

越南电力行业报告

越南建设证券研究中心 - 行业分析部

越南建设证券股份有限公司



目录

I. 越南的生产能力和电力需求 2

II. 规划未来的电力开发..... 4

1. 水力发电 6

2. 燃煤热电 7

3. 燃气热电 7

III. 燃料来源足以满足电力生产需求 8

1. 煤炭 8

2. 天然气 9

3. 石油 9

VII.电力行业市值最大的十强企业企业 10

综合报告

I. 投资论点

- 多年来，电力需求持续增长。工业化和城市化进程加速发展促使当前的电力努力并不断发展，以充分满足日常生活和生产的需求。在 2014 年越南全国商业用电量为 1284.3 亿千瓦时，产出电量与进口电量为 1433 亿千瓦时。到 2017 年，商业用电量达到 1740.5 亿千瓦时；产出电量达到 1924.5 亿千瓦时，进口电量的比重围绕 1-3%/ 年的波动区间。
- 根据越南电力集团（EVN）的数据，2020 年前 5 个月，越南电力产量达 974.1 亿千瓦时，比去年同期增长 1.9%。预计 2020 年电力产量将约达 2610 亿千瓦时，比 2019 年增长 9%。
- 为了充分满足全国的用电量，EVN 促进了热源的发展。煤炭和天然气材料的热能在电力结构中占很大比例。EVN 的数据显示，2020 年第一季度，煤炭和天然气热电分别占总电力的 59.2% 和 16.5%。但是，这两个热源也缺乏输入材料。
- 由于国内油田的天然气逐渐用尽，预计今年的燃气发电厂将继续面临天然气供应困难的问题。因此，为了确保燃气热电厂的运行，必须进口天然气燃料源，或部分转而使用石油燃料。这会影响企业的盈利。
- 但是，据专家称，未来三年燃气热电厂的前景将再次乐观。当黄星-大月，天鹰-大熊，白狮子（第二阶段）的项目开始运营时，因九龙山气田减少而造成的天然气短缺将得到弥补。

II. 行业风险

- 原材料价格的波动将直接影响企业的销售成本

III. 电力行业典型企业

- 海防热电股份公司 (Upcom: HND)
- 仁泽二号电力油气股份公司 (HSX: NT2)

越南电力行业报告

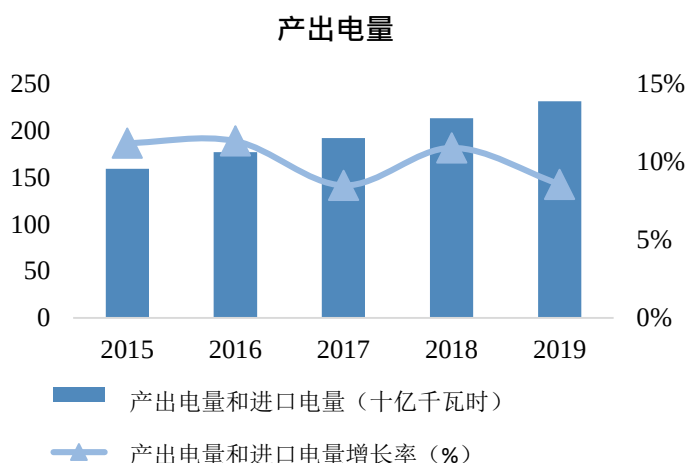
(2020 年 7 月)

I. 越南的生产能力和电力需求

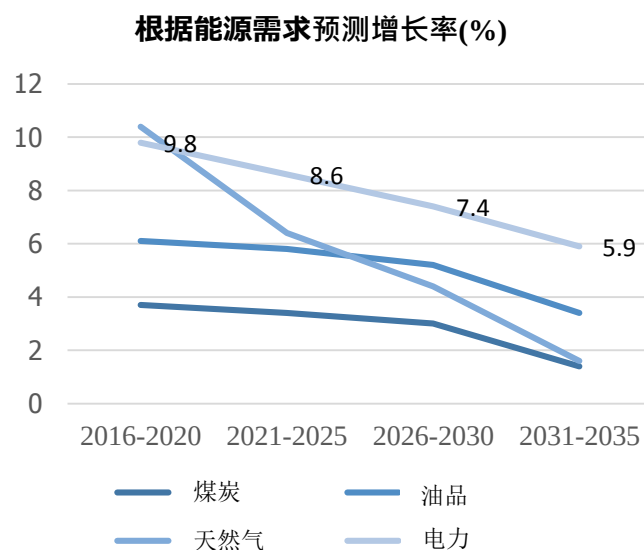
随着越南经济的发展，越南的电力需求正日益增加，并且有望在未来继续发展。因此，电力行业是越南关键行业之一，也是吸引大量投资的行业。关于增长率，越南的经济预计将在 2018 年至 2020 年之间增长 6.5%，高于地区平均水平，并是全球平均水平的两倍以上。

此外，越南是能够吸引大量外国投资的国家之一，最明显的证据是多年来外商直接投资企业的数量和规模均增加。特别是在 2017 年，越南的外商直接投资总额达到 358.8 亿美元，比 2016 年增长 44.4%。电力行业的发展对国家的工业化和现代化过程，以及整个经济的发展具有重要意义。

电力行业在直接影响着整个国家的生产和商业活动中发挥着重要作用，近年来该行业已取得长足的进步，商业用电量、产出电量与进口电量平均增加 11% 以上/年。在 2014 年越南全国商业用电量为 1284.3 亿千瓦时，产出电量与进口电量为 1433 亿千瓦时。到 2017 年，商业用电量达到 1740.5 亿千瓦时，产出电量达到 1924.5 亿千瓦时，进口电量的比重围绕 1-3%/年的波动区间。表明越南的电力需求逐年迅速增长。



(来源: VNCS 总结)



(根据 2017 年能源发展报告)

根据越南能源研究所的计算结果，2015 年至 2035 年期间的总能源需求预计将增长 4.7%，到 2035 年将达到 1.345 亿 TOE。在各种燃料中，在 2016-2035 年期间，预计电力增长率将达到 8%/年，并

且占最高比例。天然气，石油和煤炭产品分别增长 5.7%/年，5.1%/年和 2.9%/年。由于越南各行业的生产活动日益发展，电力需求的增加是不可避免的。到 2020 年，各行业的用电占比如下：

- 建筑业占 55.3%。
- 管理居民消费占 33.3%。
- 商业服务业为 5.8%。
- 农林水产业和其他活动分别占 1.7%，4.0%。

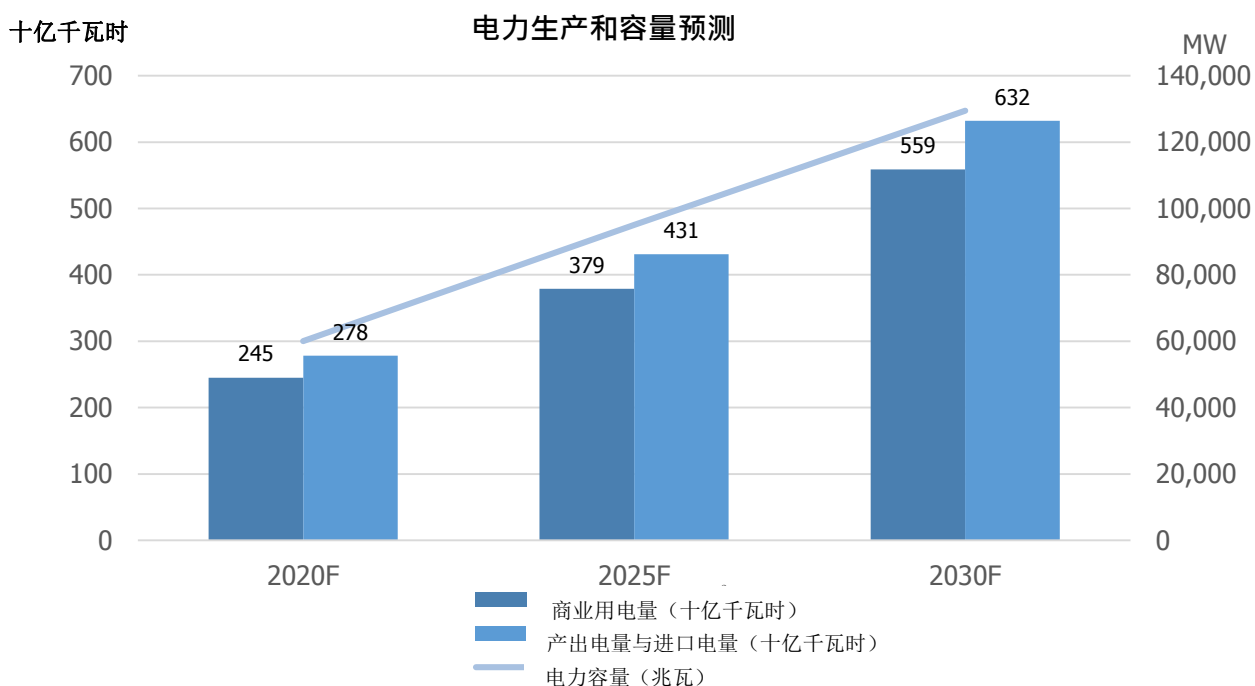
随着能源需求将继续增长的预测，预计电力行业在未来几年将继续强劲增长。电力在能源消费结构中所占的比重越来越大。截至 2035 年，预计电力需求每年将增长 8%，在 2016-2035 年期间，预计商业用电将增长 7.9%/年。根据修订后的《电力计划七》：

商业用电量：在 2020 年约为 2350-2450 亿千瓦时；在 2025 年约为 3520-3790 亿千瓦时；到 2030 年约为 5060-5590 亿千瓦时。

产出电量与进口电量：在 2020 年约为 2650-2780 亿千瓦时；在 2025 年约为 4000-4310 亿千瓦时；到 2030 年约为 5720-6320 亿千瓦时。

预计全国电力容量在 2020 年，2025 年和 2030 年将分别为 60000 兆瓦，96500 兆瓦和 129500 兆瓦。

目前，越南每年仍必须平均从中国和老挝进口 2.4% 的电力，而且根据上述关于越南电力需求增长的预测，表明越南电力行业始终可以保证电力的输出潜力。



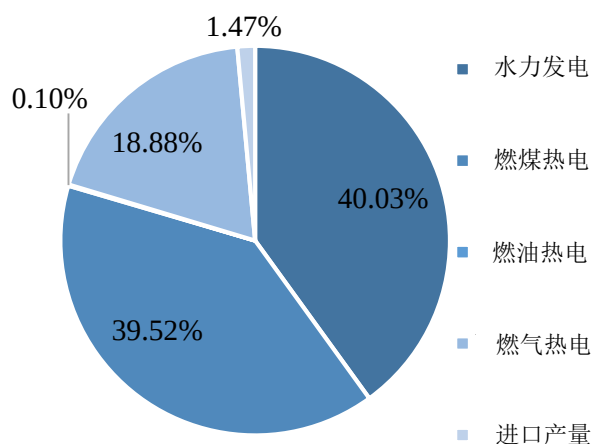
(根据调整后的 电力规划 VII)

II. 规划未来的电力开发

越南的发电厂集中在三个方面：水力发电，燃煤热电和天然气热电。

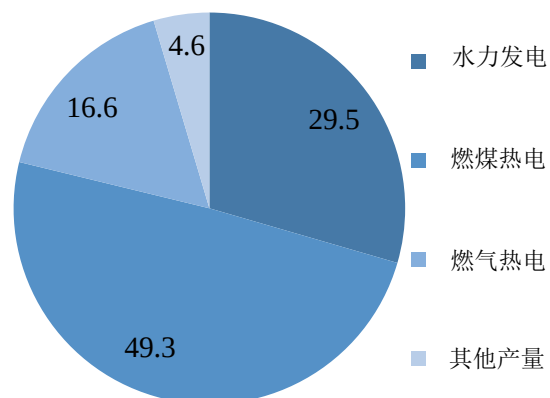
电力供应主要基于水力发电和煤炭热电，而天然气热电（南方的主要电力供应）尚未专注发展。由于具有山岳地形和大河，大型水力发电厂集中在北部。同样，因为越南最大的煤矿位于广宁省，所以燃煤发电厂大多建设在北部。

2018年各组电力产量(%)



(来源: VNCS 总结)

2020年各组电力产量(%)



(根据调整后的 电力规划 VII)

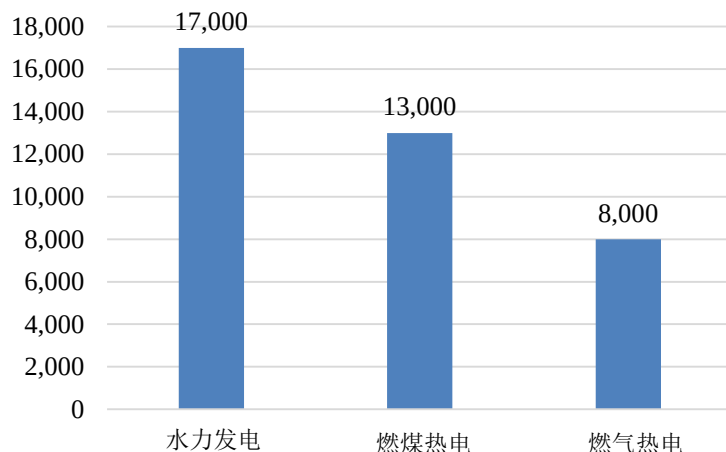
根据调整后的 电力规划 VII，越南的发电行业正在将开发投资转换为热力发电厂。

在产量方面，2020 年，水电将占总产量的 29.5%；煤炭热电将占总产量的最大比例，占总产量的 49.3%；天然气热力发电占 16.6%。

在容量方面，2020 年，水力发电厂的总容量为 21,600 兆瓦；天然气热电的总容量为 9,000 兆瓦；煤炭热电的最大总容量为 26,000 兆瓦。

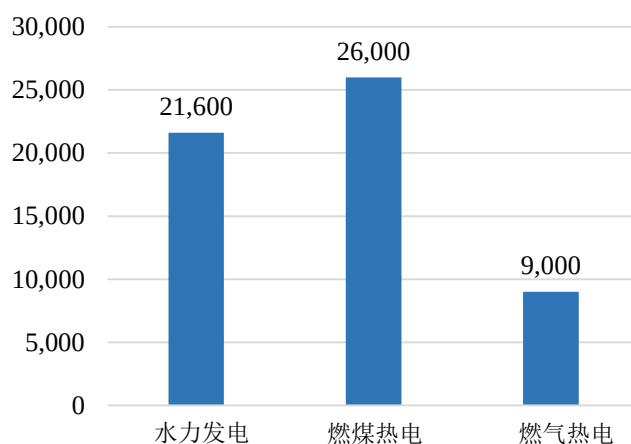
能源资源丰富，特别是越南的煤炭和天然气资源储量大，是将投资从水力发电厂转移到热力发电厂的主要原因。此外，天气的影响也是水电的一个缺点，我们很难预测。

2016年各组容量
(MW)



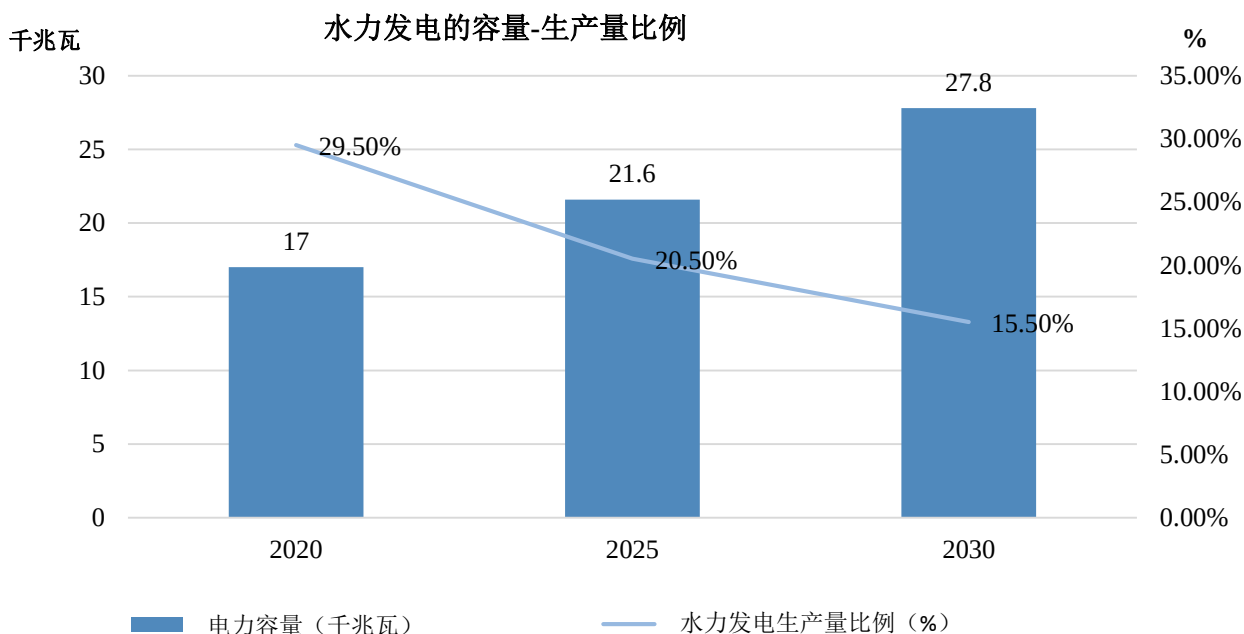
(来源: VNCS 总结)

2020年各组容量(MW)



(根据调整后的 电力规划 VII)

根据政府的电力规划 VII，优先发展水力资源，特别是具有共同利益的项目（防洪，供水，发电）；根据国家电力系统的发展，研究将抽水蓄能电站投入运营，以提高电力系统的运行效率。水力资源的总容量（包括中小型水力发电，抽水蓄能电站）将从现在的近 17,000 兆瓦增加到 2020 年的约 21,600 兆瓦，到 2025 年将约达 24,600 兆瓦（抽水蓄能电站 1,200 兆瓦），到 2030 年将达到约 27,800 兆瓦（抽水蓄能电站 2,400 兆瓦）。2020 年，水力发电将占全国能源比例的 29.5%，2025 年将占约 20.5%，2030 年将约占 15.5%。

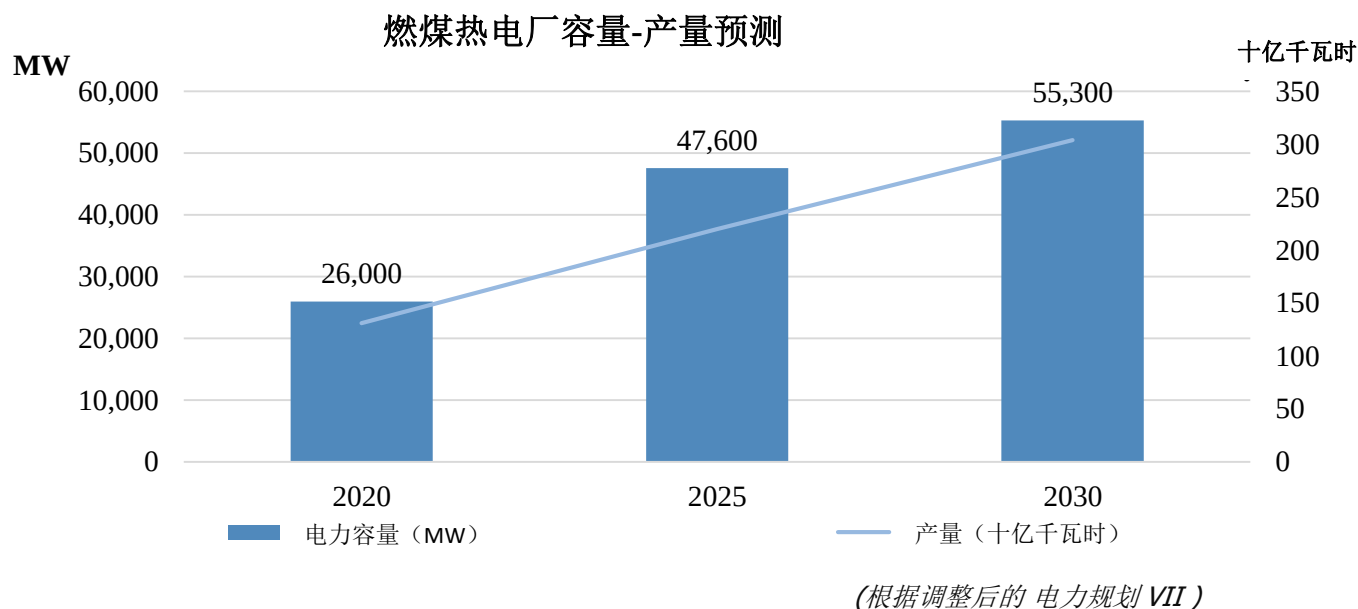


(根据调整后的 电力规划 VII)

燃煤热电

根据以上数据，热力发电占全国总发电量的 50% 以上，尤其是燃煤热电占 40%。

根据电力规划 VII，针对燃煤热电：最大限度地利用国内煤炭资源发展燃煤热电厂，优先考虑将国内煤炭用于北部地区的燃煤热电厂。



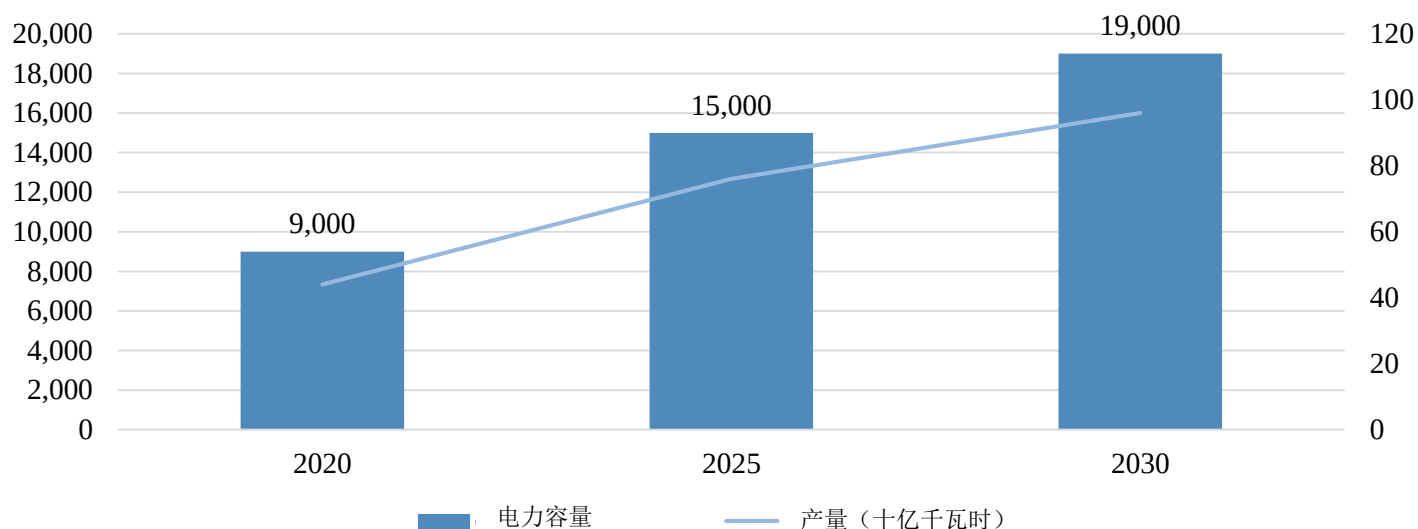
2020 年，燃煤热电厂的总容量将约达 26,000 兆瓦，发电量约 1,310 亿千瓦时，约占总发电量的 49.3%。到 2025 年，燃煤热电厂的总容量将约达 47,600 兆瓦，发电量约为 2,200 亿千瓦时，约占总发电量的 55%。到 2030 年，燃煤热电厂的总容量将约达 55,300 兆瓦，发电量约为 3,040 亿千瓦时，约占总发电量的 53.2%。

燃气热电

根据电力规划 VII，以合适的比例调整和发展热力发电厂，以适应燃料源的供应和分配能力。

因此，使用天然气和液化天然气（LNG）的热电将发展如下：2020 年，总容量将达 9,000 兆瓦，电力产量约 440 亿千瓦时，占电力总产量的 16.6%；到 2025 年，总容量将达 15,000 兆瓦，电力产量约 760 亿千瓦时，占电力总产量的 19%；到 2030 年，总容量将达 19,000 兆瓦，电力产量约 960 亿千瓦时，占电力总产量的 16.8%。

燃气热电厂容量-产量预测

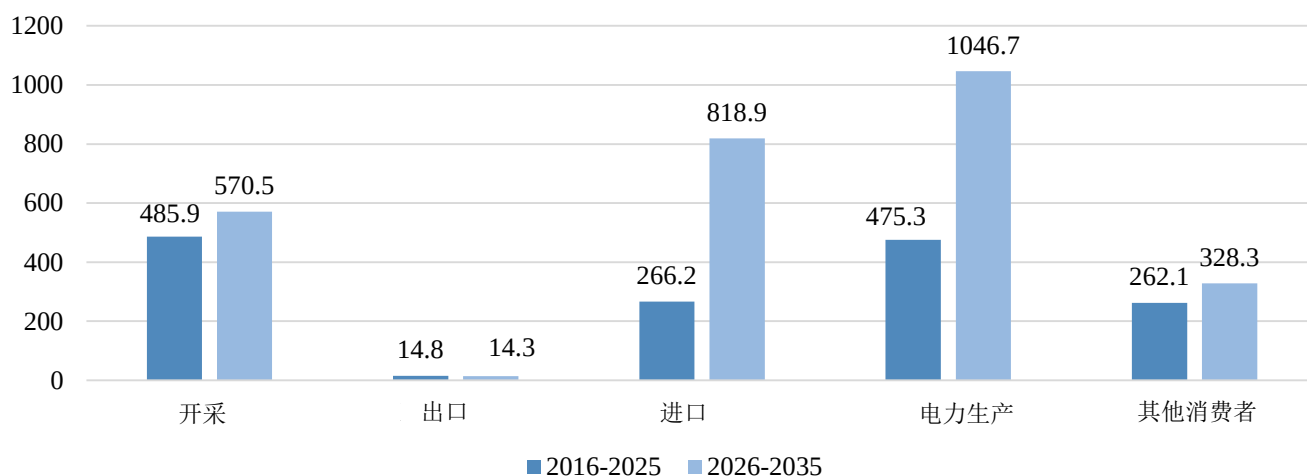


(根据调整后的 电力规划 VII)

III. 燃料来源足以满足电力生产需求

煤炭

煤炭产量预测(百万吨)



(根据 2017 年能源前景报告)

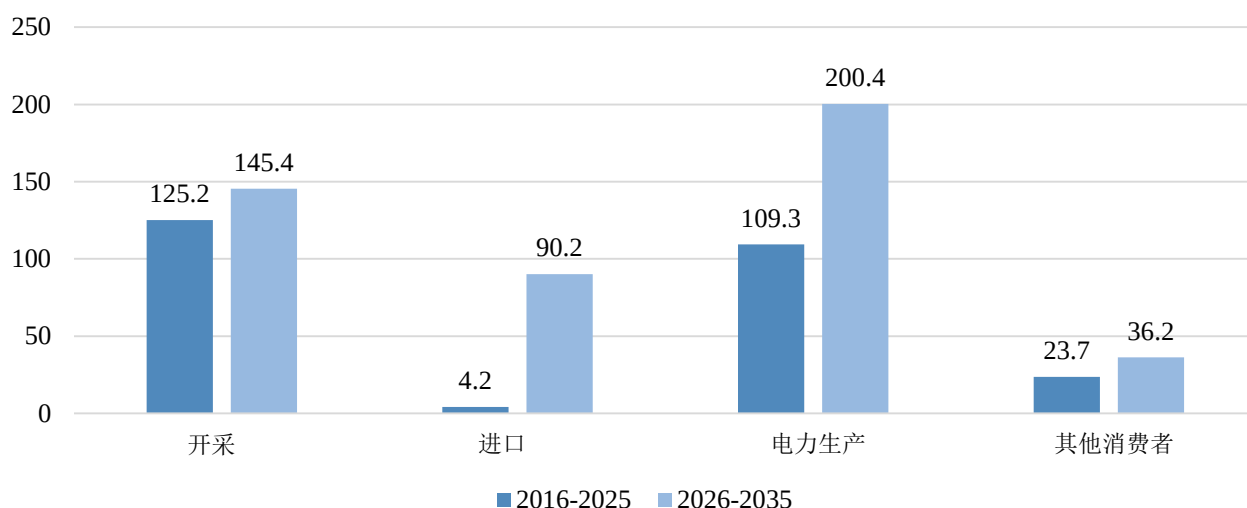
根据越南工贸部的预测，2016-2025 年期间开采和进口的煤炭总产量将分别为 4.859 亿吨和 2.787 亿吨，用于其他消费者的煤炭产量将为 2.621 亿吨。2016-2035 年期间的开采和进口总产量分别为 10.564 亿吨和 10.815 亿吨。

根据计算结果，2016年煤炭产量降至4100-4400万吨/年；而到2030年，国内煤炭将被充分利用，年产量约为6000万吨。。进口煤炭产量将从2016年的1330万吨/年增加到2025年的5040万吨/年和2035年的1.072亿吨/年。

随着电力需求的增加，开采和进口的煤炭总产量足以满足电力生产需求。

天然气

天然气产量预测(十亿立方米)



(根据2017年能源前景报告)

根据越南工贸部的预测，2016-2025年期间国内天然气总产量将达1252亿立方米。在2026-2035年期间，开采的天然气产量增加至1,454亿立方米，比上一时期增长16%。

在2016-2025年期间和2026-2035年期间，电力生产的天然气产量分别为109.3和200.4亿立方米，其他消费者的天然气产量分别为23.7和36.2亿立方米。天然气的有效开采和进口将有助于确保发展天然气的能源，尤其是发展燃气发电以及整个电力工业。因此，越南的天然气开采将在每个阶段得到改善：

- 在2016-2020年期间达110-150亿立方米/年
- 在2021-2025年期间达130-270亿立方米/年
- 在2026-2035年期间达230-310亿立方米/年

石油

预计在未来几年中，将彻底的开采原油能源。具体来说，根据越南工商部的预测，石油开采产量将通过以下阶段快速增长：

- 在2016-2020年期间：国内石油开采量达到10-15百万吨/年，国外石油开采量达到2-3百万吨/年，汽油产量达到10-11亿立方米/年；

- 2021 年-2025 年期间：国内石油开采量达到 6-12 百万吨/年，国外石油开采量超过 200 万吨/年，汽油产量达到 13-19 亿立方米/年；
- 2026 年-2035 年期间：国内石油开采量达 500 至 1200 万吨/年，外国石油开采量超过 200 万吨/年，汽油产量达到 170-210 亿立方米/年。

VII. 电力行业市值最大的十强企业

证券代码	平均流通股 (百万股)	市值 (十亿越盾)	账面价值 (越盾)	每股收益 (越盾)	市盈率	市净率	ROE (%)	权益 负债率 (倍)	平均 3 个 月的成交量 (交易 日: 2020 年 7 月 3 日) (股)	平均 3 个月 成交总额 (交易日: 2020 年 7 月 3 日) (百万越 盾)
POW	2.342	22.646	11.670	878	11	0,8	7,02	0,91	6.141.508	60.764
PGV	1.070	10.807	10.576	185	54,6	0,9	1,71	5,51	2.269	24
DNH	422	10.560	13.727	1.889	13,2	1,8	13,59	0,49	138	3
HND	500	8.733	12.778	2.607	6,7	1,4	21,47	1,04	211.194	3.723
PPC	321	7.775	18.942	3.618	6,7	1,3	19,49	0,13	191.931	4.725
NT2	288	6.348	14.958	2.640	8,3	1,5	18,21	0,76	437.186	8.872
QTP	450	5.268	10.865	1.107	10,6	1,1	10,65	1,18	86.973	986
GEG	202	4.180	11.725	1.333	15,4	1,8	10,52	1,51	429.453	8.865
VSH	207	3.630	15.264	397	44,3	1,1	2,63	1,88	19.248	341
SBH	124	3.168	16.517	2.374	10,7	1,5	14,54	0,06	143	4

建议：增持
目标价格（越盾）：21.000
目标涨幅：17%
股息：16%
股息收益率：8.9%

最近 6 个月股价的变动



目前价格（越盾）：17.900
上市总股本：500.000.000
注册资金（十亿越盾）：5.000
市值（十亿越盾）：8.900
外资持股比例：0%

主要指标：

指标	2017	2018	2019
EPS (越盾)	708	769	2.345
BV 越盾	18.190	19.054	22.603
股息(%)	3.5%	7.5%	16%
ROA(%)	2.45%	2.94%	8.87%
ROE(%)	8.00%	7.81%	19.72%

主营业务

海防热电股份公司 (HND) 成立于 2002 年，总注册资本为 5 万亿越南盾。HND 从事电力项目建设，电力生产和销售的投资管理，以满足电力系统对电力的需求，并为经济高速增长的三角地区（河内-海防-广宁）提供稳定的电力供应。

来源：VNCS 总结

HND 将在 2020 年持续突破

海防热电股份公司财务指标

指标	2017	2018	2019	2020F
净收入 (十亿越盾)	9.095	9.527	11.301	12.996
收入增长率	-0.68%	4.75%	18.6%	-7.42%
毛利润 (十亿越盾)	1.706	1.592	1.756	2.079
毛利率	18.7%	16.7%	15.5%	16%
税后利润 (十亿越盾)	396	425	1.173	1.348
税后利润增长率	37.9%	7.3%	176%	15%
税后利润率	4%	4%	10%	10%
每股收益 (越盾)	708	769	2.345	2.700

投资论点：

- 越南电力工业的发展潜力仍然非常广阔，越南电力产量年均增长率超过 11%。此外，到 2035 年，越南用电需求量预计增加 8%/年，而越南仍然需要从其他国家进口电力，这些有利因素将为电力行业企业的积极发展注入动力。
- 在以下方面，HND 继续在全国热力发电厂中保持领先地位：发电厂的总容量占越南总电力容量的 11%，发电厂数量在越南排名第二，电力产量占越南电力总产量的 13%。
- 企业的收入和税后利润均逐年波动，其中企业的收入取决于公司的年均电力产量和销售价格，而 HND 的净利润取决于原材料价格的波动以及长期外币贷款的汇率波动。
- 我们评估，HND 将超额完成年度业务计划，其母公司的税后利润为 1.348 万亿越南盾，相当于 EPS 为 2700 越南盾/股。

投资风险：

- 原材料价格的波动将直接影响企业的销售成本。
- 长期贷款主要是外币，因此企业可能会面临汇率波动的风险。

投资建议：

通过运用市盈率 P/E 计算方法，我们预计 HND 股票的公允价值为 2.1 万越盾/股，比当前市价 1.79 万越盾/股高 17%。因此，越南建设证券建议各位投资者对 HND 股票进行 6-12 个月的中长期投资。

建议: 增持
目标价格 (越南盾): 24.700
目标涨幅: 10.5%
股息: 25%
股息收益率: 10.1%

最近 6 个月股价的变动



目前价格 (越南盾) 22.350
上市总股本 287,876,029
注册资金 (十亿越南盾) 2.878
市值 (十亿越南盾) 6.448
外国投资者持股比例 18.2%

主要指标:

指标	2017	2018	2019
EPS (越南盾)	2.716	2.638	2.540
BV (越南盾)	17.317	12.795	14.336
股息(%)	20%	25%	25%
ROA(%)	7.06%	8.31%	9.19%
ROE(%)	16.4%	18.1%	19.3%

主营业务

仁泽二号电厂在 2011 年正式投入运行, 设计容量为 750 兆瓦。2017 年, 该电厂完成了检修并将其容量提高至 774 兆瓦。仁泽二号电力油气股份公司于 2015 年 6 月正式在胡志明证券交易所 (HOSE) 上市交易。

来源: VNCS 总结

NT2 -长期前景乐观

仁泽二号电力油气股份公司主要财务指标目标

指标	2017	2018	2019	2020F
净收入 (十亿越南盾)	6.761	7.670	7.654	7.177
收入增长率	-15.3%	13.4%	-0.2%	-6.2%
毛利润 (十亿越南盾)	1.393	1.015	974	861
毛利率	20.6%	13.2%	12.7%	12.0%
税后利润 (十亿越南盾)	810	782	754	713
税后利润增长率	-25.4%	-3.4%	-3.6%	-5.4%
税后利润率	12%	10.2%	9.8%	9.9%
每股收益 (越南盾)	2.716	2.638	2.540	2.476

投资论点:

- 多年来, 电力需求持续增长。根据 EVN 的数据, 2020 年前 5 个月, EVN 系统的发电总量达到 974.1 亿千瓦时, 比去年同期增长 1.9%。
- NT2 继续以 750 兆瓦的容量在全国天然气发电厂中保持领先地位, 年发电量超过 45 亿千瓦时。
- 2019 年, 由于气田的减少以及没有新增气田, 呈现气源缺乏的状况。特别是在市场的高峰时期, NT2 汽油原料缺乏, 使收入和净利润下降。因此, NT2 的收入仅达到 76540 亿越南盾, 微降 0.21%; 净利润达 7540 亿越南盾, 同比下降 3.58%。
- NT2 将于 2021 年还清债务。在 2020 年第一季度末, 短期和长期债务余额为 1.8 万亿越南盾。预计到 2021 年第一季度和 2021 年第二季度, NT2 将还清所有贷款。这将有助于公司大幅降低由于利率和汇率损失而产生的财务费用, 特别是在美元和欧元兑越南盾汇率上升时 (估计减少约 2000 亿越南盾/年)。
- 我们估计, NT2 可以超额完成母公司股东提出的年业务计划, 税后利润达到 7130 亿越南盾, 相当于 EPS 为 2476 越南盾/股。

投资风险:

- 原材料价格的波动将直接影响企业的销售成本。
- 该企业的长期贷款主要是外币, 因此企业可能会面临汇率波动的风险。

建议:

运用市盈率的计算方法, 我们估计 NT2 的公允价值为 2.47 万越南盾/股, 比目前市价 22350 越南盾/股高 10.5%。因此, 越南建设证券建议投资者对 NT2 股票进行 6-12 个月的中长期投资。

VNCS 研究所——邮箱: vncs.research@vn-cs.com

作者: 武倭阳

分析专员

邮箱: duongvt@vn-cs.com

VNCS 研究所

杜宝玉

副总兼 VNCS 研究所所长

邮箱: ngocdb@vn-cs.com

宏观经济&股市行情分析部

刘志抗

宏观经济&股市行情分析部门副主
管

邮箱: khanglec@vn-cs.com

杜氏红

宏观经济&股市行情分析部门专员

邮箱: huongdt@vn-cs.com

杨光明

宏观经济&股市行情分析部门
专员

邮箱: minhdq@vn-cs.com

企业&行业分析部

武倭阳

分析专员

邮箱: duongvt@vn-cs.com

陈武芳连

分析专员

邮箱: lientvp@vn-cs.com

越南建设证券股份有限公司

河内市纸桥君中和坊陈维兴路 117 号 Grand Plaza 大厦

联系: +84 24 3926 0099 • 官网: <http://vn-cs.com>