	70,640		17,641	4,720	12,921

源: PVS, GTJASVN Research

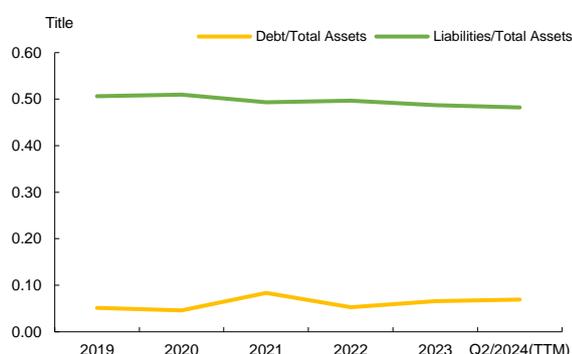
随着大型项目的投资活动, 预计从 2026 年起, PVS 的贷款需求和财务压力将大幅增加, 并对公司的利润造成压力。

流动比率



源: FiinproX, GTJASVN Research

财务杠杆



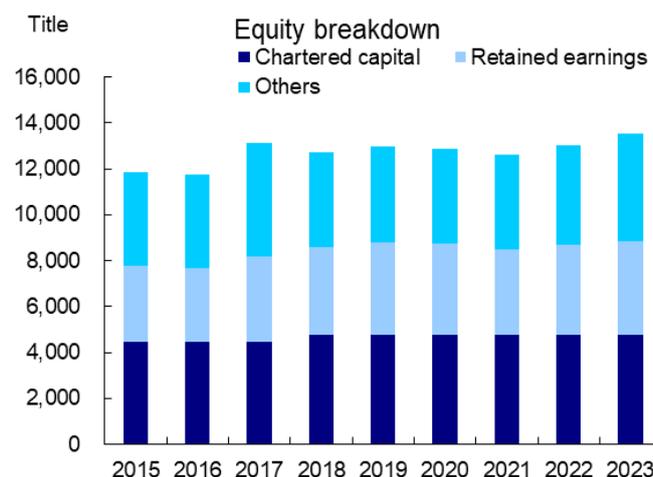
PVS 支付股息记录

Payment Date	%Dvd	Dividend amount/ share	Unit	For year
Unknown	7.00%	700.00	VND	2023
11/29/2023	7.00%	700.00	VND	2022
10/28/2022	8.00%	800.00	VND	2021
10/28/2021	10.00%	1,000.00	VND	2020
12/24/2020	10.00%	1,000.00	VND	2019
10/30/2019	7.00%	700.00	VND	2018
11/26/2018	10.00%	1,000.00	VND	2017
10/30/2017	10.00%	1,000.00	VND	2016
08/22/2016	12.00%	1,200.00	VND	2015
08/26/2015	12.00%	1,200.00	VND	2014
08/20/2014	12.00%	1,200.00	VND	2013

源: FiinproX, GTJASVN Research

PVS 多年来一直保持现金股息支付, 同时其注册资本也保持稳定。2018 年是 PVS 以 7% 的利率支付股票股息的最近一年。

股权结构



4. 估值与建议

2024 年经营业绩:

2024 年, PVS 计划实现综合收入 15.5 万亿越南盾, 比去年实际收入下降 20%; 税后利润目标为 6600 亿越南盾, 同比下降 38%。我们认为 PVS 的经营计划相当谨慎, 并基于新项目的前景和 PVS 获得的潜力, 2024 年的经营业绩可能超出预期。

更新 2024 年前 6 个月的经营业绩, PVS 录得收入 8.2 万亿越南盾, 达到 2024 年前 6 个月计划的 132%, 相当于 2024 年全年计划的 53%, 比去年同期下降 6%。预计 2024 年前 6 个月综合税前利润为 6000 亿越南盾, 达到 2024 年前 6 个月计划的 174%, 相当于 2024 年计划的 70%, 同比增长 8%。

2024-2026 年的收入预测

Bn VND	Dec 22 A	Dec 23 A	Dec 24 E	Dec 25 E	Dec 26 E
Revenue	16,366	19,374	24,992	38,987	44,056
% YoY Growth	15%	18%	29%	56%	13%
Free Cash Flow	943	(988)	802	727	2,339

2024-2026 年期间的收入将受到国内稳定工作量的积极支持 (约 9 万亿越南盾), 国外市场的海上风电服务年每年增长率为 20%。此外, 签署 Block B O Mon 项目的合同将有助于 PVS 保持充足的工作量, 并平均每年录得超过 10 万亿越南盾的收入。

采用 FCF 现金流折现模型

假设:

- 加权平均资本成本 (WACC): 14.5%
- 长期增长率: 3%

估值结果:

Free Cash Flow at Year 5	1,905
WACC	14.5%
Perpetuity Growth Rate	3.0%
Perpetuity Value at End of Year 5	17,061
Present Value of Perpetuity (14.5% WACC)	8,669
(+) Present Value of Free Cash Flows (14.5% WACC)	6,015
(=) Current Enterprise Value	
Short Term Debt	1,365
(+) Long Term Debt	500
(-) Cash and Marketable Securities	9,939
(-) Current Net Debt	(8,075)
(-) Current Preferred and Minority Interest	684
(=) Equity Value	22,075

Shares outstanding (bn)	0.478
Estimated Value per Share (VND)	46,000
Current Price (VND)	40,000
Estimated Upside	15%

近两年 P/E 走势（PVS 开始转型至可再生能源服务阶段）



在国外市场的业务预期以及国内大型项目进展的推动下，PVS 在股价积极上涨后，进入了新的估值区间。近两年，PVS 股票的市盈率估值在 13-17 倍左右波动。

建议

通过估值结果和对企业业务前景的分析，我们建议“买入”PVS 股票，目标价为 4.6 万越南盾/股，预期上涨空间为 15%，主要论点如下：

- **业绩增长动力：**
 - 国内传统汽油服务业务得益于 Block B O Mon、金骆驼（Lac Da Vang）和蓝鲸（Ca voi xanh）项目，业绩持续提升。
 - 国外市场的海上可再生能源技术板块已成为 PVS 收入结构中的重要组成部分，为 PVS 带来了大量工作。该板块预计年均收入增长率为 20%。
 - 有望深入参与国内外海上风电板块。目前，PVS 通过参与该区域的可再生能源项目以及通过与胜科集团（Sembcorp）签约参与风电出口至新加坡的项目，为其在这一领域的发展战略奠定了基础。
- **强劲的财务结构，巨大的现金比例，较少的债务。**
 - 从长期看，深入参与风电价值链会产生较大压力，但这仍然是一个享有许多优惠以及期望获得母公司支持的领域，这将有助于 PVS 确保项目发展所需资源。

5. 投资风险

- **海上风电直接投资风险：**海上风电投资资金需求较大、规模复杂、政策法律关系密切。如果 PVS 直接参与海上风电项目且跟不上进度（最近是与胜科集团合作），PVS 将面临较大风险和财务压力。
- 国内油气项目的进展缓慢或发展空间缩小，将对 PVS 传统油气服务板块的收入产生不利影响。

- 港口基地运营、FSO 服务船舶和技术船舶的工作量在短期内会受到石油需求和油价波动的影响。
- 汇率风险: PVS 超过 50%的收入来自国外市场, 汇率波动可能会影响企业的收入和成本平衡。2023 年, PVS 继续录得汇率差价利润增长。

附录

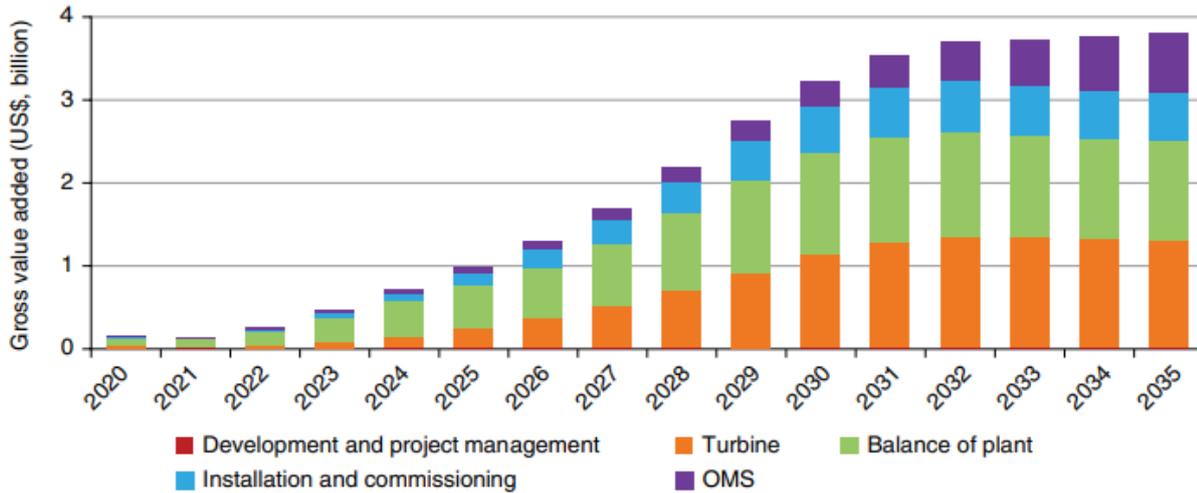
越南海上风电供应链能力

Category	Notable relevant companies in Vietnam	Vietnam Track Record and Capacity in Offshore Wind	Vietnam caapability in Pararell sectors	Benefits of Vietnamese Supply	Investment Risk in Vietnam	Size of Opportunity
Developing and permitting	Various developers and local consultancies plus PVS, Technip Vietnam, Vietsovpetro	4	4	4	4	2
Nacelle, hub, and assembly	GE (generators and control systems) Helukabel (cabling)	1	2	2	1	4
Blades	Materials only: An Viet Long, Triac Composites and others	1	2	3	1	4
Tower	CS Wind	1	3	3	2	3
Foundation supply	Alpha ECC, PetroVietnam Construction, PetroVietnam Marine Shipyard, PTSC, Vietsovpetro	2	2	3	2	4
Array and export cable supply	None	1	2	1	1	3
Offshore substation supply	Structure: Alpha ECC, PetroVietnam Construction, PetroVietnam Marine Shi[yard, PTSC, Vietsovpetro Electrical: ABB, Hyosung	1	4	2	3	2
Onshore infrastructure	Various	2	4	4	4	2
Turbine and foundation installation	huy Hoang Logistics & Transportation, PTSC, Vietsovpetro- most likely in partnership with global contractors	2	2	1	1	3
Array and export cable installation	Thien Nam Offshore Services, PTSC, Tan Cang Offshore Services, Vietsovpetro could also enter the market	2	3	1	2	4
Wind farm operation	Various developers	2	4	4	3	3
Turbine maintenance	Turbine suppliers	2	4	4	4	4
Balance of plant maintenance	Various	2	4	3	3	3
Decommissioning	Huy Hoang Logistics & Transportation, PTSC, Vietsovpetro	1	3	1	2	4

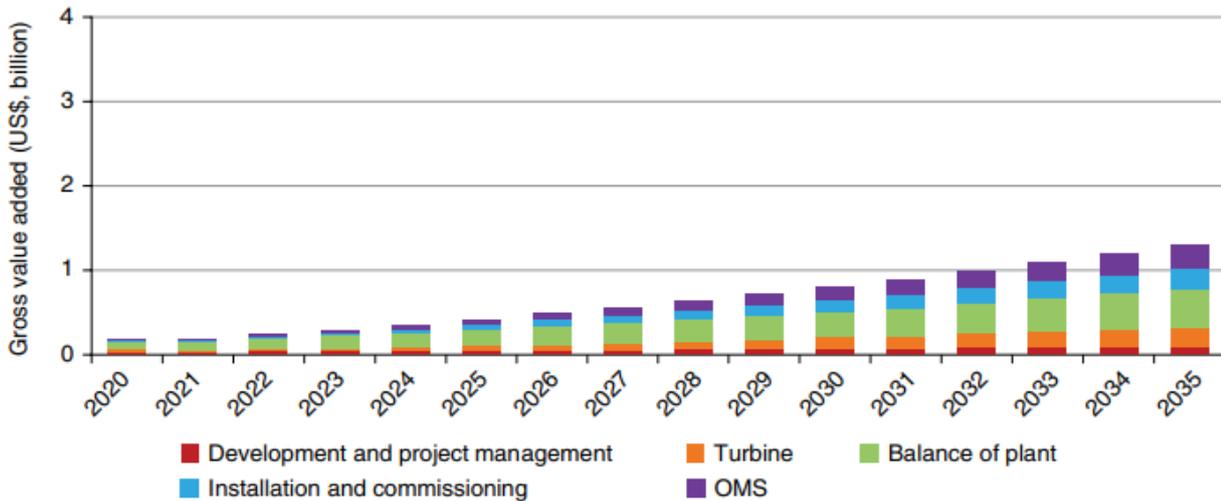
源 : World Bank, BVG Associate

PVS 在风电项目的多个阶段具有优势。同时，该公司在港口方面也具有优势，正在扩大港口能力，为海上风电制造和物流活动提供服务。

高增长情景下所有越南项目创造的越南年度 GVA (按成本要素划分)

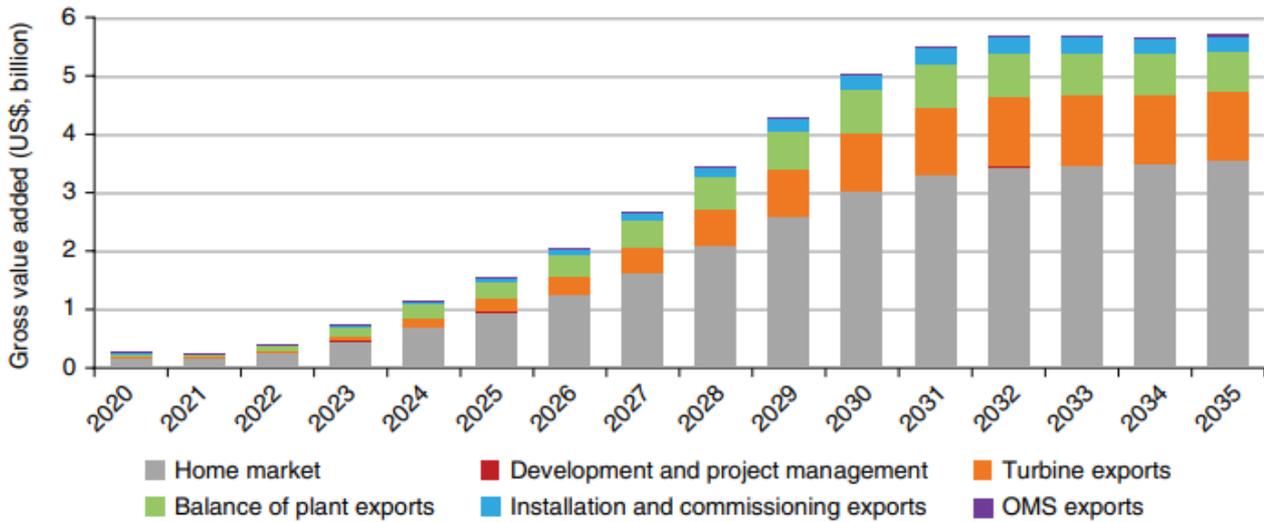


低增长情景下所有越南项目创造的越南年度 GVA (按成本要素划分)



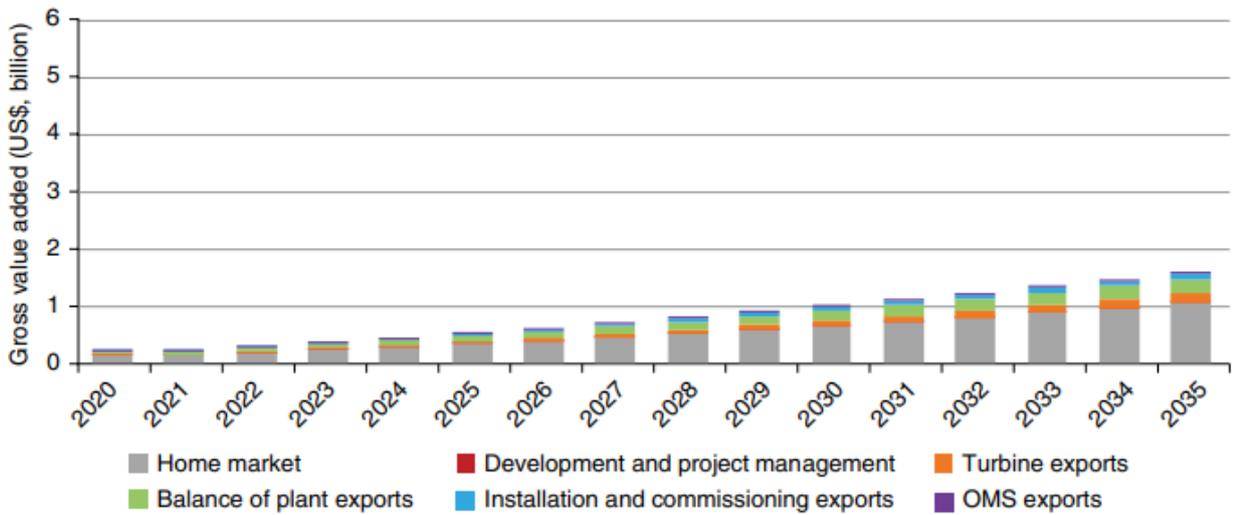
源 : World Bank, BVG Associate

高增长情景下越南和全球项目创造的越南年度 GVA (按成本因素划分)



2030 年代 GVA 将达到 55 亿美元，2020 年至 2035 年期间将达到 500 亿美元。

低增长情景下越南和全球项目创造的越南年度 GVA (按成本因素划分)



在低增长情景下，2020-2035 年创造的 GVA 为 130 亿美元。

源：World Bank, BVG Associate

台湾海上风电项目

Project Name	MW	Year	Support	Ownership			
1 Formosa I Phase 1	8	2017	Program	Ørsted	JERA	Seagull	Swancor
2 Formosa I Phase 2	120	2019	Program	Ørsted	JERA	Seagull	Swancor
3 Taiwan Power – Changhua	109.2	2021	Program	Taiwan Power Company			
4 Changhua 1	605.2	2023	Feed-in tariff	Ørsted	CDPQ&Cathay PE		
5 Changhua 2a	294.8	2023	Feed-in tariff	Ørsted			
6 Hai Long 2	300 and 232	2a:2025 2b:2026	Feed-in tariff / CPPA	Northland	Yushan Energy	Mitsui	Gentari
7 Hai Long 3	512	2026	CPPA	Northland	Yushan Energy	Mitsui	Gentari
8 Yunlin	640	P1:2023 P2:2023 (extension had been filed)	Feed-in tariff	GIP	Sojitz	EGCO	Total
9 Changfang and Xidao	600	Changfang :2023 Xidao:2024	Feed-in tariff	Copenhagen Infrastructure Partners	Taiwan Life Insurance	TransGlobe Life Insurance	
10 Formosa II	376	2023	Feed-in tariff	JERA		Corio	SRE
11 Chong Neng	300	2024	Feed-in tariff	China Steel Corporation		CIP	
12 Taiwan Power - Changhua II	294.5	2025	Program	Taiwan Power Company			
13 Taiwan Power – Changhua	109.2	2021	Program	Ørsted			
14 Changhua 1	605.2	2023	Feed-in tariff	Ørsted			
15 Haixia I	300	2025	Unknown	Lea Lea		GIP	
16 Fengmiao	500	2027	Unknown*	Copenhagen Infrastructure Partners			
17 Haiding 2	600	2027	Unknown*	Corio			
18 CanWind	500	2027	Unknown*	Northland			
19 Hai Sheng	495	2027	Unknown*	SRE	Tienli	Yeong Guan	J&V
20 Huan Yang	440	2027	Unknown*	Taiya		EDF Renewables	
21 Haixia II	300	2026	Unknown*	Lea Lea		GIP	
22 Datian	165	2027	Unknown*	GIP			

源 : <https://www.nortonrosefulbright.com/>

台湾海上风电市场仍处于起步阶段，但正在快速增长。台湾政府计划到 2025 年将其能源结构调整为

50% 天然气、30% 煤炭和 20% 可再生能源。为了实现可再生能源目标，台湾政府寻求到 2025 年将海上风电容量增加 5.7 吉瓦的方法。

福尔摩沙一期项目是台湾第一个海上示范风电场。该项目于 2019 年竣工，总发电量为 128 兆瓦。彰化风电场是台湾第二座风电场，于 2021 年竣工。

台湾雄心勃勃的计划是推动海上风电成为主要能源，到 2025 年在台湾海峡安装 700 多台涡轮机，预计需要投资 200 亿美元。台湾现在通过做出坚定的政策承诺、提供有吸引力的补贴价格以及采用新的融资模式，严重依赖全球利益相关者的参与。

PVS 积极参与台湾海上风电项目，其中包括：彰化、凤庙、海龙等项目。

在台湾的项目

项目	价值	详情
彰化 (Greater Changhua)	3.20 亿越南盾	与 Osted Taiwan Limited 签订的风电合同，为 Orsted 在台湾的彰化 2a & 4 海上风电项目建设 33 个基础。预计 2025 年完成移交。
海龙 (Hai Long)	1.80 亿越南盾	海龙海上风电项目包括位于台湾海峡（中国）约 50 公里海域的海龙 2 号和海龙 3 号两个组成项目，由三井物产株式会社、北方电力公司和 Gentari 国际可再生能源有限公司（海龙海上风电项目的投资者）联合开发，总装机容量为 1022 兆瓦。该项目将有助于实现台湾（中国）到 2025 年达到 5.6 吉瓦海上风电的目标，并确保台湾（中国）在东亚风电发电领域的领先地位。 由 Semco Maritime 和 PTSC M&C 领导的财团于 2022 年 7 月与海龙海上风电项目投资方签署了 2 座海上变电站（包括基础）的工程、采购、施工和调试（EPCC）合同，总量约为 1.8 万吨。该项目的所有部分都在位于越南芹苴市 PTSC 下游港区的 PTSC M&C 施工现场建造。根据 PVS 的最新更新，海龙 OSS 项目的整体进度为 98.5%，其中 Topside HL2 已于 2024 年 4 月完成并移交给投资方。
凤庙 (Fengmiao)	-	由 CIP 投资的台湾（中国）风妙海上风电项目总设计容量为 500 至 600 兆瓦，预计于 2025 年开始建设，并于 2027 年完成。 CIP 在台湾（中国）投资的凤庙海上风电项目总设计容量为 500-600 兆瓦，预计 2025 年动工，2027 年竣工。丹麦 Semco Maritime 能源建设集团与 PTSC 的合资企业被选为凤庙项目海上变电站类别的首选供应商。

源：PVS, GTJASVN Research

得益于 PVS 在海上风电的地位逐渐得到巩固，台湾海上风电市场的快速增长将有望给 PVS 中长期发展带来大量就业来源。

PVS 财务报告及财务比率

资产负债表

经营结果报告



	2021	2022	2023
短期资产	15,395.35	16,469.86	16,289.89
现金及现金等价物	5,747.28	5,219.38	5,757.12
现金	3,483.87	3,689.14	3,628.14
现金等价物	2,263.41	1,530.24	2,128.98
短期投资净值	2,676.70	4,837.33	4,329.39
短期投资	0.00	0.00	0.00
短期投资拨备	0.00	0.00	0.00
投资持有至到期	2,676.70	4,837.33	4,329.39
应收账款	4,642.45	5,047.01	4,185.01
客户应收款	4,005.77	4,141.27	3,111.11
给卖方预付款	291.25	305.97	429.63
内部应收款	0.00	0.00	0.00
基本建设应收款	79.51	81.45	126.55
短期贷款应收款	0.00	0.00	0.00
其他应收款	435.48	665.73	639.55
坏账拨备	-169.57	-147.41	-121.83
待定资产	0.00	0.00	0.00
库存净额	2,103.06	1,089.66	1,470.40
库存	2,105.25	1,091.61	1,476.35
库存跌价拨备	-2.19	-1.95	-5.95
其他流动资产	225.85	276.48	547.98
短期预付	38.21	38.58	50.80
应收增值税	153.43	234.82	495.02
其他应收税务	8.61	2.94	2.15
政府债券的交易	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	25.61	0.14	0.00
长期资产	9,475.59	9,454.17	10,126.11
长期应收账款	175.18	123.82	122.78
长期客户应收款	0.00	0.00	0.00
长期给卖方预付	22.90	0.49	0.00
下属单位的业务资本	0.00	0.00	0.00
长期内部应收款	0.00	0.00	0.00
长期应收贷款	0.00	0.00	0.00
其他长期应收款	152.28	123.34	122.78
长期应收款拨备	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,990.74	3,048.34	3,391.38
有形固定资产价值	2,977.41	2,981.32	3,328.00
有形固定资产原价	12,118.35	12,409.20	13,208.83
有形固定资产累计折旧	-9,140.94	-9,427.88	-9,880.83
融资租赁资产价值	0.00	0.00	0.00
融资租赁资产原值	0.00	0.00	0.00
融资租赁资产累计折旧	0.00	0.00	0.00
无形固定资产价值	13.33	67.02	63.39
无形固定资产原价	127.26	188.00	191.91
无形固定资产累计折旧	-113.92	-120.98	-128.52
在建工程（2015年之前）	0.00	0.00	0.00
投资资产净值	173.87	169.13	164.39
投资资产原价	229.28	229.28	229.28
投资资产累计折旧	-55.42	-60.15	-64.89
长期未完成资产	183.77	171.96	373.06
长期未完成生产经营成本	69.82	69.82	69.82
在建工程	113.95	102.14	303.24
长期投资	4,841.23	4,917.69	4,944.74
对子公司投资	0.00	0.00	0.00
对联营公司投资	4,824.33	4,900.73	4,942.96

	2021	2022	2023
收入	14,277.02	16,372.88	19,378.65
扣除	-17.04	-6.46	-5.09
净收入	14,259.99	16,366.41	19,373.56
销售成本	-13,392.53	-15,352.54	-18,334.53
毛利润	867.46	1,013.88	1,039.03
财务收入	277.55	489.06	789.72
财务成本	-94.37	-162.63	-216.35
其中：利息支出	-45.62	-50.65	-73.04
合资公司的损益（自 2015 年起）	506.80	657.20	651.13
销售费用	-89.44	-79.33	-85.41
管理费用	-712.48	-827.75	-966.86
经营收益/损失	755.50	1,090.44	1,211.26
其他收入	234.88	221.96	1,578.76
其他费用	-20.98	-36.47	-1,512.71
其他收入净额	213.91	185.49	66.05
合资公司的收益/损失	0.00	0.00	0.00
税前净利润/亏损	969.41	1,275.92	1,277.31
企业所得税——当前	-329.43	-161.52	-219.01
企业所得税——递延	110.72	-63.74	1.71
企业所得税费用	-218.71	-225.27	-217.30
税后净利润/亏损	750.71	1,050.66	1,060.01
非控股股东利益	76.10	61.24	33.55
母公司股东利润	674.60	989.42	1,026.46
每股收益（越南盾）	887.00	1,438.00	1,579.00
稀释每股收益（越南盾）	887.00	1,438.00	1,579.00
收入			
指标	2021	2022	2023
经营效率			
总资产周转率	0.56	0.64	0.74
股权周转率	1.12	1.28	1.46
应收客户账款周转率	3.09	3.94	5.19
应收账款周转天数(DSO)	118.31	92.64	70.28
存货周转率	6.26	9.60	14.28
存货周转天数(DOH)	58.30	38.00	25.56
给供应商付款周转率	2.56	3.12	4.04
给供应商付款天数	142.53	116.87	90.28
现金转换周期	34.08	13.78	5.56
支付指标			
现金支付比率	0.66	0.57	0.64
速动支付比率	1.20	1.12	1.10
流动支付比率	1.77	1.79	1.80
偿付能力比率			
短期债务占总资产比率	0.03	0.03	0.04
短期债务与权益比率	0.06	0.06	0.09
长期债务占总资产比率	0.05	0.02	0.02
长期债务与权益比率	0.11	0.05	0.04
债务占总资产比率	0.08	0.05	0.07
债务与权益比率	0.16	0.11	0.13
负债占总资产的比率	0.49	0.50	0.49
负债与权益比率	0.97	0.99	0.95
杠杆率	1.97	1.99	1.95
息税前利润 (EBIT)	1.44	2.11	-0.18
息税折旧摊销前利润 (EBITDA)	12.21	11.41	6.57
盈利能力比率			
毛利率	6.08%	6.19%	5.36%



其他长期投资	41.66	31.13	3.00
长期投资备跌价拨备	-24.76	-14.17	-1.22
投资持有至到期	0.00	0.00	0.00
商誉 (2015 年)	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	1,110.81	1,023.23	1,129.75
长期预付款项	610.78	647.34	819.53
应收递延所得税	477.03	344.74	277.49
长期更换设备、耗材及备件	23.00	31.16	32.73
资产总额	24,870.94	25,924.03	26,416.01
负债总额	12,263.17	12,869.23	12,871.79
短期负债	8,692.19	9,191.68	9,059.98
给卖方应付款	4,281.70	5,301.15	3,512.91
预收客户款项	221.77	213.68	251.74
税费和应付款	202.80	110.94	131.35
给员工应付款	577.01	620.88	644.08
应付费用	1,211.81	894.74	1,777.03
内部应付款	0.00	0.00	0.00
应付工程款	230.59	17.74	237.90
短期未实现收入	57.77	10.71	10.24
其他应付款	586.73	593.93	650.22
短期借款	711.10	752.21	1,176.09
短期应付款拨备	49.55	69.42	45.18
奖金及福利基金	561.38	606.28	623.23
物价稳定基金	0.00	0.00	0.00
政府债券的交易	0.00	0.00	0.00
长期负债	3,570.98	3,677.55	3,811.80
买方长期预付款	854.53	781.04	839.15
未实现收入	187.55	190.49	184.13
其他长期应付款	69.70	69.70	69.63
长期贷款	534.04	623.77	563.92
所有者权益	12,607.76	13,054.80	13,544.22
资本及资金	12,607.76	13,054.80	13,544.22
出资资本	4,779.66	4,779.66	4,779.66
普通股	4,779.66	4,779.66	4,779.66
股本盈余	39.62	39.62	39.62
汇率差异	284.40	394.17	515.58
投资及发展基金	3,081.67	3,214.09	3,451.16
未分配利润	3,694.28	3,896.78	4,048.27
上期末累计未分配税后利润	3,035.88	2,928.68	3,044.17
本期未分配的税后利润	658.40	968.10	1,004.10
非控股股东权益	728.14	730.47	709.94
总资本资源	24,870.94	25,924.03	26,416.01

EBITDA 利润率	3.91%	3.53%	2.48%
EBIT 利润率	0.46%	0.65%	-0.07%
税前利润率	6.80%	7.80%	6.59%
净利润率	5.26%	6.42%	5.47%
毛利率占总资产的比率	3.39%	3.99%	3.97%
EBITDA 与总资产比率	2.18%	2.28%	1.83%
EBIT 与总资产比率	0.26%	0.42%	-0.05%
EBT 与总资产比率	3.97%	5.22%	5.16%
资产回报率 (ROA)	2.64%	3.90%	3.92%
净资产收益率 (ROE)	5.62%	8.18%	8.16%
资本回报率 (ROIC)	0.17%	0.22%	-0.02%
企业所得税实际税率	22.56%	17.66%	17.01%
增长率			
净收入增长 (同比)	-29.34%	14.77%	18.37%
毛利润增长	11.47%	16.88%	2.48%
EBITDA 增长 (同比)	39.00%	3.80%	-17.01%
EBIT 增长 (同比)	147.49%	62.98%	-112.39%
税前利润增长	-5.38%	31.62%	0.11%
应收账款增长 (同比)	-20.81%	3.36%	-23.33%
库存增长	-3.13%	-48.15%	35.25%
短期借款增长	-3.20%	5.78%	56.35%
长期借款增长	188.53%	16.80%	-9.59%
SGA 费用增长 (同比)	-12.47%	13.11%	16.01%
资产增长 (同比)	-5.36%	4.23%	1.90%
所有者权益增长 (同比)	0.00%	0.00%	0.00%
CFO 增长 (同比)	79.70%	1,185.43%	-119.00%
估值比率			
市值 (十亿越南盾)	11,184.41	17,780.35	19,309.84
企业价值 (十亿越南盾)	8,243.23	14,666.99	16,002.67
每股账面价值	24,700.87	25,563.61	26,851.86
每股销售额	29,705.95	34,254.53	40,533.32
基本每股收益	871.95	1,848.74	1,656.71
稀释每股收益	871.95	1,848.74	1,656.71
每股自由现金流	2,295.51	-1,349.82	2,017.55
市净率 (P/B)	0.95	1.46	1.50
市盈率 (P/E)	26.84	20.12	24.39
稀释市盈率	26.84	20.12	24.39
市销率 (P/S)	0.79	1.09	1.00
企业价值/收入	0.58	0.90	0.83
企业价值/EBITDA	17.39	30.65	33.35
企业价值/EBIT	-313.79	1,991.31	-1,209.12
股息收益率	3.42%	1.88%	

源: FiiiproX

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） - 研究部

陈氏红绒, CFA

Equity Analyst- Banking sector

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703

GTJA 证券（越南） 客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist
and translator

trangth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

huongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:113

阮秋庄

Translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:114

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

