

主营业务:

- 发电、输电和配电
- 电力系统安装

◆ 市值: 26.58万亿越盾

◆ 总资产: 56.475万亿越盾 (2021/06/30)

◆ 2019/01/14: 正式在胡志明市场挂牌交易

越南唯一完成项目方案以准备投资建设4家燃气电厂的单位

处于越南前五名大型发电企业：

PV Power在装机容量方面排名第二，总装机容量达4200兆瓦，占全国装机容量的10%。POW 的优势是天然气发电厂占全国总容量的 64%（包括：金瓯发电厂 - 1500兆瓦，1号Nhon Trach电厂 - 450兆瓦 和2号Nhon Trach电厂 -750兆瓦）。燃煤电厂（Vung Ang 电厂 - 1,200 兆瓦）和水力发电厂（Hua Na电厂 - 180 MW 和 Dakrinh电厂 - 125 兆瓦）贡献了剩余的容量。

2020-2025年阶段的发展战略

➤ **方向:** 保持燃气电力领域领先地位；开发可再生能源项目和相关服务

➤ **目标:** 总装机容量为6910兆瓦，占整个系统装机容量的7%，年均发电量达250亿千瓦时，发电量平均增长率为9%/年。

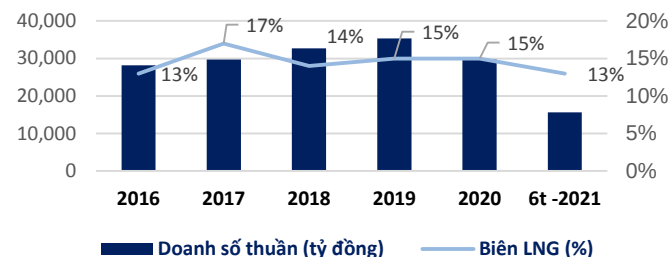
风险:

(1) 价格波动和主要原料的短缺（煤炭和天然气）

(2) 投资新电力项目时对长期资金的大量需求给财务状况带来压力—增加利率压力。

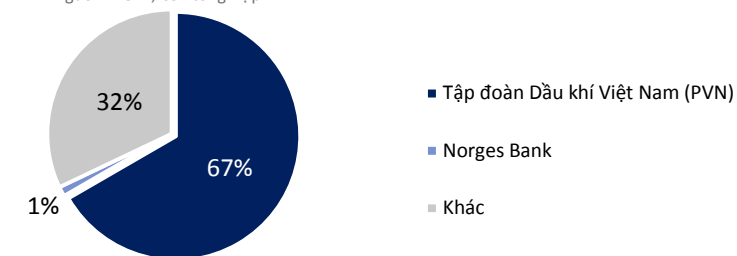
DOANH THU, BIÊN LÃI

nguồn: BCTN, CSI tổng hợp



CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Nguồn: POW, CSI tổng hợp



股东:

目前，PVN是POW的大股东，持股比例为80%

PVN支持POW建设燃气和燃煤电厂，以及参与POW的管理和运营工作。但是，董事会撤资计划的延迟降低了POW的吸引力。

指标	结果	年度计划	完成计划比例
发电量	9.488 tr.kWh	18.700 tr.kWh	51%
总公司收入	15.624 万亿越盾	28.404 万亿越盾	55%
总公司税前利润	1.629 万亿越盾	1.549 万亿越盾	95%
总公司税后利润	1.430 万亿越盾	1.348 万亿越盾	106%

经营模型

多元化的电源结构：燃气火电（占收入的70%）、煤电（占收入的21%）、水电（占收入的5%）有助于创造稳定性，减少天气对经营业绩的影响。其中，燃气火电是POW的主营业务和该公司的优势（占当前容量的53.04%）。

POW 的经营保持活动稳定，贡献约 30万亿越盾的收入，毛利率稳定在每年约 13% - 15% 左右，主要来自电力生产和销售业务。截至 2021 年第二季度末，收入达到 165 亿越南盾，达到年度收入目标的 55%，超过全年利润计划的 6%。尤其是2021年第二季度，PVMachino子公司的撤资交易，为POW带来超过3000亿越盾的额外利润。

经营业绩稳定有助于财务状况得到改善

由于电力行业相对稳定的特点，每年盈利率波动不大，POW的净利润率稳定维持在8%-9%左右，ROE稳定在7%-9%左右。但是，2021年初，该企业需要花费超过1万亿越南盾的电厂机械维修费用，以及花费超过2万亿越南盾来支付EVN的应收账款，降低了总资产周转率，导致ROE在2021年上半年有所下降。近年来，POW也在努力偿还电力项目投资的贷款，因此其财务状况有所改善。

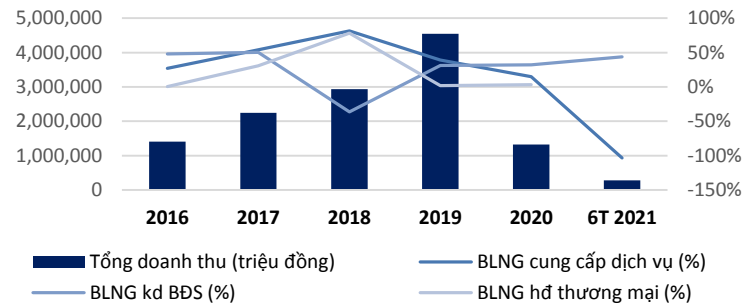
盈利	2017	2018	2019	2020	6t -2021
ROE	8%	7%	9%	8%	4%
ROS	8%	6%	7%	8%	9%
总资产周转率	0.46	0.55	0.62	0.54	0.28
Leverage Financial	2.39	2.18	2.02	1.81	1.74
ROA	3%	3%	4%	4%	3%
毛利润率	17%	14%	15%	15%	13%
净利润率	8%	6%	7%	8%	9%
杠杆	2017	2018	2019	2020	6t -2021
长期贷款 /所有者权益	0.68	0.5	0.28	0.17	0.15
总债务 / 所有者权益	0.9	0.74	0.59	0.4	0.37
流动性	2017	2018	2019	2020	6t -2021
当前付款	0.99	0.87	0.94	1.03	1.13
快速付款	0.74	0.63	0.86	0.92	1.02
现金付款	0.24	0.19	0.34	0.48	0.47
息税前利润/贷款利息	3	4.5	3.7	4.5	7.5
经营活动现金流量/短期债务	0.23	0.39	0.29	0.32	0.46
短期贷款付款	0.54	0.51	0.63	1.12	1.2

POW 是电力行业的龙头企业之一，具有发展燃气电厂的实力，但由于行业防御性以及近期燃气价格波动的风险，我们不看好POW股在短期内的上涨。从长期来看，该股票的上涨动力将取决于可再生能源项目的发展。目前，POW 股票的公允价格为 13300 越南盾/股，我们对 POW持中立观点。

主营业务:

- 度假房地产
- 贸易-服务 (酒店、人力资源培训..)
- ❖ 市值: 27.80万 亿越南盾
- ❖ 总资产: 56.475万亿越南盾 (2021/6/30)
- ❖ 2019/10/26: 正式在河内市场挂牌交易

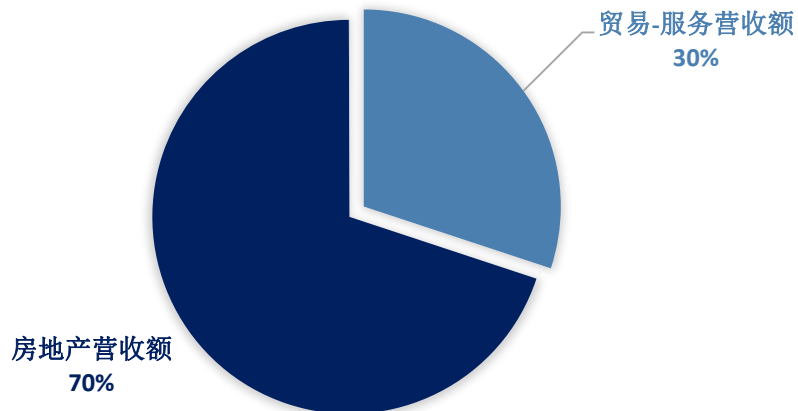
营收额-利润



CEO位于具有旅游发展潜力的重点地区，拥有并开发了近1000公顷的大型土地储备，主要专注于度假房地产。

由于经济增长、城市化率高、可支配收入增加，越南房地产市场的潜力仍然很大，对度假房地产的需求也增加，尤其是日常基础设施。这一点在海防广宁高速公路和广宁的云顿机场投入运营后更加明显，帮助CEO等充满活力的企业利用房地产市场的波动周期（2013年至今）进行新项目开发和业务扩张。

营收分配

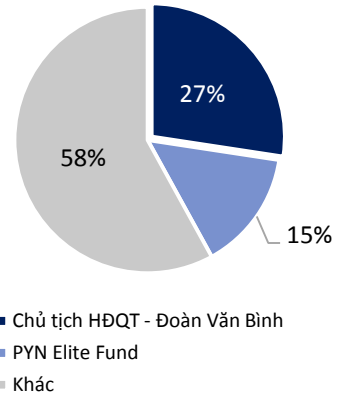


股东:

最大的两个股东是段文苹董事会主席（持股率为26%）和 PYN基金（持股率为14%）。PYN仅属于金融投资，在董事会中没有代表

-> 段文平主席将做出大部分重要决定。此外，企业每年支付10%的股息，并随着CEO多年来的价格波动将其资本增加到每股10,000“。这‘不是真正优选’”。因此，超过50%的流通股会降低CEO在市场上股价的良性上涨。

股东结构



经营模型

CEO 在 2 个主要领域开展业务，包括：房地产和贸易-服务活动

(1) 房地产

这是企业的主要业务板块，占年收入的70% - 80%。CEO 拥有高达 962 公顷的大型土地储备，主要专注于富国（304 公顷）、广宁（383 公顷）、河内（44 公顷）等潜在旅游区的度假房地产。得益于良好的成本价格和度假房地产市场的吸引力，尤其是富国岛，房地产板块的毛利率在过去 5 年逐渐提高至平均 31%-35%。

(2) 贸易-服务

主要来自度假村连锁经营管理、酒店餐厅及出口劳务培训。2017-2019年期间，得益于富国市场游客的稳定增长，收入规模稳步增长。然而，2020年和2021年前6个月，受Covid-19疫情影响，服务收入较去年同期大幅下降，导致国际游客量大幅下降，从而影响房间容量和业务绩效。从长远来看，有效的疾病预防措施将有助于旅游业重回增长轨道，这是业务增长的主要驱动力。

展望与风险

杠杆	2017	2018	2019	2020	2021年前6个月
长期贷款 / 所有者权益	0.40	0.29	0.35	0.41	0.38
总债务 / 所有者权益	0.64	0.69	0.64	0.56	0.59

CEO 在具有巨大开发潜力的地区拥有大量土地储备，尤其是在富国和云顿的项目。风险在于（1）疫情对业务的负面影响；（2）部分“不明”收入在公司流动资产中占比较大，在项目建设资金紧张的情况下，个人贷款应收账款数额还较大；（3）资本的不断增加和财务杠杆的使用造成稀释压力和巨额债务负担，影响经营业绩。

我们高度评价富国岛已完成项目的成功，以及正在开发的 350 公顷 云顿Sonasea，如果疫情过后行业复苏，这些项目将在未来几年带来高额利润。但是目前我们不推荐 CEO 股票。

**主营业务:**

- 经营房地产

- 经营美国拖拉机

- ❖ 市值: 10.549 十亿越盾

- ❖ 总资产: 10.483 十亿越盾 (2021/03/31)

- ❖ 2016/10/05: 正式在胡志明市场挂牌交易

美国拖拉机分销领域的龙头企业。

TCH在全国拥有30家分销商，占越南美国拖拉机市场份额的85%。目前，TCH是Navistar拖拉机的官方独家经销商。在积累了丰富的资金和宝贵的关系后，公司已于 2016 年决定进入房地产市场，并在海防和河内成功完成了许多项目。

2021-2023年阶段的发展战略

➤ **方向:** 汽车经营业务保持稳定，集中资源发展房地产领域，凭借一系列位于海防省的大规模房地产项目，进入突破性增长期。

➤ **目标:** 房地产业务将占企业经营业务的80%，并且将获得专项开发。同时，该公司将开放许多大规模项目，如面积达近3公顷、投资总额达近5万亿越南盾的黄辉Commerce项目；面积为65公顷，投资总额达近2万越南盾的黄辉新城市项目；面积超过70公顷，投资总额达约1.4亿越盾的黄辉绿河项目。

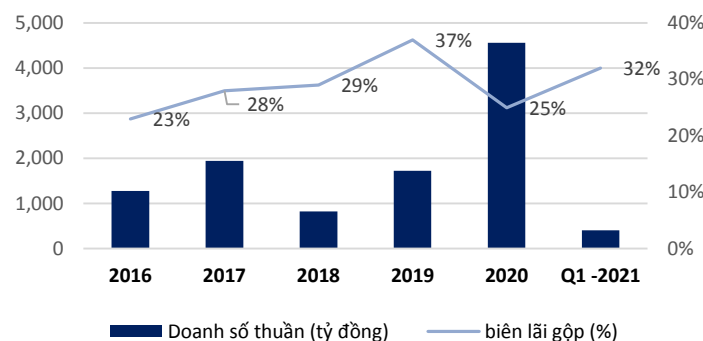
风险:

(1) 受Covid 19疫情影响，房地产行业停滞不前

(2) 中国低价汽车供应商的参与，导致汽车市场竞争激烈

DT - Biên lãi gộp TCH

Nguồn: BCTN, CSI tổng hợp

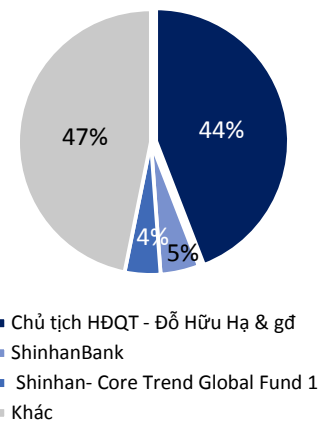
**股东:**

公司董事会主席杜有夏先生和家庭成员持有TCH超过40%的股份比例。

由于公司领导层占超过40%的持股比例，公司创造的价值与领导层的利益相关，从而提高领导层的工作效率。但是，从外部筹集资金几乎将带来一定风险关于利益分配方面，再加上最近公司股票的分散也降低了TCH的吸引力。

Cơ cấu cổ đông

Nguồn: TCH, CSI tổng hợp

**经营模型**

TCH主要专注于2个主要行业：房地产开发和拖拉机分销

(1) 卡车和拖拉机的分销（收入的 60%）

该公司通过全国各地超过35家代理商分销美国拖拉机（Navistar品牌的各类拖拉机）。目前，TCH已对全部代理商展开3S标准模型并且倾向实现100%的代理商达到标准。对于拥有像TCH这样的广泛分销系统的企业来说，这是一个巨大的优势。

(2) 房地产投资和经营（收入的 36%）

自进入房地产市场以来，TCH已通过为海防省改造破旧公寓，建设位于河内的社会住房项目和BT项目积累了许多土地资金。TCH在河内和海防拥有许多土地储备达数十公顷的大型项目，并在不久的将来继续扩张。

TCH经营活动有所放缓：到 2021 年第一季度末，TCH的收入达到 4060 亿越南盾，达到年度收入目标的 10.18%，税后利润达到 1300 亿越南盾，同比下降 40.5%，原因是（1）拖拉机库存为零(2) 新项目的交付被延迟。正在进行的位于海防省大型房地产项目预计将跟上进度，并帮助公司完成 2021-2023 年期间的业务目标。



经营效率不稳定，债务政策不断变化，利益分配给现有股东的风险：

盈利	2017	2018	2019	2020	2021年前6个月
ROE	11%	6%	12%	14%	3%
ROS	25%	32%	31%	20%	25%
总资产周转率	0.03	0.01	0.03	0.08	0.02
Leverage Financial	15.12	13.7	12.94	8.59	6.27
ROA	1%	1%	1%	2%	1%
毛利润率	28%	29%	37%	25%	35%
净利润率	25%	32%	31%	20%	25%
杠杆	2017	2018	2019	2020	2021年前6个月
长期贷款 / 所有者权益	0.01	0	0.09	0	0.01
总债务 / 所有者权益	0.03	0.03	0.09	0.12	0.01
流动性	2017	2018	2019	2020	2021年前6个月
当前付款	4	4.13	1.9	4.89	9.72
快速付款	1.68	2.01	0.78	3.88	6.91
现金付款	1.28	1.2	0.5	2.97	5.64
息税前利润/贷款利息	586	160.5	85.1	11.8	30.8
经营活动现金流量/短期债务	0.91	0.41	0.46	0.7	-0.81
短期贷款付款	3.74	3.58		6.05	

TCH近几年的盈利率不断变化，虽然公司近几年的净利润率一直保持在20%以上，但ROE仍然受到财务杠杆的影响。特别是在过去4年中，有时短期债务为零，但直到明年大幅增加并显著减少长期债务。近2年资金和金融投资额强劲增长超过50000亿越南盾，主要来自外部（非控股股东）募集资金为房地产板块补充资金，而非经营活动，最大利润只有10000亿左右。这给现有股东的利益分配带来了许多风险，并显著降低了TCH股票的吸引力。

我们认为这也是近年股价上涨幅度不大的原因，我们目前不推荐该股。

年	2017	2018	2019	2020	2021年前6个月
税后净利润/亏损	483	268	540	1004	337
少数股东的利益	0	1	0	95	78
母公司股东的利润	483	268	539	909	258

主营业务:

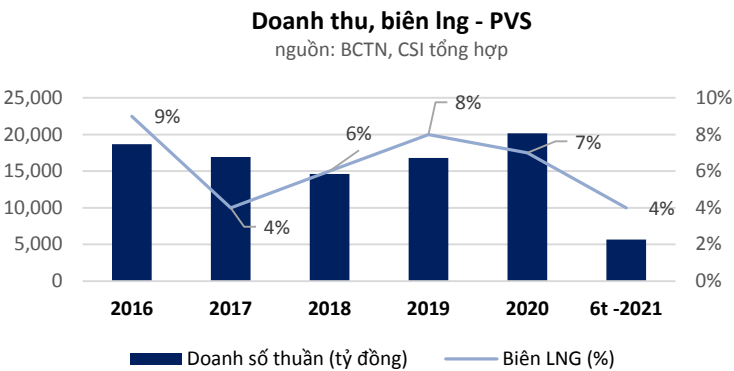
- 提供石油和天然气服务
- 石油和天然气项目的建筑承包商
- ❖ 市值: **13.574 万亿越盾**
- ❖ 总资产: **24.588 万亿越盾 (2021/06/30)**

❖ 2006: 正式在胡志明市场上市交易

PVS是越南提供油气工程服务领域的领先公司，主要提供6项服务：（ 1 ）通过ROV5技术提供地震勘测，工程地质和地下维修，（ 2 ）石油工程船，（ 3 ）港口基地，（ 4 ）机械工程和建设，(5) FSO/FPSO 船舶的供应，(6) 海洋设施的安装、运行和维护。因此，PVS的业务出现在开采石油流程的大部分阶段

PVS正在展开和已经投入运营的项目

项目	投资总额 (百万美元)	PVS的投资额 (百万美元)	时间	备注
白狮第2阶段	500	300	2018-2022	
2号Nam Con Son 管道 第二阶段			2018-2020	
大月黄星	750	750	2018-2020	PVS子公司PTSC-MC为EPCI总承包商
FSO - 70万桶石油		130	10.2018 - 7.2020	租赁合同的价值为1.76亿美元/7年，可再延长8年
Galaf - Qatar	320	320	2019-2020	
龙山炼化	4000	100	2018-2024	
Vopak II		500 tỷ VND	2019-2020	
LNG Thị Vải	280	200	Q3.2019 - Q3.2022	SSCT 负责 69% 的工作，PTSC 负责 39% 的工作，在 40 个月内完成
Nam Du - U Minh	200	200	Q3.2019 - Q3.2022	这是天然气和凝析油田。该油田具有相当好的商业评级，天然气储量为 1710 亿立方英尺和 700 万桶凝析油。
Lô B- Ô môn- 管道	1270	正参与投标中	2018-2025	B区块天然气项目链包括2个组成部分：B区块48/95 和 52/97 区块油田开发项目和 BB - O Mon 区块公路项目 - 开发拥有6800 条 B - O Mon区块 天然气管道的油田。
Lô B- Ô môn- 油田开发	6800	正参与投标中	2018-2026	
蓝鲸	10000	850	2018-2027	
平山炼化厂 NCMR项目	1800		2019-2022	
仁泽燃气热电厂	1500		2019-2023	
宝瓏				
金骆驼				

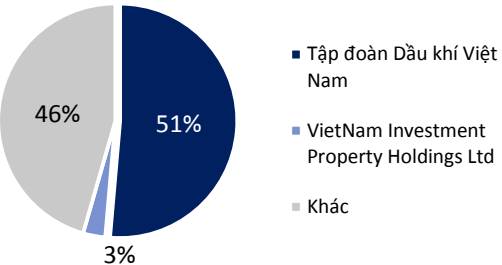


股东:

PVN持有PVS超过51%的股份比例

PVN 支持 PVS 在生产和商业活动中的管理，特别是创造参与在越南提供石油和天然气技术服务的投标机会。

Cơ cấu cổ đông
Nguồn: PVS, CSI tổng hợp

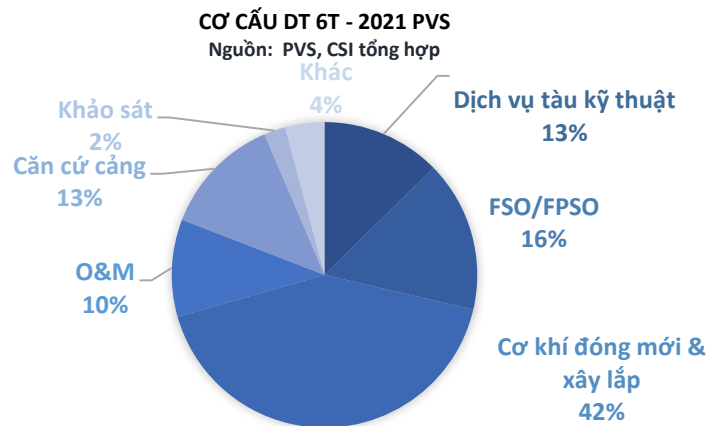


经营模型

指标	2017	2018	2019	2020	6t -2021
ROA	2%	1%	2%	1%	1%
ROE	8%	4%	8%	5%	3%
ROS/净利润率	06%	4%	6%	4%	6%
总资产周转率	0.26	0.25	0.3	0.37	0.1
Leverage Financial	5.24	4.6	4.43	4.24	4.28

PVS在相关行业占有压倒性的市场份额如石油工程船（ 97% ）、石油工程、港口基础服务（ 港口板块 ， 100% ）、浮式仓储服务（ FSO/FPSO ， 60% ）等。PVS 拥有并经营一支由 18 艘服务船、3 个 FSO 浮动仓库和 2 个 FPSO 组成的船队。

因油价波动对重点项目实施进度影响较大，运营效率不高：虽然在众多市场份额较大的大型油气项目的建设中具有诸多竞争优势，但企业营业效率并不高，并且在近几年来变动较大，主要是由于石油价格的变动。与2019-2020年期间一样，受疫情影响，油价下跌和经济生产中断，开采勘探活动有所减少，导致开发工厂，油田项目进度被推迟，而PVS仍必须花费大量资金进行项目投资或机器设备的进口和维修，这导致对经营业绩的评价出现较大波动。2021 年下半年石油和天然气价格上涨的积极信号可能为 PVS 在石油和天然气项目竞标和提供相关服务方面开辟新的机会。



2021年前6个月运营表现:

截至 2021 年第二季度末，PVS 的营收及母公司税后利润分别达到56,820亿越盾（同比负增长 35%）和 2,960 亿盾（同比负增长21%）。2021年第二季度的业务结果，净收入因M&C工作量同期相比下滑。其他项目受疫情影响长期无法入账。新冠肺炎疫情也增加了人工成本，影响企业管理成本。

杠杆	2017	2018	2019	2020	6t -2021
NỢ VAY DH /VCSH 长期贷款/	0.07	0.02	0.05	0.04	0.03
Nợ vay / VCSH	0.09	0.07	0.1	0.09	0.09
流动性	2017	2018	2019	2020	6t -2021
当前付款	1.88	2.07	1.79	1.69	1.86
快速付款	1.82	2	1.62	1.48	1.52
现金付款	1	1.18	1.07	0.87	0.89
息税前利润/贷款利息	26.2	57.9	36.5	6.5	16.8
经营活动现金流量/短期债务	-0.05	-0.06	-0.04	-0.08	-0.06
短期贷款付款	28.57	11.15	12.57	11.6	9.82

财政健康：

PVS 的财务状况相当积极，因为该业务近年来正在努力减少长期债务。

由于这2年的新冠肺炎影响，虽然工作量减少了，但是PVS还得支出资金维持正常的运营，所以企业的现金流没有往年充足，降低偿债能力的现金偿债率。

在我们看来，近期油价上涨的利好消息会降低油气项目延迟实施的风险，并给PVS在将来增加劳动力供应服务、恢复业务效率的机会。目前的价格与该股的前景和风险相当契合，建议持有PVS。

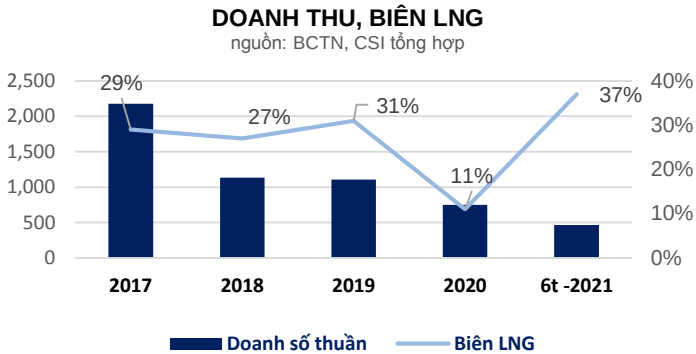
主要经营业务

- 房地产开发经营
- BOT收费站建设项目
- ❖ 注册资金：26860亿越盾
- ❖ 市值: 28480亿越盾
- ❖ 总资产: 99570 亿越盾

HUT是交通基础设施建设领域的龙头企业，近期，公司正逐步向房地产和交通收费两大领域转型，占收入占比分别为12%和78%（2020年）。顺南19太阳能发电厂项目成功后，HUT以太阳能和风电产品类型为导向开发能源市场，主要在投资、自然条件方面拥有优惠政策的地区。

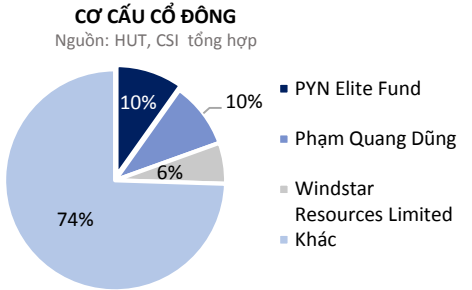
正在开发并运营的项目

STT	房地产项目	投资资金	收费站（BOT）	投资资金	运营时间
1	Foresa Villa	28500亿越盾	BOT (Q广平省)	19830亿越盾	2015年7月
2	Xuan Phuong Residence	11000亿越盾	BOT 21	38000亿越盾	
3	South Building	2110亿越盾	BOT 39 (太平省)	5500亿越盾	2017年1月
4	Foresa 美庭	35000亿越盾	BOT 10	28150亿越盾	2019年1月
5	48 Tran Duy Hung 豪华公寓项目	7000亿越盾	BOT 福寿省32国道		
6	外交官的住房项目。	23660亿越盾	BOT 东兴	4340亿越盾	2021年5月
7	企业办公项目。	7000亿越盾		4870亿越盾	2018年7月
8	39号 Thanh Ne-BT项目		BT39	18820亿越盾	2015年



股东:

外资基金PYN Elite Fund目前持有HUT 9.83%的股份，也是该公司的第一大股东。同时，范光勇先生（董事长）持有9.68%的股份。因此，HUT 的自由流通比率达到了95%，帮助该股票获得了市场投资者的关注。



财政指标

指标	2020	2021	TTM
净利润	1,107 tỷ	751 tỷ	871 tỷ
母公司税后利润	53,6 tỷ	-235 tỷ	-301 tỷ
EPS	199	-875	-1,121
ROE	1.41%	-7.87%	-10.29%
ROA	0.08%	-0.44%	-0.54%

竞争优势

- 作为基建行业的著名品牌，与交通运输部有着良好的合作关系，获得了多项重点项目。
- 运输价猛涨的情况下，企业在运营诸多收费站（BOT）项目

风险

- (1) 债款-资产比例相当高（1.85倍），使得公司在实施项目时难以举债。
- (2) 利息覆盖率已经下降至极低的水平，甚至在某些季度，EBIT 不足以支付利息费用。
- (3) 约50%的交通收费站（BOT）项目收入减少，许多项目面临亏损风险，收入不足以支付银行利息，实际车流量低于预期，加上在BOT收费站许多司机的创造的压力，减少了每辆车的过路费。

2021年第二季度及前6个月的经营报告

年化	2017	2018	2019	2020	6t -2021
净营收	2,178	1,136	1,107	751	464
成本	-1,545	-824	-765	-665	-291
毛利润	632	312	342	85	173
财政收入	38	99	105	60	5
财政费用	-171	-142	-257	-238	-166
贷款利息费用	-168	-140	-256	-197	-166
(2015年起) 合资公司的利润/亏损	11	2	13	-11	3
销售费用	-31	-34	-15	-28	-38
企业管理费用	-109	-147	-112	-121	-44
经营的活动利润/亏损	369	90	76	-252	-67
其他收入	7	11	5	13	3
其他费用	-9	-8	-8	-8	-3
其他净收入	-2	4	-3	5	-1
合资公司的利润/亏损	0	0	0	0	0
税前的利润/亏损	368	94	73	-247	-68
目前企业所得税	-70	-28	-28	4	-5
延期企业所得税	0	0	0	0	0
企业所得税费用	-70	-28	-28	4	-5
税后利润/亏损	298	66	45	-243	-74
少数股东的利益	-7	-12	-9	-8	-3
母公司股东的利润	305	77	54	-235	-71

HUT是越南北方一家大型基础建设投资企业，一系列的BOT（收费站）项目每年带来稳定的现金流。自2016年以来，得益于基础设施项目的土地基金，HUT逐渐将业务转向房地产投资经营。我们对该企业每年的定向增发或大量股份分拆的政策并不满意。目前其股价为每股10.000万越盾左右，HUT的前景及风险适中。

2021年第二季度，Tasco收入达到2269亿越盾，同比增长28.7%；税后利润为负 490亿越盾，同期相比为负 147亿盾。因此，这是Tasco连续第 5 个季度亏损。

期内，毛利润同比增长13.9%，相当于增加100.4亿越盾至821亿越盾；财务费用增长42.8%，相当于增加248.2亿盾至828亿盾；销售费用也从去年第二季度的不到30亿越盾大幅增加至296亿越盾，而企业管理费用则增加了20亿越盾至227亿盾。上述原因导致Tasco的经营净亏损460亿盾。扣除费用、税金，Tasco在第二季度亏损了490亿越南盾，这也是该公司连续第 5 个季度出现亏损。

Tasco对于成本大幅增加的原因表示，主要原因在于VETC自动收费有限公司实施不停机自动收费系统和车载控制系统的项目，该项目自1 号及14号国道（西原省的部分）。

累计2021 年前 6 个月，HUT 的收入同比增长 34.9%，达到 4629 亿越盾，税后利润为负736亿越盾，同期相比为负92亿越盾。因此，截至2021年6月30日，累计税后未分配的利润仅为103亿越盾，低于年初的806亿越盾。

据了解，2021年内，HUT的商业计划为总收入9000亿越盾，税后利润为负1000亿盾。