

平阳环境 - 水股份公司(BWE)

更新日 **2020/05/13** 日

建议	加仓
目标价格 12 个月 (VND)	24800
上涨空间	15.7%
股利率	5.6%
收益率	21.3%

预期营收

十亿 VND	2018	2019	2020F
营收	2,198	2,546	3,022
增长	22%	16%	19%
归母净利润	325	476	505
EPS (VND)	1733	2540	2693
P/E forward			8,0
股息(VND)	700	1000	1200
ROE (%)	8.7%	15.1%	21.4%

6 个月股价走势图



2020/05/12 日个股资料

市价 (VND)	21500
流通股数 (亿)	1.5
资本额 (十亿 VND)	1500
市值 (十亿 VND)	3225
52 周上涨空间 (VND)	16000-27500
外资持有%	9.36%
外资持有比例%	49.00%

来源: MBS 综合

继续积极增长

投资论点

我们建议加仓平阳环境水股份公司 (BWE)，目标价格为 **24800 越盾/股**，由于以下因素：(i) BWE 是上市水务行业之中的龙头企业并保持为在平阳省独家供水权的单位，平阳省继续成为全国吸引外商直接投资最多的省份之一(ii) 供水营收保持高速增长的趋势，以及 (iii) 在人口强劲增长和快速城市化的背景下，为了满足日益增长的需求，BWE 已投资扩大供水厂和废物处理厂。

- **上市水务行业之中的龙头企业。**BWE 供水能力仅次于首德 (Thu Duc) 供水公司，但运行效率领先全国，同行业公司营收和利润最高。2019 年 营收及税后利润达 2,546 万亿越盾及 4760 亿越盾，远高于排名前 2 的堤岸 (Cho Lon) 供水公司的营收及税后利润，分别为 1,067 万亿越南盾和 220 亿越南盾。水量漏损率为 5.54%，远低于行业平均为 18%。
- **在平阳省独家供水权的单位。**BWE 供水能力达到 550000 立方米/天，供水范围覆盖平阳省所有城镇、中心区。
- **财务健康、盈利能力强。**2019 年由于在平阳省给排水的需求提高，所以 BWE 已扩大生产能力，导致其的资产负债率高达 43%。但 BWE 仍然保持流动比率为 1.13 倍，速动比率为 0.62 倍。
- **在平阳省工业区各厂商提供给排水的需求大幅增加。**

亮点数字

2020 年第一季度税后利润大幅增长为 27%，达 1320 亿越盾因为 (i) 新增客户数量 6458 客户，增加 5.16%，(ii) 本地处理的废物量增加。

净利润及股票价格预测

我们预测 BWE 于 2020 年税后利润可达 4920 亿越盾，同比增长 19%。供水能力增加 20%，平均售价提高 5%，成本削减。

我们评估 BWE 的目标价格为 24800 越盾/股，是使用 P/E 及 EV/EBITDA 方式评估。P/E forward 约 9.2 倍 (EPS 2020F 约 2693 越盾)。

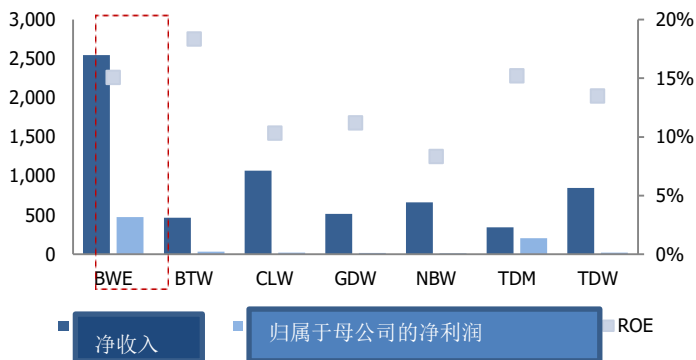
2020 年第一季净利润增加 27%

2020 年第一季 BWE 营收增长比率比同行业公司高 49%，达 7330 亿越盾，因为：(i) 新增客户数量 6458 客户，同比增长 5,16%，以及(ii) 本地处理的废物量增加。

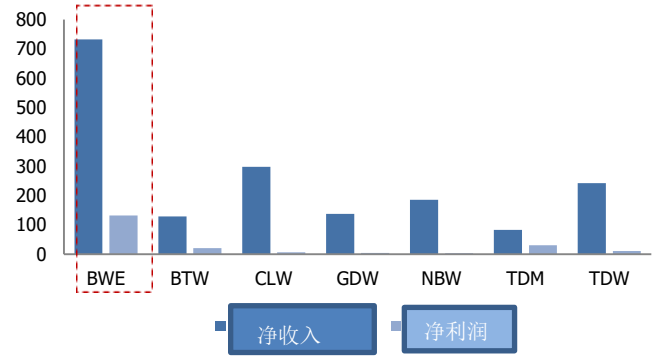
虽然营收增长 49%，但 净利润仅增长 27%达 1320 亿越盾，因为：(i)BWE 对诸多大项目进行扩建及维修保养，导致公司借款大幅增加，所以借款费用在 2019 年第一季度从 150 亿越盾增至本季为 350 亿越盾，以及 (ii) 销售成本& 管理企业成本增加 27%。

但是与同行公司比较，BWE 的净利润为最高。

2019年营收比较



同行业公司比较



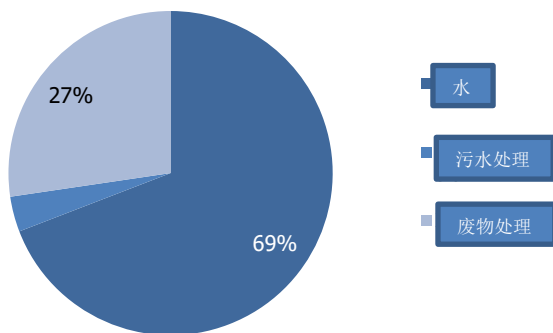
(来源: MBS 研究部)

上市公司水务行业之中的龙头企业...

BWE 的三个核心业务之中，生活用水生产及销售是公司主要收入来源，占公司总收入 69%，占毛利的 70%以上。

生产能力达 550000 立方米/天。2019 年水量漏损率为 5.54%2。

2019年营收结构



BWE 给平阳工业区提供用水的厂商名单

序号	厂商	设计功率(m3/天)
1	Dĩ An 迤安	190.000
2	Khu Liên Hợp	120.000
3	Thuận An 顺安	47.000
4	Thủ Dầu Một 土龙木	35.000
5	Chơn Thành 真城	15.000
6	Nam Tân Uyên 南新渊	30.000
7	Dầu Tiếng 油进	3.000
8	Phước Vĩnh 福永	2.000
9	Bàu Bàng 宝鹏	30.000

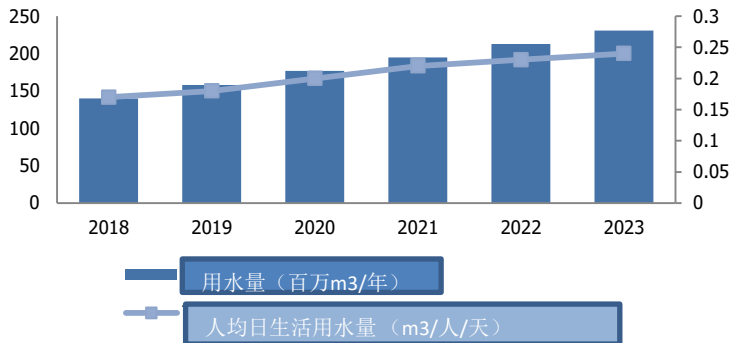
(Nguồn: BWE)

...全国吸引外资直接投资最多的省份，增长潜能很强

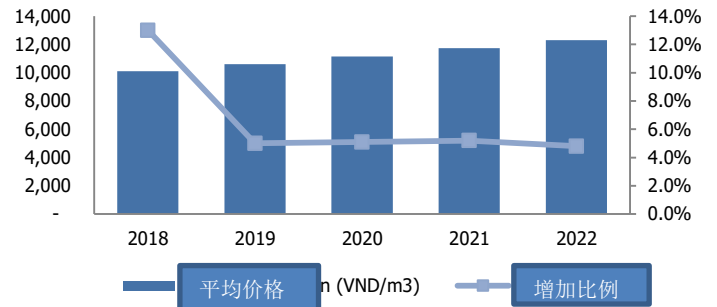
平阳工业区现有现代化基础设施的优势，是国外、国内的企业在越南设厂的优先选择的地方，尤其是日本、韩国、新加坡、台湾、美国等诸多国家。

2019 年，平阳省吸引外商直接投资规模居全国第 3，达到 30.73 亿美元，同比增长 50%，超过 2019 年的目标 119.57%。仅次于河内、胡志明市。

平阳人均日生活用水量



平阳生活用水按计划的价格



(来源: MBS 研究)

...BWE 水厂扩大生产能力的情况

公司计划每年供水能力提高 10%。目前 BWE 正在将 Tan Hiep 水厂的产能提升至目前水平的两倍。

BWE 还增加了对废物处理的投资。2019 年废物处理约 2302 吨/天。

扩大生产能力的项目正在进行中

次序	项目	扩大的功率(m3/天)	投资额(万亿 VNĐ)
1	Tân Hiệp 新协水厂扩大	100000	1,129
2	Nam Tân Uyên 南新渊水厂扩大	20000	100
3	Uyên Hưng 渊兴水厂	30000	70
4	Tân Long 新龙废物处理复合区 (300ha)	-	250

(来源: BWE)

预测与定价

我们预测，BWE 于 2020 年税后利润可达 4920 亿越盾，比 2019 年增长 19%，因为：

- 用水量增加 20%，平均价格提高 5% 至 ~11000 越盾/m3。生活用水生产营收达 2,063 万亿越盾。
- 废物处理营收 6800 亿越盾，废水处理营收 1000 亿越盾，其他营收约 1800 亿越盾。
- 销售成本& 管理企业成本占营收的 15.5%。

股票定价

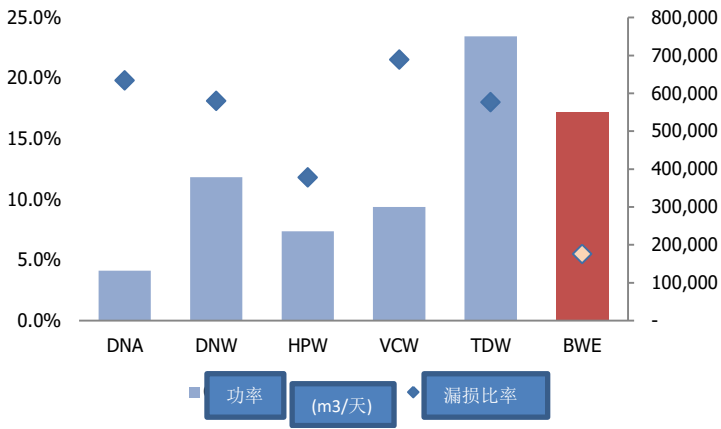
BWE 的目标价格 24800 越盾/股是根据 P/E 及 EV/EBITDA 两种方式定价。

P/E 9.2 倍 (EPS 2020F 约 2693 越盾)。

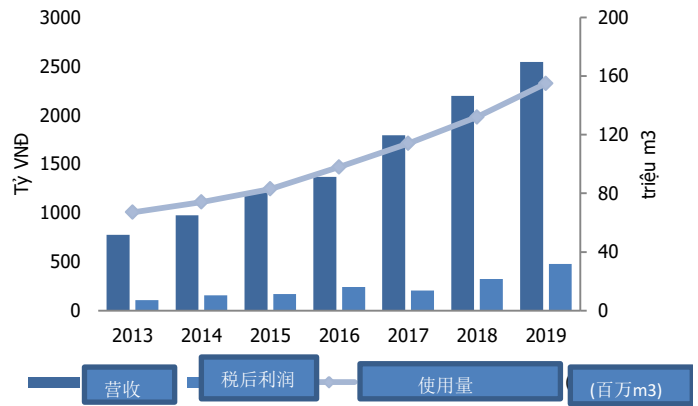
	市值 (十亿越盾)	P/E (倍)	EV/EBITDA (倍)
Taliworks Corp Bhd	8,848	22.03	13.67
Anhui Guozhen Environment Prot	23,087	16.59	12.25
Chongqing Water Group Co Ltd	83,914	14.10	8.26
Beijing Originwater Technology	101,375	17.74	14.06
Ranhill Holdings Bhd	5,575	11.69	7.81
Beijing Capital Co Ltd	61,021	17.12	14.04
Jiangsu Eastern Shenghong Co L	65,528	13.44	8.49
Metro Pacific Investments Corp	40,591	6.09	8.45
平均		15.34	10.37

(来源: Bloomberg)

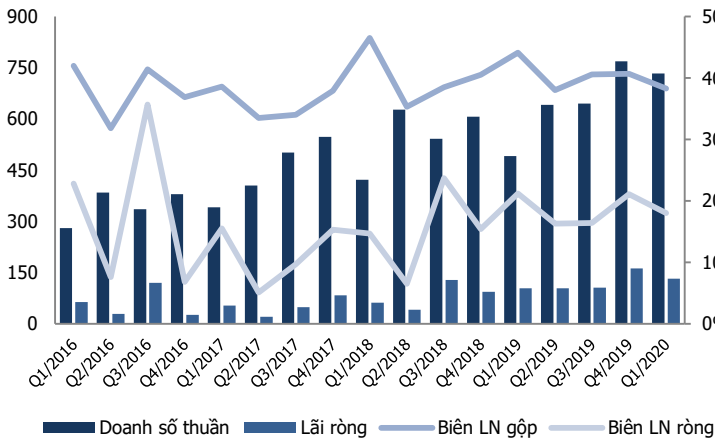
水务企业水量漏损比较



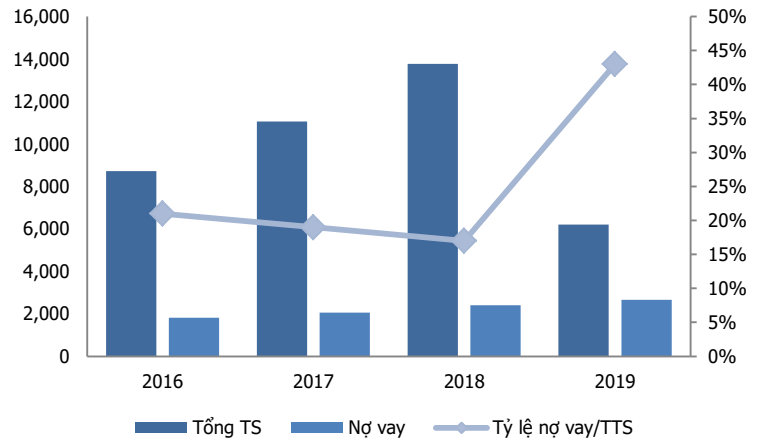
BWE年营收



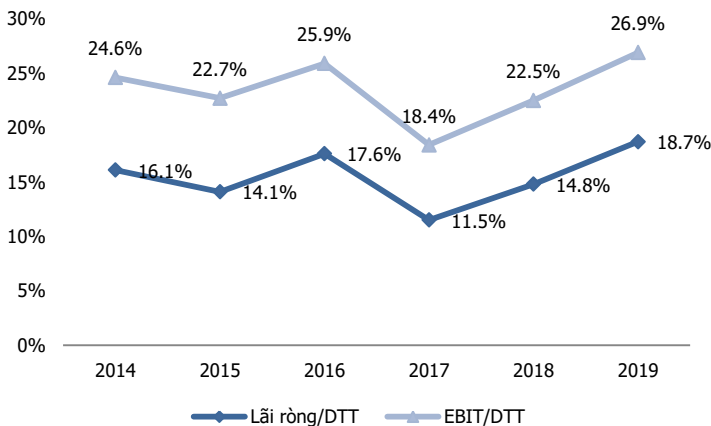
季度营收



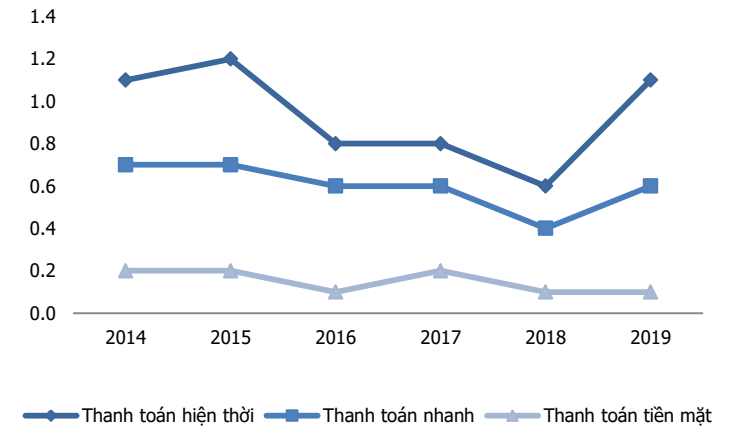
资本结构



盈利性



偿付能力



来源: BWE

财务报表简写

经营业绩	2017年	2018年	2019年
1. 营业收入(万亿)	1,796	2,198	2,546
2. 营业成本	0	0	0
3. 净收入	1,796	2,198	2,546
4. 销售成本	1,146	1,326	1,511
5. 毛利润	650	871	1,035
6. 财务收入	38	21	44
7. 财务成本	87	186	129
其中: 借款费用	93	132	144
8. 联营企业和合营企业的投资收益		25	16
9. 销售成本	268	275	309
10. 企业管理成本	102	111	107
11. 营业利润	232	346	551
12. 其他收入	24	38	50
13. 其他成本	18	22	60
14. 其他利润	7	16	-11
15. 税前利润	238	362	540
16. 营业收入税	32	38	62
17. 企业所得税		0	2
18. 税后利润	207	325	476
归母净利润	207	325	476
19. 基本每股收益(越盾)	1,101	1,733	2,540

财政指数	2017	2018	2019
EPS	1.733	2.540	3.175
BVPS	22.339	27.509	14.665
盈利性(%)			
EV/EBIT	18,41	22,48	26,86
毛利率	36,19	39,65	40,66
净利率	11,5	14,79	18,71
ROEA	6,65	8,69	15,06
ROAA	2,09	2,62	4,77
增长率(%)			
营收增长	31,09	22,37	15,84
归母净利润增长	-14,11	57,33	46,58
偿付能力(倍)			
现金比率	0,15	0,07	0,05
速动比率	0,65	0,45	0,8
流动比率	0,82	0,61	1,13
运营效率(天)			
应收账款周转率	60,34	58,49	49,77
存货周转率	94,04	95,26	104,36
应付账款周转率	178,71	161,54	71,09

现金流量表	2017	2018	2019
资产(万亿)	11,060	13,778	6,208
A. 短期资产	1,505	1,482	1,647
I. 现金与现金之类	270	167	75
II. 短期投资	171	176	254
III. 短期应收款	747	752	825
IV. 存货	313	380	484
V. 其他流动资产	5	6	10
B. 长期资产	9,554	12,296	4,560
I. 长期应收款	14	14	924
II. 固定资产	4,007	4,298	2,298
1. 有形固定资产	3,921	4,214	2,214
2. 无形固定资产	86	85	84
III. 房地产	0	0	0
IV. 长期在建项目	5,154	7,281	598
V. 长期财政投资	320	654	680
VI. 其他长期资产	60	49	60
VII. 商业优势		1	1
资本源	11,060	13,778	6,208
A. 应付债务	7,709	9,652	4,008
I. 短期债务	1,832	2,441	1,458
1. 支付供应商	764	410	179
2. 其他应付	395	1,268	409
3. 借款费用	673	763	870
II. 长期债务	5,877	7,211	2,550
1. 借款费用	4,497	5,564	760
B. 所有者资本	3,351	4,126	2,200
I. 出资额	3,350	4,126	2,200
1. 合资	1,500	1,500	1,500
2. 未分配利润	187	265	415
3. 建设投资	1,664	2,286	102
II. 其他基金及成本	1	1	0

现金流	2017	2018	2019
从营业活动	1,888	3,381	463
1. 税前利润	238	362	540
2. 各款调整	440	484	528
3. 资本额变动之前的利润	678	846	1068
从投资现金流量	-1,917	-3,466	-702
筹资活动现金流量	85	-18	147
本期净现金流量	56	-103	-92
末期金额	270	167	75

(来源: MBS)

研究中心:

研究 b:

Nguyễn Quỳnh Hoa 阮琼花 Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

研究部经理: Trần Hoàng Sơn 陈皇山

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

推荐个股: 我们推荐个股是按照 12 个月目标价格与市价之间差异的原则

评级 (目标价- 市价)/ 市价

加仓 >=15%

考虑买进 从 10% 至 15%

持仓 从-10% 至 +10%

空仓 <= -10%

MB SECURITIES (MBS)

Established since May 2000, MBS was one of the first 5 securities firms operating in Vietnam. After years of continuous development, MBS has become one of the leading securities company in Vietnam, providing a full range of services including: brokerage, research and investment advisory, investment banking and capital markets underwriting. MBS's network of branches and transaction offices has been expanded and operated effectively in many major cities such as Hanoi, Ho Chi Minh City, Hai Phong and other strategic areas. MBS's clients include individual investors and institutions, financial institutions and enterprises, As a member of the MB Group, including MB Land, AMC, MB Capital, VIET R.E.M Joint Stock Company, and MB Finance. MBS is able to leverage substantial human, financial and technological resources to provide its clients with tailored products and services that few securities firms in Vietnam can match.

MBS is proud to be recognized as:

- A leading brokerage firm – ranked No.1 in terms of brokerage market share since 2009.
- A renowned research firm with a team of experienced analysts that provides market-leading research products and commentaries on equity markets and the economy.
- A trusted provider of investment banking services for corporate clients..

DISCLAIMER: Copyrights. MBS 2014, ALL RIGHTS RESERVED. Authors have based this document on information from sources they believe to be reliable but which they have not independently verified. The views expressed in this report are those of the authors and not necessarily related, by any sense, to those of MBS. Neither any information nor comments were written for advertising purposes or recommendation to buy / sell any securities. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, on any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying recording, or otherwise, without the prior written permission of MBS..

MBS HEAD OFFICE

MB Building, 3 Lieu Giai, Ba Dinh, Ha Noi
Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600
Website: www.mbs.com.vn