



分析师:

阮德平

binhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 704

2024年4月9日

公司报告: 慈廉城市发展股份公司 (NTL)

NTL 报告第一期: “盐滩”项目和未来项目带来积极前景

2023 年, NTL 的净收入为 9140 亿越南盾, 同比增长 133.6%, 达到年度计划的 131%。2023 年税前利润为 4610 亿越南盾, 同比增长 245%, 达到年度计划的 153.6%。NTL 股价近一年来表现非常积极, 同时我们仍然看好 NTL 股价未来的上涨前景, 由于以下因素:

- (1) 盐滩项目继续录得 2024 年和 2025 年的收入和利润;
- (2) 企业新建/在建房地产项目的前景;
- (3) 越南房地产市场有望从 2024 年开始复苏, 为 NTL 的经营创造 "风向一致" 的环境;
- (4) 与其他房地产企业相比, 健康的财务状况为 NTL 创造了竞争优势。我们认为, 有助于 NTL 股价在未来 6-18 个月内上涨的催化剂将是该公司正在实施的项目的信息: 该公司已经完成了 32 号公路朝北项目的剩余部分; 驿望, 纸桥新城区项目的法律问题得到解决; 企业新项目竞标成功等。

我们对 NTL 股票给予买入建议, 未来 6-18 个月的目标价格为 51500 越南盾/股。以 44100 越盾/股的买入价来计算, 则预计上涨潜力为 16.78%。

建议:

买入

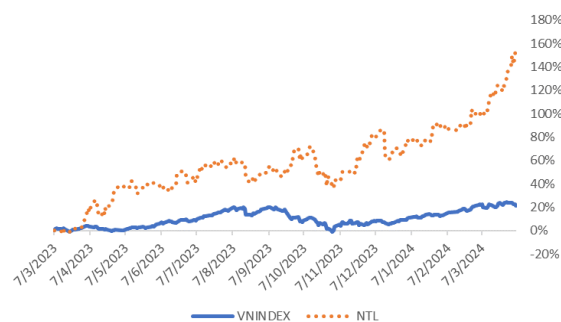
6-18个月的目标价:

VND 51,500

当日股价:

VND 44,100

股票累计收益率(%)



股价波动	1 M	3 M	1 Y
波动率%	27.6	44.18	155.99
与越南指数相比	0.6	8.70	20.93
平均价(越南盾)	37,852	33,547	26,381

源: Guotai Junan (VN) 汇总

Year	Net Sales (VND b)	Net Profit (VND b)	Total Assets (VND b)	Total Equity (VND b)	EPS (VND)	ΔEPS (%)	DPS (VND)	ROAA (%)	ROAE (%)
2020A	652.85	295.40	1,809.93	1,164.26	4,504	26.34	2,500	17.21	26.46
2021A	576.72	237.96	1,876.99	1,229.07	3,628	-19.45	2,500	12.91	19.88
2022A	391.28	106.50	1,685.28	1,257.92	1,624	-55.24	2,500	5.98	8.56
2023A	914.02	364.19	2,035.33	1,462.18	5,553	241.93	N/A	19.58	26.78
2024F	1,000.00	400.00	5,702	4,102	3,049*	N/A	N/A	10.34*	14.38*

*: 由于公司将在 2024 年增发股票, 预计 EPS, ROAA 和 ROAE 将被稀释

流通股数 (百万)

60.98

大股东 (%)

Đinh Quang Chiến 12.74

Vũ Gia Cường 6.06

Nguyễn Văn Kha 5.95

Lê Minh Tuấn 5.00

市值 (十亿越盾)

2,607

Free float (%)

53

三个月平均成交量 (百万股)

1.11

ROAA trailing 4Q (%)

19.58

52 周最高/最低价 (越盾)

42,750/17,270

ROAE trailing 4Q (%)

26.78

源: the Company, Guotai Junan (VN).

企业概况



慈廉城市发展股份公司（别称：LIDECO；HOSE：NTL）前身为国有企业，自 2004 年起转为股份公司模式，并于 2007 年在 HOSE 正式上市。

在经营过程中，公司重点发展三个主要领域：民用工程施工； 房地产建设/转让； 金融投资。其中，房地产业务是 NTL 的主要收入来源。

NTL 属于中等资本的房地产企业，目前市值超过 2.4 万亿越南盾，2023 年底总资产超过 2 万亿越南盾。该公司主要在北部地区开展业务，房地产项目集中在河内和广宁省。据我们调研，目前该企业土地储备总规模为 150 公顷。

该公司已在河内、下龙市、广宁省完成了多个城市和公寓项目。该企业近期完成的典型项目有 Tram Troi 镇 32 号公路朝北新城项目、下龙市陈兴道街 4 号和 5 号地块公寓综合体项目。

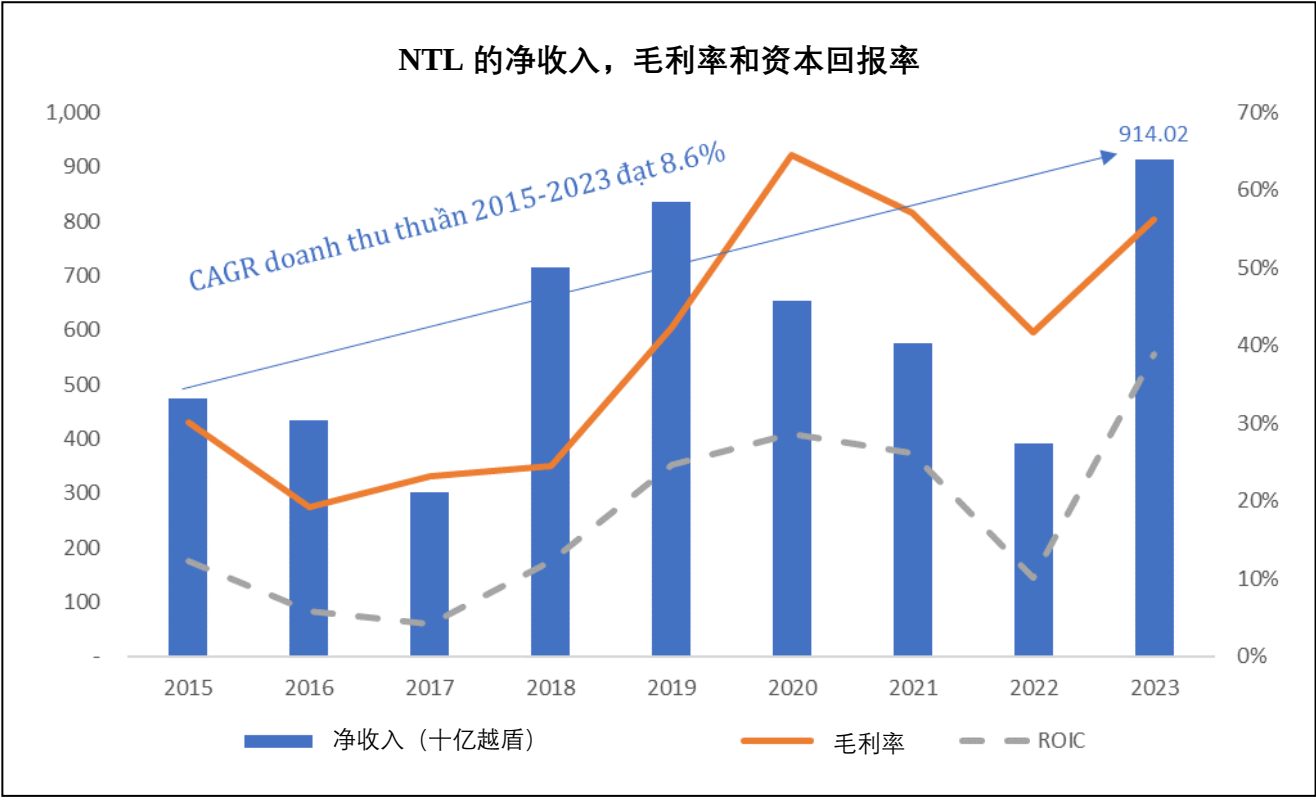
NTL 的股东结构（根据 FiinPro 数据，2024 年 4 月 2 日）：NTL 的主要股东包括 Dinh Quang Chien（12.74%，兼公司董事会副主席）、Vu Gia Cuong（持股 6.06%，同时也是公司董事会成员和总经理），Nguyen Van Kha（5.95%）和 Le Minh Tuan（5.00%，也是董事会成员，兼公司副总经理）。

企业经营活动成果及财务状况

NTL 的净收入主要来自公司的两个主要经营板块：房地产业务和建筑板块。从 NTL 的经营历史上看，NTL 的净收入增长并不稳定，部分原因在于该企业的主营业务是房地产行业，而收入的记录却取决于有关项目交付和开展等多种因素。此外，近年来 Covid-19 疫情和越南房地产市场危机也对企业经营产生了一定影响。总体而言，该业务在 2015-2023 年期间的经营活动仍取得一定的成果，净收入复合年增长率约为 8.6%。

就毛利率而言，NTL 多年来已有显著改善。2015-2019 年期间，NTL 的毛利率平均仅为 28% 左右。2020-2023 年期间，NTL 的毛利率平均达到 55%。根据我们的研究，有两个原因帮助 NTL 的毛利率提高：

- 房地产业务毛利率的提升得益于项目质量的改善。2019 年之前，NTL 的主要项目是下龙湾 Tran Hung Dao 街 4 号和 5 号地块公寓大楼项目。该项目的毛利率仅为 40% 左右。此外，NTL 同期其他小型项目的毛利率仅为 20%-30%。2019 年后，该企业开始录得 32 号公路朝北城市区和盐滩城市区项目的收入（2023 年）。这些项目比该企业之前的项目带来更高的毛利率（60%-70%）。
- 在营业结构中，房地产业务板块的收入占比有所增加（2022 年除外，由于房地产行业形势困难，而 2022 年公司收入主要来自建筑板块）。NTL 的房地产业务板块毛利率高于建筑及其他业务板块。



2015-2023 年 NTL 的净收入，毛利率和资本回报率 (ROIC) (源: FiinPro X, GTJASVN Research)

	2023 年收入 (十亿越盾)	2023 年毛利率	2022 年收入 (十亿越盾)	2022 年毛利率
建筑板块收入	111.2	5.8%	195.8	8.7%
土地使用权转让收入	740.8	67.3%	187.7	75.2%
其他板块的收入	62.0	13.1%	7.8	65.4%
总收入	914.0	56.2%	391.3	41.7%

NTL 2023 年和 2022 年的收入结构和毛利率 (源: NTL)

随着毛利润的提升，ROIC 投资回报率也提高。2015 年-2019 年阶段，NTL 的 ROIC 平均水平为 11%，并在 2020 年-2023 年阶段提升至 26%。即使在 2022 年，由于房地产市场状况不佳，毛利率大幅下降，NTL 的投资回报率仍超过 10%。

财务状况良好：截至 2023 年底，企业在银行存款达 3000 亿越南盾，期限为 6-12 个月以及价值为 4790 亿越南盾的现金和相当于先进的财产。与此同时，企业贷款仅约 1500 亿越南盾。企业的净债务为负 6290 亿越南盾并有足够的财政资源偿还所有债务。

(单位: 十亿越南盾)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
净收入	473.24	433.36	301.65	714.12	835.10	652.85	576.72	391.28	914.02
收入同比增长%		-8.4%	-30.4%	136.7%	16.9%	-21.8%	-11.7%	-32.2%	133.6%
毛利率%	30.1%	19.3%	23.2%	24.5%	42.4%	64.5%	57.1%	41.7%	56.2%
毛利润	142.53	83.60	70.01	175.22	353.83	421.24	329.38	163.17	513.42
SG&A 销售费用和管理费用	20.86	21.87	22.25	25.85	37.29	57.82	33.50	34.78	30.31
息税前利润	121.67	61.73	47.76	149.37	316.55	363.42	295.88	128.39	483.11
税前利润	121.68	94.61	119.45	127.09	297.42	370.23	300.60	133.59	460.81
税后利润减少少数股东权益	93.95	74.76	92.76	101.17	233.81	295.40	237.96	106.50	364.19
净债务	(55.25)	(26.38)	(9.65)	4.22	24.94	(165.26)	(371.12)	(82.78)	(629.62)
所有者权益去少数股东权益	881.14	950.14	959.25	993.98	1,068.19	1,164.26	1,229.07	1,257.92	1,462.18
总资产	1,277.58	1,376.71	1,597.60	1,680.05	1,623.39	1,809.93	1,876.99	1,685.28	2,035.33

NTL 从 2014 年-2023 年的一些财务数据 (源: FiinPro X, GTJASVN Research)

投资论点 1: LIDECO 盐滩项目继续录得 2024 年和 2025 年的收入和利润



盐滩都市区项目的一些图片 (源: NTL)

2023 年, 企业的净收入为 9140 亿越南盾, 同比增长 133.6%, 达到年度计划的 131%。2023 年, 税前利润达到 4610 亿越南盾, 同比增长 245% 并达到年度计划的 153.6%。2023 年企业收入远高于年度计划的主要推动因素来自于盐滩城市区项目的收入。该企业表示, 2023 年位于广宁省下龙市, 高胜坊、和庆、下林区的盐滩城区项目已按计划完成所有建设项目并验收和移交基础设施, 同时完成相关手续包括完成申请土地使用权证书的手续, 完成开销批准手续以销售项目产品。

Lideco 盐滩城市区的面积为 23 公顷, 规划并建造了同相的别墅、高层公寓、游乐场、幼儿园、学校、绿色公园等项目。毗邻的别墅面积为 80-120 平方米、最高为 5 层, 高层公寓每套的面积为 40-70 平方米, 建筑密度为下龙市中心的 48%。据媒体评估, 这里的房地产都有房产证, 满足实际住房需求, 位于下龙市中心。因此, 这项目受到关注并具有流动性。

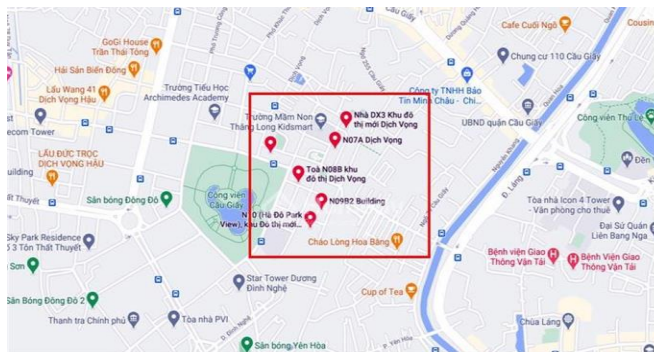
盐滩城市区项目是 NTL 在 2023 年的主力项目，我们预计该项目将在 2024 年和 2025 年继续是 NTL 的主要项目。2024 年，在继续经营盐滩项目的基础上，NTL 的收入目标为 7500 亿越南盾，税前利润为 3200 亿越南盾。然而，某家证券公司还预计 2024 年 NTL 的收入将达到 1 万亿越南盾。我们认为 NTL 管理层既定的 2024 年营业计划具有谨慎性，实际上得益于 2024 年盐滩项目的持续移交，该公司 2024 年的收入目标为 1 万亿越南盾是可行的。目前，盐滩项目的存货账面价值还有 5160 亿越南盾。

Lideco 盐滩城市区是 Lideco 盐滩综合体的一个分区，位于 NTL 的土地基金中。该综合体包括 4 个小区，总面积约 43.7 公顷（其中盐滩城市区占 23 公顷）。NTL 管理层表示，公司将继续部署 Lideco 盐滩综合体的各个部分，以确保公司未来的稳定收入来源，从而为股东创造中期股息来源。

投资论点#2：其他项目的前景

在 NTL 正在开发的其他项目中，除了盐滩项目外，目前 NTL 最大的库存是驿望项目（在河内纸桥郡），库存超过 3950 亿越南盾。企业声明，目前该项目在面临征地问题。企业正在继续谈判，并要求延期项目。2023 年，公司已基本完成投资建设 11 号公寓楼项目的征地，并按照政府、主管部门的要求继续与合资方协调办理项目的其余手续。2024 年，公司将配合地方政府（郡和坊）继续对项目的剩余位置进行征地。该项目的总面积为 22.5 公顷。

除了盐滩城市区和驿望城市区的两个项目以外，NTL 的库存报告中还有两个值得注意的项目，即盐滩城市区邻近土地基金的 1.78 公顷项目（库存 319 亿越南盾）和 32 号公路朝北城市区项目（库存 265 亿越南盾）的剩余部分。NTL 表示，2024 年将重点完成 32 号公路朝北城市区项目剩余面积的征地工作，完善法律手续为了把技术基础设施交给地方政府管理；完工建设剩余 165 栋低层公寓并正在完成向客户颁发土地使用证。关于在下龙市占地 1.78 公顷的项目，该公司表示，由于将土地规划从城市区转换为住宅区，该项目已停止。公司已收到下龙市人民委员会批准对该项目进行补偿 230 亿越南盾的决定。公司正在努力商量回收其余部分。除了盐滩城市区项目外，我们预计 2024 年，NTL 将解决悬而未决的问题，进行和转交 32 号公路朝北城市区项目的剩余部分并完成行政手续以便收回下龙市 1.78 公顷项目的投资资金。



驿望城市区项目的位置及部分模型图 (源: GTJASVN Research 汇总)

中期来看，企业正在实施下龙市红河坊和河修坊的 Nui Ham 城市区项目规划。该项目总面积为 60.89 万平方米。此外，Lideco 还计划参与广宁省锦普市蒙扬区工人住房项目和海阳省锦江县住宅区项目的投标。

在即将于 2024 年 4 月 23 日举行的 2024 年股东大会上，公司领导层预计将向股东提出股票发行计划以增加公司注册资本。具体，公司计划发行 6098 万股股票，发行率为 100%，执行比例为 1:1。如果发行成功，公司注册资本预计将上升至近 1.22 万亿越南盾。预计实施时间于 2024 年。此外，董事会将提议股东大会委权给董事会进行向商业银行、信贷机构和其他合法资金来源申请总价值为 8000-1 万亿越南盾的信贷和贷款的程序。我们认为这对 NTL 来说是一个非常积极的消息，有两个原因：（1）我们高度评价管理层颁布的筹资计划，为下一个项目准备资金，这表明管理层有信心能够尽早解决旧项目（驿望项目，32 号公路朝北项目）的积压问题，以及能够顺利地进行和开发项目的招标和探索过程；（2）在股票市场活跃且贷款利率低的情况下，NTL 的筹资非常及时，这将有助于企业减轻贷款利率的负担。NTL 董事会还计划采用两种筹资渠道，以防止 NTL 的杠杆过高，因此我们认为，尽管贷款额增加 8000-1 万亿越南盾 NTL 仍将保持健康的财务情况。

投资论点#3: 越南房地产的复苏是“顺风”并和 NTL 健康的财政情况

得益于越南国会、政府和管理机构的努力以及市场情绪的恢复，预计越南住宅房地产市场将于 2024 年开始复苏。新的房地产法以及即将颁布的指导通知将促进获取项目批准和建筑许可证的过程，同时提高投资者的责任，保护消费者的权利，支持越南房地产市场朝向可持续的方向发展。2024 年，房地产企业的贷款环境有所改善，银行系统的利率优惠措施支持许多陷入困境的房地产企业恢复正常运行。我们认为这将改善购房者的心理。低利率环境和正在开发的重要交通基础设施项目也将大大刺激人们的购房需求。这些都是 NTL 业务运营的“顺风”因素。

NTL 的健康财务状况是该企业与其他同行企业的竞争优势之一。在 2022 年年度报告中，NTL 管理层称，公司一直以来始终保持谨慎的业务战略，有效并节约地管理现金流。此战略是该企

业的差异化优势。当房地产市场爆发时，许多房地产企业仅追求利润，他们利用高杠杆、贷款以及发行多批债券来实施项目，NTL 仍在实施谨慎的经营计划，保持公司的财务健康。这战略已显效，当越南房地产市场在 2022 年和 2023 年陷入衰退时，尽管许多房地产企业面临种种困难，NTL 仍没有遇到太多挑战，在没有像同行其他企业遭到利息负担的情况下，该企业仍保持正增长，并继续维持派息活动（该公司是越南罕见的房地产企业在 2022 年和 2023 年向股东派发 25% 的现金股息），为员工创造稳定的就业机会。当越南的许多房地产企业的目标只是生存并解决旧项目的问题的背景下，NTL 却有足够的财务能力继续探索市场，寻找新项目。该战略支持 NTL 在 2023 年呈现比其他房地产企业更快的复苏趋势，因为 NTL 的运营没有受到太多负面影响，也没有中断。我们评估这战略反映了董事会和公司领导层的观点、愿景和能力，为股东创造可持续发展的价值。

NTL 的健康财务状况将有助于企业利用“顺风”环境，更容易筹资、提高企业在投标项目时的地位，并保持企业施工项目的能力。

预测，定价，建议

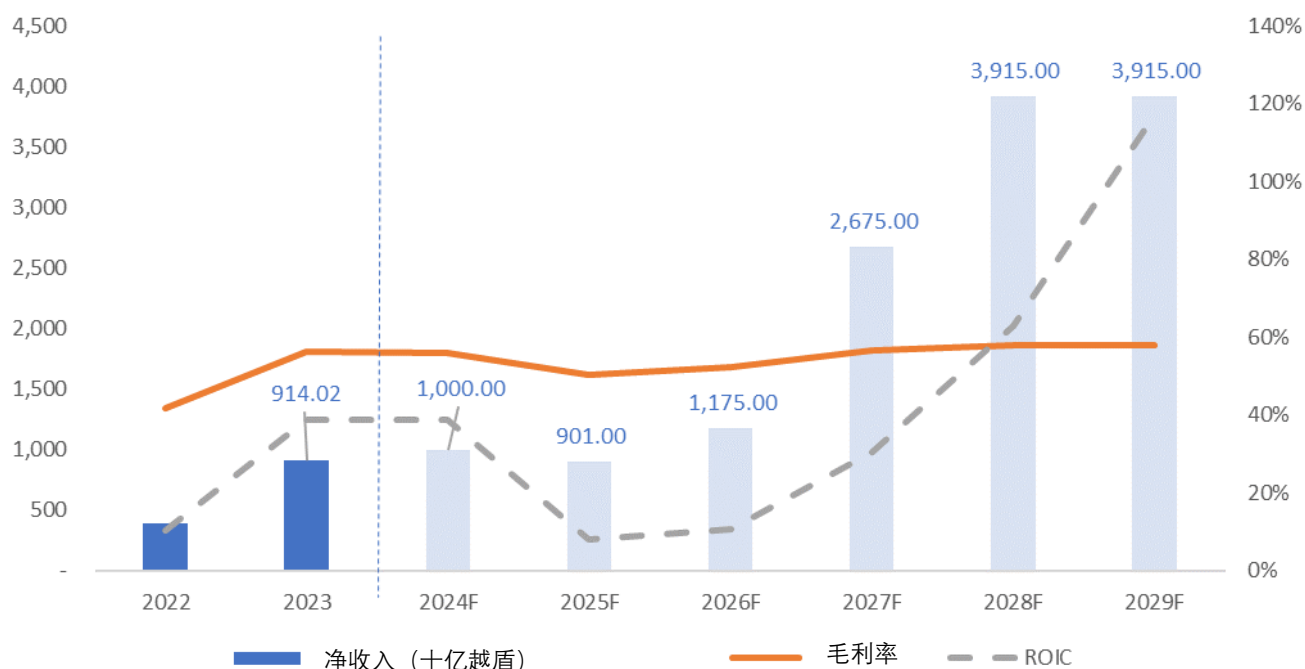
我们预计，2024 年 NTL 的收入将达到 1 万亿越南盾，这要归功于继续移交盐滩城市区和北部 32 号公路项目的其余部分，以及从下龙市的 1.78 公顷项目中收回投资资金。然而，我们预计 2025 年的收入将比 2024 年略有下降，仅达到 9010 亿越南盾。原因在于，我们预计 2025 年 NTL 的房地产收入将仅来自盐滩城市区投资项目其余部分的移交，而 DichVong 新城市区项目在 2025 年将未能为 NTL 带来收入。

从 2026 年底到 2029 年，驿望城市区项目以其他新项目将成为 NTL 收入的驱动力。（其中，包括在 Lideco 盐滩综合区的新项目。我们预计，自 2024 年起 NTL 将继续在 Lideco 盐滩综合区开发新项目，但该综合区的新项目要到 2028 年才能为 NTL 带来收入。）我们谨慎地预测，在此阶段开展的项目的平均毛利率为 60%（基于 HDG 等其他从事房地产企业的房地产业绩合并，以及从 NTL 最近项目毛利率的下调，为 60%-70%）。凭借即将到来的项目投资规模（根据我们的预测，超过 4.5 万亿越南盾，包括驿望城市区项目近 4000 亿越南盾的库存价值）以及这些项目的平均合并总收入，我们预计在 2026-2029 年期间，这些新项目将为公司带来约 11 万亿越南盾的收入，其中，2026 年或将记录约 1 万亿越南盾的收入。

(单位: 十亿越南盾)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
净收入	914	1,000	901	1,175	2,675	3,915	3,915
毛利率	56%	52%	51%	52%	57%	58%	58%
毛利润	513	515	455	616	1,517	2,267	2,267
SG&A	30.31	35.00	40.00	47.00	54.00	64.00	74.00
息税前利润	483	480	415	569	1,463	2,203	2,193
平均投资资本	995	2,418	4,201	4,318	3,848	2,798	1,498

NTL 2024-2029 年期间的预计经营业绩 (源: GTJASVN Research)

NTL 的净收入，毛利率和资本回报率



2022 年和 2023 年，NTL 的净收入，毛利率和资本回报率（ROIC）以及 2024-2029 阶段的预测
(源: GTJASVN Research)

我们暂时预计，NTL 将向新项目投资约 4.5 万亿越南盾。一旦获取企业的未来项目相关信息，我们就对预测进行调整。根据目前的预测，我们采用盈利折现评估法对 NTL 股票进行估值，其中一些假设如下：(1) $\omega=0$ ；NTL 的 WACC 为 11.5%。我们将 NTL 股票定价为每股 5.15 万越南盾。这相当于约 8.63x 的往绩市盈率和 2.15x 的往绩市净率。

我们建议收购 NTL 股票，6-18 月的定价目标为 5.15 万越南盾/股，相当于收益率为 16.78%，买入价为 4.41 万越南盾，NTL 在 2024 年 4 月 8 日的收盘价。

投资风险

与利益相关者的交易：2023 年财务报告显示，NTL 与利益相关者（如董事会成员和上述个人的利益相关者）进行了大量交易。值得注意，NTL 与董事会成员 Tran Trong Nghia 先生有价值超过 1430 亿越南盾的短期应收账款。该公司声明，这笔钱是为了让 Tran Trong Nghia 先生代替公司在广宁省寻找项目的预付款。我们认为公司与公司利益相关者的交易应值得关注。

关于 NTL 实施项目的风险：招标投标风险、法律风险、施工进度风险。

估值风险：我们的股票估值基于公司业务运营的一些假设。这些假设未能完全准确。此外，公司不断变化的内部和外部环境可能会使我们在本报告的评估以及估值结果所使用的信息和假设发布后不再符合现实。

股票排名

参考指数: VN – Index.

投资期: 6 至 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
加仓	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
中立	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 至 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
中立	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。



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

阮德平

Senior Research Analyst

binhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:704

陈氏红绒

Deputy Director

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

范氏美凤

Customer Service Specialist
and translator

phuongptm@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 114



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

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