



公司报告: VICOSTONE 股份公司 (VCS)

分析与投资战略部门
邮件: research@gtjas.com.vn

2023年12月5日

2024年期望业绩: 逐渐回复

经营业绩更新

根据 2023 年第三季度的财务报表, 三个季度的收入仅达 3.2 万亿越盾, 相当于全年收入计划 (4.713 万亿越盾) 的 67.90%。我们估计, VCS 将无法完成 2023 年的收入计划。因为 VCS 的主要消费市场 如美国、加拿大、欧盟的经济形势不容乐观。此外, 由于澳大利亚劳工联合会于 2023 年 8 月禁止进口人造石英石, 使得 VCS 不得不在 2023 年放弃澳大利亚市场。

2024 年业绩预期: 我们预测, 经过艰难的 2023 年后, VCS 的净收入将在 2024 年有所恢复。但预计会缓慢地增长。因为 VCS 的主要市场-美国房地产和建筑市场将慢慢复苏。

建议

我们认为, 市场对于公司在 2022 年和 2023 年业务活动的负面信息有强烈的反应, 股价也随之调整至具有吸引力的价位。我们评估 VCS 的业务活动将在 2024 年开始复苏。VCS 的产品和市场仍有很大的增长潜力。VCS 还拥有健康的财务状况, 定期支付股息。

我们建议 "买入" VCS 股票, 6-18 个月的目标价为 73200 越盾/股, 利润率为 27.75%。

建议:

买入

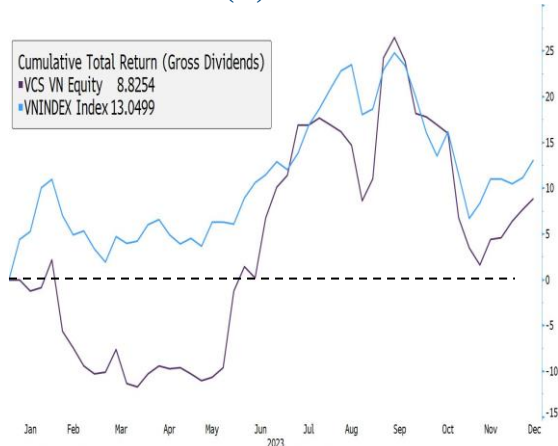
6-18个月的目标价

VND 73,200

当日股价:

VND 57,300

股票累计收益率 (%)



价格波动

1 M

3 M

1Y

波动率 %

2.7%

-14.7%

11.5%

与越南指数相比

2.8%

-9.3%

2.5%

平均价 (越盾)

55,933

60,446

56,798

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN) tổng hợp

	Net Sales (VND b)	Net Profit (VND b)	EPS (VND)	EPS (Δ%)	BVPS (VND)	DPS (VND)	Yield (%)	ROAE (%)
2020A	5,675	1,428	8,928	1.3	24,111	2,000	2.29	39.10
2021A	7,108	1,772	11,075	24.06	30,464	4,000	3.42	40.59
2022A	5,679	1,149	7,179	-35.18	30,430	6,000	10.68	23.58
2023F	4,200	818	5,113	-28.78	32,813	4,000	6.98	16.17

流通股数 (百万)

160.0

大股东 (%)

CTCP Phương Hoàng Xanh A&A
84.2; CTCP FPT 7.4

市值 (十亿越盾)

9,136.0

Free float (%)

4

三个月平均交易量 (股票)

98,102

ROAA (%)

17.0

52 周最高/最低价 (越盾)

71,000/47,800

ROAE (%)

23.6

源: the Company, Guotai Junan (VN).

VCS 的经营业绩和财务状况更新

VICOSTONE (VCS)成立于 2002 年，是越南领先的人造石英石制造商和出口商。该公司也是世界三大人造石英石品牌之一。目前拥有 6 条生产线，总产能达 300 万平方米/年。VCS 的收入主要来自出口活动。在 2023 年的股东大会上，公司代表人表示来自美国、加拿大和欧盟等主要市场的收入分别占公司 65%、25% 和 10%的收入。

(单位: 十亿越盾)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	3Q/2023
净收入	4,353	4,522	5,563	5,660	7,070	5,660	3,200
毛利润	1,267	1,496	1,912	1,964	2,463	1,743	880
%毛利率	29.11%	33.08%	34.37%	34.70%	34.84%	30.80%	28.57%
SG&A 销售费用和管理费用	148	146	216	232	319	322	115
EBIT 息税前利润	1,119	1,350	1,696	1,732	2,144	1,421	765
EBITDA 税息折旧及摊销前利润	1,189	1,423	1,800	1,851	2,272	1,550	901
%EBITDA 率	27.31%	31.47%	32.36%	32.70%	32.14%	27.39%	28.16%
所有者权益	2,396	2,731	3,449	3,858	4,874	4,869	5,091
长期贷款	-	-	253	199	146	93	55
短期贷款	955	1,151	1,418	1,533	1,479	1,341	1,017
现金及现金等价物	656	427	470	790	1,045	1,102	1,049
短期投资	30	-	-	-	60	-	-
净债务	269	724	1,201	942	520	332	23

表 1: VCS 到 2023 年第三季度末的经营业绩更新 (源: VCS, GTJAVN Research)

截至 2023 年第三季度末，三个季度的收入仅达 3.2 万亿越南盾，相当于全年收入计划（4.713 万亿越南盾）的 67.90%。我们认为，VCS 将无法完成 2023 年的收入计划。我们估计 2023 年的收入会达到 4.2 万亿越南盾左右，同比下降 25.8%，相当于全年收入计划的 89%。VCS 的主要出口市场 如美国、加拿大和欧盟的经济形势不容乐观，特别是美国房地产和建筑市场正面临困境，这就是导致 VCS 业绩下降的原因。另一个原因是澳大利亚的劳工联合会于 2023 年 8 月禁止进口人造石英石，VCS 不得不在 2023 年放弃澳大利亚市场。该市场曾经是 VCS 的主要出口市场之一，来自该市场的收入曾占 VCS 收入的 10%左右。

从积极的方面来看，VCS 的财务状况非常健康。到 2023 年第三季度末，VCS 几乎没有净债务。

中长期增长前景：人造石英石产品的潜力

人造石英石是一种高级，耐用的产品，采用低过敏性和无毒材料。该产品由 90% - 94% 的石英石和 6% - 10% 的其他材料（包括树脂）制成。人造石英石因耐用性、耐热性、抗划伤性和抗污性，常用于制作厨房的地板和台面。人造石英石也用于制作浴室的台面，以及作为其他室内外产品的材料。

根据数据桥（Data Bridge）在 2023 年的报告，全球人造石英石市场在 2023-2030 年期间的年均复合增长率（CAGR）预计为 8.65%，总价值从 2022 年的 234.5 亿美元将增至 2030 年的 455.4 亿美元。然而，

根据 MMR 在 2023 年发布的另一份报告，该行业在 2023-2029 年期间的年均复合增长率仅为 5.6%，总市值从 2022 年的 237.5 亿美元将增加至 2029 年的 347.8 亿美元。

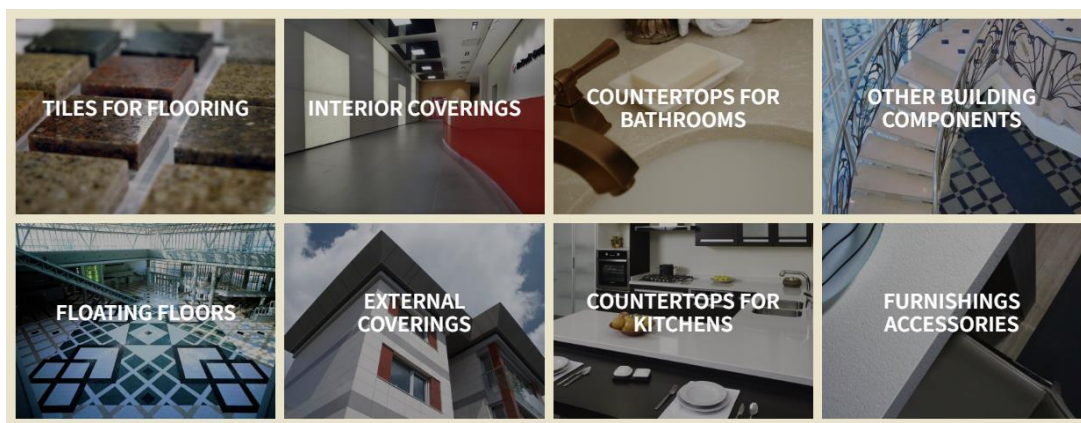


图1:人造石英石的应用 (源: A.St.A. WORLD-WIDE)

根据数据桥（Data Bridge）人造石英石市场的增长潜力来自以下因素：

- ✓ 对又耐用又美观的石材台面产品的需求不断增加：人造石英石台面有多种颜色，图案，饰面，可以模仿天然石材以及花岗岩和大理石的形状。人造石英石台面耐用，耐刮，耐污，让它成为消费者的热门选择。此外，室内设计行业也在不断发展，呈现出多种趋势。人造石英石台面给设计师和建筑师提供了一种灵活的材料，可以定制以满足特定设计的要求。许多颜色，图案，饰面的可用性让设计方面可以灵活发挥和创造。
- ✓ 在该产品生产过程中，制造技术不断提升且提高了人造石英石台面和外观的质量：制造商正在投资于研究及发展产品，以提高人造石英石台面的性能，如增强耐热性、抗紫外线辐射性和抗冲击性。
- ✓ 消费者偏好转向可持续和环保材料：消费者对可持续和环保材料的意识和偏好在不断提高。人造石英台面被认为是环保材料，由两种环保材料是天然石英和树脂组合而成。该产品几乎也不需要维护，从而减少化学品的使用。



图 2: 2021 年 人造石在全球市场的应用。有一半以上用于制作地板。52.22% 用于家庭住宅，其余用于商业和办公房地产。(源: Research Drive).

根据 Research Drive 2023 年的报告，石材市场包括天然石材和人造石材。2021 年，人造石材的产量约占石材总产量的 40%。然而，人造石材正渐渐受到欢迎并取代天然石材，预计未来几年人造石材的市场份额将逐渐增长。人造石英石约在 2021 年生产的人造石材中占一半的产量，预计人造大理石等其他类型的人造石材也将强劲增长。在住宅和商业建筑中，人造石英石广泛用在地板。这种石材有许多突出的特性，如高耐用、防滑并兼容各种环境。



图 3: 纵观全球人造石英石市场到 2029 年的展望 (源: MMR)

我们认为，人造石英石市场在 2030 年之后 仍有很大增长的潜力。不过，增速与 2023-2030 年期间相比将有所放缓。

中短期增长前景： 美国房地产和建筑市场的复苏

美国是 VCS 的主要市场。来自该市场的收入通常占 VCS 60% 至近 70% 的收入。因此，美国房地产和建筑市场的形势将是促进 VCS 中短期增长的因素。

虽然美国的建筑和房地产市场从 2023 年初至今一直相当低迷，但有一些数据显示，投资者完全可以对 2024 年和 2025 年市场走势持乐观态度。根据 The Farnsworth Group 的数据，房屋开工数量预计将在 2023 年第三季度再次增长。增长的动力来自单户住宅的数量（该报告于 2023 年 4 月进行）。与 FRED 的实际数据相比，在美国市场新建私人住宅数量经过季节调整后已呈现复苏迹象，2023 年 9 月和 10 月连续两个月增长。

建筑承包商的房屋维修和改造的收入在经历了 2023 年的黯淡后，预计在 2024 年会强劲增长。因此，预计未来几个月美国市场的房屋开工数量以及房屋维修和改造活动将有所回暖。这将有助于提高美国对人造石英石的需求。不过，预计 2024 年之后，美国建筑承包商来自房屋维修和改造的收入增速将有所放缓。

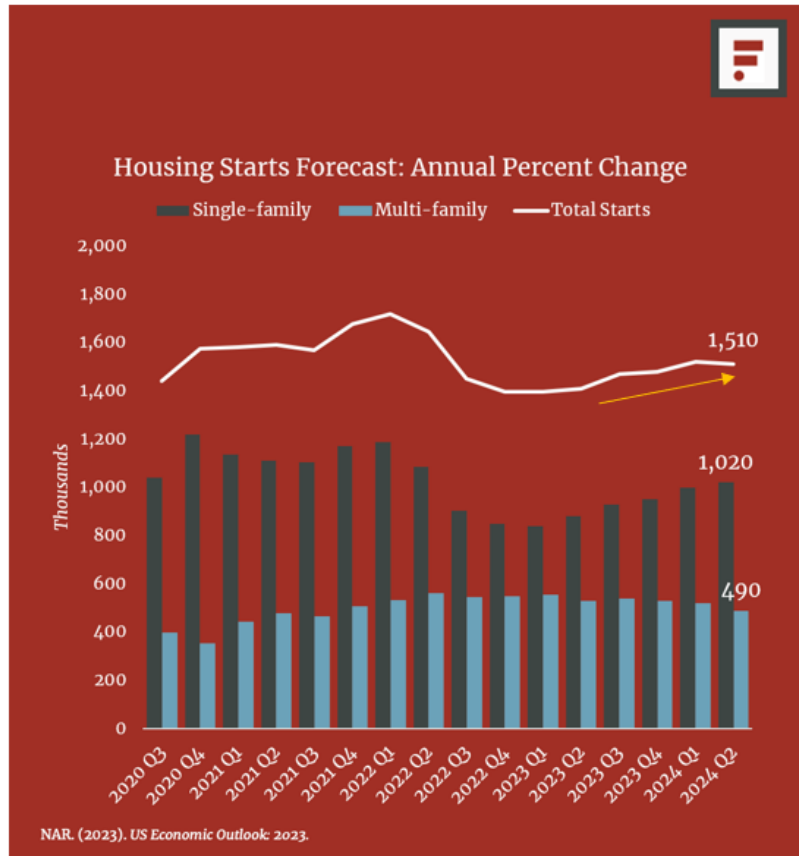


图 4: 美国市场新屋建设数据 (历史和预测) (源: The Farnsworth Group)

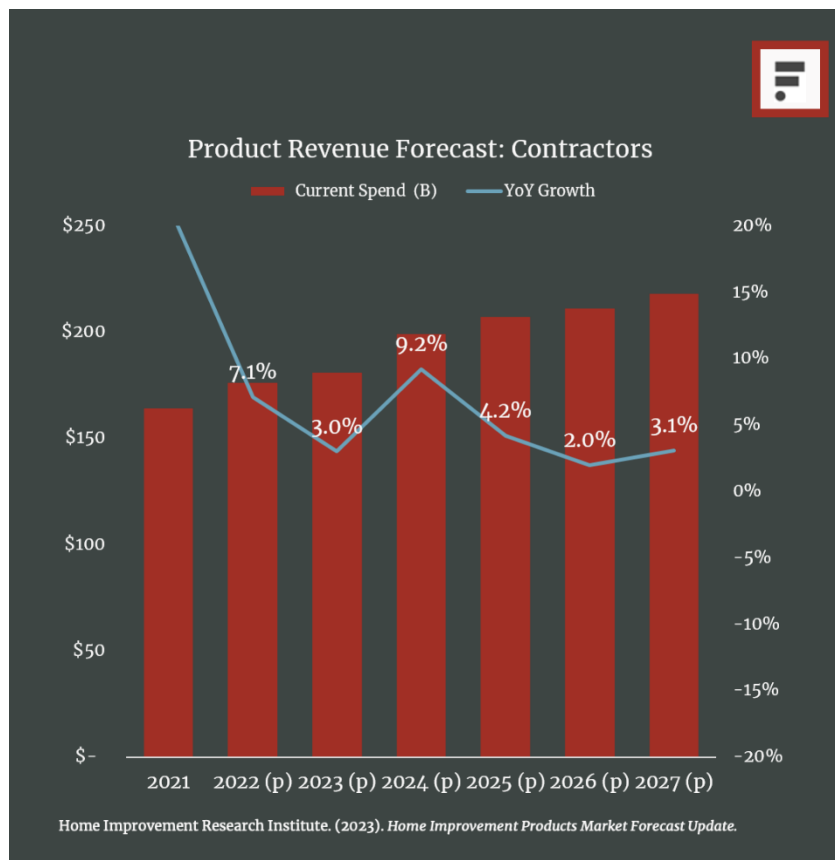


图 5: 美国建筑承包商来自房屋维修和改造的收入预测 (源: The Farnsworth Group)

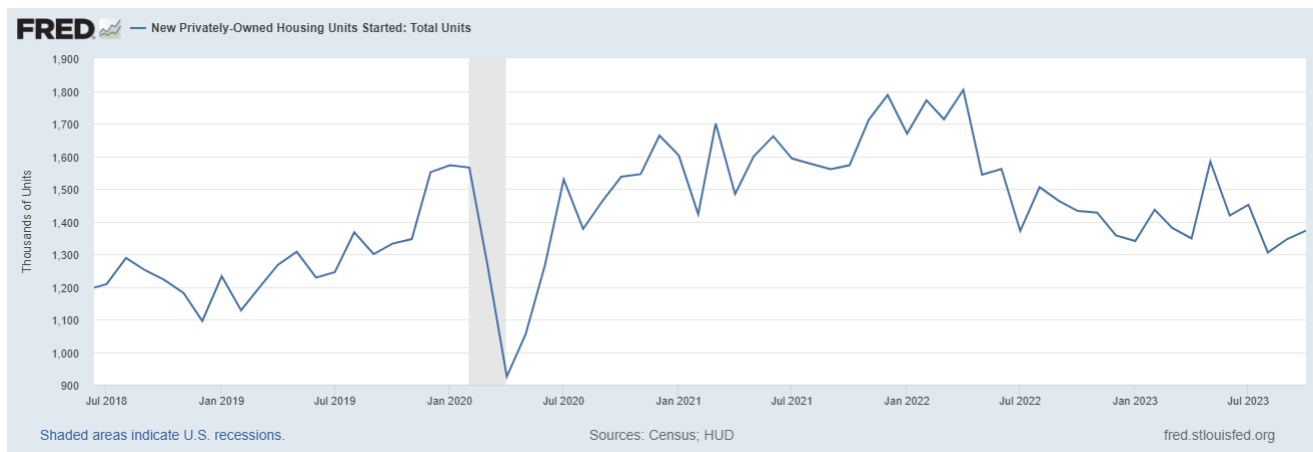


图 6: , 美国市场经过季节调整每月新建私人住宅的数量。(源: FRED)

美国商业房地产市场不容乐观。供过于求的情况继续存在，办公楼出租率仅达到 80% 左右，在一些中心商业郡，出租率跟疫情前相比低于 50%-60%。因此，维修，升级改造以及新办公楼建设的需求预计会很低，从而导致人造石英石的商业需求会继续下降。标普全球评级（S&P Global Ratings）认为美国办公楼市场可能需要几年时间才能恢复到疫情前的水平。因此，VCS 在美国市场的收入增长动力将来自新住房建设和住房维修，改造项目。

GLOBAL OFFICE RE-ENTRY RATES

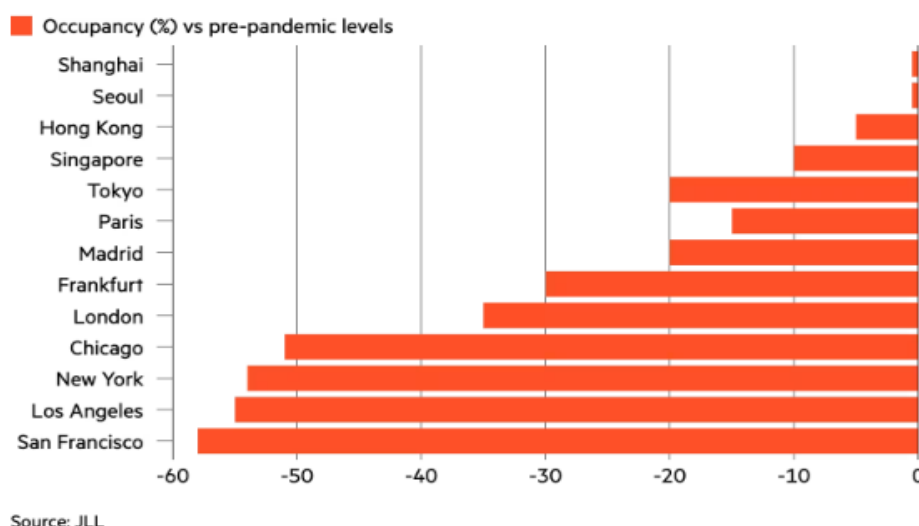


图 7: 全球办公楼市场现状 (源: Investors' Chronicle 根据 JLL 的数据计算, 2023 年 9 月份)

VCS 能否提高其在美国市场的份额将成为公司增长动力之一。然而，我们认为这并不太乐观。据该企业的报告，出口到美国市场的石材正面临着来自中国制造商的竞争。VCS 在美国市场短期增长的主要动力将是独户住宅建筑和改造市场的复苏。VCS 表示，该公司将通过继续投资于研发活动来提高产品质量，我们也非常看好 VCS 品牌在美国和加拿大市场的信誉。VCS 的另一个优点是，经过多年在北美市场的经营，该企业与其母公司已经建立了广泛的产品分销网络。因此，我们认为 VCS 可以保持其在美国和加拿大市场的地位。

预测、估值和建议

根据收集到的信息，我们预测 VCS 2023 年的净收入将大幅下降，同比下降 25.8% 左右。然而，受益于美国独户住宅市场的发展前景，预计 2024 年企业净收入将有所回升，同比增长 20%。但是，我们预测 VCS 在未来几年的增长将相当缓慢，因为美国的房地产和建筑市场仍需要长时间才得以恢复，尤其是办公房地产市场。此外，由于澳大利亚劳工联合会决定禁止其成员进口、生产和使用人造石英台面，VCS 不得不在今年放弃澳大利亚市场。面对其他人造石英供应商日益强烈的竞争也是 VCS 收入短期内无法突破

的原因。我们预计，到 2027 年，VCS 的净收入将超过 2021 年的收入记录。

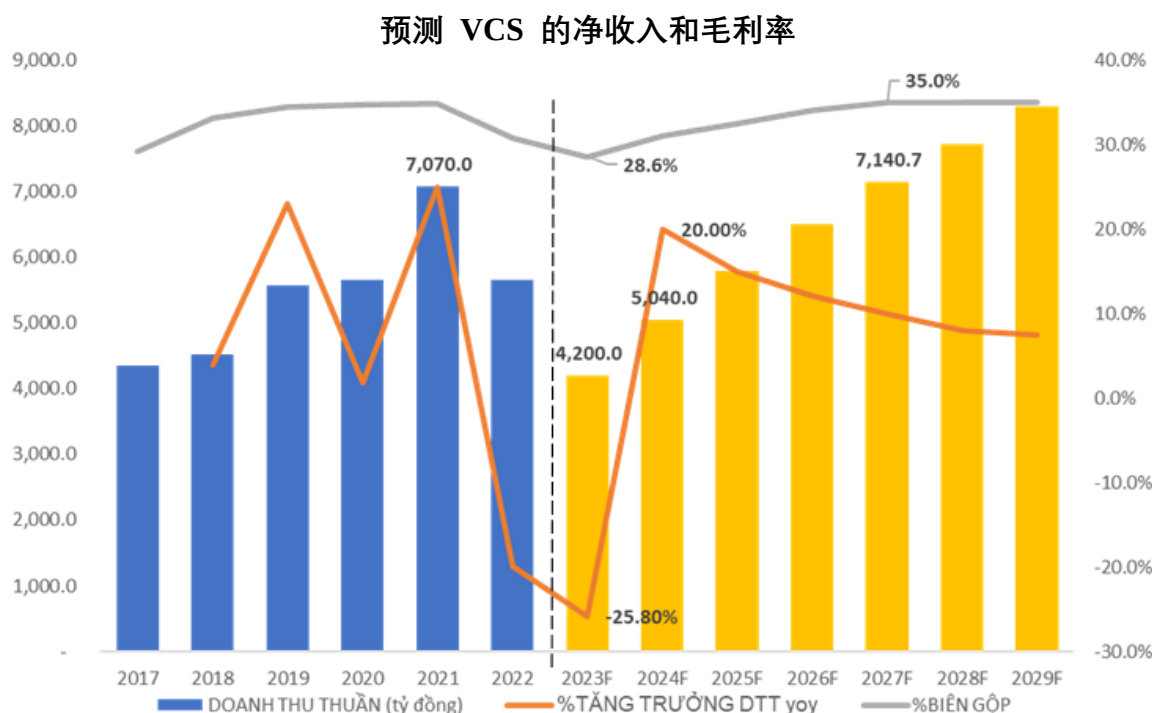


图 8: 到 2029 年 VCS 的预计净收入和毛利率(%), GTJAVN Research 进行

我们预测，VCS 的毛利率将逐步恢复，到 2027 年将达到 35%。VCS 即将接收来自 Phenikaa 的聚酯塑料厂的转让，这可以帮助 VCS 逐步实现生产原料的自给自足。这有助于提高 VCS 的毛利率。此外，Phenikaa 集团还制定了石英石供应本地化战略，这样 VCS 就不用进口这种材料，从而降低投入成本。不过，竞争压力将阻止 VCS 毛利率的增长。我们认为，从 2027 年起，VCS 的毛利率将在 35% 左右波动。

关于销售额/平均投资资本，我们预测这个系数在 2023 年只会达到 0.77 倍，主要是由于该企业报告目前才使用了 50% 的工厂产能。随着净收入的增加和 VCS 更好地利用其工厂产能，预计该指数将逐年上升。由于接手转让 Phenikaa 聚酯塑料厂，我们预测该比例将低于 2017-2021 年期间的水平。

我们根据上述的预测和一些假设，采用剩余营业收入折扣定价法对股票 VCS 进行估值。据此，VCS 的公允价值为 73200 越盾/股。此估值已考虑到 VCS 以 20% 的比例向股东支付现金股息的影响（除权除息日为 2023 年 12 月 1 日）。

根据估值，我们给出 VCS 股票在 6-18 个月的目标价为 73200 越盾/股。以此目标价和 VCS 股票在 2023 年 12 月 4 日的收盘价（为 57300 越盾/股）为基础，我们建议买入 VCS 股票，收益率预期为 27.75%。

(单位:十亿越盾)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
净收入	4,200.0	5,040.0	5,796.0	6,491.5	7,140.7	7,714.5	8,288.3
%净收入增长率(同比)	-25.8%	20.0%	15.0%	12.0%	10.0%	8.04%	7.44%
毛利润	1,200.0	1,562.4	1,883.7	2,207.1	2,499.2	2,700.1	2,900.9
毛利润率%	28.6%	31.0%	32.5%	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%
SG&A 销售费用和管理费用	220.0	355.0	372.8	391.4	411.0	431.5	453.1
EBIT 息税前利润	980.0	1,207.4	1,511.0	1,815.7	2,088.3	2,268.6	2,447.8
平均投资资本	5,450.5	5,600.0	5,796.0	5,901.4	6,491.5	6,708.2	6,906.9
销售额/平均投资资本	0.77x	0.90x	1.00x	1.10x	1.10x	1.15x	1.20x
2029 年后的收入增长							4.0%/年
持续因子							0.925
加权平均资本成本							11%

表 2: VCS 业绩的预测和假设 (源: GTJAVN Research)

投资风险

人造石英石产品的一些风险与挑战:

- 来自替代材料的竞争: 人造石英台面面临来自天然石材、固体台面建筑材料和瓷砖等其他台面材料的竞争。
- 原材料成本波动: 在人造石英台面所使用的原材料(如石英石和树脂)的成本和可用性会因采矿法规、供应链中断和全球市场动力等因素而波动。这些波动会影响到人造石英台面制造商的生产成本和利润率。VCS 的目标是自给自足原材料,但在树脂生产的投入材料成本以及国内供应的石英石成本方面仍存在风险。
- 虽然最终产品没有毒性,但在人造石英台面的生产过程中,开采石英石和制造该产品的工人可能会吸入硅尘,导致肺部损伤。因此,澳大利亚劳工联合会决定于 2023 年 8 月禁止成员组织进口、生产和使用人造石。VCS 今年不得不放弃澳大利亚市场(前几年该市场约占 VCS 收入的 10%)。目前没有任何信息表明美国市场和欧盟市场会禁用人造石英石产品,但我们认为这种风险需要监测。

来自美国建筑和房地产市场的风险: 美国建筑和房地产市场的复苏可能慢于预期。此外,由于中国供应商的参与,该市场的竞争也日趋激烈。VCS 有风险会失去其在这个重要市场的市场份额。

来自大股东与小股东利益冲突的风险: VCS 是 A&A 绿凤凰股份公司的子公司, A&A 绿凤凰股份公司持有 VCS84.2%的控制权。小股东在公司运营中没有发言权。我们认为,大股东与小股东之间利益冲突的风险较低,但投资者也需要注意这个问题。

估值风险: 我们的估值基于对 VCS 运营的一系列假设。这些假设不可能完全正确。此外, VCS 的内部和外部环境 不断变化可能导致我们在本报告中的假设和估值在报告发布后不再适用。



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

陈氏红绒

Deputy Director

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:703

05 Dec 2023

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)

VCS

联系方式	河内总部	胡志明分公司
咨询电话: (024) 35.730.073	河内市纸桥区陈维兴路 117 号 Charm Vit 大厦一楼	胡志明市第三郡国际工厂路第二 号 BIS 三楼
挂单电话: (024) 35.779.999	电话: (024) 35.730.073	电话: (028) 38.239.966
Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	传真: (024) 35.730.088	传真:(028)38.239.696

Company Report