

制冷电气工程公司
Refrigeration Electrical Engineering Corp
(HSX代码: REE)

在冠状病毒的威胁下值得购买的股票

我们的结论：

- 我们将REE升级为值得购买的评价。 股票价格对冠状病毒病情况有些反应过度。 我们认为，电力和水务领域将是价值链中最后受到负面影响的领域。 此外，鉴于其负担得起的租金，租赁办公室部门预计仍将保持盈利。
- 我们将目标价格下调了4%，至39,000越南盾（上涨了36%）。 尽管VSH（Vinh Son Song Hinh水电厂）在REE较高的股权以及TBW第二阶段的新投资（Thuan Binh 风电场JSC）将为电力部门带来更多利润，但我们下调了M&E部门的估计，并预计与我们之前的预测相比，利息支出会增加。

报告日期	Mar 26, 2020
现价	VND 28,700
目标价	VND 39,000
上行空间	36%
股票代码	REE VN
市值	VND 8,914bn USD 376mn
52周动态	VND 27,800 – VND 37,800
平均每日价值	VND 28bn USD 1.2mn
FOL	49%
当前FO	49%

推荐购买

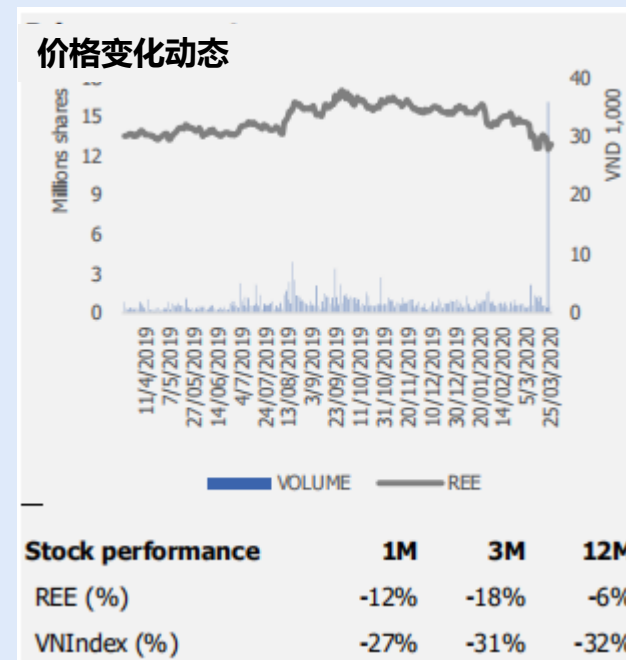
总净利润的58%来自电力和水务领域，这是服务和制造业价值链中最后受到负面影响的领域。根据EVN的数据，2020年越南的用电量仍同比增长7.5%，其中2月份的用电量同比增长24%。如果20财年越南的电力输出保持7.5%的同比增幅，低于9.1%的同比增速目标，EVN可能会降低生产成本高的燃油火力发电的比例。这不会影响REE的当前功率段。关于租赁部门的办公室（占总净利润的32%），所有进行中的大厦和项目均为B级和C级，价格可承受，这将使它们在艰难的经营环境中蓬勃发展。

电力部门的预测收益较高，而机电市场的预测收益较低

在19财年第4季度，VSH的REE持股量从21.01%增加到49.45%，在20至30财年期间平均每年可额外获得1560亿越南盾的净利润（占净利润总额的6%）。此外，REE计划投资TBW第二阶段，容量为26兆瓦。从22财年开始，我们预计该项目在20年的寿命期内将平均每年贡献660亿越南盾的净利润。但是，从19年第4季度开始合并MHP和TBW之后，公司利息支出可能比我们先前的预测高8%。与电力板块相比，基于对房地产市场困境的更为保守的看法，我们将机电市场的预测收入和净利润平均降低了23%和24%。

估价

该股目前20财年和21财年预计的市盈率分别为5倍和4.6倍，低于其5年历史市盈率--7倍。 上涨潜力来自大股东增加持股量的利好消息以及即将进行的业务模式重组。 商业活动将分为四个主要部门，分别是机电，房地产，水和电力部门。 它将提供财务灵活性，能够列出和召集新的投资者以进行单独的细分。



Unit: VND billion	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
收入	4,890	5,696	5,212	5,386
息税前收益	2,334	2,596	2,803	3,066
净利润	1,639	1,791	1,940	2,166
每股收益 (VND)	1,481	1,791	1,940	2,166
每股利润涨幅 (%)	5,286	5,763	6,243	6,972
市盈率 (x)	-8%	9%	8%	12%
企业价值倍数 (x)	5	5	5	4
每股股利 (VND)	7	6	6	5
股息收益率 (%)	1,800	1,600	1,600	1,600
市净率 (x)	6%	6%	6%	6%
净资产收益率 (%)	0.8	0.7	0.6	0.6
债务/产权 (%)	16%	15%	15%	15%
	63%	68%	62%	49%

预计20财年和21财年的净利润将分别同比增长9%和8%

在20财年，办公楼租赁部门的收入将同比增长10%，达到9,850亿越南盾，净利润同比增长17%，达到4,630亿越南盾，这主要归功于Etown 5办公室出租的高出租率（97%）（19年第三季度）。我们预计电力和水务部门将获得相同的净利润9650亿越南盾（同比-1%）。此外，REE将从19年第四季度开始合并两家子公司MHP和TBW。

我们预测MHP每年平均可产生1720亿越南盾的收入和500亿越南盾的净利润。MHP有两个水力发电厂，根据政策，在Ban Xeo电厂获得COD之后，两家电厂均可享受小型水力发电厂的避免电价机制。因此，我们估计20财年的平均售价为1300越南盾/千瓦时（同比增长19%）。REE持有MHP 80%的股份。

VCW(Song Da 水利投资 JSC) 预计将反弹至1,520亿越南盾的净利润（同比增长10%）。我们预计在19年第二季度完成对Tay Mo站和6.4 km管道的投资后，发电量将增加5%。同时，VCW将记录折旧费用和部分利息费用，计入650亿越南盾的额外费用。

这些改善措施有助抵消VSH减少至720亿越南盾（同比减少55%）的净利润。我们预计，Thuong Kontum水电项目将从20年第三季度开始运行。在运营的第一年，由于较低的临时价格，可能会蒙受980亿越南盾的损失。此后，由于官方的PPA协议预计将于21年第4季度生效，因此在21财年至29财年期间（长期贷款还款期），FSH可以实现净利润260亿越南盾，VSH的平均年净利润约为3300亿越南盾。估计该项目将在20财年至24财年期间以比固定价格高出20%的价格“运行”，以履行偿债义务。

我们预计，由于电力和水务部门的净利润同比增长26%至12,140亿越南盾，21财年的净利润将达到19,400亿越南盾（同比增长8%）。并且预期更好的水文条件和Thuong Kontum水电站扭亏为盈将推动集团的盈利。

收入情况	(VND bn)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
总收入		4,890	5,696	5,212	5,386
主营业务成本		3,644	4,021	3,604	3,698
毛利润		1,246	1,675	1,608	1,688
金融收入		442	408	453	503
金融支出		386	502	533	562
关联利润		907	833	1,067	1,214
销售费用		78	91	83	86
管理及行政费用		222	233	245	257
营业利润		1,910	2,090	2,267	2,500
其他利润		11	13	13	13
税前利润		1,921	2,103	2,280	2,513
税后利润		1,720	1,892	2,052	2,287
净利润		1,639	1,791	1,940	2,166
非控股股东权益		81	102	112	121