

投资报告

2024



官网
www.vncsi.com.vn

通过研究证券市场的历史以及未来 4-8 年的潜在发展空间，越南建设证券推出了一份投资报告，其中筛选在当前越南市场值得投资的 5 家上市企业。我们优先选择之前实现增长、拥有稳定健康的财务结构、同时根据数据分析基础评估未来 4 到 8 年仍有良好的发展潜力的企业。此外，CSI 还优先选择财务状况健康、透明及清晰的龙头企业。与此同时，企业领导或管理团队对公司充满热情、持有公司大量股份且有长远战略视野和明确的发展方向。

我们所选的企业未必是未来时间（4 至 8 年）股价上涨潜力最佳的企业，但都是基本面稳健的企业，具备可持续的涨价基础且风险水平不是太大。

我们也优先选择越南经济的支柱型企业，市值位居前列、其产品或服务在国内不可或缺，甚至代表着未来的发展趋势。与此同时，CSI 还选择受到外国投资者青睐的企业，特别是外资持股比例较高，且多家大型基金持有的公司。

股票名单	投资期间	预期利润	行业
DGC (德江化工集团股份公司)	4 年	93%	化工
HPG (和发集团)	4 年	103%	钢铁业
KDH (康田住宅投资经营股份公司)	5 年	76% - 82%	居民房地产
CTG (越南工商股份商业银行)	5 年	77% - 87%	银行
MWG (移动世界投资股份公司)	8 年	149%	零售业



账 面



1

DGC投资报告

2

HPG投资报告

3

KDH投资报告

4

CTG投资报告

5

MWG投资报告

1. DGC

越南德江化工集团股份公司 (DGC - HSX)

基础化工行业之王

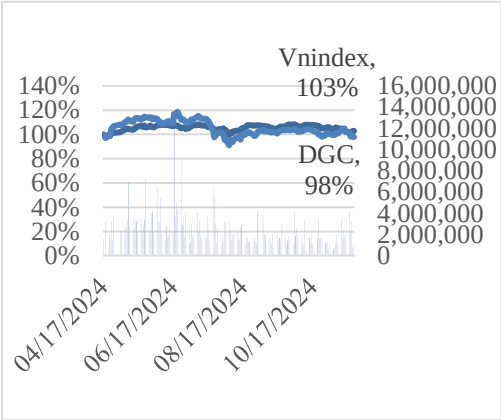


联系

(+84) 24 3926 0099 
online@vncsi.com.vn 
www.vncsi.com 

实施日期:	25/11/2024
建议	买入
当前价	105,900
目标价	193,000
涨价潜力	93%
持股时间	4 年
2024 年股息	30%
股息收益率	2.8%

DGC 与 VN-Index6 个月价格波动



股票基本信息	
流通股	379,778,413
市值 (十亿越盾)	40,370
近 52 周波动区间	85,668-128,307
近 1 个月的平均成交额 (十亿越盾)	194
国有持股比例	0%
外国持股比例	17.73%

财务指标		2021	2022	2023
年				
EPS		13,202	14,653	8,185
BVPS		55,823	38,032	25,667
PE		4.31	6.24	12.06
ROE%		47.82%	73.05%	29.49%
ROA%		33.18%	50.76%	21.52%
资产负债率		0.26	0.19	0.23

数据来源: Fiin, CSI Research

财务指标 (十亿越盾)

指标	2021	2022	2023	2024F
营业收入	8,950.58	14,444.99	9,760.9	10,500
净收入增长	53.1%	51.2%	-32.5%	7.7%
毛利润	3,182.35	6,750.35	3,454.72	3,727.5
毛利润增长	33.3%	46.7%	35.4%	35.5%
税后利润	2,514.89	6,037.42	3,250.76	3,27685
税后利润增长	165%	140%	-46.2%	0.83%

数据来源: Fiin, CSI Research

投资论点:

磷产能及亚洲白磷出口的领先企业: 完成合并 6 号磷工厂后, 德江集团的工厂总产能达到 7000 万吨/年, 在低电负荷条件下可达 8000 万吨/年。这一产能使德江集团成为越南领先的磷生产企业。越南建设证券认为, 由于越南已停止颁发新的磷生产许可证, DGC 地位将长期保持稳定。通过深入开发磷基产品及优化价值链, DGC 在磷领域的毛利率将继续保持在 30%-40%。

半导体是未来多年的增长动力: 作为数字经济的“命脉”, 半导体行业在全球范围内扮演着核心角色。据 Gartner 预测, 该行业到 2024 年可能实现超过 6200 亿美元的收入, 并在 2030 年大幅增长至 1 万亿美元。半导体行业也是 21 世纪大国技术竞争的核心领域。目前约有 20% 的白磷需求用于半导体领域。由于人工智能 (AI) 芯片、磷酸铁锂 (LFP) 电池及 5G 技术设备需求的蓬勃增长, 磷需求将持续提升。我们预计, 未来十年半导体行业和锂电池制造的白磷需求将大幅增长, 占磷总需求的 40%-45%。

德江-宜山项目是将德江打造为基础化工行业之王的“王牌”。德江宜山工厂最迟于 2024 年第二季度动工, 主要产能包括 15 万吨烧碱、15 万吨 PVC 塑料颗粒。我们估算, 该项目将带来约 8200 亿越盾的收入, 毛利润约 2000 亿越盾。这些产品越南目前仍无法满足需求, 大部分依赖进口。

投资风险:

- 白磷价格波动风险对企业利润产生直接影响。
- 对于新产品烧碱和 PVC 塑料颗粒的生产, 存在进度延迟及运营效率的风险。德江-宜山化工综合体自 2020 年 5 月 26 日经 DGC 股东大会批准立项以来, 至今尚未开工建设。德江将开工时间推迟至 2024 年第四季度。

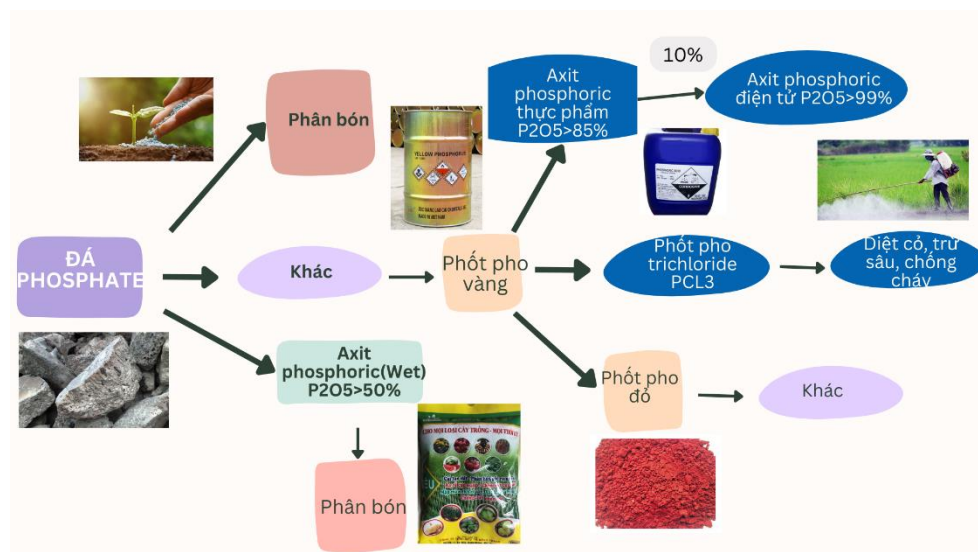
估值及推荐:

我们对德江化工集团股份有限公司提出买入建议。采用 FCFF 和市盈率 (P/E) 两种估值方法, 比例分别为 50%和 50%, 我们评估 DGC 股票在 2028 年底的公允价值为每股 19.3 万越盾, 对应的 4 年期预期收益率为 93%。从长期来看, 我们仍期望 DGC 能获得铝土矿项目的投资许可, 因此预测在未来 4 年后, 我们或将考虑补充铝土矿项目的估值。

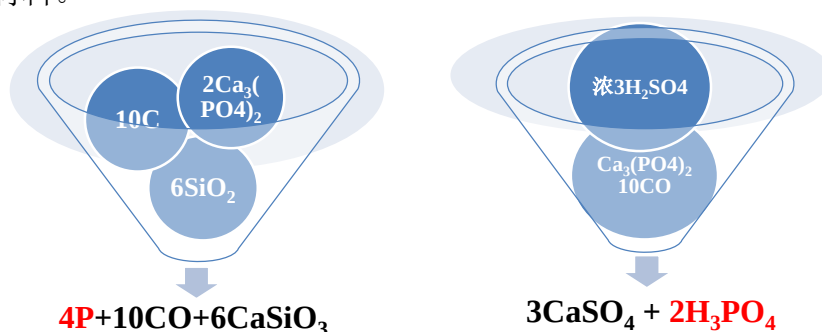
行业和企业概览

越南磷行业概

1. 磷及其产品、应用的价值链：

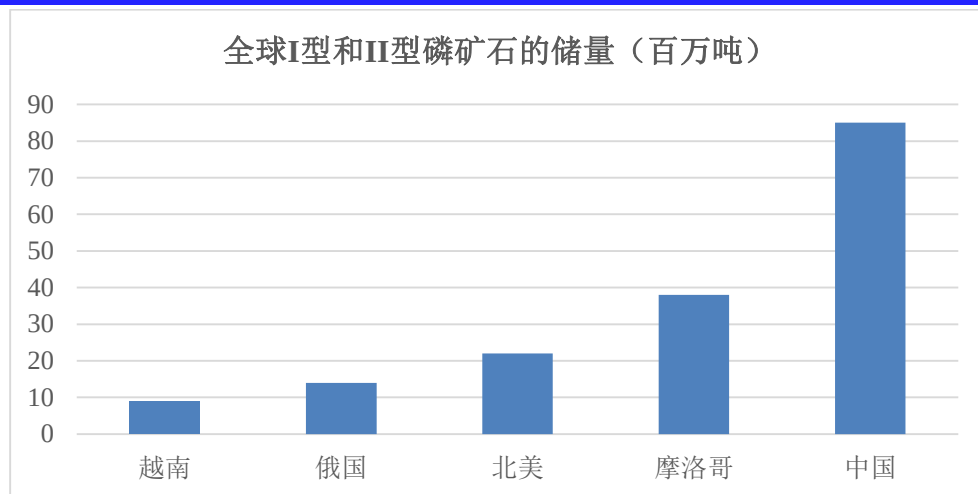


白磷（ P_4 ）被用于生产磷基化学品，如磷酸、三氯化磷和氧氯化磷。尽管磷酸是 P_4 的主要“产出”产品，但它是农业中生产化肥以提高作物产量和质量的重要“投入”原料。此外，磷酸也广泛应用于工业领域，如生产洗涤剂、饲料和食品添加剂。此外，白磷在电子和半导体行业中具有重要应用。在半导体生产中，它是制造电子设备的关键原材料。



2. 原材料

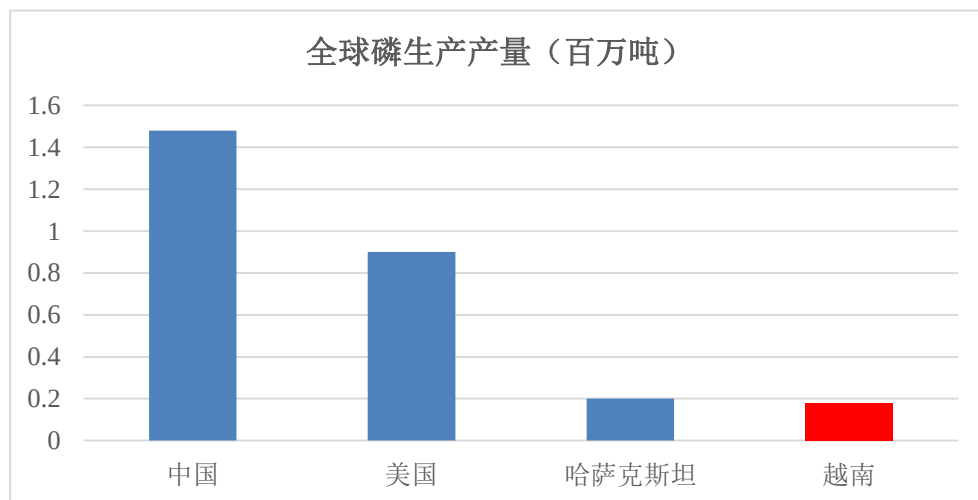
磷生产的主要原材料是磷灰石矿和焦炭。越南是东南亚唯一拥有丰富磷灰石矿资源的国家，也是全球磷灰石矿储量最丰富的国家之一，拥有近 900 万吨一级和三级磷灰石矿。磷灰石矿主要集中在老街地区，据估算，其储量足以支撑越南未来 20 多年的磷生产。



数据来源：CSI 整理

另一个重要原材料焦炭的储量则不如磷灰石那么丰富。目前，中国已停止向越南出口焦炭，因此需要考虑使用越南的无烟煤作为替代品。与焦炭相比，无烟煤的活性和碳含量较低（无烟煤的碳含量平均为75%，而焦炭为85%），其灰分、挥发物和含水量较高，这会对炉窑运行造成一定困难。然而，无烟煤的价格较低，本地供应稳定，所以若能够找到高碳含量且挥发物含量适中的无烟煤类型，或者通过热处理预先去除部分挥发物，无烟煤可以替代焦炭用于白磷生产。

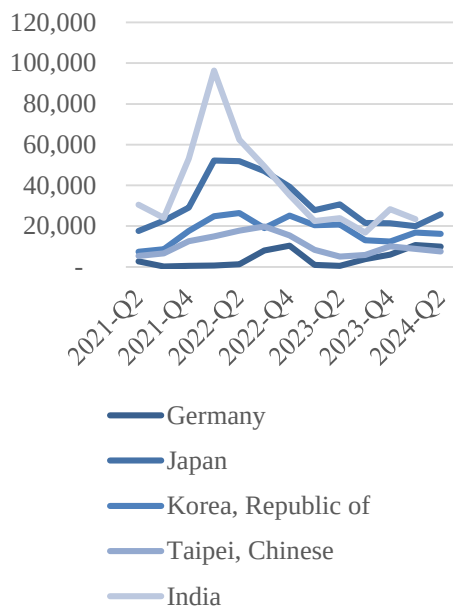
3. 越南磷生产能力



数据来源：CSI 整理

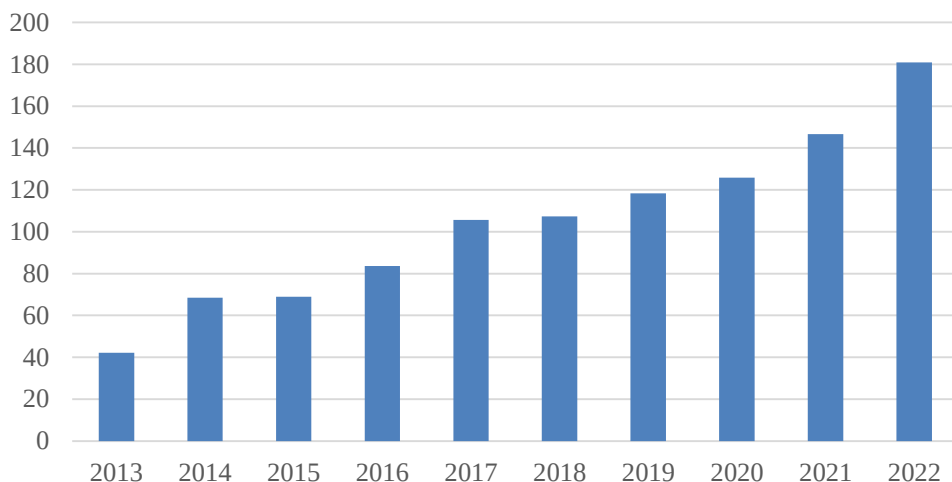
越南目前的磷设计产能约为每年18万吨，位列全球前四大磷生产国之一。中国是全球磷生产能力的领先国家，设计产能接近每年150万吨，占全球磷生产能力的70%。其次是美国（90万吨/年）和哈萨克斯坦（20万吨/年）。越南是东南亚唯一拥有磷生产所需关键原料磷灰石矿的国家。

按国家的白磷进口



数据来源: Trademap, CSI 整理

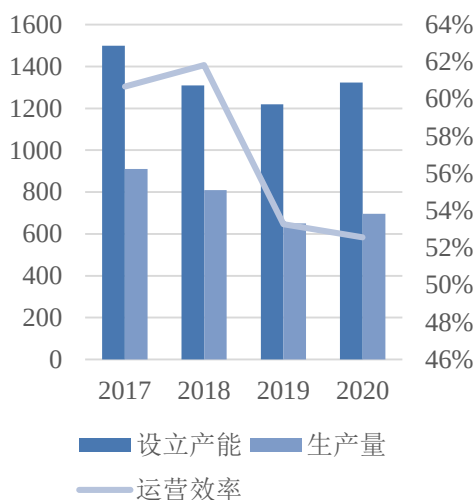
越南白磷生产量 (百万吨)



数据来源: CSI 整理

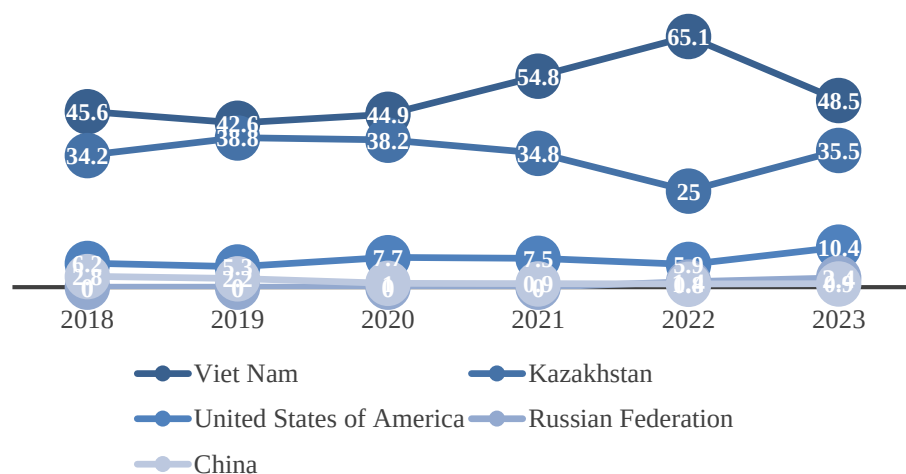
由于面临环境污染问题和磷灰石资源有限, 磷行业准入门槛较高。目前, 越南的磷生产能力约为每年 18 万吨, 且不再批准新的磷生产项目。

中国磷生产效率
(百万吨)



数据来源: CSI 估计及整理

P4出口市场份额



数据来源: Trademap, CSI 整理

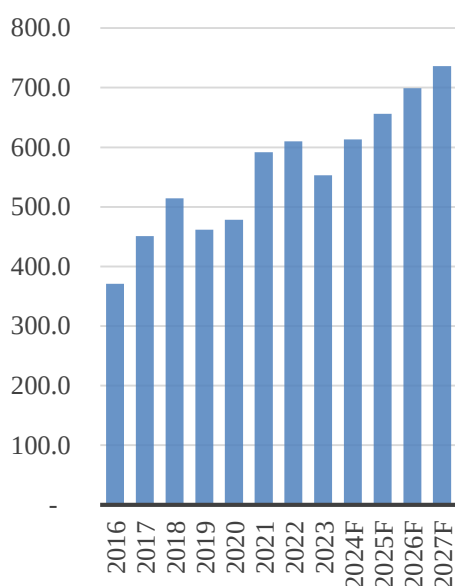
尽管产能仅为每年 18 万吨, 越南仍保持全球白磷出口市场的领先地位。2021-2022 年, 越南加大了白磷出口力度, 此时由于中国供应减少导致白磷价格大幅上涨, 到 2022 年底, 越南的白磷出口市场份额达到 65.1%, 远超第二名哈萨克斯坦的 25%。

越南磷产品的主要出口市场包括印度、日本、韩国、台湾和意大利等。2022 年白磷出口总额约为 7.02 亿美元, 其中三个主要市场为印度 (2.1 亿美元)、日本 (1.76 亿美元) 和韩国 (8700 万美元)。

影响越南磷生产行业发展的关键因素

- 越南: 2023 年 6 月, 越南政府批准了《至 2030 年及展望 2040 年的越南化工产业发展战略》。其具体目标为: 到 2030 年, 化

全球半导体收入预计
(十亿美元)



数据来源: WSTS, CSI 整理

工行业年均增长率达到 10-11%，化工行业占工业总产值的比例达到 4-5%；到 2040 年，化工行业年均增长率维持在 7-8%，其占比仍保持在 4-5%。磷生产行业在越南的准入门槛极高，主要原因是该行业对环境污染严重。老街省是越南乃至东南亚磷灰石矿储量最大的地区，但该省已限制发放新磷矿的开采许可证。在越南，磷产品的出口税率为 5%。

- 中国：中国对磷产品和磷肥实行出口配额，并对白磷产品征收 20% 的出口税，同时削减磷生产产量。其主要目的是：保护国内磷灰石矿资源以满足内需，保护环境和减少能源消耗。从长期来看，我们认为中国的上述政策仍将维持不变，因为磷生产造成巨大的环境污染和大量的能源消耗。中国正在努力削减高污染、高能耗的重工业，如钢铁生产、再生纸以及磷生产等。
- 半导体行业对白磷和磷酸的需求：根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）的数据，尽管 2023 年全球半导体市场预计将出现两位数的下降势头，但 2024 年的发展前景更加光明。WSTS 预测，2024 年全球半导体行业将增长 11.8%，至 5760 亿美元，主要得益于存储芯片领域的增长率较 2023 年有望达到 40%。根据 Statista Market Insights 于 2023 年 8 月的数据和预测，全球半导体行业收入在 2024 年将恢复增长，预计同比增速可达 10.87%。

德江化工集团股份有限公司概览



CTCP TẬP ĐOÀN HÓA CHẤT ĐỨC GIANG

经过 60 多年的发展，德江化工集团股份有限公司（DGC）不断努力成为越南化工领域的领先企业之一。凭借深厚的历史积淀、先进的管理水平和国际化的现代技术，DGC 能够满足国内外客户的各种需求。

公司成立于 1963 年，多年来以“德江洗衣粉”品牌在越南消费者中享有盛誉。DGC 的前身是德江化学公司，一家属于越南化工总局的国有企业。2003 年公司股份化后，逐步在磷化工领域占据领先地位，并正致力于生产用于制药领域的磷酸盐化合物。

DGC 最初主要生产洗衣粉和清洁剂，而如今已发展为出口白磷并生产多种磷化工产品的企业。2022 年，公司营业收入近 15 万亿越盾，注册资本增至 3.8 万亿越盾，并为国家预算贡献超过 1 万亿越南盾。同年，DGC 股票一度成为胡志明证券交易所（HOSE）市值最高的股票之一。此外，公司还生产和经营多种化学产品，如 H_3PO_4 、医药化学品、高纯化学品和工业化学品等。

公司成立与发展历程

- 1963 年：德江化工股份公司前身为德国江化公司，是越南化工总局下属的国有企业。
- 2004 年：公司转型为股份制企业
- 2009 年：成立子公司，名为德江老街化工股份公司
- 2018 年：收购越南磷灰石股份公司 51% 的股份

越南建设证券股份有限公司

024 3926 0099

0886998288

online@vnscs.com.vn

总部：河内市、栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

胡志明分公司：胡志明市、第一郡、阮太平坊、
阮公著街180-192号、TNR大楼、20层



数据来源: DGC, CSI 整理

- 2018 年: 将德江老街化工股份公司并入德江洗衣粉与化工股份公司
- 2019 年: 转型为集团化经营模式, 改名为德江化工集团股份有限公司
- 2020 年: 股票从河内证券交易所 (HNX) 转至胡志明证券交易所 (HSX) 上市

主营业务

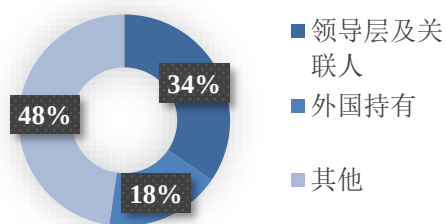
- 生产及销售化工原料和产品 (不包括国家禁止的化学品)
- 生产及销售橡胶、油漆、塑料、化肥、钢铁及有色金属;
- 生产及销售机械、电器及其零部件、电子材料和工具;
- 生产及销售矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品、非沥青物质、矿物蜡
- 厂房出租
- 公路货物运输
- 食品添加剂批发
- 矿产勘探、开采及加工
- 道路货物运输

成员公司名单

公司名称	注册资本(十亿越盾)	主要业务	持股比例%
德江老街化工一成员有限责任公司	997	化学品和化肥的生产和销售	100.00%
越南磷灰石股份公司	250	基础化学品的生产和批发	51%
德江化工体育一成员有限责任公司	5	专业体育设施经营	100%
德江宜山化工一成员有限责任公司	1000	基础化学品生产	14,77%
德江得农化工一成员有限责任公司	300	化肥和基础化学品的生产和销售	100%
太阳光电池股份公司	67.5	房地产经营	51%
德江房地产一成员有限责任公司	500	房地产经营	100%
德江-廷武化工一成员有限责任公司	60	化学品贸易和仓储服务	100%
6 号磷一成员有限责任公司	363	原材料及化工产品的生产和销售	100%

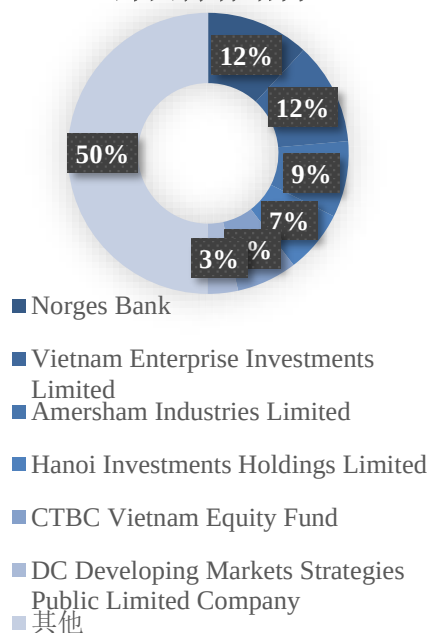
数据来源: 财务报表, CSI 整理

股东结构

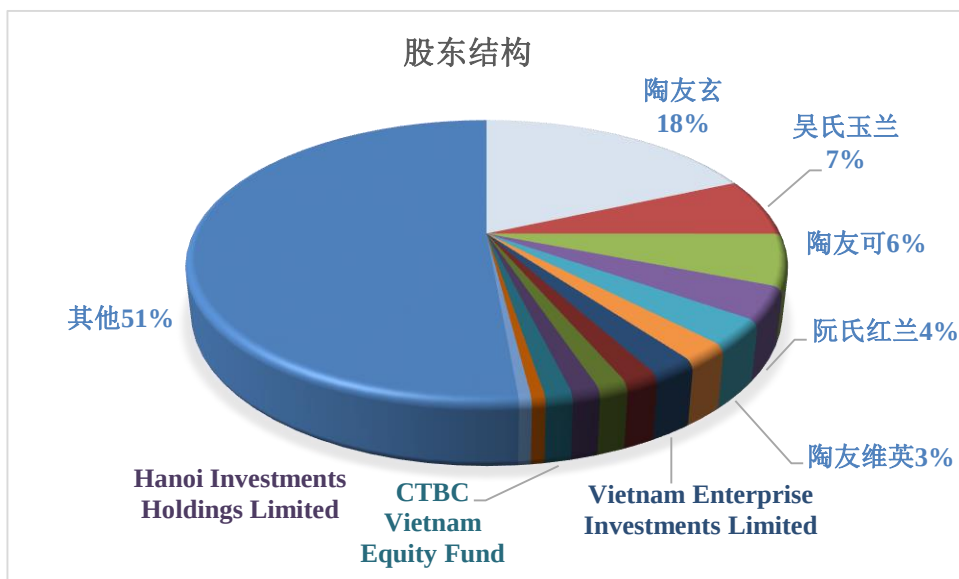


数据来源: Fiin, CSI 整理

外国持有结构



股东结构



数据来源: Fiin, CSI 整理

DGC 的大股东结构中, 34.55%由公司管理层及其相关人员持有, 17.73%为外国投资者持股。主要个人股东包括: 陶友玄先生 (18.38%)、吴氏玉兰女士 (6.64%)、陶友轲先生 (5.97%)、阮氏红兰女士 (3.76%)、陶友维英先生 (3.01%)。

磷矿石

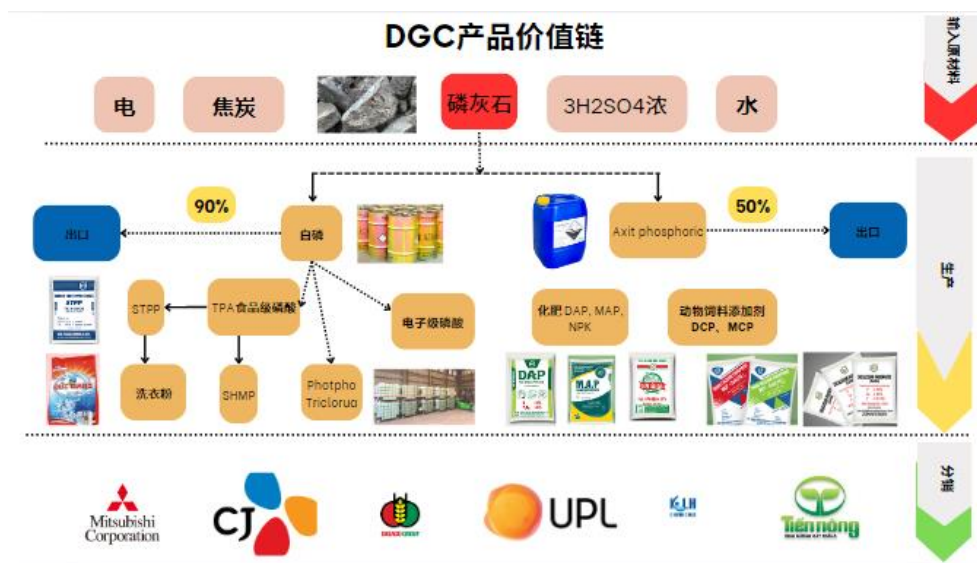


白磷



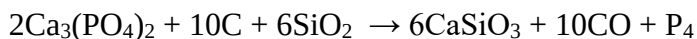
Acic phosphoric (H_3PO_4 85%)

DGC 的价值链



DGC 在越南拥有完善的白磷行业价值链, 其主要原料包括: 磷灰石、焦炭 (无烟煤)、电力、浓硫酸 (H_2SO_4)、水、石英石、硫磺。根据不同的产品, 原料会通过以下方法加工:

- 热处理将磷灰石转化为磷: 磷灰石、焦炭和石英石在 $1500^{\circ}C$ 温度的电炉中熔化, 生成白磷 (反应效率可达 91%), 化学反应方程式为:



生产 1 吨白磷需使用 5.96 吨磷灰石（一级和三级），在功率为 14.000-18.000 千瓦时的电炉中燃烧，此外还需要 1.1 吨焦炭和 3.22 吨石英石。

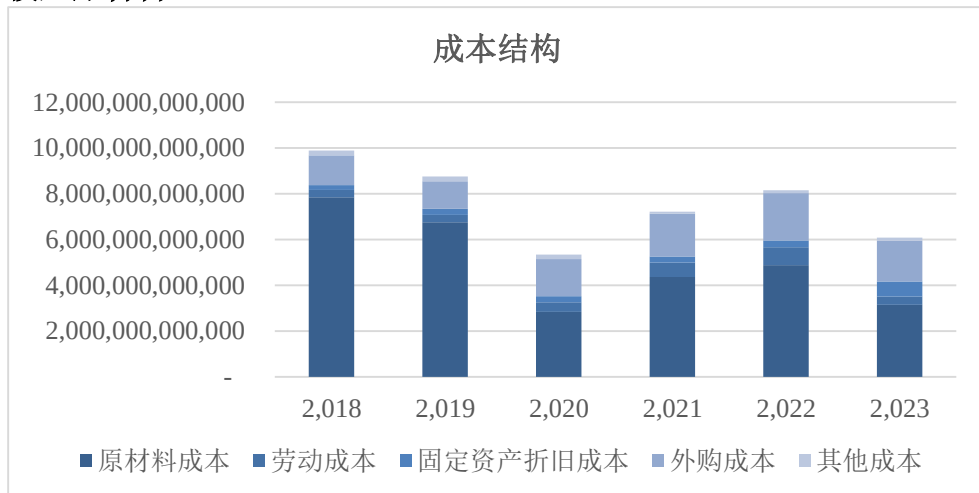
➢ 湿法:磷灰石与浓硫酸反应，直接生成磷酸，化学反应方程式为：



生产 1 吨磷酸需要 1.33 吨磷灰石和 1.19 吨浓硫酸。白磷和磷酸可进一步用作原料生产其他产品，如 TPA 食品级和 TPA 电子级、各种肥料（DAP、MAP、NPK 等）以及饲料添加剂（DCP、MCP）。德江能够根据市场价格的波动灵活调整生产计划。当磷产品价格较低时，DGC 促进磷酸和化肥的生产和精炼，反之亦然。

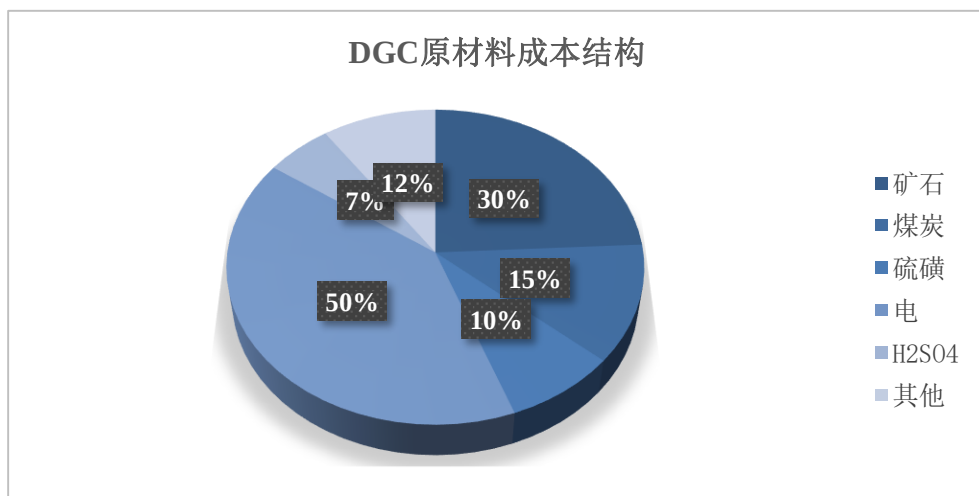
在反应过程中产生的副产品继续作为原材料用于德江的其他产品生产。WPA（湿法磷酸）产生的固体废弃物被 DGC 加工成石膏 GYPSUM；在白磷燃烧过程中产生的热能被用作肥料和饲料添加剂生产综合体的能源；白磷和磷酸生产的副产品被回收再利用，用于生产肥料及其他产品。此外，DGC 还拥有位于廷武港的化学品仓库，从而优化了出口成本。

投入原材料



数据来源: Fiin, CSI 整理

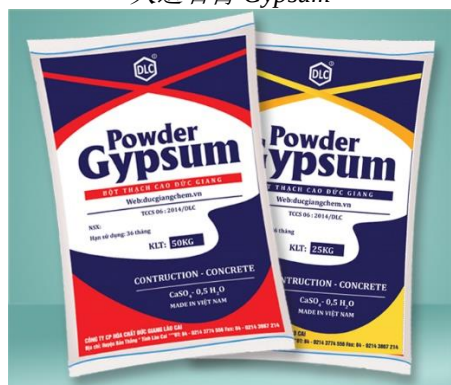
原材料成本是最重要的成本，占 DGC 总成本的 60%至 80%。



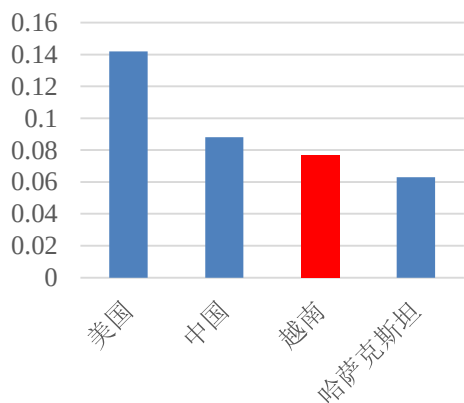
数据来源: CSI 整理



人造石膏 Gypsum

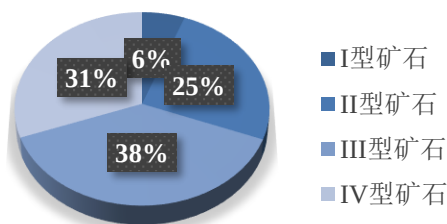


工业电价(USD/小时)



数据来源: CSI 估计及整理

老街磷灰石比例



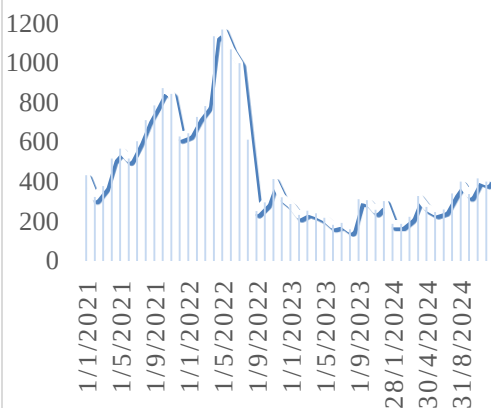
数据来源: CSI 整理

焦炭价格



数据来源: Sunsur, CSI 整理

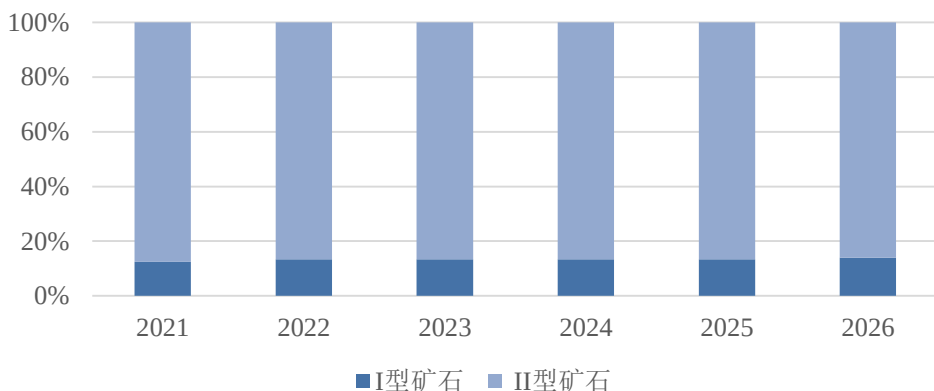
H₂SO₄



数据来源: Sunsur, CSI 整理

- 电力成本占原材料总成本的 30%以上, 是德江生产成本中最大的单项开支。生产 1 吨白磷需要消耗约 14000 至 18000 千瓦时的电能, 因此电力成本占白磷生产原材料总成本的近 70%。目前, DGC 完全依赖越南国家电力公司 (EVN) 的国家电网供电。采用 35kV (22kV-110kV) 的电压等级, 自 2023 年 11 月 8 日起, 工业用电零售价调整为 1699 越盾/千瓦时, 比 2019 年-2023 年第三季度阶段增长 7.3%。完全依赖 EVN 使 DGC 面临能源投入成本上涨的风险。然而, 与中国和美国 (全球四大白磷生产国中的两大国) 相比, DGC 在电力成本方面具有优势, 另外两个生产国为越南和哈萨克斯坦。
- 其他重要原材料是磷矿石, DGC 在磷矿石方面具有显著优势。磷矿石占 DGC 原材料成本的 30%。目前, DGC 独立开采约占其需求量的 70%。第 25 号采矿区自 2021 年 3 月获得采矿权, 储量约为 370 万吨以及和三级矿石, 开采周期为 6 年。同时, DGC 与老街化工股份公司签署协议, 购买其第 19b 号采矿区的全部磷矿石, 储量约为 510 万吨, 开采周期为 5 年。

25号采区的开采能力 (百万吨)



数据来源: CSI 整理

在越南, 磷矿石主要集中在老街省, 总储量和资源量超过 20 亿吨。目前, 富含 P₂O₅ 的 I 及和 III 及磷矿石正在逐步枯竭。据估算, 这两类矿石的可开采储量仅能维持约 20 年。

DGC 在白磷生产技术方面处于领先地位, 采用 I 及和 II 及混合磷矿石生产白磷, 其中 II 及矿石占比超过 50%。II 及磷矿石为磷灰石-碳酸盐型, 包含磷灰石、白云石和方解石, 性质相似, 难以通过物理选矿方法分离。这一技术非常契合当前 I 及矿石逐渐枯竭、II 及矿石储量丰富但难以选矿的实际情况。此外, 通过采用磷矿粉作为原材料, DGC 显著降低原材料成本, 因为 II 及矿石和磷矿粉的售价远低于 I 及矿石。

- 其他原材料如焦炭、磷酸、硫磺等主要从国内外企业采购。目前, 由于中国已停止焦炭供应, DGC 成功使用越南无烟煤作为替代品。无烟煤价格低于焦炭, 且来源于越南广宁, 供应便利。但无烟煤的缺点是灰分、挥发物含量及湿度较高, 这给炉窑操作带来一定困难。这些原材料的价格在 2022 年达到峰值后, 目前已逐渐趋于平稳。

工厂产能

越南建设证券股份有限公司

024 3926 0099

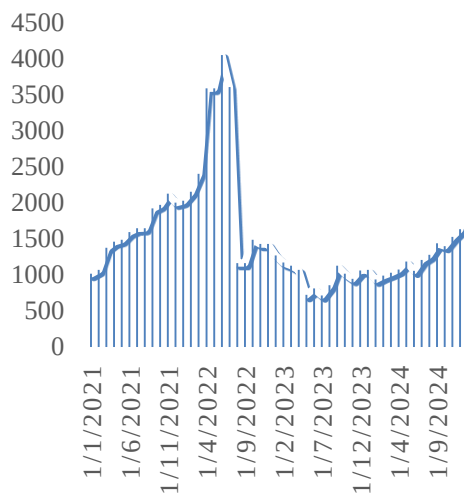
0886998288

online@vncsi.com.vn

总部: 河内市、栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

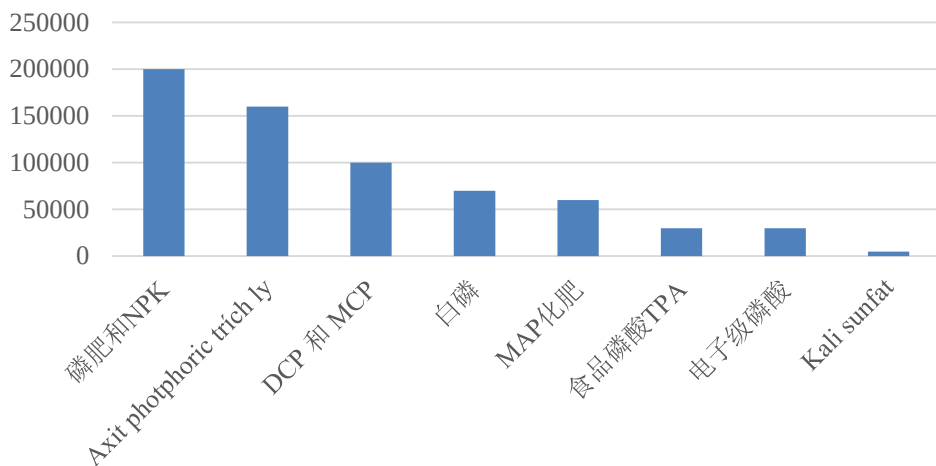
胡志明分公司: 胡志明市、第一郡、阮太平坊、
阮公著街180-192号、TNR大楼、20层

硫磺价格



数据来源: Sunsur, CSI 整理

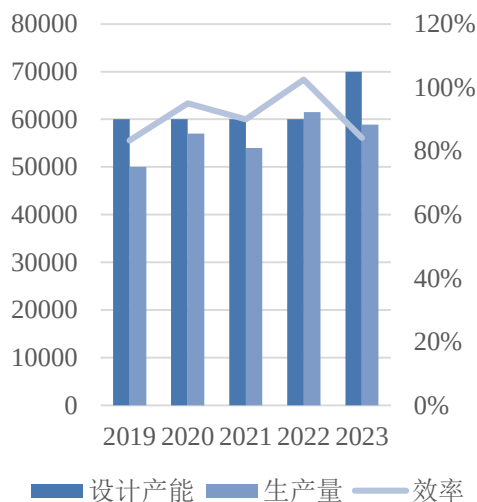
DGC各类产品的产能 (百万吨)



数据来源: CSI 整理

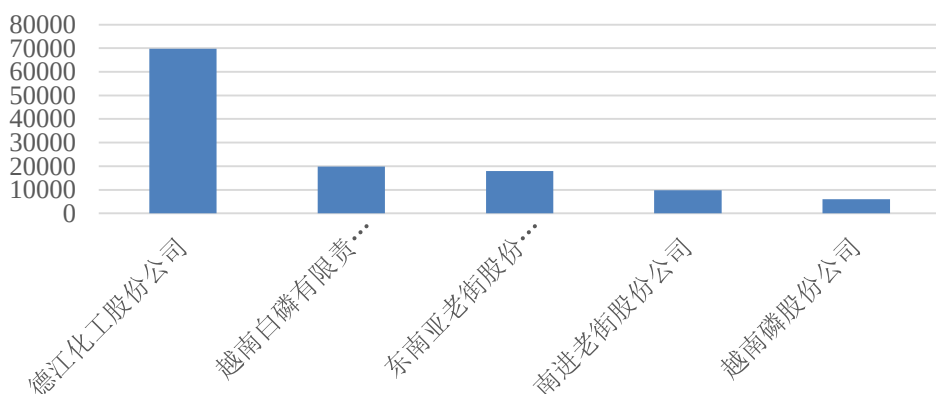
截至 2023 年底, DGC 的产品总产能包括: 7 万吨白磷, 在日间用电低谷时段可达 8 万吨, 3 万吨 TPA 食品级和 3 万吨 TPA 电子级, 主要客户为韩国和日本的半导体企业; 年产能 16 万吨的磷酸是生产肥料的主要原材料; 通过深加工 52%磷酸萃取 WPA, 包括以下工厂产能: DAP、MAP 肥料 6 万吨/年, 富磷肥、NPK 复合肥 20 万吨, 以及 DCP、MCP 10 万吨。

DGC磷生产效率



数据来源: CSI 整理

越南一些磷工厂的设计产能 (百万吨)

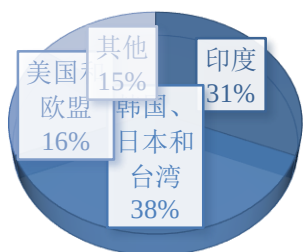


数据来源: CSI 整理

白磷是 DGC 的重点产品, 目前年产能 7 万吨, 是越南产能最大的白磷生产企业。6 号磷厂升级扩建后, 产能可增至 8 万吨/年。目前, 越南政府不再批准新建白磷工厂, 使 DGC 成为国内产能最大的企业, 远远领先排名第二的竞争对手。DGC 的白磷工厂目前运行产能已超过 80%, 在白磷价格高位运行的有利条件下, DGC 将优先增加白磷产能, 同时减少其他深加工产品。

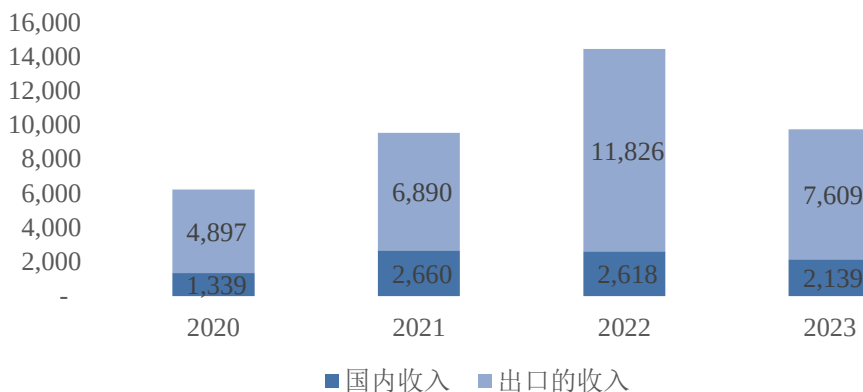
收入

按地区的出口结构



数据来源: CSI 整理

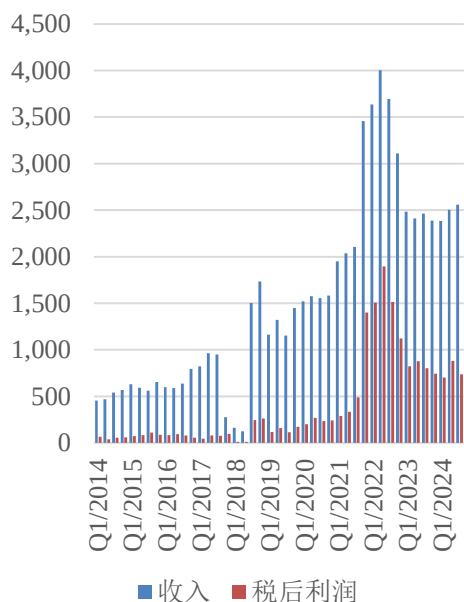
按地区划分的收入



数据来源: CSI 整理

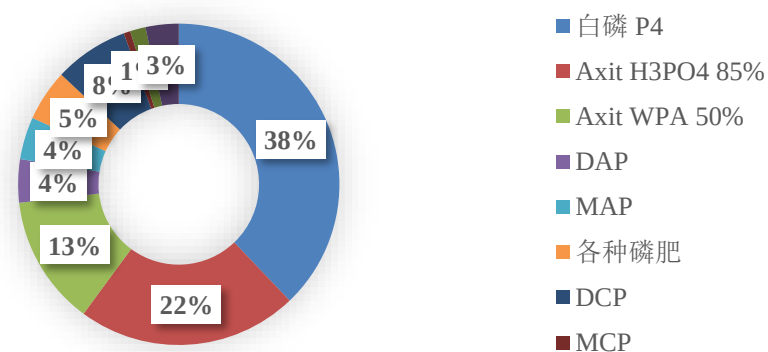
DGC 的收入中有 70%-80%来自出口。白磷的主要出口市场包括印度、日本、韩国、台湾和美国等。其中，白磷是 DGC 的核心出口产品，90%的产量用于出口。在韩国和日本两大市场，DGC 的白磷市场占有率几乎达到垄断地位。磷酸出口量占 50%，其余 50%用于生产肥料等产品。

DGC 季度收入



数据来源: Fiin, CSI 整理

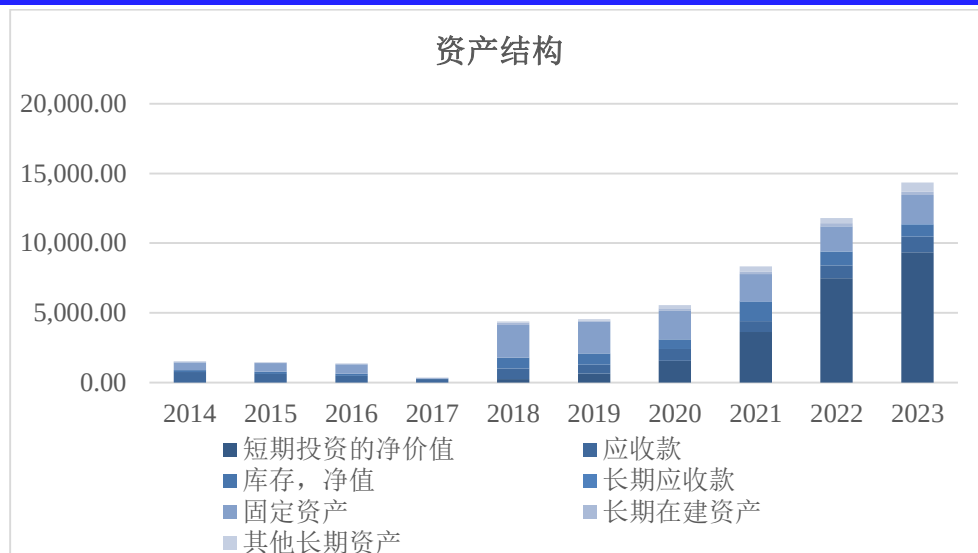
2023年DGC按产品划分的收入结构



数据来源: DGC 股东大会决议, CSI 整理

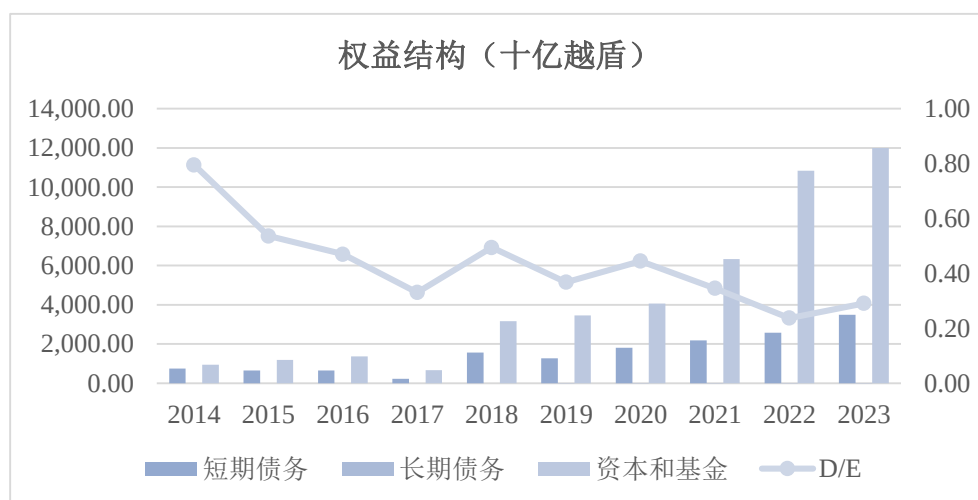
2022 年，白磷是 DGC 收入占比最大的产品，占总收入的 49%，主要销往出口市场。其他产品大部分在国内销售，电子级和萃取级磷酸除外。DGC 采取 B2B 销售模式，客户主要为大型企业。由于白磷价格持续创下新高，DGC 在 2022 年收入达到历史最高点，主要动力来自：俄乌战争、中国供应短缺，以及新冠疫情后半导体行业的复苏（2022 年第一和第二季度）。然而，从 2022 年第三季度起，这些国家的白磷进口量开始下降，原因是半导体芯片需求下降（供应商如英特尔、NVIDIA、台积电、三星等的库存量大幅增加）。

财务结构和运营效益



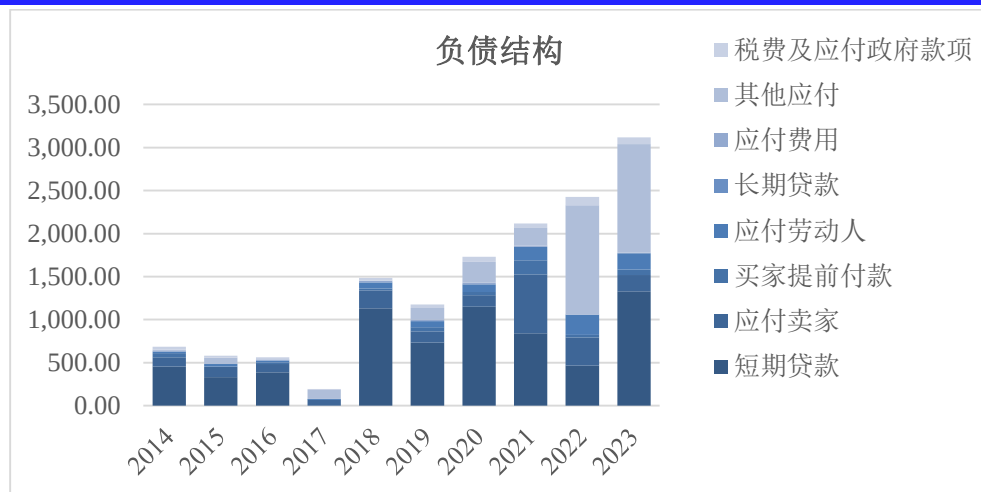
数据来源: Fiin, CSI 整理

2017年, 由于 DGC 的重组活动, 其资产结构下降, 原因是暂时将老街德江公司 (Đức Giang Lào Cai) 持股比例降低至 51% 以下。DGC 的重要标志出现在 2018 年, 当时公司完成了收购越南磷灰石股份公司 51% 的股份, 并将老街德江化工股份公司并入德江洗衣粉化工股份公司, 致使 DGC 的磷酸生产总产能达到每年 6000 万吨。之后几年, DGC 的经营活动顺利, 现金及具有高流动性的资产比重迅速增长, 达 10.402 万亿越盾, 占 DGC 总资产的 67.2%。这款预计将用于 DGC 在义顺 (Nghi Son) 项目和西原铝土矿项目的投资。



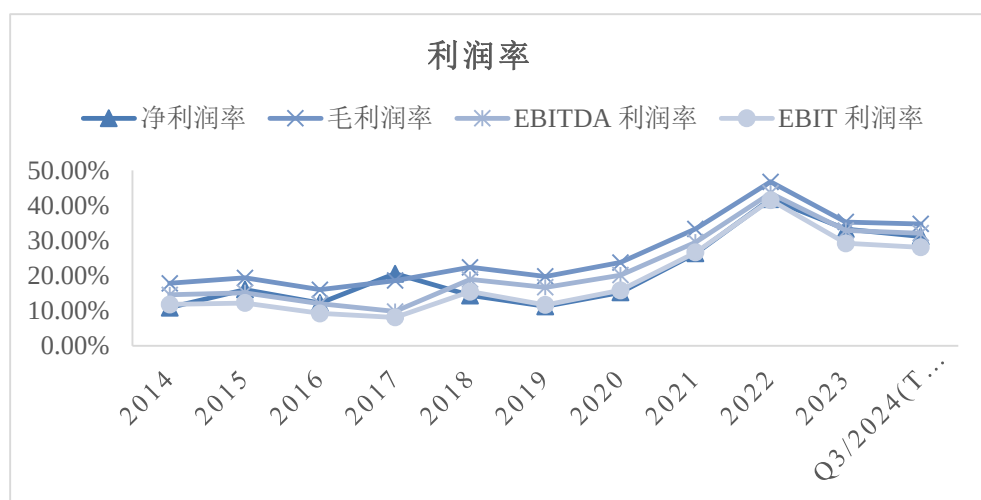
数据来源: Fiin, CSI 整理

DGC 的主要经营资金来源于所有者权益。DGC 的长期贷款余额占比非常小, 几乎可以忽略不计。短期贷款余额维持在较低水平, 近 10 年 DGC 的负债权益比 (D/E) 始终低于 0.5。应付账款和其他应付款项是 DGC 到 2023 年底负债结构中的两个最大项目。其中, 短期贷款为 1.328 万亿越盾, 其他应付款项 1.26 万亿越盾, 为尚未支付给股东的股息。



数据来源: Fiin, CSI 整理

经营效益



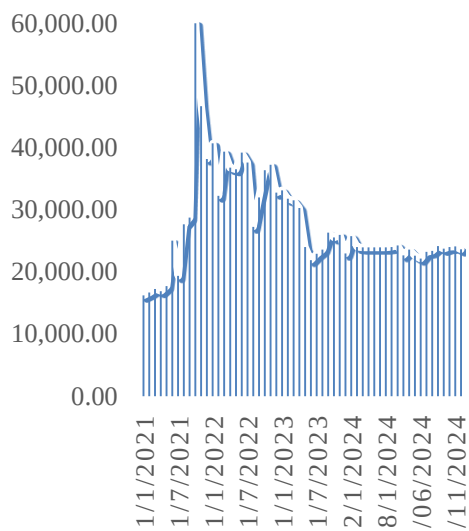
数据来源: Fiin, CSI 整理

DGC 保持着令人印象深刻的经营效益, 在过去 10 年中, 该公司一直保持超过 15% 的净资产收益率 ROE, 特别是在 2022 年, ROE 创下了历史新高, 超过 70%。然而, 通过观察 DGC 的经营效益, 可以看到 DGC 的盈利周期性特征相对明显, 磷价格的波动较为剧烈。

近年来, 由于自给自足大部分磷灰石, DGC 的利润率得到了显著改善, 具体表现为自营开采 25 号矿区和合资开采 19B 矿区, 并应用了多项生产改进, 如: 利用粉矿、从混合磷灰石 I 类和 II 类生产白磷、使用无烟煤替代焦炭、利用反应过程中的副产品生产其他产品。自 2021 年起, DGC 的毛利率一直维持在 30% 以上, 并在 2022 年达到 46.73% 的顶峰。

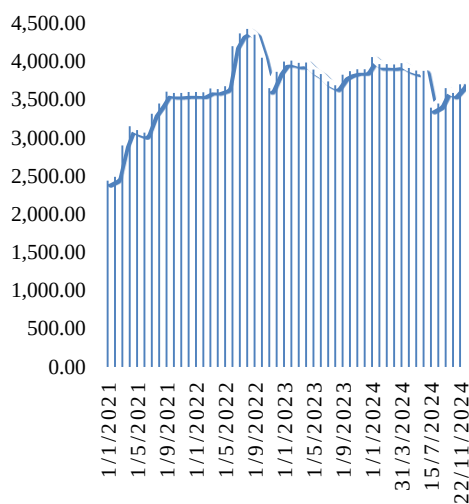
现金流和股息政策

白磷价格



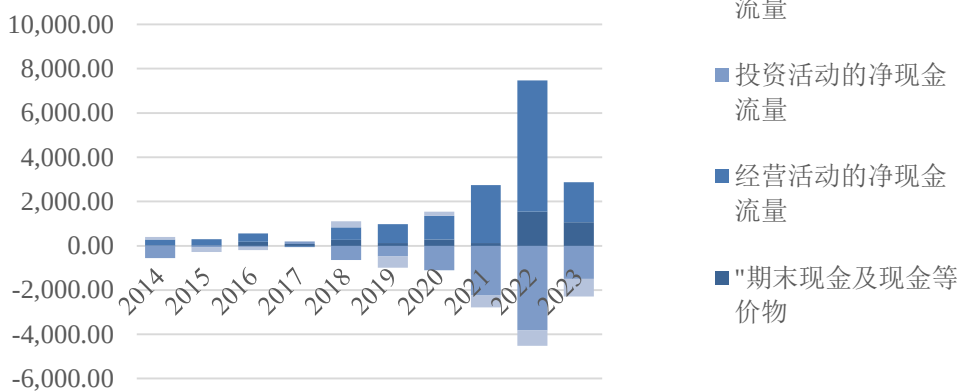
数据来源: Sunsur, CSI 整理

DAP价格



数据来源: Sunsur, CSI 整理

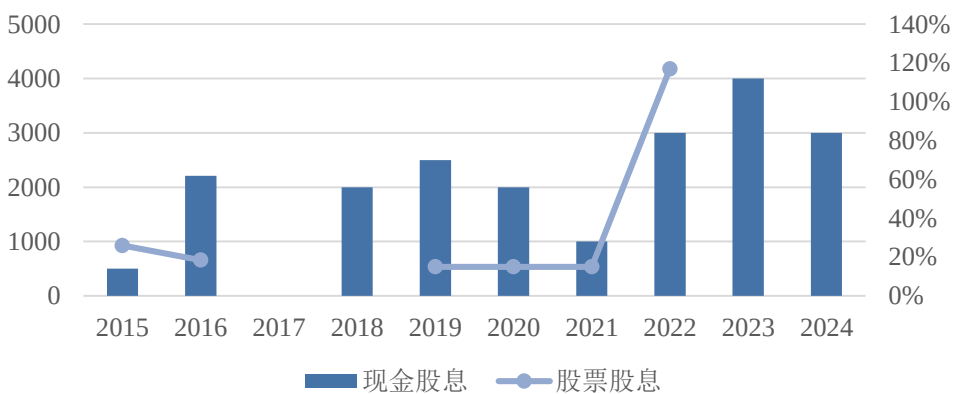
DGC现金周转



数据来源: Fiin, CSI 整理

CSI 对德江的现金流健康状况给予了高度评价。来自生产经营活动的现金流一直为正且非常可观，同时是 DGC 现金流的主要支柱，体现了其自给自足的财务能力。因此，DGC 能维持较好的现金股息水平，近 10 年现金股息平均为 21%。充裕的财务资源将为 DGC 在未来开展新项目提供基础，尤其是在磷矿石资源有限的情况下。

股息



数据来源: Fiin, CSI 整理

投资论点—德江化工集团股份有限公司

德江的磷产能在越南处于领先地位，并是亚洲领先的白磷出口企业

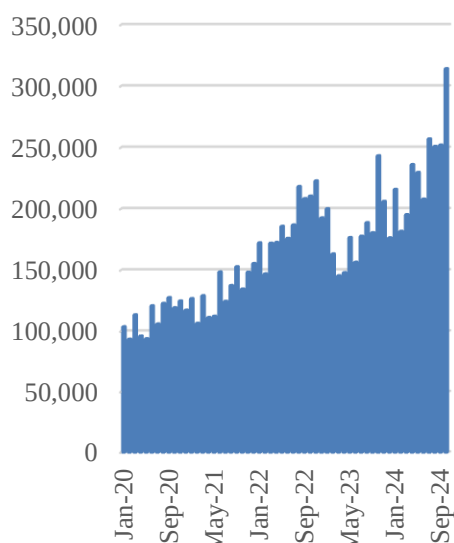
白磷是全球工业中重要的原材料。在 2021 年之前，白磷主要用于化肥生产行业。然而，随着对半导体和磷酸铁锂电池（用于电动汽车）的需求不断增加，预计白磷的未来与半导体和铁锂电池行业的前景相吻合。目前，大约 20% 的磷需求来自半导体行业。自 2018 年以来，中国几乎停止了磷的出口，仅生产供国内消费，这间接地使得德江成为亚洲领先的磷出口商。DGC 还是全球唯一一家能够从磷矿石的粉矿和块矿形式生产白磷的公司。

DGC 目前在该市场细分仅有两个主要竞争对手，分别是 Kazphosphate（哈萨克斯坦，年产能力 12 万吨）和 Bayer（美国，年产能力 20 万吨）。其中，KAZ 的产品质量低于 DGC，因为其磷矿石质量和生产技术低。DGC 相较于竞争对手具有巨大优势，因为其开发了使用粉矿和粉煤生产 P4 的技术，并且使用 I 型和 II 型磷矿石混合生产 P4。凭借这

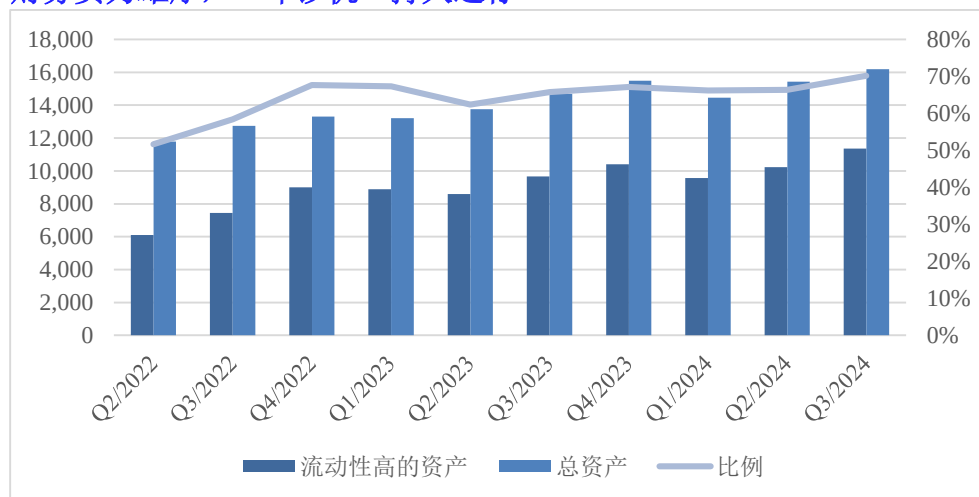
一优势，DGC 在成本方面也优于其他生产商，因为粉矿、粉煤和 II 型磷矿石的成本低于颗粒矿石、块煤或 I 型磷矿石。德江目前已与国内外大客户建立了合作关系，如三菱公司、UNID Global Corp、UPL、CJ、Cargill、Proconco、Wilmar International、Chemicals 等。

与此同时，在国内市场，德江几乎“没有对手”，其产能占全国总产能的一半以上，并通过收购合并不断巩固市场份额。目前，越南不再批准新建磷工厂，这使得 DGC 成为产能最大的企业，远远超过其他竞争对手。DGC 在自行开采的磷矿石资源上具有优势，而其他白磷生产商如 CSV（南方基础化工公司）和 HVT（越池化工公司）则需要从外部采购。25 号矿区在疫情期间投入运营，帮助 DGC 更加自主地掌握原材料供应，并与竞争对手相比降低了成本。

TSMC 月度收入



财务实力雄厚，“印钞机”持久运行



数据来源: Fiin, CSI 整理

凭借在行业中的优势，德江维持着净资产收益率 ROE 超过 20% 的高水平，成为真正的“印钞机”。近 10 个季度，DGC 的现金及现金等价物一直占总资产的 60% 以上。由于业务稳定运营，利润率保持在高位，现金余额迅速增长，超过了 11 万亿越南盾。这笔巨额现金不仅带来了稳定的利息收入，还帮助公司通过并购交易和部署未来项目（如德江宜山项目、得农铝土矿项目）继续扩大规模。

半导体是未来多年的增长动力

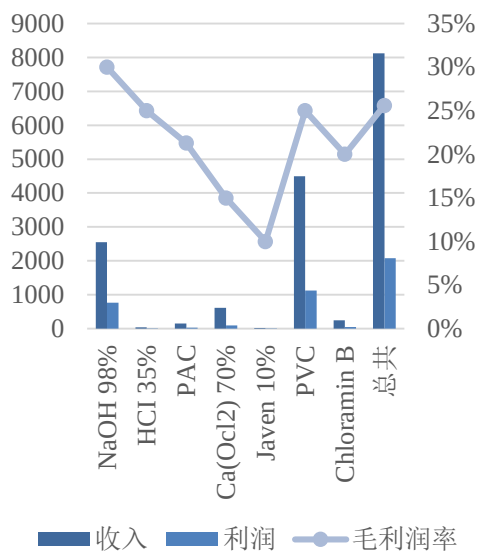
人工智能（AI）、物联网（IoT）、大数据（Big Data）、5G 通信、超级计算机和自动驾驶汽车等领域的进步，都依赖于半导体产业的日益强劲发展。

作为数字经济的“生命线”，半导体行业扮演着关键及重要的角色，是吸引全球众多产业关注的焦点。据预测，该行业在 2024 年可带来的收入可能超过 6200 亿美元，并在 2030 年大幅增长至 1 万亿美元（来

源：Gartner）。与此同时，半导体行业也被视为 21 世纪各大强国之间科技竞争的核心领域。

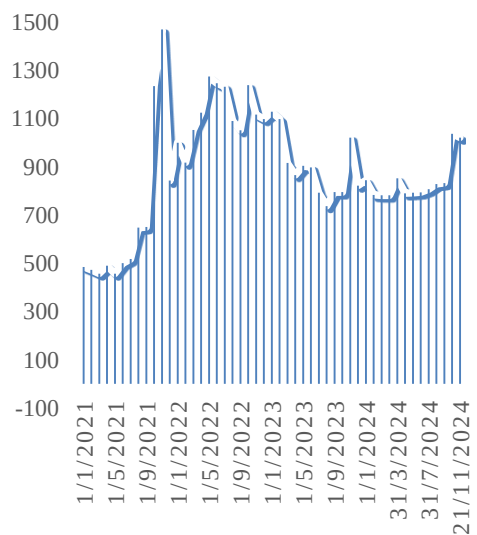
白磷和磷酸是半导体产业中两个极为重要的材料。CSI 预计，未来十年，半导体产业和锂电池生产对白磷的需求将显著增长，并占 P4 白磷总需求的约 40%-45%。

预计德江-宜山项目
(十亿越盾)



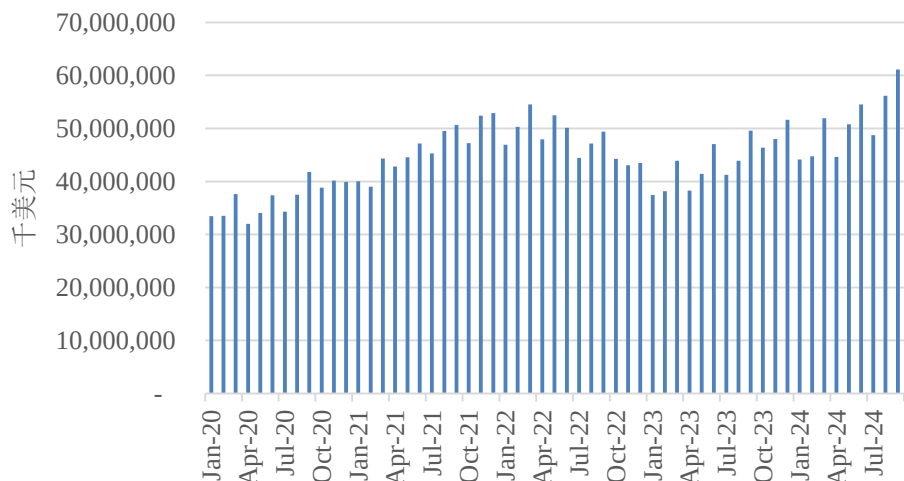
数据来源：CSI 整理

NAOH价格



数据来源：Sunsur, CSI 整理

全球半导体的收入



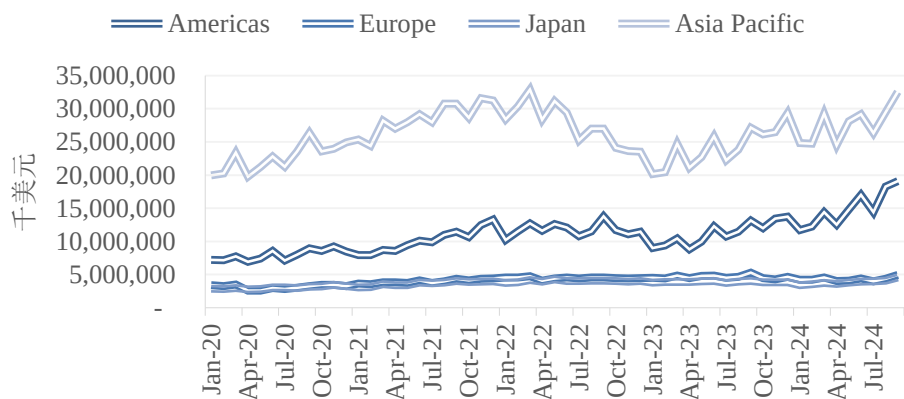
数据来源：WSTS, CSI 整理

根据 Mordor Intelligence 公司的预测，半导体行业预计将从 2024 年的 0.72 万亿美元增长到 2029 年的 1.21 万亿美元，预计 2024-2029 年期的年复合增长率（CAGR）为 10.86%。

对于 2025 年，世界半导体贸易统计组织（WSTS）预测全球半导体市场将增长 12.5%，达到估值约 6870 亿美元。这一增长预计主要由存储器和逻辑领域推动。

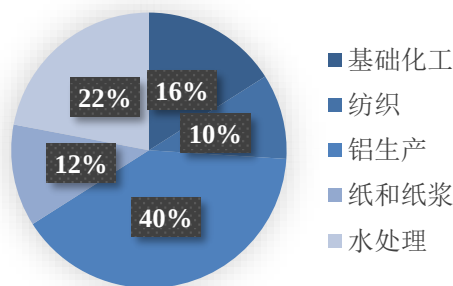
在全球半导体收入持续强劲突破 2022 年历史高峰的同时，国际客户的库存已逐渐耗尽。CSI 认为，自 2025 年起，这是德江化工可以重新步入增长轨道的有利时机。

按地区划分的全球半导体市场收入



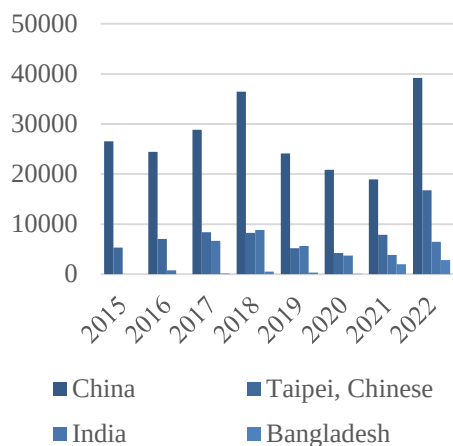
数据来源：WSTS, CSI 整理

氢氧化钠消费结构



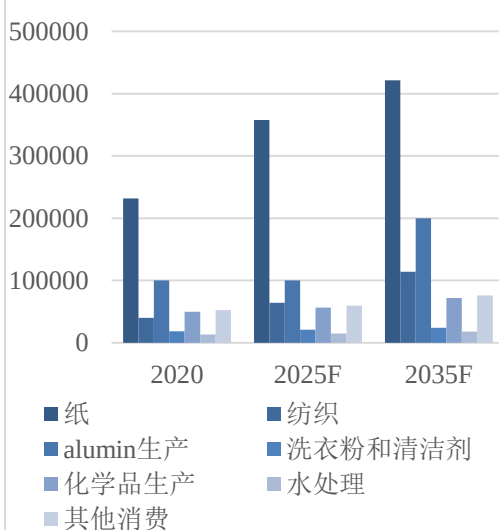
数据来源: Fiin, CSI 整理

按国家的固碱进口
(千美元)



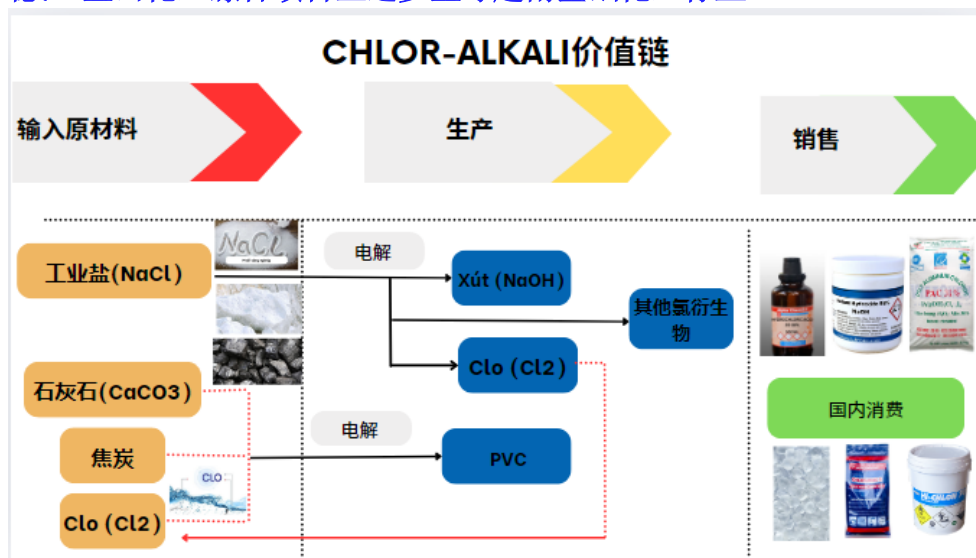
数据来源: Trademap, CSI 整理

氢氧化钠需求预测



数据来源: 越南化工业战略报告, CSI 整理

德江-宜山化工综合项目正逐步主导越南基础化工行业



2020年5月26日, 德江化工 (DGC) 股东大会通过了投资“德江-宜山化工综合项目” (DNS) 的决议, 但由于征地拆迁方面的障碍, 截至目前, 该项目仍未正式开工建设

截至目前, 征地拆迁工作已经完成, 并完成第一批土地租赁, 面积为 17.8 公顷, 拨付资金 4615 亿越南盾。目前, 德江化工正处于完善相关手续的最后阶段, 按照规定转向正式开工建设项目。

根据德江化工集团股份公司管理层最新透露的信息, “德江-宜山化工综合项目”位于清化省, 计划最迟于 2024 年第四季度开工, 按计划进度完成并于 2026 年第一季度投入运营。

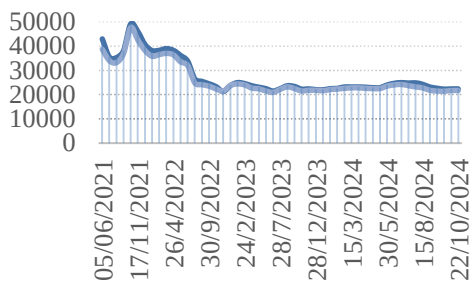
德江化工已对该项目进行大幅增资, 从第一期的投资资金从 2.4 万亿越南盾大幅上调至 10 万亿越南盾, 但项目总投资金额仍维持在 12 万亿越南盾不变。

项目全面投入运营后, 德江-宜山化工综合项目的年产量将达 15 万吨 100%纯度氢氧化钠 (NaOH); 15 万吨聚氯乙烯 (PVC) 树脂; 3.4 万吨次氯酸钙 (Ca(OCl)₂) 漂白粉; 1000 吨氯胺 B 杀菌剂; 3 万吨聚合氯化铝 (PAC) 水处理剂; 1.5 万吨 31%浓度氯化氢 (HCl) 酸; 1 万吨 10%浓度次氯酸钠 (Javel) 漂白水。

我们预计该综合体将贡献约 8.2 万亿越南盾的收入, 毛利润约为 2 万亿越南盾。由于 DGC 在氢氧化钠生产方面尚无经验, 因此毛利率约为 25%, 与其他氢氧化钠生产企业如 CSV、HVT 相比属于中等水平。德江-宜山化工综合项目的主要产品是 98%的氢氧化钠片碱和聚氯乙烯 (PVC) 树脂。这些都是目前国内供应不足的化学品。同时, 该项目具有“得天独厚”的地理位置, 靠近宜山深水港以及区域内储量丰富的石灰石矿 (PVC 树脂的主要原材料)。

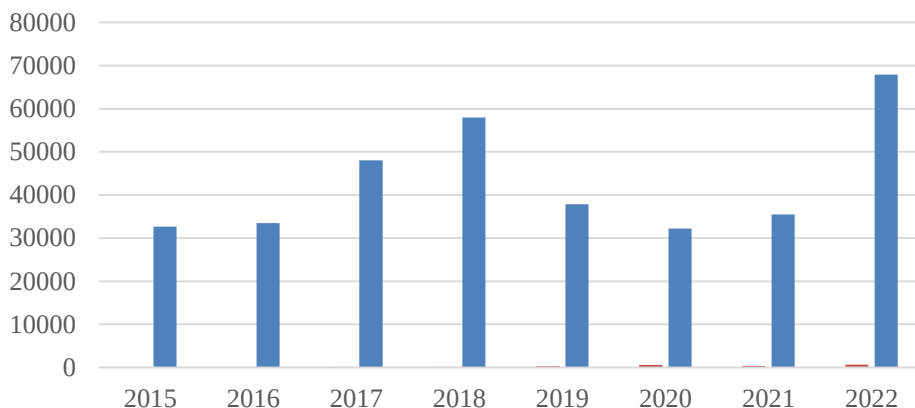
PVC树脂颗粒价格

— PVC S625 台湾
— PVC SG- 中国



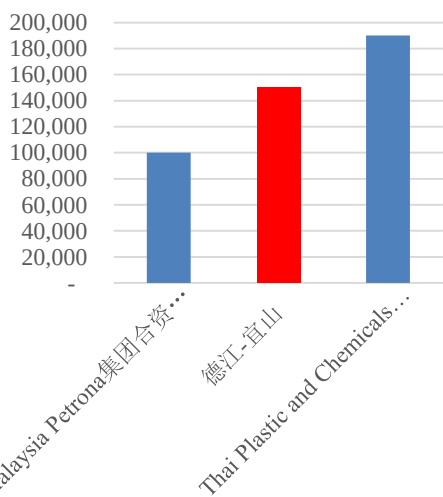
数据来源: giahathua.com, CSI 整理

固碱进出口 (千美元)



数据来源: Trademap, CSI 整理

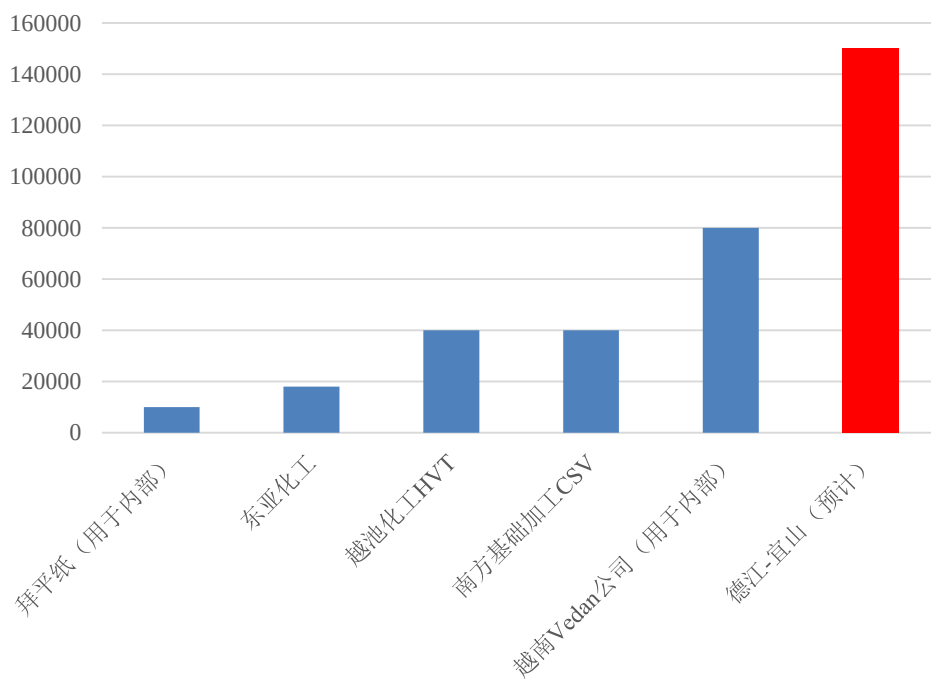
PVC树脂颗粒生产厂的产能 (千吨)



数据来源: 越南化工工业战略报告, CSI 整理

氢氧化钠 (NaOH) 在生活和工业生产中扮演着重要角色, 被广泛应用于铝生产、造纸、纸浆、纺织和其他基础化学品的生产中。目前, 越南的氢氧化钠生产能力仍未满足国内需求, 且严重依赖进口。仅 2022 年, 越南就进口了 6800 万美元的固体氢氧化钠和近 7700 万美元的液体氢氧化钠, 这些产品主要来自中国、台湾、印度、孟加拉国等。

越南氢氧化钠生产产能 (千吨)

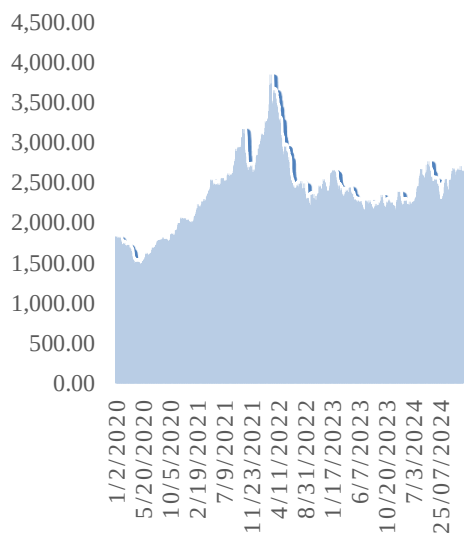


数据来源: CSI 整理

目前, 越南共有 6 家氢氧化钠生产工厂, 设计总产能大 18.8 万吨/年。其中, 投入贸易运营仅包括: 越池化工、南部基础化工和东亚化工, 总产能为每年 9.8 万吨。其余两家工厂是越南 Vedan 公司和拜平 (Bãi Bằng) 造纸厂, 仅用于内部使用。

德江以每年 15 万吨的设计产能, 成为越南最大的氢氧化钠生产企业。根据越南化工产业至 2030 年, 展望 2040 年的发展战略报告, 预计

铝价

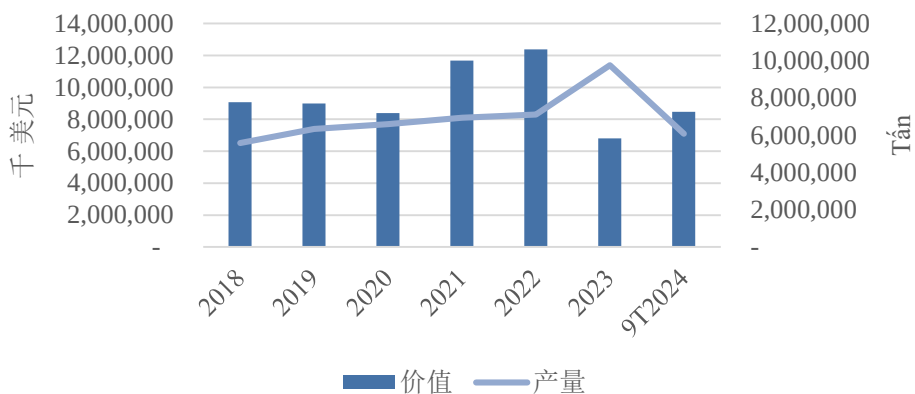


数据来源: Investing.com, CSI 整理

2025 年越南对氢氧化钠的需求将达每年 67.345 万吨, 2035 年可能接近每年 100 万吨。

德江氢氧化钠产品需要考虑的一个问题是 DGC 无法自主生产氢氧化钠的原料, 是工业盐。越南目前仍未能自主生产工业盐, 依赖从印度进口。德江的氢氧化钠产品将不得不与从中国进口的氢氧化钠产品竞争, 越南企业的竞争优势仅来自于比中国便宜的工业电价。

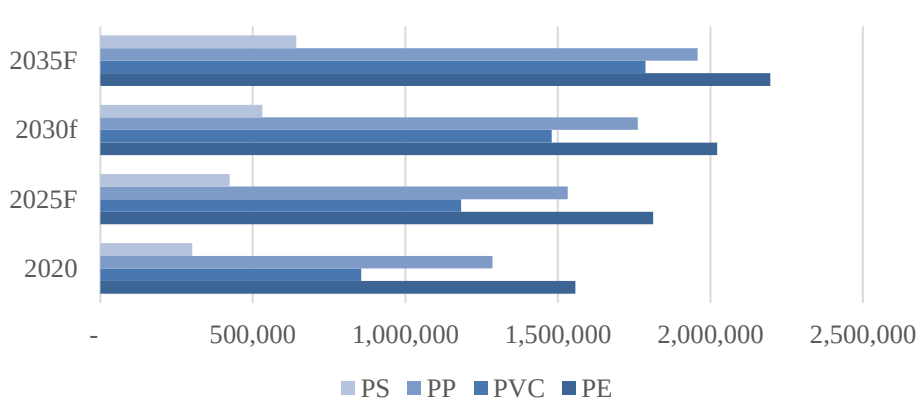
原料塑料颗粒进口



数据来源: 统计局, CSI 整理

德江-宜山项目的下一个主要产品是 PVC 塑料颗粒。PVC 塑料颗粒在生活中应用广泛, 是生产日常用品的原料, 如电线、电缆、水管等, 因为它具有耐用性、柔韧性, 能够耐高温、低温, 不容易氧化, 也不像其他常见塑料那样脆裂。

预计塑料颗粒需求 (吨)

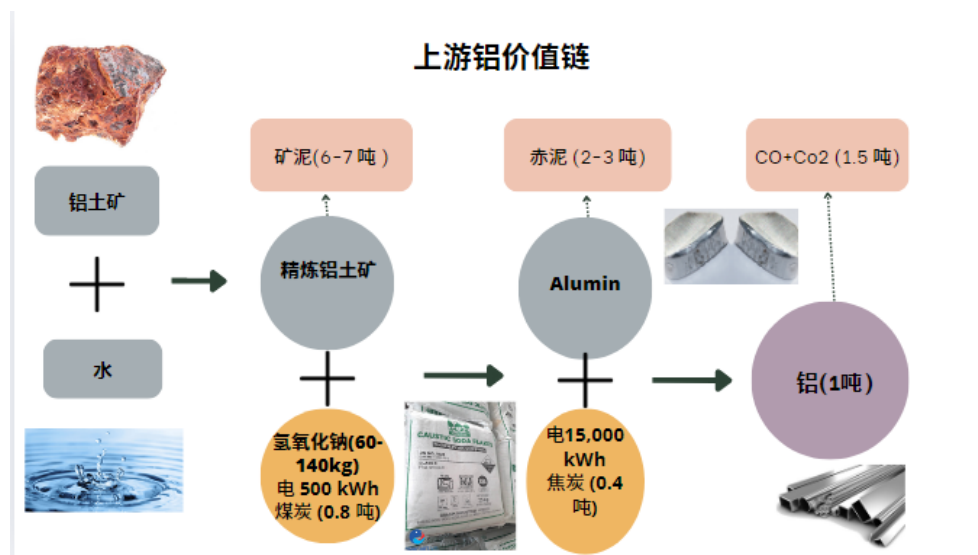


数据来源: 越南化工业战略报告, CSI 整理

目前越南有两家 PVC 塑料颗粒生产工厂, 均为合资企业。第一家 PVC 工厂是由 TPC 集团 (Thai Plastic and Chemicals Public Company)、Vinachem 和 Vinaplast 共同投资的, 最初的设计产能为 8 万吨/年, 后增至 19 万吨/年。第二家 PVC 工厂是由越南国家油气集团 (持股 43%)、巴地-头顿技术供应与服务公司 (持股 6.7%) 以及马来西亚 Petronas 集团 (持股 50.3%) 共同投资的。该工厂自 2003 年 1 月起投入运营, 设计产能为 10 万吨/年。上述两家工厂使用进口的氯乙烯单体 (VCM) 作为原料, 且由合资中的外国合作伙伴负责提供原料供应。

除了上述两家工厂的供应外，越南仍主要依赖进口。截至 2023 年 11 月，越南共进口了 620 万吨塑料原料，相当于近 900 万美元。根据越南化工产业至 2030 年，展望 2040 年的发展战略报告，未来时间越南对塑料原料的需求将保持每年 6% 的增长率，到 2030 年 PVC 需求将接近 150 万吨，到 2035 年将接近 180 万吨。

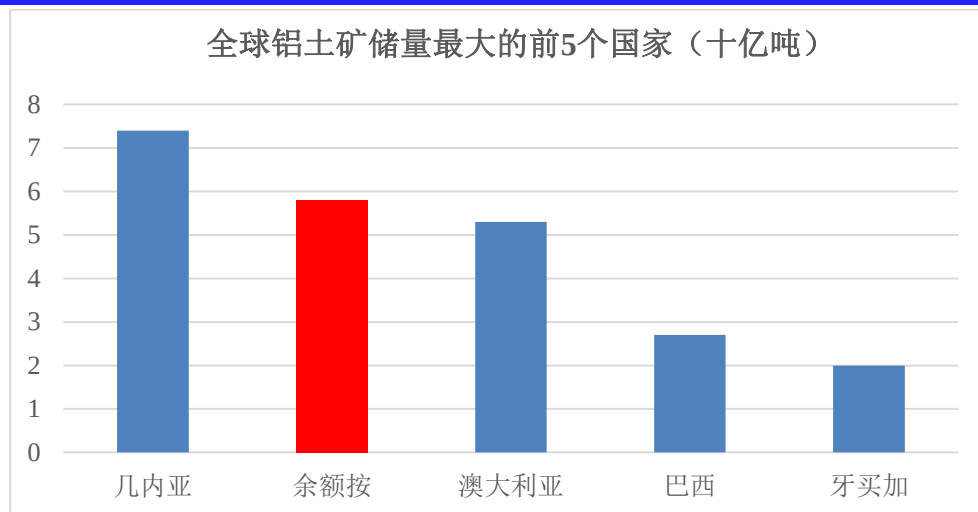
期待通过得农铝土矿大型项目完善价值链



根据美国地质勘探局（USGS）的 2023 年《矿产商品摘要》（Mineral Commodity Summaries, MCS）报告，目前全球铝土矿总储量为 310 亿吨，其中越南以 58 亿吨的储量位居第二。

目前，得农省是越南铝土矿储量最大的省份，占全国总储量的约 70%（探明储量约为 26 亿吨）。它也是东南亚铝土矿储量最大的地区。铝土矿是一种铝矿石，可以从中提取氧化铝，是在电解炉中炼铝的主要原料。因此，铝土矿被认为是一种重要的资源，也是铝工业长期发展的基础。

生产 1 吨铝大约需要 10 至 12 吨原铝土矿。在越南，铝土矿主要是浅表露天矿开采，开采成本较低，据估算，毛利率约为 25%。目前，德江仍处于申请项目施工许可证的阶段。项目总投资资金估算约 57 万亿越南盾，计划每年开采约 1440 万吨铝土矿，并建设 3 座选矿厂，产能每年 580 万吨精矿。

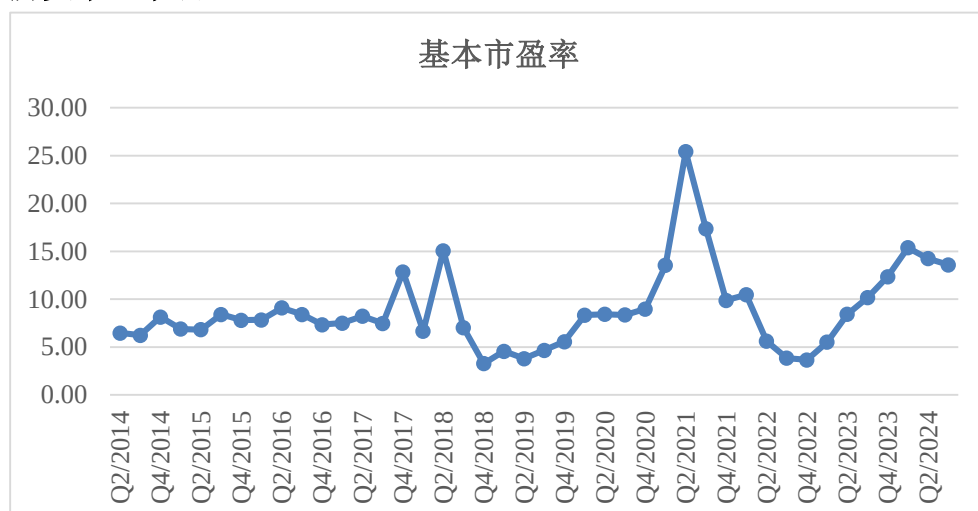


数据来源: Mineral Commodity Summaries, CSI 整理

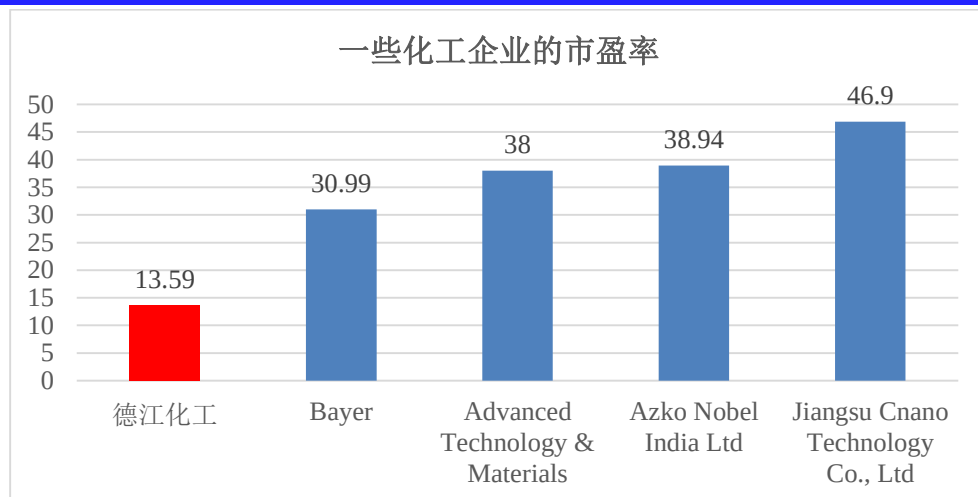
估值

为了合理和客观地评估 DGC 股票的价值，CSI 使用了两种比较方法：自由现金流贴现法（FCFF）和市盈率法（P/E），权重分别为 50% 和 50%。据此，我们评估 DGC 股票在 2025 年底的价值为 13.7 万越南盾，涨价潜力 29.2%。

历史市盈率法



从 DGC 的历史市盈率（P/E）来看，其周期性相对较强，投资者的预期往往跟着白磷价格的波动，而白磷价格波动较大。基于对白磷的产量、需求和成本的预测，CSI 预计 DGC 在 2024 年的目标市盈率为 14 倍。若将 4 家在区域和市值方面相似的化工企业的平均市盈率 30 倍对比，市盈率 14 倍是相对谨慎的估值。



自由现金流折现法 FCFF

我们使用 FCFF 估值方法，对未来 5 年的现金流进行贴现，基于以下假设：

Risk Free Rate	2.5%
Rm-Rf (Risk premium for use in the CAPM)	97.79%
Country Default Spread	2.83%
Beta	0.87
Ke	13.98%
Kd	5.01%
E/(D+E)	97%
D/(D+E)	3%
WACC	13.88%
Growth	3%

在预测中，我们已经考虑到整合 6 号磷工厂，并纳入德江宜山项目的预测。对于得农铝土矿项目，由于德江尚未中标该项目，因此未纳入预测。我们的假设包括：2025 年 P4（白磷）产量增长 10%（相当于 70%的产能），价格比 2024 年上涨 10%，主要受益于 P4 出口的增长，满足不断增长的需求，以及半导体行业库存见底的情况。接下来几年，CSI 预测产量年均增长 7%，这一增长基于肥料和半导体行业的加权平均增长率，以及价格年均增长 5%。德江宜山工厂预计从 2026 年开始贡献约 2 万亿越南盾的收入，并在 2028 年实现满负荷运转。预计从 2025 年起每年贡献约 1 万亿越南盾的收入。CSI 预计整个集团的毛利率在上述期间内可达 35%左右。

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
净营收	10,500,000	12,886,101	15,570,922	19,843,975	22,908,010
销售成本	(6,772,500)	(8,118,244)	(9,965,390)	(12,898,584)	(14,890,207)
销售费用	(556,500)	(682,963)	(825,259)	(1,051,731)	(1,214,125)

企业管理费	(168,000)	(206,178)	(249,135)	(317,504)	(366,528)
利息收入	600,000	624,000	811,200	928,013	965,133
利息费用	(90,000)	(213,600)	(279,442)	(241,857)	(157,931)
净利润	3,276,855	4,043,882	4,773,759	5,905,228	6,831,226
流通股	379,778,413	379,778,413	417,756,254	417,756,254	417,756,254
每股收益 EPS	8,283	9,735	10,970	13,570	15,698

估值综合

估值方法	比重	2025F	2028F
FCFF	50%	138,000	166,000
PE	50%	136,000	219,000

2025 年目标价：137000 越盾，涨价潜力从推荐价位上涨 37%
 2028 年目标价：193000 越盾，涨价潜力从推荐价上涨 93%
 建议买入价：95000-100000 越盾

附录

指标	2019	2020	2021	2022	2023
1. 运营效率					
资产周转率	1.08	1.18	1.33	1.32	0.67
所有者权益周转率	1.54	1.66	1.84	1.68	0.85
客户应收周转率	7.98	9.47	13.83	25.24	15.83
向客户收款的平均时间	45.73	38.54	26.38	14.46	23.06
库存周转率	5.09	6.32	6.11	6.45	6.78
库存处理的平均时间	71.71	57.75	59.71	56.61	53.80
供应商应付周转率	24.30	35.58	15.52	15.24	24.39
向供应商付款的平均时间	15.02	10.26	23.51	23.94	14.97
现金转换周期	102.42	86.03	62.58	47.12	61.89
2. 偿债能力指标					
现金比率	0.10	0.16	0.06	0.60	0.30
速动比率	0.60	0.63	0.41	0.95	0.63
流动比率	1.78	1.90	2.74	4.27	3.57
3. 财务健康					
短期债务和总资产的比率	0.16	0.20	0.10	0.03	0.09
短期债务和所有者权益的比率	0.21	0.28	0.13	0.04	0.11
长期债务和总资产的比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务和所有者权益的比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债务和总资产的比率	0.16	0.20	0.10	0.03	0.09
债务和所有者权益的比率	0.21	0.28	0.13	0.04	0.11
负债和总资产的比率	0.27	0.31	0.26	0.19	0.23
负债和所有者权益的比率	0.37	0.44	0.35	0.24	0.29
杠杆率	1.37	1.44	1.35	1.24	1.29
EBIT/ 贷款利息	20.94	49.77	186.04	340.84	90.34
EBITDA/ 贷款利息	30.06	63.28	206.43	357.06	101.48
4. 盈利能力					
毛利率	19.77%	23.72%	33.32%	46.73%	35.44%
EBITDA 利润率	16.69%	20.11%	29.53%	43.50%	32.93%
EBIT 利润率	11.63%	15.82%	26.62%	41.53%	29.31%
税前利润率	11.77%	16.06%	27.61%	44.14%	35.87%
净利润率	11.23%	15.20%	26.32%	41.80%	33.34%
毛利润与总资产的比率	21.30%	27.91%	44.21%	61.58%	23.91%
EBITDA 与总资产的比率	17.98%	23.67%	39.18%	57.32%	22.22%
EBIT 与总资产的比率	12.52%	18.62%	35.31%	54.71%	19.78%
EBT 与总资产的比率	13.27%	19.27%	36.83%	58.32%	24.42%
ROA 资产回报率	11.99%	17.11%	33.18%	50.76%	21.52%
ROE 净资产收益率	17.80%	26.21%	47.82%	73.05%	29.49%
ROIC 资本回报率	0.67%	1.17%	1.98%	3.79%	1.83%
实际企业所得税率	4.59%	5.32%	4.68%	5.31%	7.05%
5. 现金流指标					
经营现金流/总负债	0.67	0.59	1.20	2.31	0.52
资金流/收入	-0.03	-0.01	-0.01	0.02	0.15

自由现金流/营业收入	-0.23	-0.08	-0.03	0.04	0.53
自由现金率与资产的比率	-0.03	-0.02	-0.01	0.02	0.10
自由现金流与所有者权益的比率	-0.04	-0.02	-0.02	0.03	0.13
自由现金流/ CAPEX	-1.21	-0.33	-0.35	1.69	5.95
6. 增长指标					
净营收增长 YoY	-16.41%	22.51%	53.14%	51.24%	-32.51%
毛利润增长	-26.12%	46.97%	115.14%	112.12%	-48.82%
EBITDA 增长 YoY	-26.23%	47.66%	124.86%	122.78%	-48.91%
EBIT 增长 YoY	-36.97%	66.68%	157.66%	135.97%	-52.36%
税前利润增长	-33.92%	67.15%	163.36%	141.77%	-45.15%
应收款增长 YoY	-20.07%	32.42%	-15.99%	-18.45%	39.61%
库存增长	1.46%	-13.75%	98.87%	-27.87%	-14.48%
短期债务增长	-35.12%	56.29%	-26.73%	-44.46%	183.99%
长期债务增长					
SGA 费用增长 YoY	-2.06%	18.84%	30.00%	17.46%	-20.61%
资产增长 YoY	-0.17%	24.45%	45.00%	57.33%	15.56%
所有者权益增长 YoY	20.00%	15.00%	15.00%	121.99%	0.00%
CFO 增长 YoY	50.10%	26.71%	144.14%	126.63%	-69.49%
7. 估值指标					
市值（十亿越盾）	6,817.46	19,220.69	9,734.48	34,749.80	37,484.22
企业价值（十亿越盾）	7,424.95	20,087.34	10,707.77	34,064.40	38,155.59
每股账面净值 BVPS	25,695.09	26,289.39	35,519.33	27,519.16	30,531.18
销售额/股票	39,351.24	41,921.14	55,823.91	38,032.91	25,667.39
基本每股收益 EPS	4,136.28	5,764.73	13,202.57	14,653.26	8,185.68
稀释每股收益 EPS	4,380.52	6,094.60	13,202.57	14,653.26	8,185.68
自由现金流/股票	5,261.20	14,567.43	-517.05	682.29	3,970.26
市净率 P/B	2.05	4.91	1.60	3.32	3.23
基本市盈率 P/E	12.74	22.41	4.31	6.24	12.06
稀释市盈率 P/E	12.03	21.20	4.31	6.24	12.06
市销率 P/S	1.34	3.08	1.02	2.41	3.85
企业价值/ 收入	1.46	3.22	1.12	2.36	3.91
企业价值/ EBITDA	8.74	16.01	3.80	5.42	11.89
企业价值/ EBIT	12.54	20.36	4.21	5.68	13.35
股息收益率	2.85%	1.16%	1.76%		3.04%

数据来源: FiinX, CSI Research

2. HPG

越南和发集团股份有限公司 (HPG - HSX)

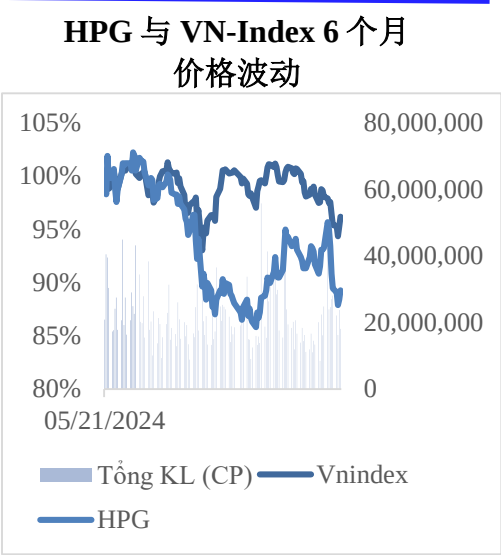
钢铁“大王”



联系

(+84) 24 3926 0099 
online@vncsi.com.vn 
www.vncsi.com 

实施日期:	21/11/2024
建议	买入
当前价	25,850
目标价	52,500
涨价潜力	103%
持股时间	4 年
股息	30%
股息收益率	11.6%



股票基本信息	
流通股	6,396,250,200
市值（十亿越盾）	165,343.07
近 52 周波动区间	23.5 - 29.6
近 20 日的平均成交额（十亿越盾）	517.12
国有持股比例	0%
外国持股比例	21.88%

	财务指标		
年	2021	2022	2023
EPS	7,477	1,459	1,117
BVPS	20,26	16,51	17,67
	1	1	4
PE	2.67	19.19	23.14
ROE%	46.1%	9.1%	6.9%
ROA%	22.3%	4.9%	3.8%
资产负债率	0.49	0.44	0.45

数据来源: Fiin, CSI Research

财务指标（十亿越盾）

指标	2021	2022	2023	2024F
销售收入	149,680	141,409	118,953	135,234
净营收增长	66.1%	-5.5%	-15.9%	13.7%
毛利润	41,108	16,763	12,939	18,313
毛利率	27.5%	11.9%	10.9%	13.5%
税后利润	34,521	8,444	6,800	12,407
税后利润增长	155.6%	-75.5%	-19.5%	82.4%

数据来源: Fiin, CSI Research

投资论点:

榕桔 2 号工厂将于 2025 年投产: 钢铁产量将增加 60%，相当于 560 万吨热轧卷，分为两个阶段实施。第一阶段预计于 2025 年第一季度投产，并逐步将产能提升至 280 万吨（相当于产能增长 31%）。第二阶段预计将于 2026 年第三季度投产，总产能将达到 1450 万吨。未来，工厂将生产高质量钢铁产品，这是其他企业难以实现的优势。

通过贸易保护措施提高竞争力: 2024 年 3 月 19 日，和发集团和 Formosa 提交关于对从中国进口的热轧卷钢产品发起反倾销调查的申请。预计 2025 年出结果，正好赶上榕桔 2 号工厂第一期竣工的时间，有助于 HPG 在国内市场增强竞争力。

卓越的成本控制能力: HPG 在行业内的成本控制能力无人能及，并完全有信心与全球钢铁公司竞争。公司成本优势得益于榕桔工厂的地理位置，其位于越南中部沿海。这是一个非常优越的地理位置，有助于降低原材料和成品运输成本。在越南的确很难找到更有利的位置。此外，和发集团在此地建设和发榕桔港口，可接待 20 万吨船舶靠港。得益于深水港，每吨原材料运输成本降低约 3-5 美元/吨。根据换算，生产 1 吨钢铁需要约 1.51 吨铁矿石。榕桔工厂每年生产的 1120 万吨钢铁需要 1690 万吨铁矿石，仅铁矿石一项就为公司节省近 1.7 万亿越盾的成本。

投资风险:

- 贸易保护措施未能出台，导致公司面临来自中国 HRC 产品的激烈竞争压力。
- 新工厂投产导致折旧和贷款利息成本增加以及初期利润减少。除利息成本压力之外，公司还面临汇率波动的压力。
- 房地产市场复苏缓慢，基础设施建设项目进度滞后，导致市场需求低于预期。
- 钢铁及其输入原材料价格的周期性波动会直接影响企业利润率。

估值与推荐:

越南建设证券建议对和发集团股份公司（HPG）股票进行买入，目标价为 52500 越盾/股。

越南钢铁行业在全球的位置

2023 年越南钢铁产量为 2560 万吨（同比下降 1%），2024 年前 9 个月产量为 1990 万吨。在过去 10 年间，越南钢铁行业处于快速增长阶段，复合年均增长率达 13.1%，与像越南一样的发展中国家的经济增速相符。越南钢铁生产技术以氧气转炉炼钢（BOF）为主，占生产总

越南建设证券股份有限公司

024 3926 0099

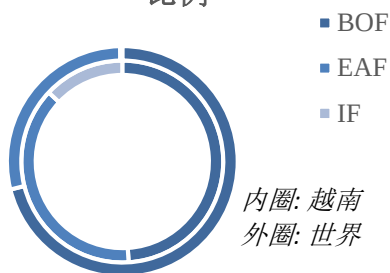
0886998288

online@vncsi.com.vn

总部: 河内市、栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

胡志明分公司: 胡志明市、第一郡、阮太平坊、阮公著街180-192号、TNR大楼、20层

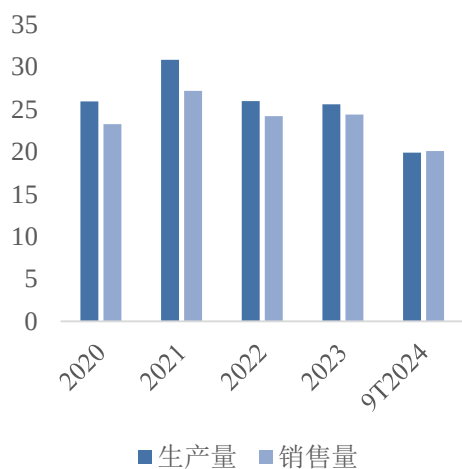
通过各技术生产的产量比例



数据来源: WorldSteel, CSI research

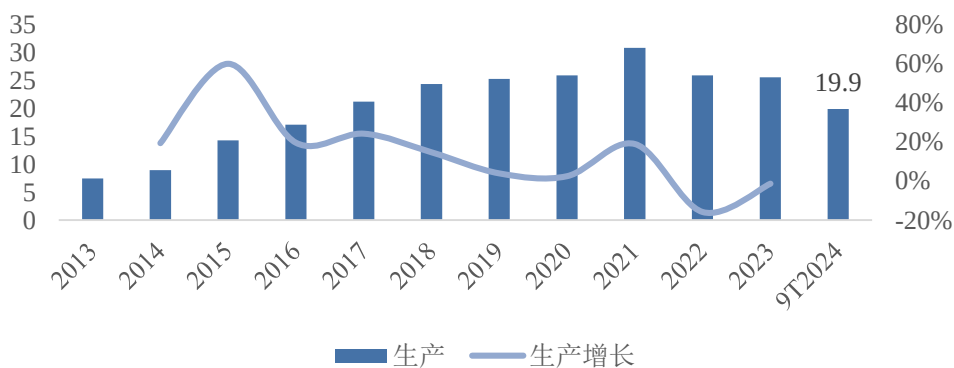
量的 49%。这一比例预计将在大型企业 HPG 将榕桔 2 号工厂投入运营时进一步提高。其余产量中, 38% 使用电弧炉 (EAF) 技术生产, 13% 使用感应炉 (IF) 技术生产。在过去 10 年间, 越南钢铁行业实现显著的增长势头, 从一个钢铁贸易逆差国家逐步发展, 能够自给自足, 满足国内消费需求。尤其是在高质量产品方面, 越南钢铁行业已能满足如 HRC 等高质量产量的需求, 并正迈向生产硅钢、高科技钢材以为汽车制造、船舶建造和高铁轨道等领域服务。

钢铁生产和销售产量



数据来源: FiinX, CSI research

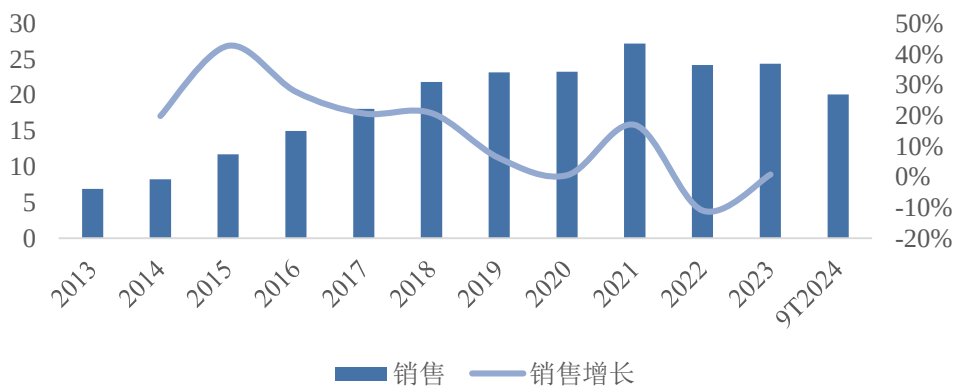
钢铁业的生产量



数据来源: FiinX, CSI research

除生产量外, 2023 年越南钢铁消费量达 2440 万吨, 同比增长 1%, 但较 2021 年下降 10%。2013-2023 年间, 越南钢铁消费量复合年均增长率为 13.5%, 远高于全球水平。

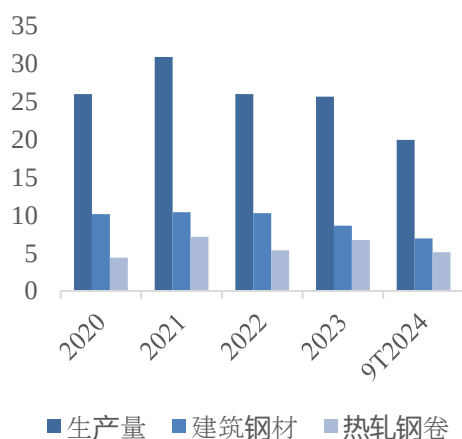
钢铁业的销售量



数据来源: FiinX, CSI research

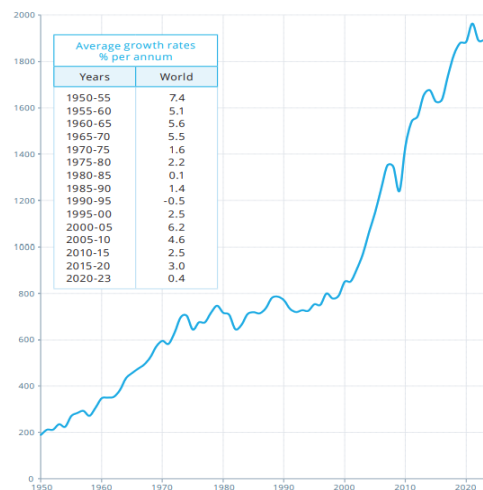
2010-2023 年间, 全球粗钢产量的复合年均增长率仅为 2.1%。若以 1950-2023 年的 5 年平均增长率计算, 全球钢铁行业的长期增长率约为 3.17%。

建筑钢材和HRC销售量



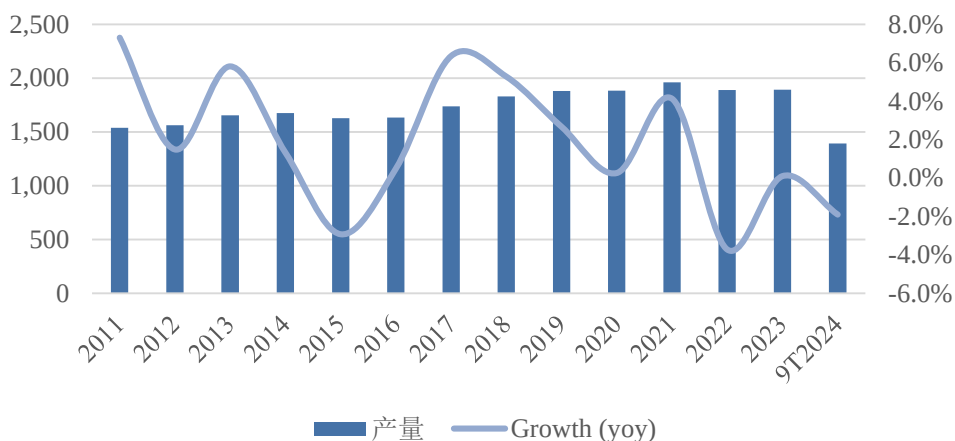
数据来源: FiinX, CSI research

全球钢铁生产量



数据来源: WorldSteel, CSI research

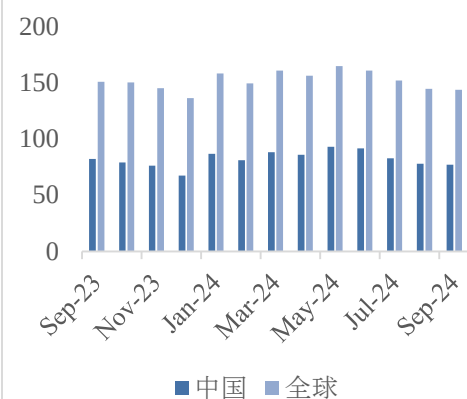
全球粗钢生产量 (百万吨)



数据来源: WorldSteel, CSI research

在全球钢铁行业版图上,中国是全球钢铁产量和消费量的最大国家,其产量和消费量占全球总量的 50% 以上,几乎呈现垄断地位。因此,中国钢铁行业的波动会对其他国家产生重大影响。尤其是越南,由于地理位置紧邻中国,其钢铁行业受中国波动的影响尤为明显且迅速。

中国和全球钢铁生产量



数据来源: WorldSteel, CSI research

全球前几大钢铁生产国

国家	2022	2023	比例
中国	1,019.1	1,019.1	53.9%
印度	125.4	140.8	7.4%
日本	89.2	87.0	4.6%
美国	80.5	81.4	4.3%
俄国	71.7	76.0	4.0%
韩国	65.8	66.7	3.5%
德国	36.9	35.4	1.9%
土耳其	35.1	33.7	1.8%
巴西	34.1	31.8	1.7%
伊朗	30.6	31.0	1.6%
澳大利亚	20.0	21.1	1.1%
越南	20.0	19.2	1.0%
其他	261.6	248.8	13.2%

数据来源: WorldSteel, CSI research

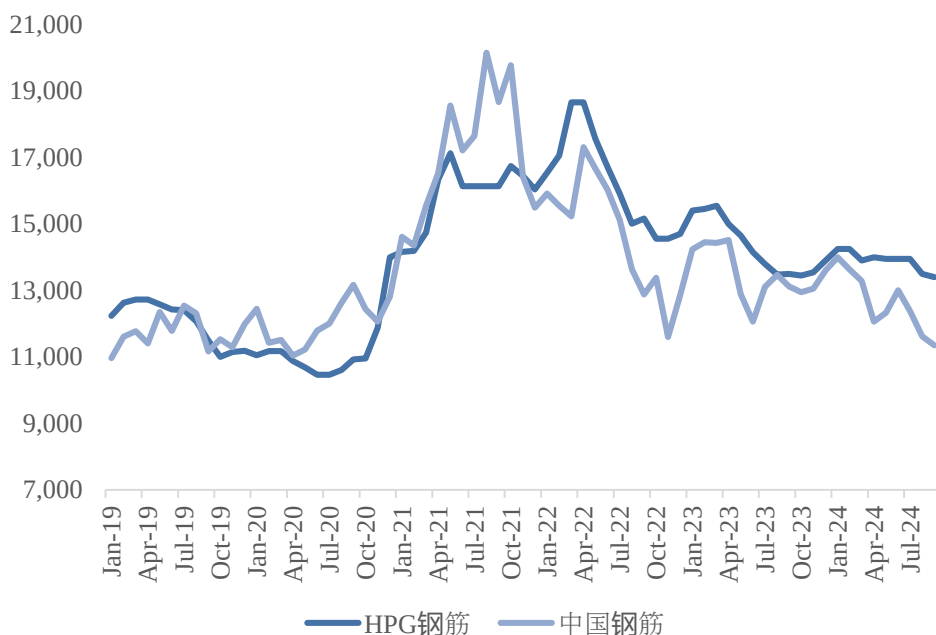
在全球钢铁产量排名前十的企业中,中国企业占据 第六位。由于遭受中国的巨大影响,越南钢铁价格与中国钢铁价格相似。

2023 年 10 大钢铁生产企业

公司	产量
China Baowu Group	130.77
ArcelorMittal	68.52
Ansteel Group	55.89
Nippon Steel Corporation	43.66
HBIS Group	41.34
Shagang Group	40.54
POSCO Holdings	38.44
Jianlong Group	36.99
Shougang Group	33.58
Tata Steel Group	29.5

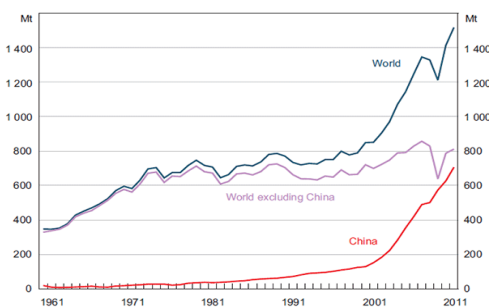
数据来源: WorldSteel, CSI research

HPG和中国建筑钢材价格



数据来源: HPG, Investing, CSI research

中国在人口黄金期的钢铁产量增长



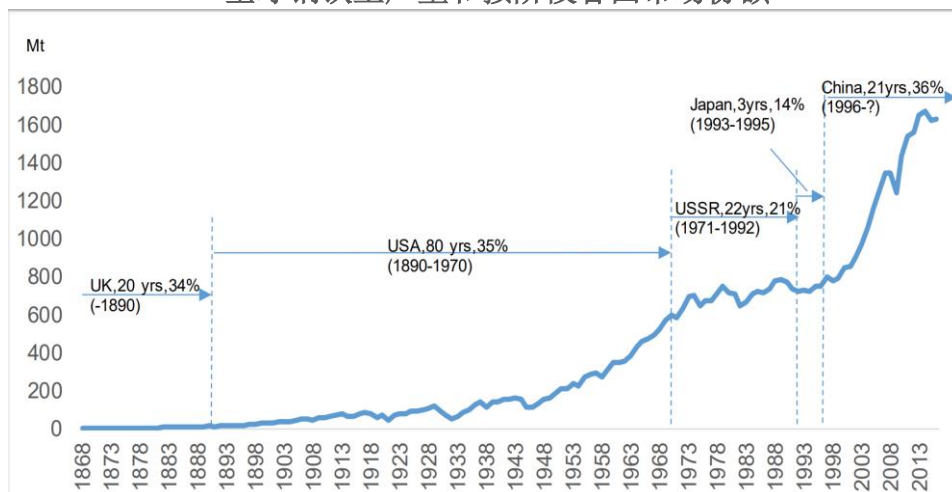
数据来源: CEIC, WSA, CSI research

什么让钢铁行业在未来 5 到 10 年内具有吸引力?

回顾近五十年来中国和日本等大国家的钢铁业发展历程可以发现, 这些国家的钢铁行业增长最快的时期正好是其“人口黄金时期”

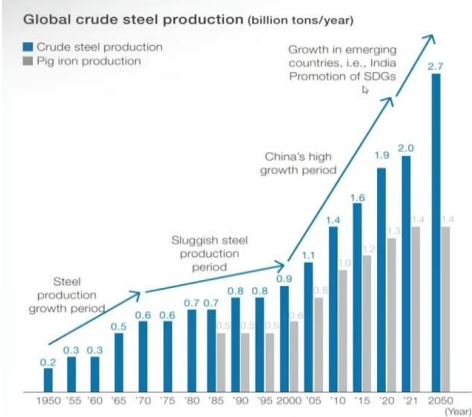
- 日本的“人口黄金时期”从 1965 年持续到 2000 年, 这一时期钢铁行业的高速增长帮助日本占据全球市场份额的 14%。
- 从 1990 年至今的中国人口黄金时期也见证了钢铁行业的强劲崛起, 其占据全球市场份额的 36%。在 2000 至 2015 年间, 中国钢铁行业年均增长率达 13%, 这一增速与目前越南的增长速度相似。但在此之后, 中国钢铁行业的年均增长率仅为 3%左右。

全球钢铁生产量和按阶段各国市场份额



数据来源: WorldSteel, CSI research

钢铁业的增长将依赖于发展中国家 (如越南)



数据来源: WorldSteel, CSI research

根据越南统计局的数据,越南的“人口黄金时期”预计持续到 2040 年,至少未来 10 年仍是一个强劲发展的时期。历史上许多与越南相似的国家也见证过这情况,是最明确的证据,未来 10 年将是越南钢铁行业的黄金时期。即使以谨慎的态度预地测,假设年均增长率仅为 9%,到 2034 年越南钢铁行业的销售量预计将达每年 5780 万吨(是当前的 2.4 倍)。

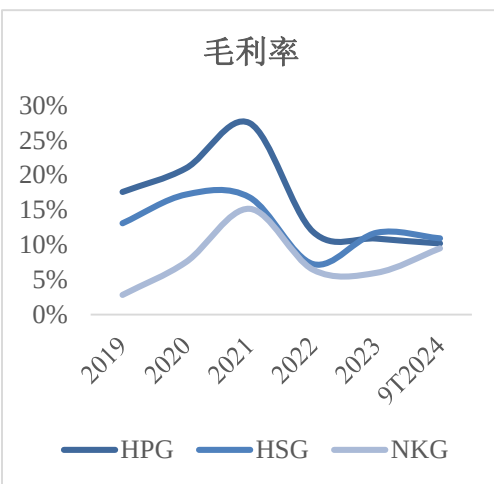
根据世界钢铁协会(Worldsteel)的预测,从现在到 2050 年,全球钢铁行业的增长主要依赖新兴国家的增长。越南作为一个新兴国家,GDP 增长率稳步提升(约 7%/年),并计划在 2030 年实现人均 GDP 达 7500 美元的目标。为实现这一宏伟目标,除了现有政策外,还必须加大基础设施发展力度和推动外资(FDI)流入越南。近年来,越南 FDI 的增长表现令人印象深刻。此外,居民收入的增加也推动房地产、汽车等行业向前发展,而这些都是钢铁需求量巨大的行业。

尽管国内建筑钢材的产量基本能够满足需求,但 HRC(热轧钢卷)和高质量钢材仍然缺乏。根据越南钢铁协会的估算,国内市场的 HRC 需求约为 1200 万吨,而目前只有两家企业能够生产这种钢材,即 Formosa 和和发集团,总产能约为 850 万吨。

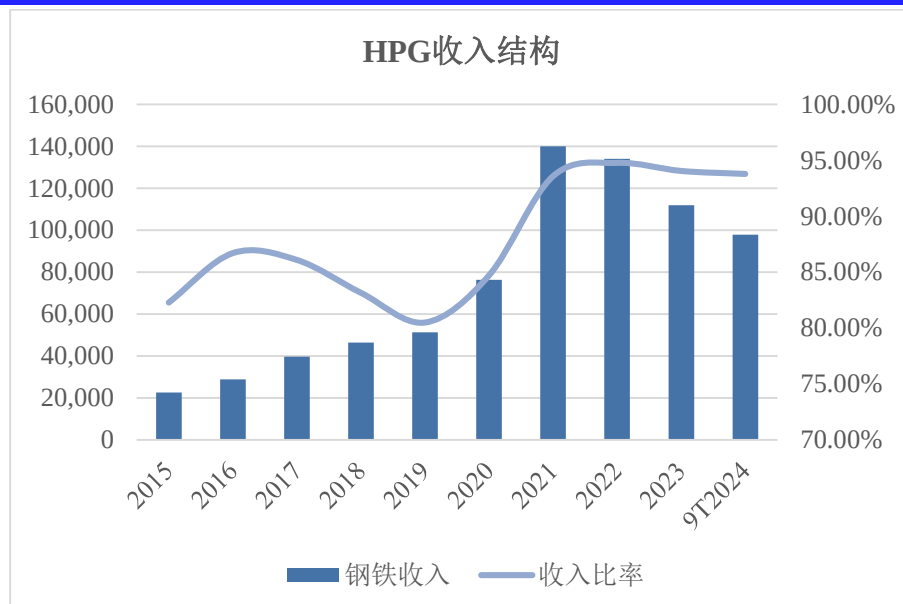
不仅限于 HRC,越南钢铁行业还希望在更高技术含量、更先进设备需要的领域取得突破,例如硅钢、高端机械制造用钢、汽车制造用钢、高速铁路轨道用钢等。在至 2030 年钢铁行业发展战略草案中,越南工贸部预计这些领域的市场价值高达 3100 亿美元。其中,工业工程机械(1200 亿美元)、汽车行业(1200 亿美元)、铁路与地铁交通(450 亿美元)是主要的价值来源。由于这些产品技术要求高,生产难度大,能成功进入这一领域的企业将几乎垄断市场。

越南钢铁行业未来五年增长潜力最强的企业

场内上市的钢铁行业股票有 10 余家,但其流动性大多都不足。我们仅筛选符合市值和流动性标准的 3 家企业,分别是和发集团股份公司(HPG)、南金钢铁股份公司(NKG)和莲花集团股份公司(HSG)。其中,HSG 和 NKG 是从事镀锌钢板业务的企业,其利润率相对低。这些企业的商业模式高度依赖价格波动,通过价差获利,因此在投资过程中难以进行准确预测。相较之下,HPG 拥有完整的价值链,从铁矿石、焦煤等原材料开始,最终生产出螺纹钢、钢丝、热轧卷钢(HRC)等成品钢材。其闭环模式使得 HPG 的利润率优于其他企业,且具有更高的稳定性。

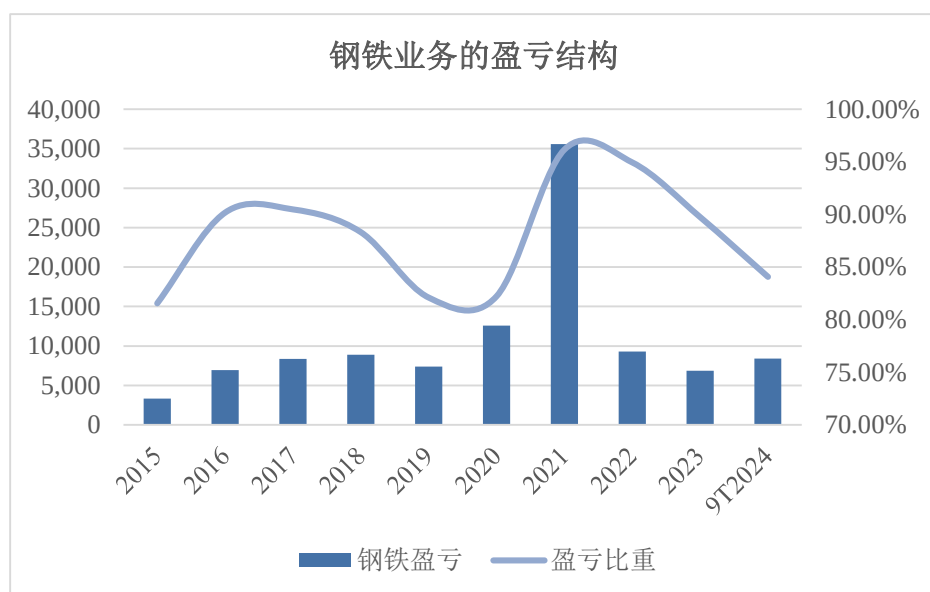


数据来源: FiinX, CSI research



数据来源: FiinX, HPG, CSI research

和发集团是一家多元化经营的企业，包括：钢铁生产与经营、家电和家具制造、农业以及居民和工业房地产。其中，超过 90%的收入和利润来自于钢铁生产与经营，因此我们将深度关注和分析该业务。



数据来源: FiinX, HPG, CSI research

和发集团股份有限公司

1. 成立和发展历程

和发公司成立于 1995 年，最初从事建筑机械的经营业务。截至目前，和发已发展为集团化企业，并先后扩展至多个领域如：1995 年进入家具行业、1996 年涉足钢管生产、2000 年开始钢铁制造、2001 年进入电器和房地产领域，2016 年进入农业领域。

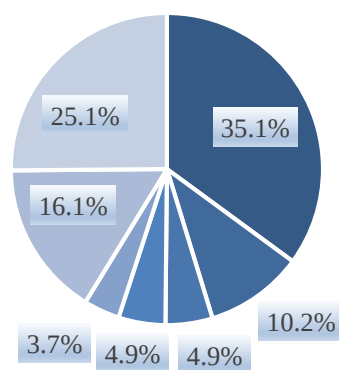
成立和发展历程:

- 2007 年 1 月： 重组为集团模式，以和发集团股份公司为母公司，旗下拥有多家成员公司
- 2007 年 11 月 15 日： 以代码 为 HPG 在越南证券市场上市
- 2009 年 1 月： 安通矿产投资股份公司成为和发集团的成员公司
- 2009 年 12 月： 海阳和发钢铁综合区第一阶段完成投资。
- 2013 年 10 月： 和发钢铁综合区完成第二阶段投资，将和发的钢铁总产能提升至 115 万吨/年。
- 2015 年 3 月： 成立兴安和发饲料有限公司，标志着集团在农业领域的新拓展。
- 2016 年 2 月： 成立和发农业发展股份公司，管理集团农业板块所有公司的运营（包括饲料生产和养殖）。
- 2016 年 2 月： 完成海阳钢铁综合区第三阶段投资，将建筑钢材年产能提升至 200 万吨以上。
- 2016 年 4 月： 成立和发彩钢有限公司，实施年产 40 万吨彩涂钢板、镀锌钢板和冷轧钢板项目。
- 2017 年 2 月： 成立和发榕桔钢铁股份公司，启动广义省的和发榕桔钢铁综合生产区项目，总投资为 52 万亿越盾，年产能 400 万吨，标志着集团发展的新里程碑。
- 2019 年： 和发榕桔项目的前两座高炉投入运营，将建筑钢材总产能提升至 440 万吨/年。
- 2020 年 11 月： 集团开始向市场提供热轧卷钢（HRC），有助于优化和发钢铁生态系统。
- 2020 年 12 月： 集团重组运营模式，退出家具领域，并成立专门负责各业务的总公司。
- 2021 年 1 月： 和发榕桔钢铁综合区 4 号高炉投入运营，标志着项目全面完成，将和发粗钢总产能提升至 850 万吨/年，成为东南亚地区最大钢铁企业。
- 2021 年： 成立和发房地产总公司、和发家电总公司，完成集团的负责五大业务公司的重组：钢铁冶炼、钢铁产品、农业、房地产和家电。
- 2022 年第一季度： 启动和发榕桔钢铁综合区第二期项目，计划年产能 560 万吨热轧卷钢，总投资预计 85 万亿越盾。
- 2023 年 8 月： 正式向市场供应集装箱外壳产品。
- 2023 年 11 月： 连续第二年被评为越南最大私营企业第一名。

2. 股东结构

和发集团的股东结构中，董事长及其家族持股比例为 35.1%，为第一大股东；第二大股东为投资基金，持股比例为 29.6%，包括国内和国外的基金。根据 FiinX 2024 年 10 月的统计数据，HPG 共有 49 只基金持股，在基金持有股票数量排名中位列第三（仅次于 ACB 和 CTG）。这表明，HPG 受到了众多专业投资者的青睐。

股东结构



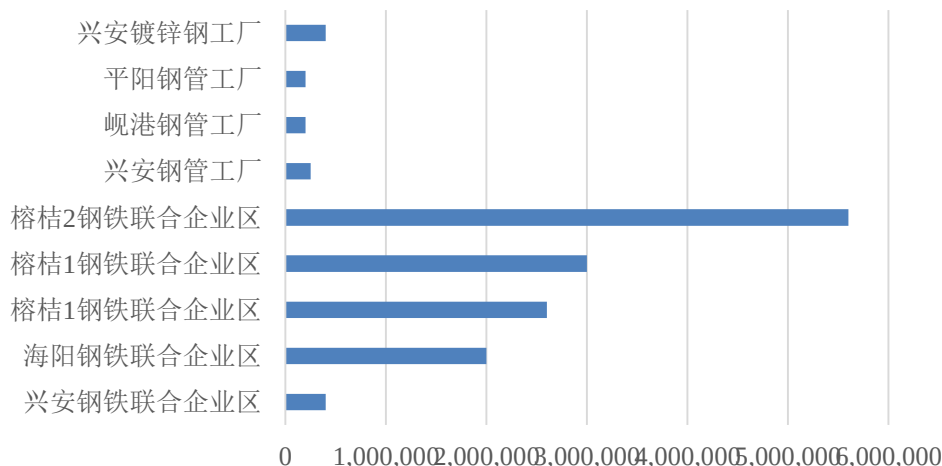
- 董事长家族
- 管理层和关联人
- VOF Investment Limited
- Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd
- Deutsche Bank AG London
- 其他投资基金
- 其他股东

数据来源: FiinX, HPG, CSI research

3. 和发集团的生产能力

在生产能力方面，和发集团拥有 7 家工厂，设计总产能超过 900 万吨/年，是越南及东南亚最大的钢铁企业。工厂分布在海阳省、兴安省、广义省、平阳省和岷港市。得益于榕桔 2 号项目于 2025 年投产，生产能力将进一步提升。该项目预计将使产能增长 60%，总产量达到 1450 万吨，从而推动公司跻身全球钢铁企业前 30 强。

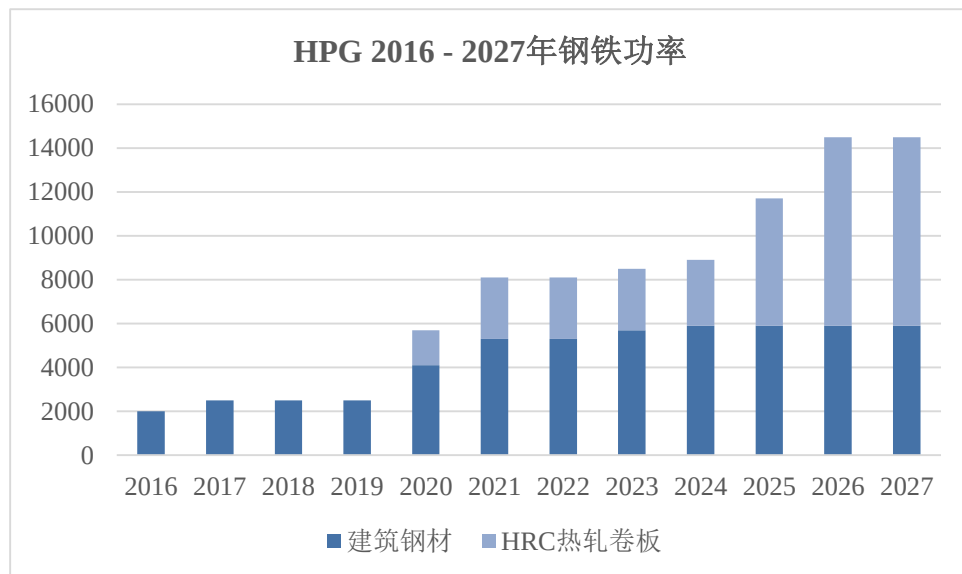
HPG各工厂的功率



数据来源: HPG, CSI research

按产品类型划分，建筑钢材年产量达 600 万吨，占总产量的 66.67%。其中，榕桔 1 号工厂贡献 300 万吨，约占集团建筑钢材产量的 50%。热轧卷钢（HRC）年产量为 300 万吨，占总产量的 33.33%，完全由榕

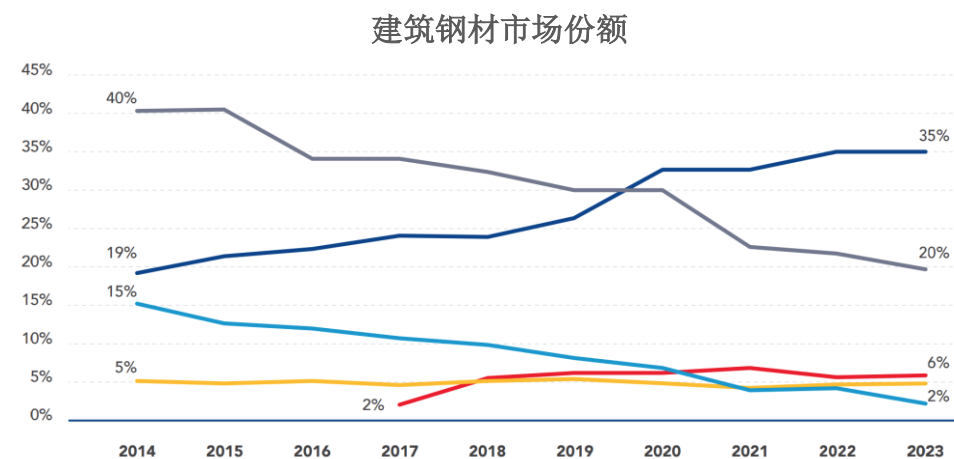
桔 1 号工厂生产。未来五年内，随着榕桔 2 号工厂的投产，HPG 总产量至少将增长 60%，达到 1450 万吨，相当于产量增加 560 万吨。新增产量主要为 HRC 产品，这表明 HRC 是和发集团未来发展的主要增长动力。



数据来源：HPG, CSI research

4. 企业的市场份额

毫不意外，HPG 是越南钢铁市场份额最大的企业，远远领先于排名第二的竞争对手 Formosa。在建筑钢材领域，HPG 的市场份额占全国的 35%。值得注意的是，尽管 2022 年至 2024 年整个钢铁行业因房地产市场冻结而面临困难，但 HPG 的市场份额仍小幅上升，显示出其卓越的市场占有能力。



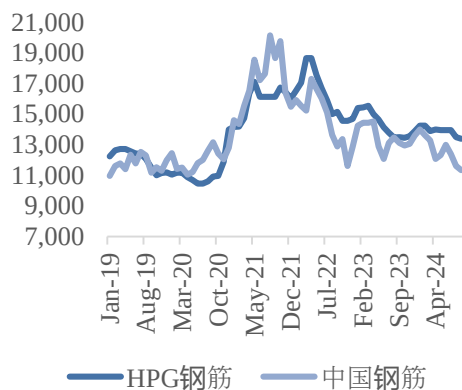
数据来源：HPG, CSI research

在钢管和镀锌钢领域，HPG 也始终保持行业第一位。2023 年，HPG 的钢管市场份额达 28%，是排名第二位 Formosa 的两倍。在镀锌钢产品方面，2023 年销量达 32.9 万吨，和发彩钢继续稳固市场份额，位列越南五大生产商之一。



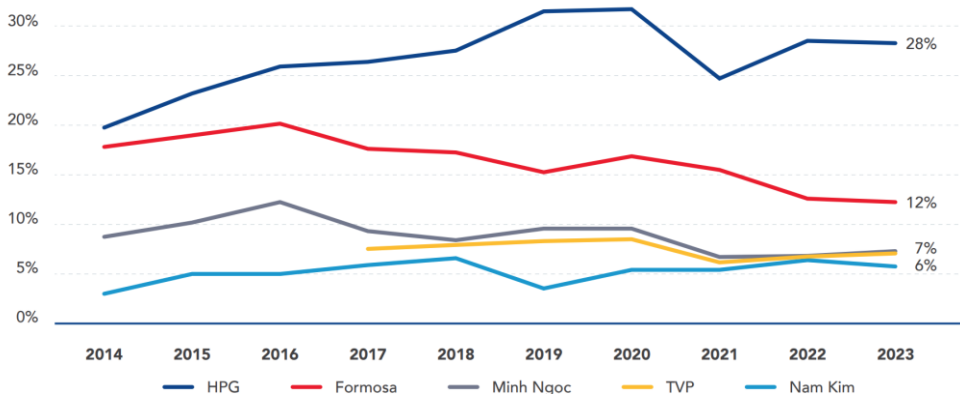
数据来源：HPG, CSI research

HPG和中国建筑钢材价格



数据来源: HPG, Investing, CSI research

钢管市场份额



数据来源: HPG, CSI research

5. 和发集团的财务状况

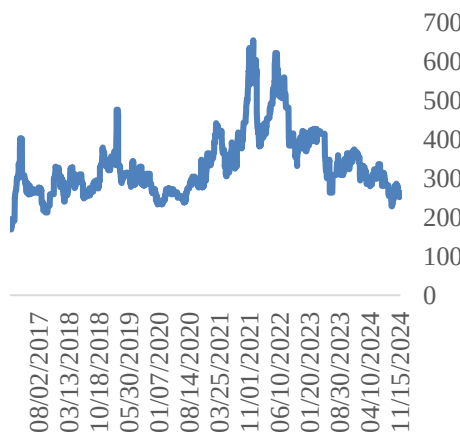
2024 年第三季度，和发集团净收入达 34 万亿越盾，同比增长 19%。2024 年前 9 个月的净收入累计超过 104 万亿越盾，同比增长 23%，完成全年计划的 75%。收入增长得益于主要产品如建筑钢材和钢坯的产量呈现同比增长态势。2024 年前 9 个月，建筑钢材销量达 333 万吨（同比增长 29%）；钢坯销量为 50.5 万吨（同比增长 461%）；HRC 销量为 227 万吨（同比增长 17%）。截至 2024 年第三季度，HPG 的建筑钢材市场份额进一步提升至 38%。

铁矿石



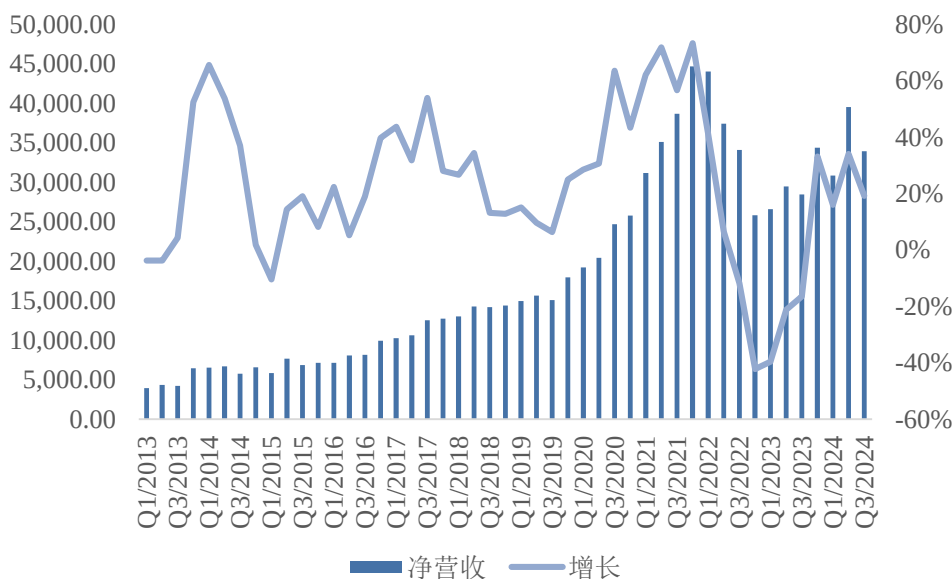
数据来源: Investing, CSI research

焦炭



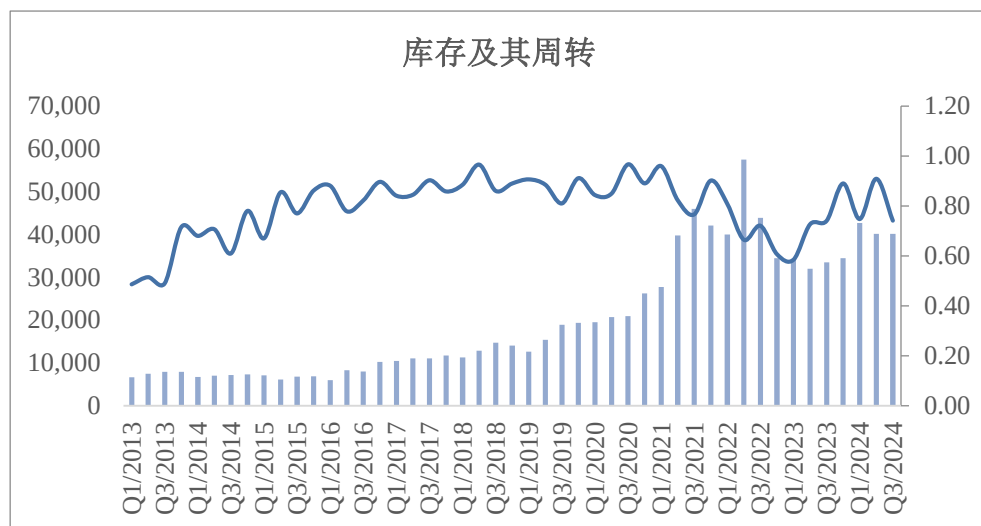
数据来源: Investing, CSI research

收入和收入增长



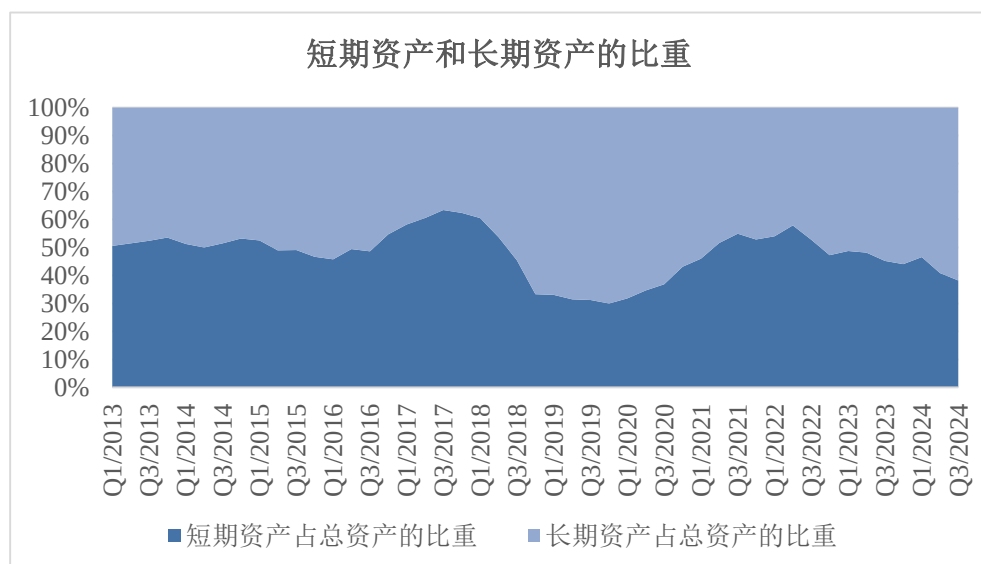
数据来源: Fiin, CSI research

2023 年钢价止跌企稳，并延续至 2024 年。此外，钢铁生产的主要原料铁矿石和焦煤价格呈下降趋势。铁矿石价格自 2022 年第一季度见顶后回落，焦煤价格自 2022 年第二季度见顶后下降，目前维持在 2019 年（疫情之前）的水平。从 HPG 的库存情况来看，其库存价值在 2022 年第二季度和第三季度达到峰值（高成本库存），随后迅速下降，这表明公司在 2023 年迅速清理了高成本库存。这些因素推动了和发集团的毛利率从 2022 年第三季度的 3% 提升至 2023 年第三季度的 13%，并在 2024 年第三季度进一步提高到 14%。



数据来源: Fiin, CSI research

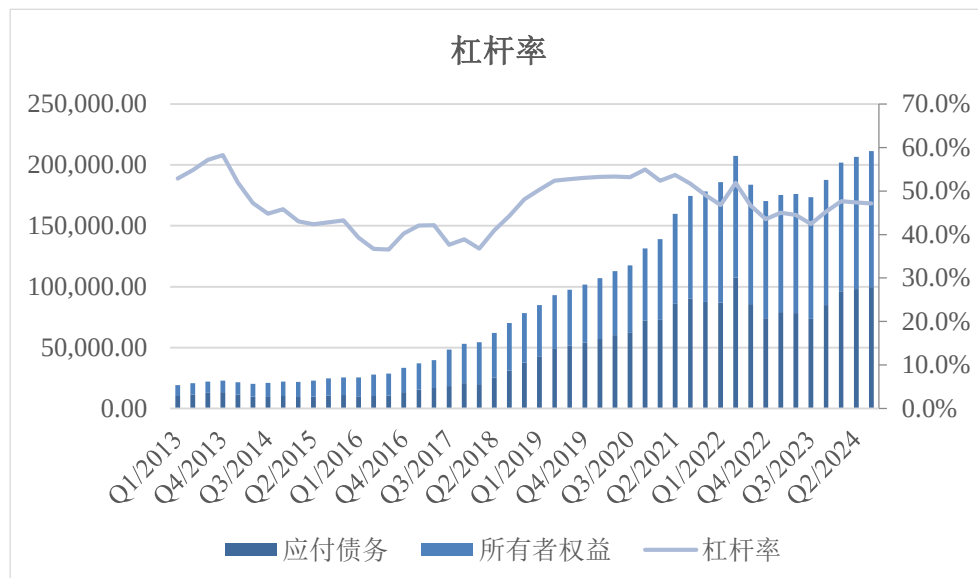
2024 年第三季度，HPG 的利息费用仅为 5250 亿越盾，与去年同期相比减少了超过 330 亿，相当于毛利润的 7%。这一趋势已持续 6 个季度，帮助公司利息费用从 2023 年第二季度的 1 万亿越盾降低至目前的 5000 多亿越盾。原因在于市场利率下降，且 HPG 积极偿还旧债。然而，在 2025 年，由于新工厂开始投入运营，利息费用将难以进一步减少，甚至可能增加。因为利息费用不能资本化，而是直接计入季度费用，这将使 HPG 的利息费用在明年上升。其他费用，如管理和销售费用变化不大，占收入的约 3%。因此，HPG 的税后利润达到 3 万亿越盾，同比增长 51%。截至 2024 年 9 月，累计税后利润达到 9.2 万亿越盾，同比增长 140%。



数据来源: Fiin, CSI research

2024 年第三季度，HPG 的总资产为 211.39 万亿越盾，同比增长 21.8%，主要是由于公司正在建设新工厂，长期资产大幅增加。回顾过去 10 年的建设与发展过程，公司始终保持长期资产与短期资产之间的平衡比例。在商业环境有利的阶段，HPG 会像 2017 年和 2021 年那样积累大量现金，从而导致短期资产的比重大幅上升。这笔资金将成

为公司在商业环境放缓时（如 2019 年和 2024 年）进行大规模投资和扩展产能的重要来源，帮助公司迎接下一轮经济周期的机会。



数据来源: Fiin, CSI research

和发集团的老板性格沉稳，因此他在资本分配上也非常安全，始终保持总债务与总资产的比率在 50%左右。与全球钢铁行业龙头公司对比，这些公司已经取得成功，并且没有太大的扩张需求，所以它们才会维持在 50%左右的杠杆比率。对于像 HPG 这样的重工业企业来说，需要大量资本来不断扩大规模，因此杠杆率 50%是非常安全的。



数据来源: Fiin, Investing, CSI research

CSI 对 HPG 未来 5 年高度评价的亮点

一只股票大幅上涨时，其收入和利润的增长是不可或缺的因素。CSI 在上面提到的榕桔 2 项目，正是 HPG 在未来五年内最大的增长动力。

和发集团-榕桔项目

越南建设证券股份公司

☎ 024 3926 0099

☎ 0886998288

✉ online@vncsi.com.vn

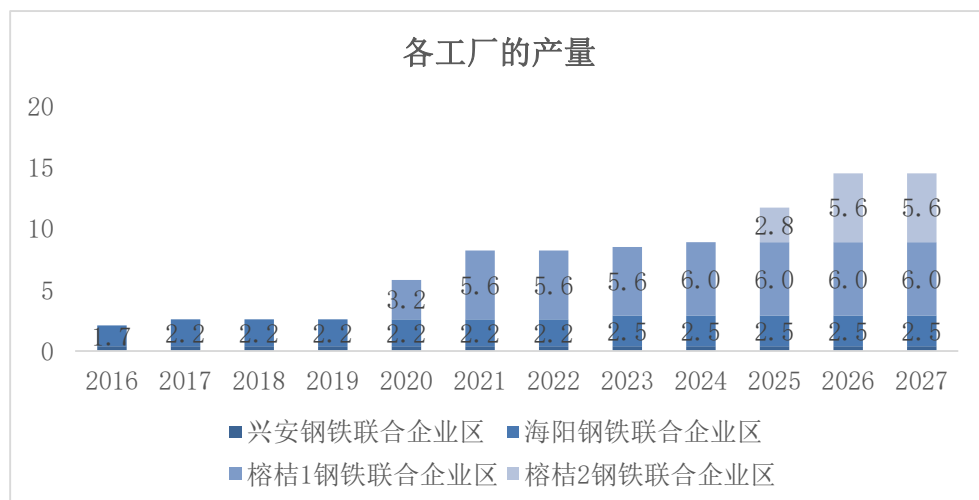
📍 总部: 河内市、栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

📍 胡志明分公司: 胡志明市、第一郡、阮太平坊、
阮公著街180-192号、TNR大楼、20层



榕桔 2 是一个位于广义省平山县榕桔经济区的超大型项目。该项目的投资主张于 2021 年 6 月 18 日获批，总面积为 280 公顷，投资总额约为 30 亿美元。项目自 2022 年初开始建设，预计到 2024 年 9 月，榕桔 2 工厂将完成第一期进度的 80% 和第二期进度的 50%。到 2024 年 9 月 30 日，榕桔联合区（榕桔 2）的基本在建价值为 52.5 万亿越南盾，约占投资总额的 75%。

新增产量 560 万吨 HRC，将分两期进行的。第一期预计将在 2025 年第一季度投入运营，逐步将产能提升至 280 万吨（产能增 31%）。第二期预计将在 2026 年第三季度投入运营，总产能将达到 1450 万吨。



数据来源：HPG, CSI research

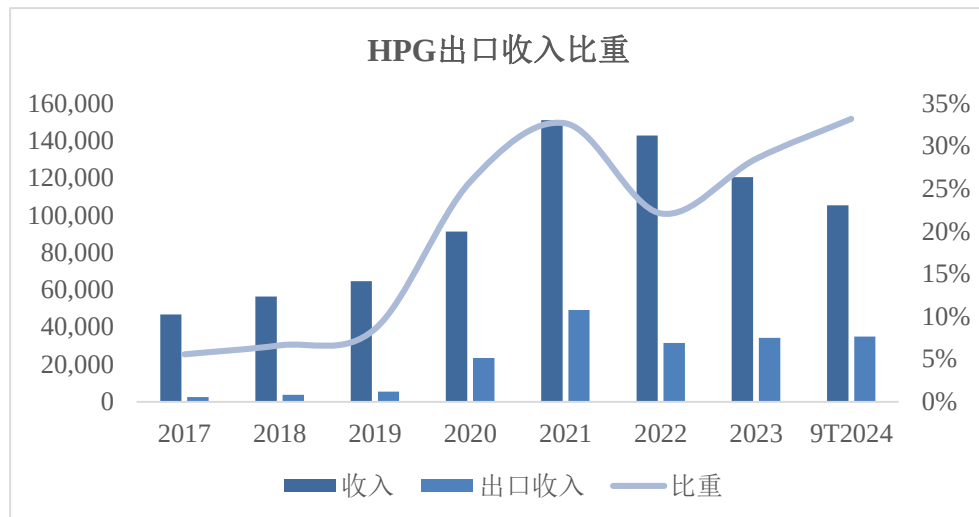
在最近的钢铁周期（2020-2022 年），HRC 价格从每千克 11000 越盾上涨到 18500 越盾，然后波动在 14000 越南盾左右。以之前的平均价格计算，HRC 价格约为每千克 15000 越南盾，以此价格，榕桔 2 为 HPG 带来 84 万亿越南盾的收入。

所生产的 HRC 产量将全部销售，凭借：

(1) 国内需求尚未完全满足：国内 HRC 需求约为 1200 万吨，而 HPG 和 Formosa 的产量仅约 1160 万吨（包括榕桔 2 满负荷生产）。此外，越

南是一个发展中国家，CSI 估计钢铁行业的年增长率为 9%，这一目标是完全可行的（过去 10 年越南的年复合增长率约为 13%）。可以看出，HRC 的需求仍然非常巨大。

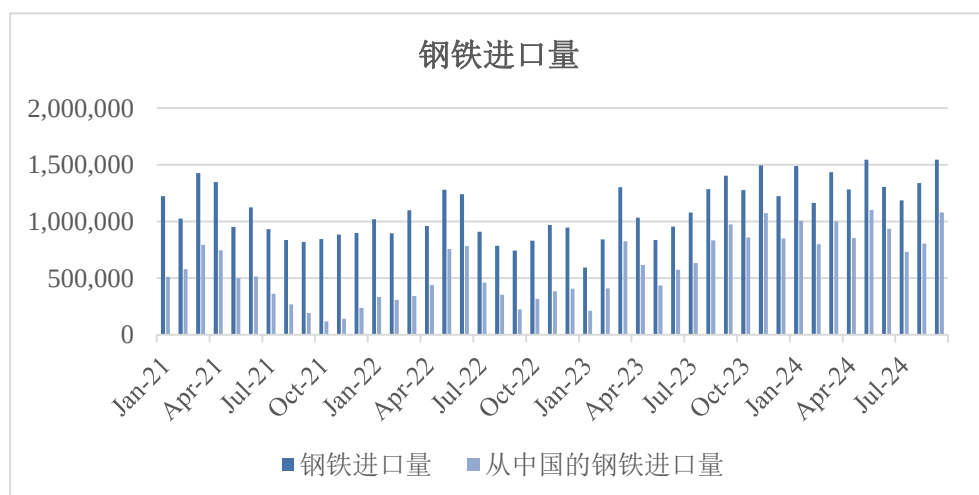
(2) 出口到国外市场：HRC 产品刚推出时，和发就开始开拓国际市场。自 2020 年起，出口收入在总收入中占据了很大比重。2024 年前 9 个月，出口收入为 35 万亿越南盾，占该集团总收入的 33.2%。



数据来源：HPG, CSI research

(3) 反倾销税有望在榕桔 2 项目完成期间采取

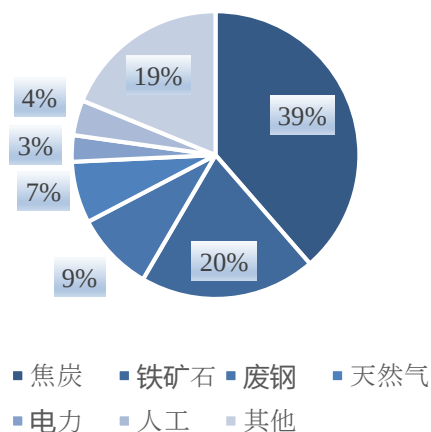
在中国房地产市场疲软的背景下，大量便宜的钢铁涌入各国，其中包括越南。根据统计局的数据，2023 年年中以来，来自中国的钢铁进口量迅速增加。2024 年前 9 个月，从中国进口的钢铁总量累计达 830 万吨，占国内需求的 30% 以上。这对于像和发、Formosa 这样的大型钢铁企业来说是一个惊人的数字。



数据来源：GSO, CSI research

在 2024 年初召开的股东大会上，和发集团主席也多次强调这一问题。他认为，没有任何国家能接受大量廉价商品流入国内，令国内生产形势遭受损害。2024 年 03 月 19 日，和发集团和 Formosa 提交了反倾销调查申请，针对从中国和印度进口的 HRC 钢铁产品。预计调查结果将

成本结构



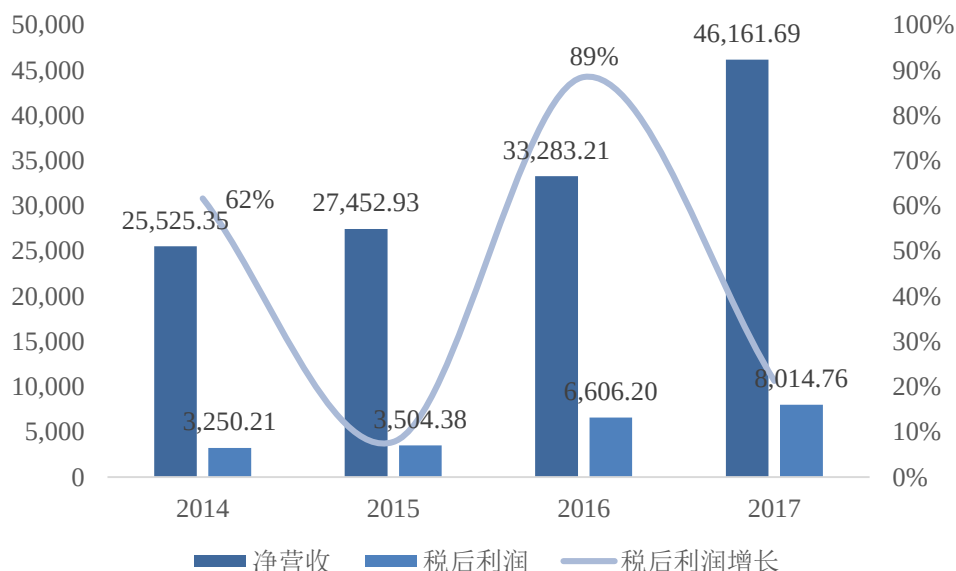
生产 1 吨钢所需的原材料

	单位	数据
焦炭	吨	0.85
铁矿石	吨	1.51
废钢	吨	0.15
天然气	M3	170
电力	MWh	0.14
人工	时	0.59
二氧化碳排放	吨	2.19

于 2025 年发布，此阶段恰逢榕桔 2 工厂第一期完工，将对 HPG 在国内市场产生正面影响。

回顾 2016 年对钢铁企业实施保护措施的阶段，工贸部对从中国进口的钢坯和钢条产品征收保障税，2016 年 03 月 22 日开始生效时 HPG 建筑钢材价格和销售量立即大幅回升。仅在当月，销量同比增长了 50%，钢铁价格上涨 7%。2016 年全年，HPG 销售量达 180 万吨（同比增长 30%），帮助收入和利润分别同比增长 21% 和 89%。

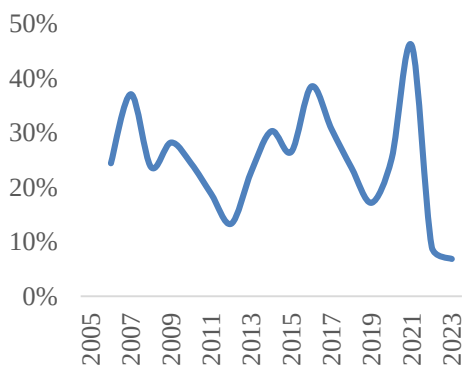
2014 - 2017 年期收入和税后利润



数据来源: Fiin, CSI research

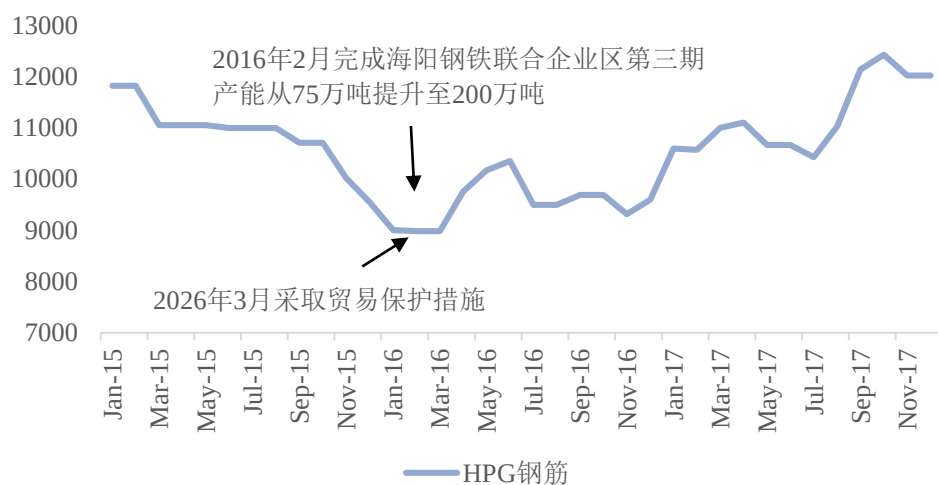
值得注意的是，每当完成新工厂并提升产能后，商业环境总是显示良好，钢铁价格和产量齐升。2016 年也不例外，海阳工厂于 2 月投入生产时，3 月份就实施贸易保护措施，使得钢材价格在 2017 年底上涨超过 33%。

ROE



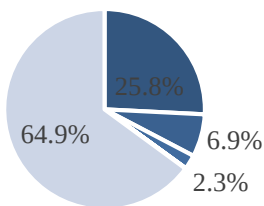
数据来源: Fiin, CSI research

2015-2017 年期 HPG 钢筋价格



数据来源: Fiin, CSI research

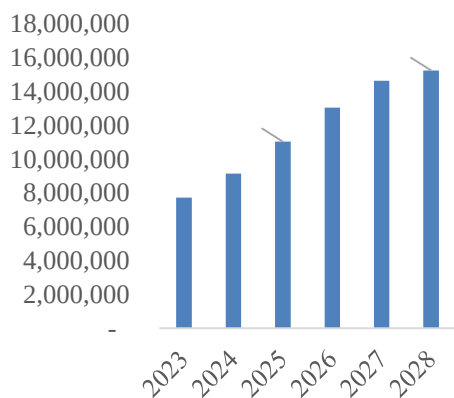
股东持股比例



- 陈廷龙
- 武氏贤
- 陈武明
- 大丰贸易与投资责任有限公司
- 其他

数据来源: HPG, CSI Research

预计销售量

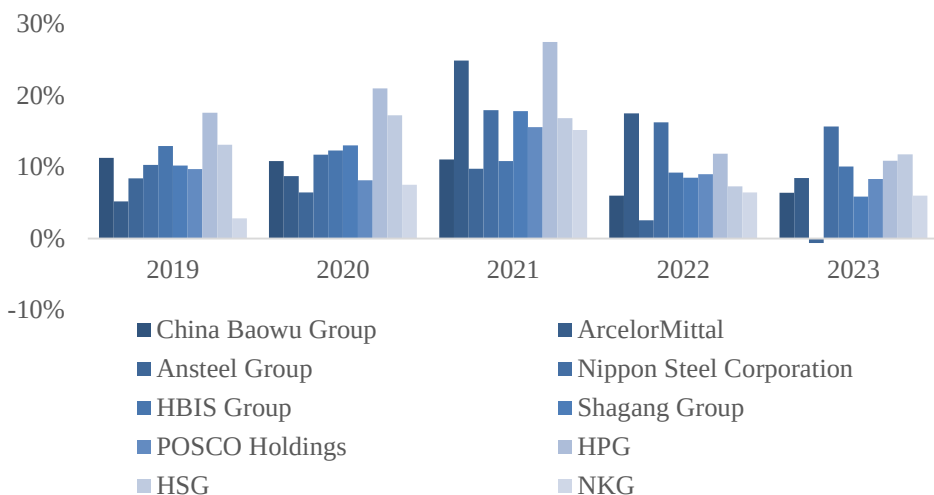


数据来源: CSI Research

HPG 的增长潜力巨大, 但 CSI 仍然不太放心, 尤其是对具备大周期性的钢铁业来说, 就像股神巴菲特一样常提到寻找可持续竞争优势或经济护城河是非常必要的。

目前, HPG 的最大竞争优势是出色的成本管理能力, 使公司能够与全球钢铁强企平等竞争。与全球领先公司的毛利率相比, 和发钢铁并不逊色, 甚至略有优势。

全球最大钢铁企业的利润率

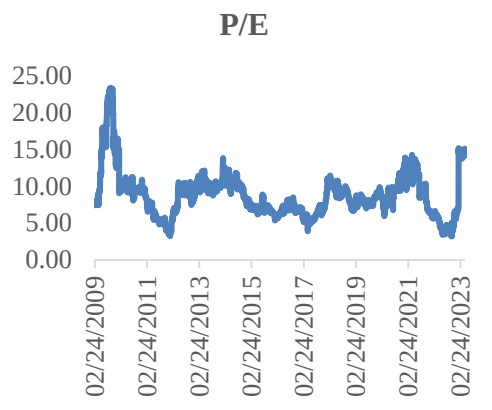


数据来源: Fiin, Investing, CSI research

凭借大规模生产战略, HPG 获得如此高的毛利率, 其中煤炭是公司成本结构中占比最大的原材。在 2024 年股东大会上, HPG 总经理预计榕桔 2 投入运行时将继续节省约 10% 的煤炭。不仅如此, 2024 年一季度, 由于充分利用钢铁生产过程中的所有热源和多余气体, 热电厂已生产了 80 亿千瓦时的电力, 帮助公司为自给自足 90% 的生产用电。若按现行电价计算, 这一产量相当于 13.8 万亿越南盾, 相当于 2020 年的税后利润, 是 2023 年税后利润的两倍。

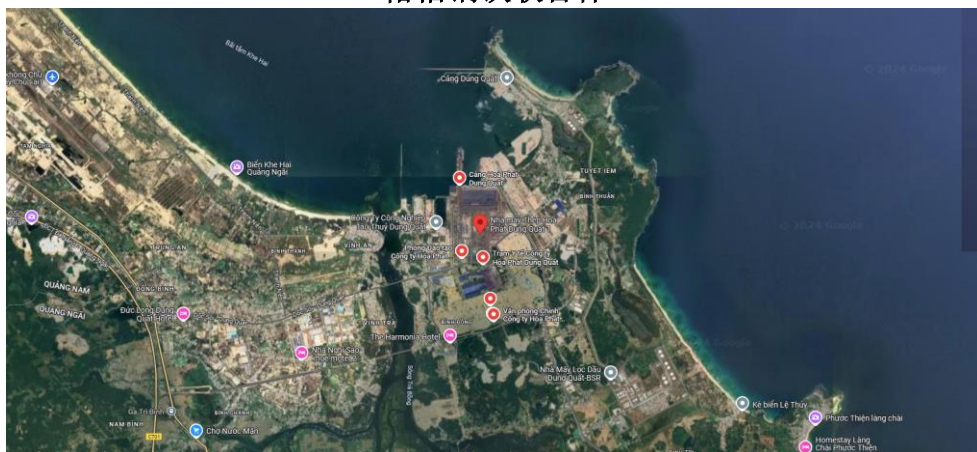
榕桔工厂位于中部地区, 靠近海边, 这是一个得天独厚的位置, 帮助公司在原材料运输和成品销售方面更加便捷。更重要的是, 在越南很难找到比这儿更加有利的位置。在此和发建设了接待能力 20 万吨的榕桔和发港口。由于拥有深水港口, 每吨原材料公司可节省 3-5 美元/吨。根据换算, 生产 1 吨钢铁需要 1.51 吨铁矿石。榕桔的钢铁产量为 1120 万吨, 需要 1690 万吨铁矿石。因此, 仅铁矿石一项, 公司就能节省近 1.7 万亿越南盾。

Cost of equity	11.99%
Risk premium	7.79%
Beta	1.18
Risk free rate	2.80%
Cost of debt	5.59%
Targeted D/(D+E)	47.1%
Effective tax rate	13.82%
WACC	8.61%



数据来源: FiinX, CSI Research

榕桔钢铁联合体



管理层透明是投资于一个企业的重要因素，特别是在相对长的 5 年投资周期内。对于与企业同行的意义，不仅需要对项目和企业尽职调查，还需要对高管进行评估。对管理层的评价，CSI 主要基于历史记录以及他们在过去做出的决策，企业的管理历年也可以相对清晰地体现出来。

(1) HPG 的扩张投资决策都非常准确。当市场面临困难时，HPG 将提前提升产能，以迎接新的增长周期。有效的投资和资本使用体现在 ROE（净资产收益率）指标。公司很少有 ROE 低于 20% 的年度，HPG 从 2016 年至 2023 年的平均 ROE 达 24.8%。

(2) 投资观点谨慎，HPG 是一家负债比率非常安全的重工业生产企业。对于大周期性的钢铁行业来说，这一点尤为重要。该集团董事长哈爱在股东大会上发言，若市场崩溃，HPG 将是最后倒下的公司。

(3) 通过研究并推出高科技钢铁产品，满足制造、汽车、国防等行业的需求，专注于深度发展的战略，CSI 高度评价 HPG 的这一发展方向，尤其是在如今的环境中，传统钢铁产品面临着激烈的竞争。

(4) HPG 董事长的大部分资产都集中在公司，这意味着和发集团的老板全力以赴地工作为股东服务，因为董事长和他的家人都是大股东。龙先生和家族目前持有 35.1% 股份，相当于 22.4 亿股票。按现行价格来算，相当于持有 58 万亿越盾。可以说，陈廷龙董事长的大部分财富都在于 HPG。就像巴菲特专家一样，他的所有财富都在伯克希尔·哈撒韦公司。这将刺激他每天都致力于推动企业发展。

最后，HPG 的吸引力来自估值。通常，新建的工厂需要 3-4 年才能达到满负荷生产。因此，CSI 预测榕桔 2 工厂需要 4 年达到满产，预计自 2025 年一季度起销售量将逐渐提升。估计 2028 您销售量将达 1524 万吨，收入相当于 237.2 万亿越盾。这是我们假设没有钢铁价格浪潮的收入水平，即钢铁价格围绕在 15000 越盾/公吨。

收入预测					
	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
收入（十亿）	135,233.85	161,919.38	196,053.04	224,510.80	237,200.30
产量（吨）	9,155,000	11,040,000	13,040,000	14,640,000	15,240,000

平均价格 (越盾/公顷)	13,891	13,933	14,283	14,569	14,786
毛利率	13.5%	14.0%	16.0%	17.0%	18.0%

由于大规模的生产策略可以优化了成本，因此毛利率逐渐改善，达到了 18%。榕桔 2 工厂将按照 18 年的期限进行折旧，初期将逐步将工厂投入运营，因此折旧将从 2025 年起逐年增加。我们估计折旧率为 8.61%，股东成本为 12%，债务成本约为 5.6%。通过适用现金流贴现法，股票的公允价值为 51200 越南盾。

综合上述的假设，以及 2028 年税后利润将约 28.2 万亿越盾。对应市盈率 (P/E fw) 为 5.8 倍，与过去的水平对比，这是具备吸引力的 P/E。从 2009 年至今的平均 P/E 为 12.33 倍，相当于股票公允价值为 54400 越南盾。

结合现金流贴现法和市盈率比较法，比例分别为 60%和 40%，股票的公允价值为 52500 越南盾/股。预计到 2025 年，项目将开始为和发带来收入，因此 CSI 认为股票价格会在当前时刻开始反映这一预期。基于上述判断，越南建设证券建议在当前股价区间内投资 HPG 股，预期在 4 年内将上涨 103。

投资风险：

- 贸易保护措施尚未采取，导致公司面临来自中国 HRC 产品的激烈竞争压力
- 新工厂投入运营后，折旧和利息支出增加，导致初期利润下降。除了利息支出外，公司还面临汇率波动的压力。
- 房地产复苏缓慢，基础设施建设项目推进迟缓，导致需求未能达到预期
- 钢铁和输入原材料价格的周期性波动直接影响企业的毛利率

附录

指标	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
1. 运营效率						
资产周转率	0.71	0.77	0.97	0.81	0.66	0.69
所有者权益周转率	1.44	1.68	2.00	1.51	1.20	1.29
客户应收周转率	25.56	27.11	33.55	35.66	26.56	22.52
向客户收款的平均时间	14.28	13.47	10.88	10.24	13.74	16.21
库存周转率	3.12	3.11	3.16	3.19	3.01	3.03
库存处理的平均时间	117.10	117.51	115.55	114.35	121.11	120.31
供应商应付周转率	6.47	5.14	5.82	7.16	9.02	9.07
向供应商付款的平均时间	85.26	71.02	62.67	51.01	40.44	40.24
现金转换周期	46.12	59.95	63.76	73.58	94.41	96.29
2. 偿债能力指标						
现金比率	0.17	0.26	0.31	0.13	0.17	0.12
速动比率	0.30	0.38	0.41	0.29	0.32	0.26
流动比率	1.13	1.09	1.28	1.29	1.16	1.17
3. 财务健康						
短期债务和总资产的比率	0.17	0.28	0.25	0.27	0.29	0.26
短期债务和总资本的比率	0.35	0.62	0.48	0.49	0.53	0.48
长期债务和总资产的比率	0.19	0.13	0.08	0.07	0.06	0.12
长期债务和所有者权益的比率	0.42	0.29	0.15	0.12	0.10	0.22
债务和总资产的比率	0.36	0.41	0.32	0.34	0.35	0.37
债务和所有者权益的比率	0.77	0.91	0.63	0.60	0.64	0.70
负债和总资产的比率	0.53	0.55	0.49	0.44	0.45	0.47
负债和所有者权益的比率	1.13	1.22	0.96	0.77	0.83	0.89
杠杆率	2.13	2.22	1.96	1.77	1.83	1.89
EBIT/ 贷款利息	10.40	7.81	14.91	4.24	2.70	6.04
EBITDA/ 贷款利息	13.14	9.99	17.32	6.44	4.59	8.90
4. 盈利能力						
毛利率	17.57%	20.98%	27.46%	11.85%	10.88%	13.41%
EBITDA 利润率	19.34%	24.30%	29.22%	14.04%	13.82%	15.62%
EBIT 利润率	15.31%	19.00%	25.16%	9.25%	8.13%	10.60%
税前利润率	14.29%	17.04%	24.76%	7.02%	6.55%	9.94%
净利润率	11.90%	14.99%	23.06%	5.97%	5.72%	8.78%
毛利润与总资产的比率	12.43%	16.21%	26.54%	9.62%	7.23%	9.21%
EBITDA 与总资产的比率	13.68%	18.77%	28.24%	11.39%	9.18%	10.73%
EBIT 与总资产的比率	10.83%	14.68%	24.32%	7.50%	5.40%	7.28%
EBT 与总资产的比率	11.15%	15.04%	25.56%	7.46%	6.35%	8.04%
ROA 资产回报率	8.36%	11.53%	22.26%	4.87%	3.82%	6.03%
ROE 净资产收益率	17.08%	25.21%	46.06%	9.09%	6.88%	11.38%
ROIC 资本回报率	2.29%	2.30%	2.29%	1.44%	0.82%	1.02%
实际企业所得税率	16.69%	12.05%	6.84%	14.90%	12.73%	11.69%
5. 现金流指标						
经营现金流/总负债	0.14	0.16	0.31	0.17	0.10	0.09

指标	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
资金流/收入	-0.29	-0.06	0.01	-0.11	-0.11	-0.16
自由现金流/营业收入	-1.91	-0.32	0.04	-1.18	-1.34	-1.49
自由现金率与资产的比率	-0.21	-0.05	0.01	-0.09	-0.07	-0.11
自由现金流与所有者权益的比率	-0.42	-0.10	0.02	-0.17	-0.13	-0.20
自由现金流/ CAPEX	-0.89	-0.46	0.12	-0.87	-0.76	-0.63
6. 增长指标						
净营收增长 YoY	14.01%	41.57%	66.09%	-5.53%	-15.88%	25.68%
毛利润增长	-4.16%	69.01%	117.46%	-59.22%	-22.82%	145.41%
EBITDA 增长 YoY	-3.91%	77.91%	99.74%	-54.62%	-17.16%	101.24%
EBIT 增长 YoY	-7.65%	75.75%	119.96%	-65.28%	-26.07%	266.39%
税前利润增长	-9.68%	68.82%	141.30%	-73.22%	-21.47%	492.00%
应收款增长 YoY	18.33%	46.28%	25.92%	-40.51%	102.78%	24.01%
库存增长	37.30%	35.38%	60.65%	-15.68%	-3.08%	19.77%
短期债务增长	46.48%	118.55%	18.88%	6.86%	17.61%	10.04%
长期债务增长	54.88%	-12.59%	-22.36%	-17.18%	-6.75%	180.37%
SGA 费用增长 YoY	28.68%	23.49%	93.38%	6.99%	-11.30%	9.24%
资产增长 YoY	30.11%	29.22%	35.53%	-4.43%	10.24%	21.83%
所有者权益增长 YoY	30.00%	20.00%	35.00%	30.00%	0.00%	10.00%
CFO 增长 YoY	0.95%	50.19%	130.61%	-54.05%	-29.60%	-6.08%
7. 估值指标						
市值（十亿越盾）	122,729.74	145,784.44	89,234.81	162,814.00	150,312.21	163,744.01
企业价值（十亿越盾）	154,864.60	186,230.05	124,130.80	212,495.29	203,506.98	234,130.53
每股账面净值 BVPS	17,248.15	17,828.55	20,260.99	16,510.91	17,674.02	17,446.15
销售额/股票	23,055.59	27,199.16	33,463.53	24,318.91	20,456.99	21,692.07
基本每股收益 EPS	2,621.97	3,936.37	7,476.58	1,458.95	1,116.99	1,905.11
稀释每股收益 EPS	2,726.27	4,059.51	7,476.58	1,458.95	1,116.99	1,905.11
自由现金流/股票	-3,061.95	9,203.47	307.39	-2,659.55	-2,230.30	-3,426.95
市净率 P/B	2.58	2.47	0.98	1.70	1.46	1.47
基本市盈率 P/E	16.95	11.18	2.67	19.19	23.14	13.44
稀释市盈率 P/E	16.30	10.84	2.67	19.19	23.14	13.44
市销率 P/S	1.93	1.62	0.60	1.15	1.26	1.18
企业价值/ 收入	2.43	2.07	0.83	1.50	1.71	1.69
企业价值/ EBITDA	12.55	8.50	2.84	10.70	12.38	10.80
企业价值/ EBIT	15.89	10.88	3.30	16.25	21.05	15.92
股息收益率	1.12%	1.14%	2.51%			0.00%

数据来源: FiinX, CSI Research

3. KDH

越南康田住宅投资和经营股份公司 (KDH - HSX)

具备长期开发潜力的“黄金土地”

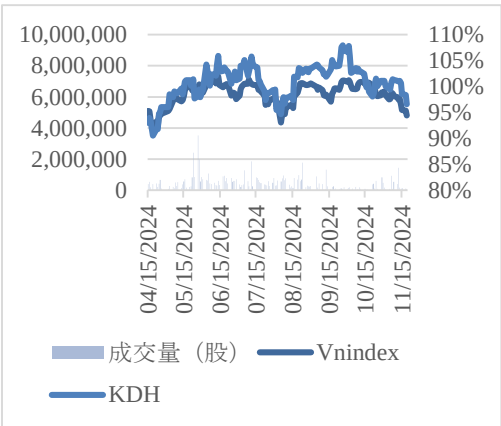


联系

(+84) 24 3926 0099 
online@vncsi.com.vn 
www.vncsi.com 

实施日期:	20/11/2024
建议	买入
当前价	32,000
目标价	56,350
涨价潜力	76.1%
持股时间	5 年
2024 年股息	10% （ 股
股息收益率	0%
	票)

KDH 与 VN-Index 6 个月价格波动



股票基本信息	
流通股	1,011,142,565
市值（十亿越盾）	32,356
近 52 周波动区间	26,909-35,773
近 20 日的平均成交额（十亿越盾）	74.59
国有持股比例	36.63%
外国持股比例	0.0%

财务指标			
年	2021	2022	2023
EPS	1,777	1,539	895
BVPS	15,84	16,12	16,82
	2	3	8
PE	14.75	20.24	36.41
ROE%	13.1%	10.2%	5.7%
ROA%	8.5%	6.1%	3%
资产负债率	0.29	0.45	0.41

数据来源: Fiin, CSI Research

财务质保（十亿越盾）

指标	2021	2022	2023	2024F
销售收入	3,532.07	2,911.96	2,087.77	3,400
净营收增长	-17.19%	-22.06%	-27.72%	62.84%
毛利润	1,793.74	1,459.52	1,586.64	2,210
毛利率	48%	50%	76%	65%
税后利润	1,204.55	1,082.25	729.50	952
税后利润增长	4.34%	10.15%	-32.59%	30.5%

数据来源: CSI 估计, CSI Research

投资论点:

胡志明市第一家低层住宅开发商的声誉以及长期开发的潜力土地。经过 23 年的发展，康田（KDH）已在市场上确立其信誉和地位，在胡志明市推出超过 2000 套联排别墅、独栋别墅及高层公寓等多样化产品。其项目按时完工、交房和办理红皮书，吸收率极高。在胡志明市土地日益稀缺的背景下，KDH 拥有超过 600 公顷的合法土地，大部分已获得投资开发的资格，完成 1/500 规划，许多项目更是在多年前已完成土地拆迁补偿及土地租金支付。当其他房地产企业需要寻找城市邻区的土地时，KDH 拥有市中心的“黄金土地”，将在未来阶段成为该区域的主要供应来源。

引领南部住宅房地产复苏的趋势，通过一系列“超级项目”实现转型。凭借充足的土地规模，康田将在未来 10 年内维持“接续项目”。尤其是在 2027 年之后，公司将迎来重大转型，推出一系列超百公顷规模的超级项目，主要集中在平政和平新区域。这些项目地处战略要地，几乎已完成地面拆迁工作，预计将为康田带来显著的收入和利润。

财务健康，现金流稳定。在许多房地产企业因债券和银行债务到期而面临资金压力时，KDH 凭借稳健的财务状况显得“从容不迫”。公司刚成功增资，为未来项目开发提供资金资源。2025 年，KDH 预计将有两批价值为 1.1 万亿越盾的债券到期。CSI 认为，凭借截至 2024 年前 9 个月的 3.295 万亿越盾现金及现金等价物，加上刚刚成功增资以及明年即将出售许多新项目，KDH 将能够顺利偿还到期债券。

投资风险:

项目出售及交付进度低于预期。房地产市场弱势复苏，新供应的吸收率较低。

评估和建议:

越南建设证券建议投资者对康田住房投资与经营股份公司进行建仓买入。据此，CSI 使用 RNAV 估值法，估计 KDH 的公允价值为 56350 越盾/股，股票持有时间为 5 年，对应公司收入和利润爆发增长的阶段。预期利润率为 76.1%-82.4%。

行业和企业概览

越南房地产行业概览

➤ 房地产行业对越南经济的作用

越南建设证券股份有限公司

024 3926 0099

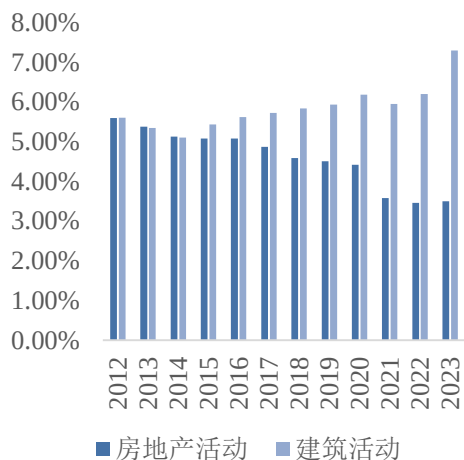
0886998288

online@vncsi.com.vn

总部: 河内市、 栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

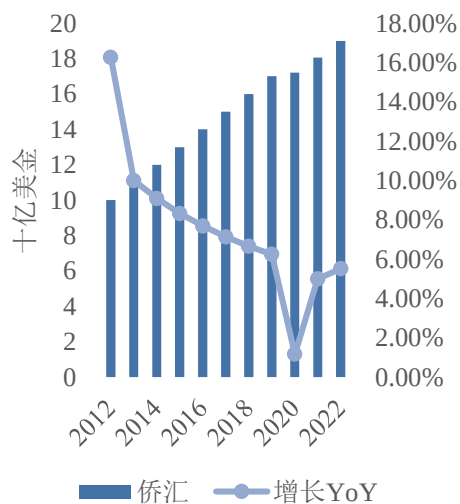
胡志明分公司: 胡志明市、第一郡、阮太平坊、
阮公著街180-192号、TNR大楼、20层

房地产、建筑活动占GDP的比例



数据来源: Fiin, CSI Research

2012-2022年阶段汇回越南的侨汇



数据来源: WB- KNOMAD, CSI Research

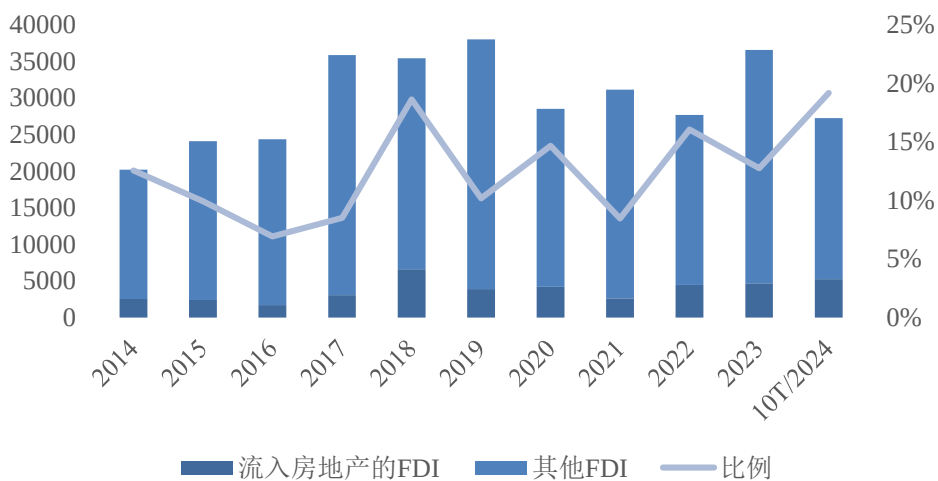
房地产市场被视为经济体的支柱之一，有助于汇集资源并为国家创造固定资产。房地产市场的发展将为相关行业创造增长动力，例如金融市场、建筑业、建材制造业、室内装饰行业以及劳动市场等。

根据越南统计局的数据，近年来建筑业和房地产行业对全国 GDP 的平均贡献率约为 10%。尽管房地产行业的贡献率有所下降，但仍对年度 GDP 增长产生重要影响。根据统计局截至 2022 年底的数据，房地产是一级经济中的 20 大行业之一，按规模排名第 11 位。

根据越南房地产协会于 2023 年发布的科学研究报告《房地产在越南经济中的作用与政策建议》，2020 年房地产占全国经济总资产的 20.8%，预计 2025 年为 21.2%，2030 年将达到 22.0%。

房地产行业在经济中的重要作用包括吸引外资和分配信贷。

流入房地产的FDI比例



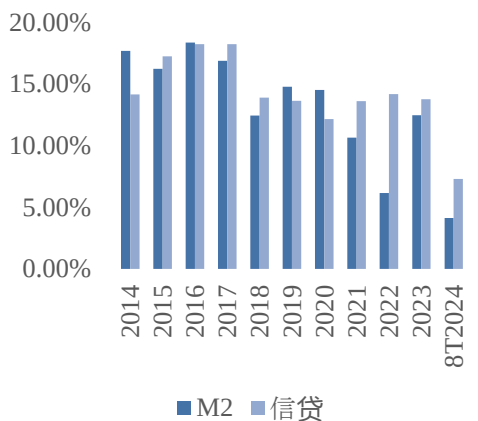
数据来源: 统计局, CSI Research

尽管越南是一个贸易顺差国家，但顺差主要来自外资企业，因此出口活动所带来的外汇盈余并不多。越南的美元储备大部分来自侨汇，而侨汇资金主要流入房地产市场。越南尚未对房地产实施累进税的原因之一是仍需要利用房地产吸引侨汇流入，从而获得美元服务于生产活动。

不仅在国际侨胞眼中具有吸引力，房地产行业也是吸引外资流入越南的主要领域。在过去 10 年间，房地产行业平均吸引了在越南外资注册资金的 13%，仅次于加工制造业。近年来，这一趋势持续增强，2024 年前 10 个月已接近 20%。成功的合作投资案例包括: Keppel Land-康田、Creed Group-安嘉、南龙-Goldman Sachs、Mekong Capital、Hankyu Hanshin Properties、Nishi-Nippon Railroad 等。

另一个经济支柱是资本和信贷分配的作用。长期以来，房地产一直在经济中的资金流通方面有着关键作用。在信贷活动方面，房地产占全国信贷余额的近 30%，其中房地产平均占 20%，建筑行业约占 10%。

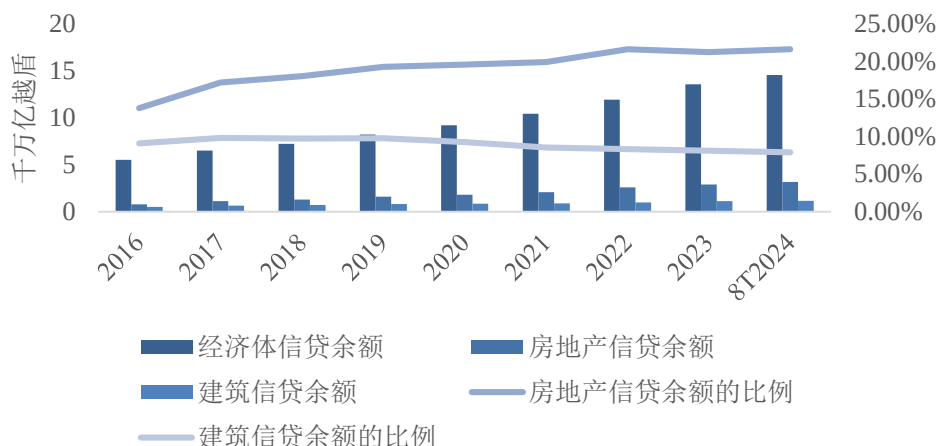
货币供应-信贷



数据来源: Fiin, CSI Research

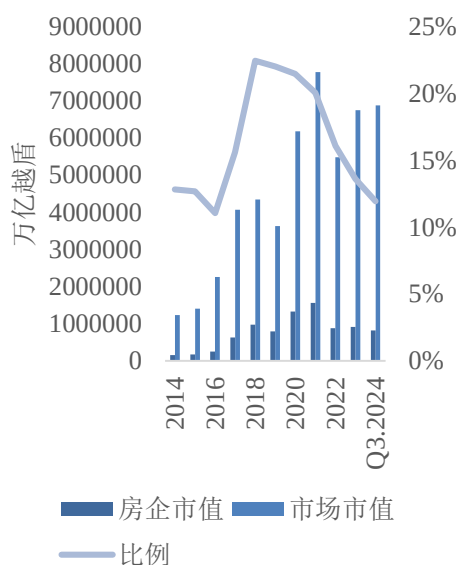
当房地产行业面临困难时，整个经济的信贷增长也遇到瓶颈并显著放缓。

房地产、建筑领域的信贷余额



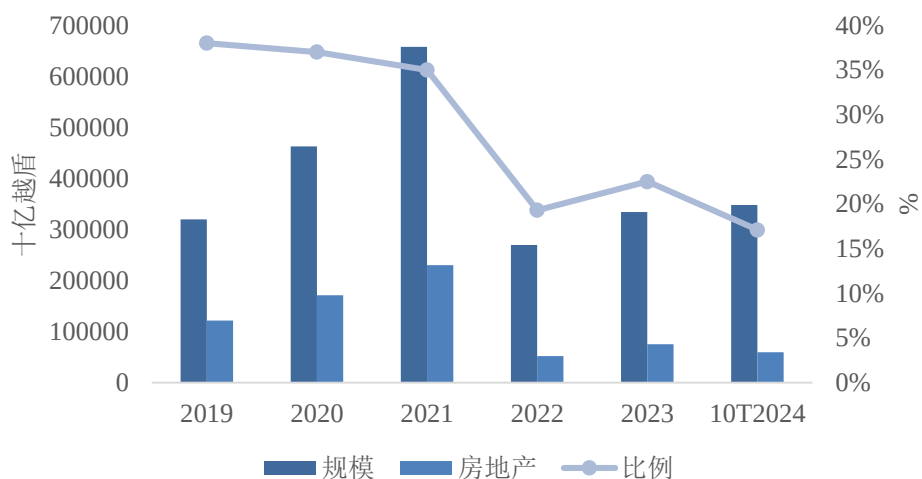
数据来源: Fiin, CSI Research

上市房地产企业的市值



数据来源: Fiin, CSI Research

2020-2024年阶段企业债券发行价值

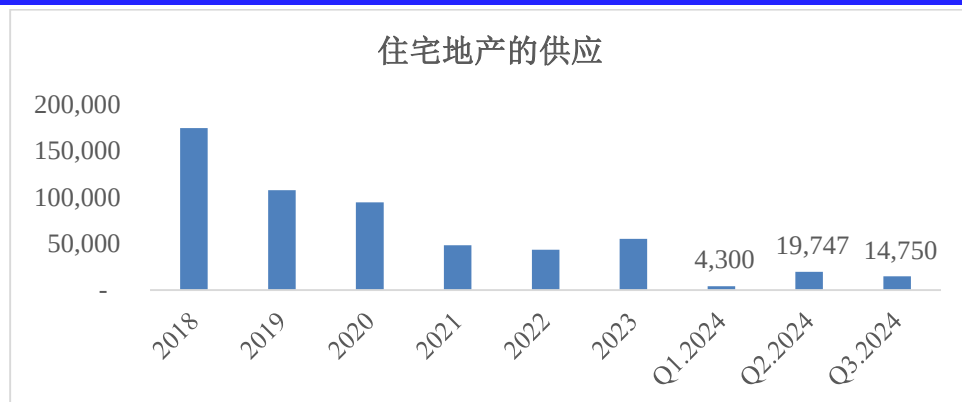


数据来源: VBMA, CSI Research

由于开发项目需要大量资金支持，房地产企业在资本市场中也扮演着重要角色。该行业约占越南股票市场总市值的 16%，每个交易日的平均成交量占比 15%。大型投资基金通常会为房地产板块分配较大比例的金额，如 VHM、NLG、KDH 等股票。

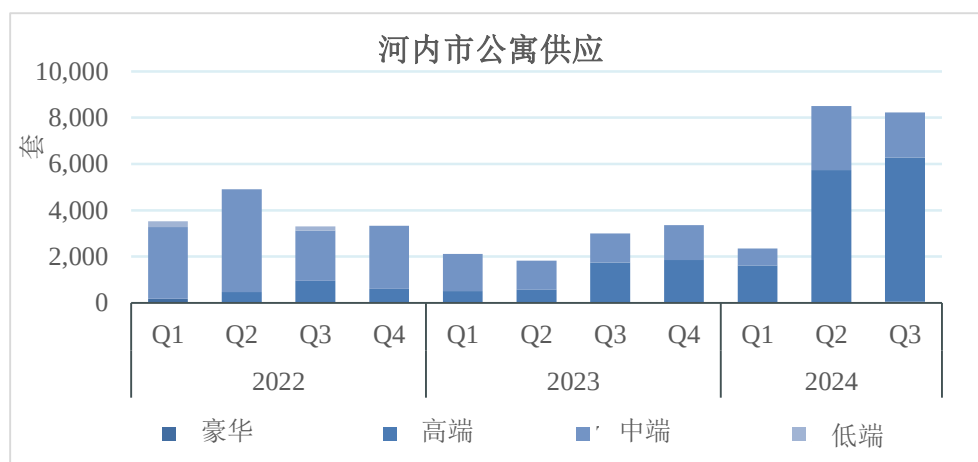
在 2019-2021 年越南企业债券市场的辉煌发展阶段，房地产企业的债券发行规模始终位居首位，占总发行价值的 35%以上。随后，这一比例下降至 20%左右，仅次于银行业的债券发行价值。

➤ 房地产行业走势



数据来源: VARS, CSI Research

2024 年前 9 个月，市场新增供应量为 38797 个全新产品。新供应主要集中在北部地区，占第三季度的 46%和 9 月份的 48%。中部和南部地区的新供应比例分别为 29%和 25%。虽然新供应量有所改善，但较 2019 年相比仍处于较低水平。预计未来法律和调整将有助于进一步缓解供应紧张问题。



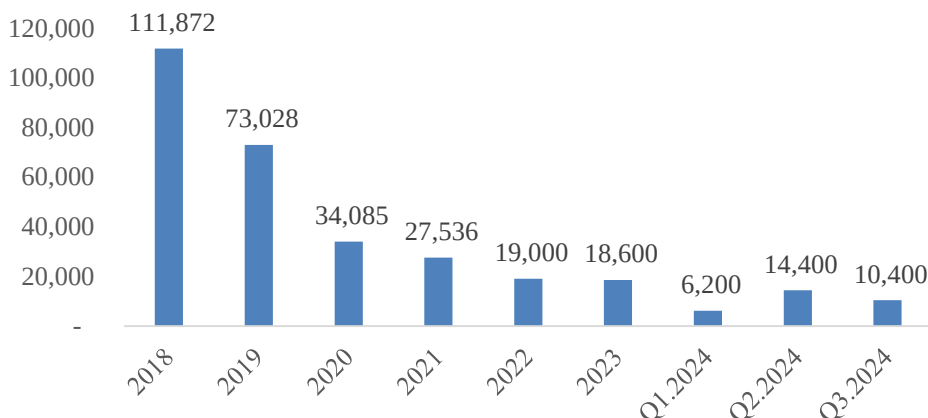
数据来源: CBRE, CSI Research



数据来源: CBRE, CSI Research

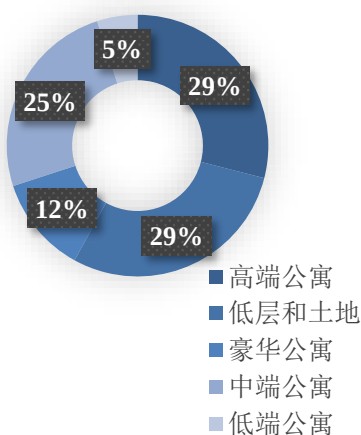
2024 年第三季度，河内房屋附着土地的新增供应量相比上半年明显改善。尤其是在第三季度的新增供应量已经超过 2023 年全年总供应量。同样，公寓的新增供应量也超过 2023 年的总量，这些项目主要集中在河内东西两侧的超大型城市综合体中。

住宅房地产的成功交易量



数据来源: VARS, CSI Research

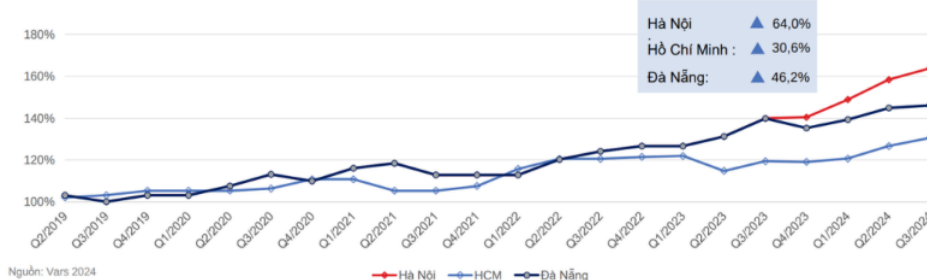
交易结构



数据来源 Fiin, CSI Research

2024 年前 9 个月，市场录得成功交易 3.0589 笔，是 2023 年同期的 2.5 倍。吸收率达 51%，同比增长 28%。根据越南房地产经纪人的报告，高端公寓的吸收率为 75%，低层住宅和土地的吸收率为 65%。成功交易数量明显回升，并在 2024 年前 9 个月后接近 2020 年的水平。

Chỉ số giá* căn hộ chung cư thị trường Tp Hà Nội, Tp HCM và Đà Nẵng



数据来源: VARS, CSI Research

由于供应仍然较为有限，越南三大城市的公寓价格连续第四个季度保持上涨趋势。其中，河内的公寓价格涨幅最大，较 2019 年第二季度相比增长 64%，平均每平方米达 6000 万越盾。一些典型项目包括：Lumi 河内、Vinhome Royal Island、Sun Symphony Residence 等。

► 房地产市场的预测

2024 年底-2025 年阶段

市场有机会实现广泛复苏。北部市场的“核心”是以河内为主要“创造和保持热度”中心。南部市场经历了今年前两个季度相当平静后，第三季度逐渐出现好转。一系列通知、议定同时颁发，帮助房地产领域的法律框架更加完善。CSI 期待，当这些法律、通知和条例逐渐落实和渗透时，越南房地产市场的“新时代”将迅速而有力地开启。

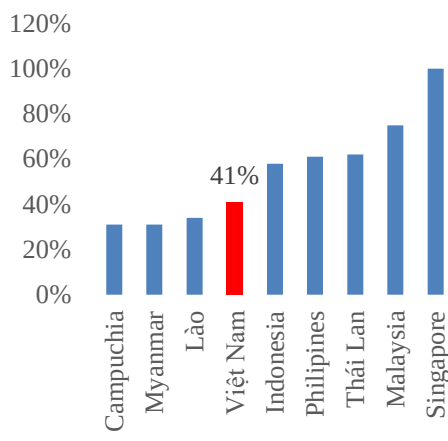
拥有土地储备、强大财力和项目实施能力的投资者和房地产企业将优先获得发展。利率下降以及促进基础设施、交通投资的政策将成为推动未来投资需求和消费的动力。

2025-2035 年期预测

越南房地产行业未来 10 年内仍有很大的发展空间，原因来自于经济增长速度较高，人均收入大幅提高以及城市化进程持续爆发。

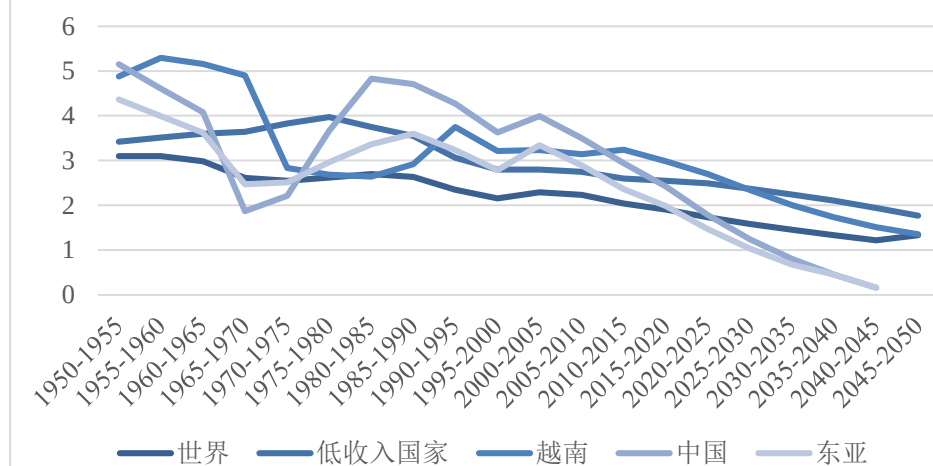
根据到 2030 年，远期到 2045 年国家住房发展战略规划，到 2025 年全国人均住房面积达 27 平方米/人；到 203 年达 30 平方米/人。因此，平均每年需要新建约 6000 万平方米各类住房。预计到 2030 年的人均收入将增加至 6000-6500 美元（是现在的两倍），从而将提高民众对住房的接触能力。

东南亚城市化率



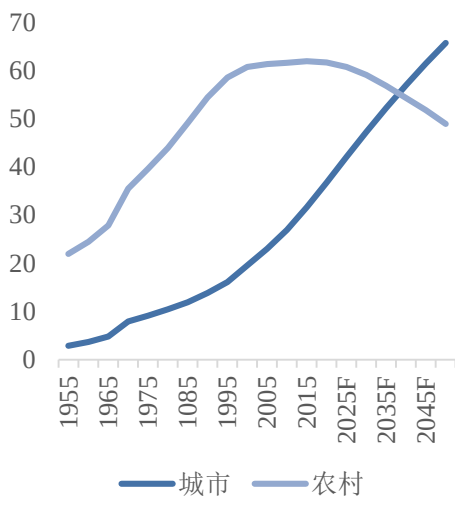
数据来源: CSI 整理, CSI Research

城市化率



数据来源: UN-DESA, CSI Research

越南城市化情况

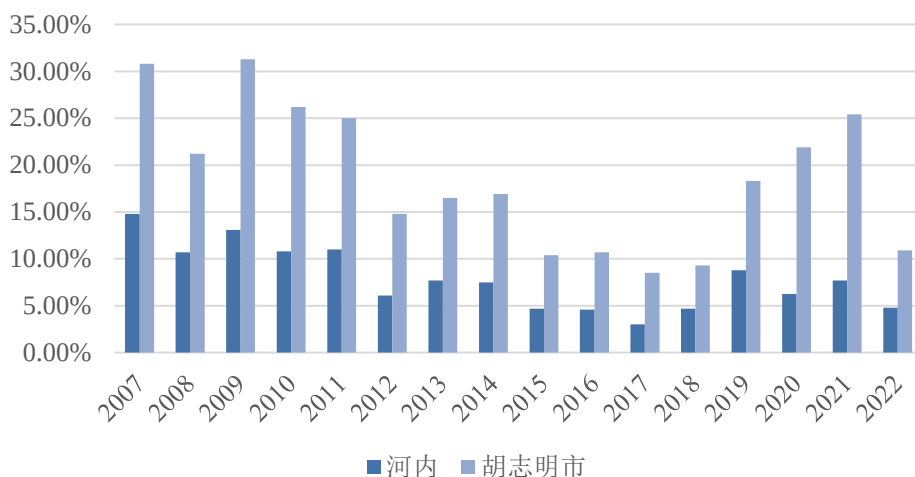


数据来源: CSI 整理, CSI Research

城市化率预计每年增长约 1%，相当于每年增加 100 万人口。与地区和全球各国相比，越南仍处于城市化率较低名单之中。鉴于经济、地缘政治和国际化等因素，越南具备许多能快速提升城市化率的有利条件。这是为增加城市居民住房需求的关键基础。

关于房地产供应源，越南房地产协会也表示，中心区域的土地资源稀缺将导致房地产项目开发过程将更多集中在市郊边缘、卫星城市、位于胡志明和河内市重点经济区的城市，并紧跟基础设施、港桥、高速公路、城市铁路等建设项目。CSI 认为，城市中心地区的房价将锚定在高位，难以大幅下调。在中心地区拥有土地的企业将从整个行业增长趋势中获利。

河内和胡志明市的移居率



数据来源：统计局，CSI Research



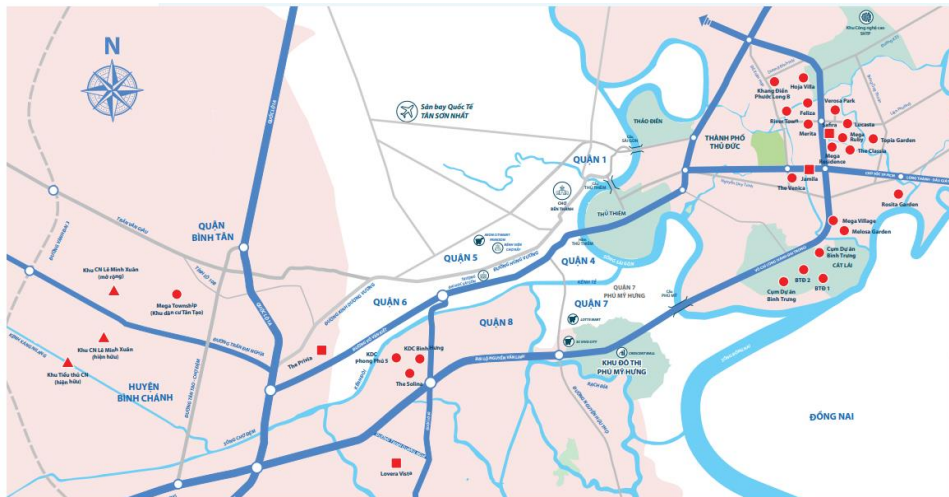
康田住宅投资与经营股份公司 (KDH) 的概览

经过 16 年的发展历程，康田始终坚持为客户提供最优质的房地产产品。目前，公司推出了多样化的产品组合，包括店屋、别墅和公寓，覆盖从中端到高端的多个细分市场。康田凭借一系列典型项目在市场上留下深刻印记，如 Mega 系列项目：Mega Residence、Mega Ruby、Mega Village，Melosa Garden、The Venica、Lucasta、Merita 等。

发展历程

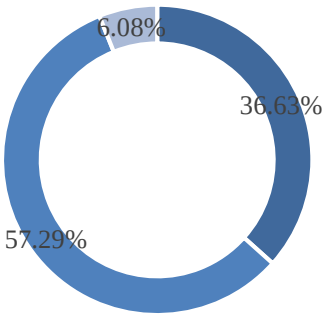
- 2001 年：成立康田住房经营与投资有限责任公司。
- 2007 年：公司增资并进行首次公开募股（IPO），更名为股份公司，注册资本为 3320 亿越盾。VinaCapital 和 Prudential 两大外资基金成为股东。
- 2010 年：注册资本增至 4390 亿越盾，4390 万股票（股票代码为 KDH）成功在胡志明市证券交易所（HSX）上市。
- 2014 年：注册资本增至 7500 亿越盾，Dragon Capital 基金成为大股东。
- 2015 年：启动东部高端别墅 Lucasta 和 The Venica 项目，同时扩展至胡志明市南部地区。
- 2018 年：启动 Jamila 和 Safira 公寓项目，并综合胡志明市南部土地储备。
- 2019-2020 年：推出东部地区的突出项目 Verosa Park 别墅及联排住宅，同时通过 Lovera Vista 公寓项目确立康田在胡志明市西南部的市场地位。
- 2023 年：出售 The Privia 项目，并与新加坡 Keppel 集团合作在守德市共同开发住宅项目。





目前，康田集团的主要经营区域位于胡志明市的守德市（东区）、平新和平政县（西区和西南区），拥有约 600 公顷的土地。

机构股东结构

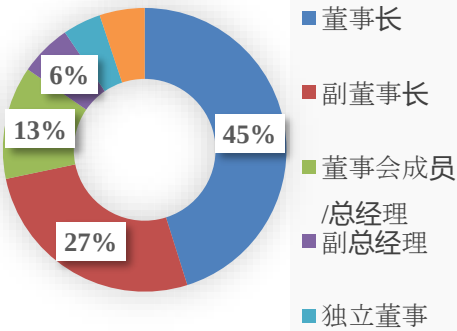


■ 外国持有 ■ 其他持有者
■ 领导和相关人

数据来源: Fiin, CSI Research

领导持有结构

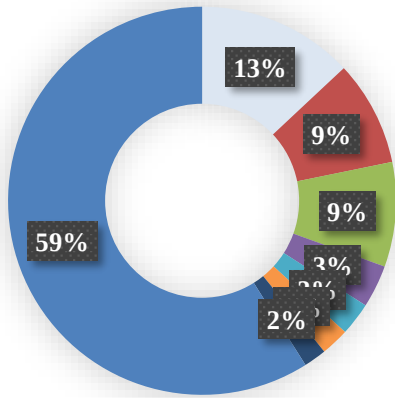
(领导持有5560万股，相当于 6.08%)



■ 董事长
■ 副董事长
■ 董事会成员
/总经理
■ 副总经理
■ 独立董事

数据来源: Fiin, CSI Research

KDH股东结构



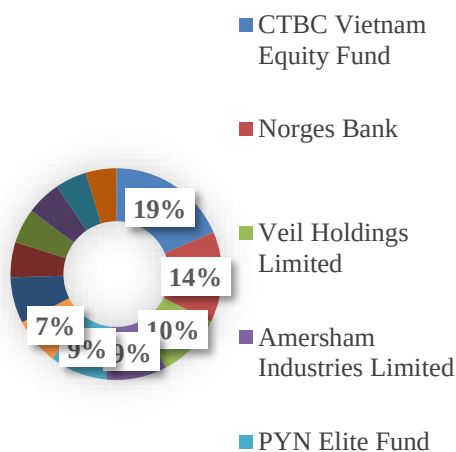
■ 仙禄投资股份公司
■ Gam Ma投资咨询服务股份公司
■ 亚欧贸易投资股份公司
■ CTBC Vietnam Equity Fund
■ 梅陈青莊
■ Norges Bank

数据来源: Fiin, CSI Research

大股东名单

仙禄投资股份公司	13.03%
Gam Ma 投资咨询服务股份公司	8.76%
亚欧贸易投资股份公司	8.72%
CTBC Vietnam Equity Fund	3.55%
梅陈青莊	2.76%
Norges Bank	2.35%
Veil Holdings Limited	1.89%
李田山	1.62%
Amersham Industries Limited	1.56%
PYN Elite Fund	2.57%
Vietnam Investment Limited	1.38%
Vietnam Enterprise Investments Limited	1.18%

投资基金持有结构 (投资基金持有1.534亿股，相当于15.2%)



数据来源: Fiin, CSI Research

Hanoi Investments Holdings Limited	0.91%
DC Developing Markets Strategies Public Limited Company	0.90%
Vietnam Ventures Limited	0.90%
Vietnam Holding Ltd	1.41%
王文明	0.79%
Vietnam Investment Property Limited	0.99%
新目光管理投资咨询责任有限公司	0.79%

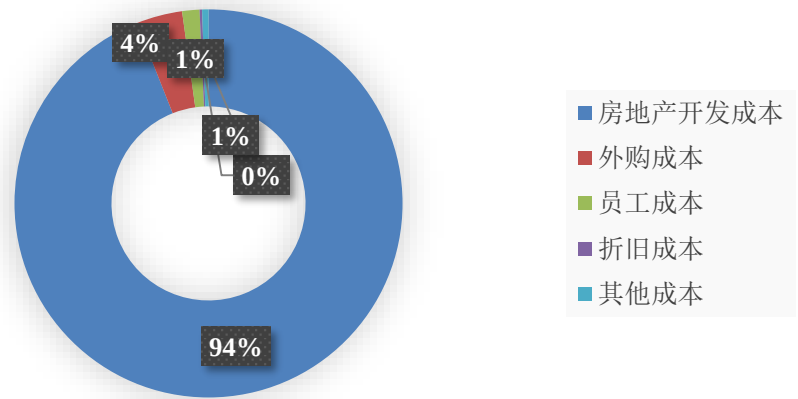
康田的股东结构多样，包括个人投资者、企业、管理层以及国内外投资基金。其中，机构投资者持股比例为 50.89%，外资占比为 36.63%。外资股东包括市场上多个知名投资基金，如 Dragon Capital 集团、PYN Elite Fund 和 CTBC Vietnam Equity Fund 等。管理层及关联方持股比例为 6.08%，其余股份由其他股东持有。KDH 是房地产领域的代表性股票，出现在许多投资基金的投资组合中。

价值链与商业模式



康田的商业模式是房地产项目开发商的典范，主要产品为胡志明市中高端市场的低层住宅，其中最重要的第一步骤是寻找和开发具有高发展潜力的土地，KDH 通常专注于交通便利且自然景观优越的区域；接下来是进行详细的规划、设计，选择承包商以确保建筑质量达到国际标准并按计划完成施工进度；最后是负责销售项目和开发社区，将过去、现在和未来的一切项目紧密连接起来，一个项目的开发期间通常为 32-36 个月，而法律手续需要最长时间，经常持续多年，从而导致项目实施进度缓慢。

成本结构

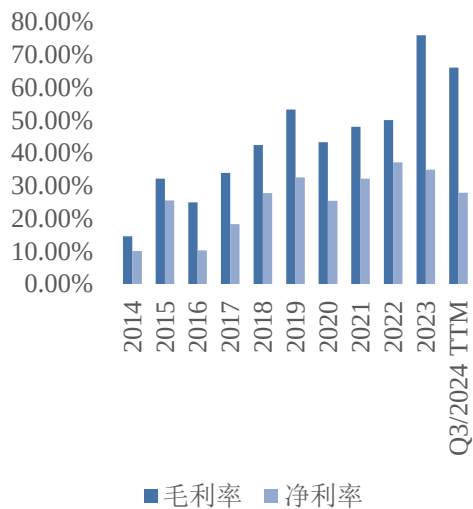


数据来源: Fiin, CSI Research

成本结构: 根据 2023 年第三季度合并财务报告, 康田成本结构中, 项目开发成本占比高达 94%, 而员工成本仅占约 1%。

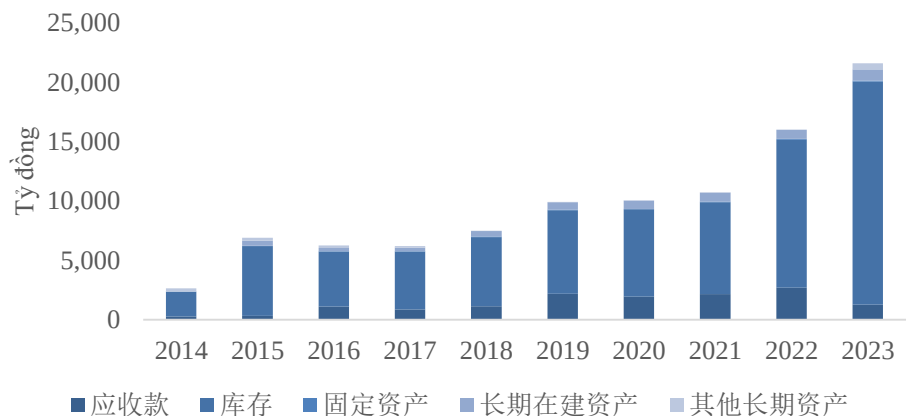
财务分析与运营效率

利润率



数据来源: Fiin, CSI Research

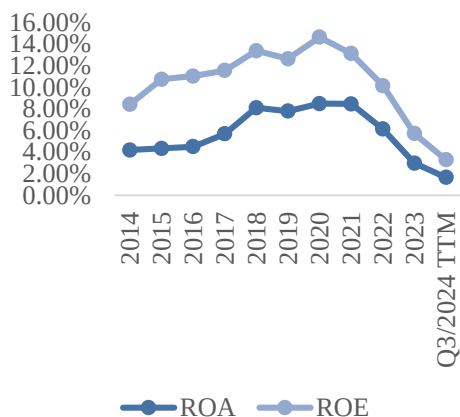
KDH资产结构



数据来源: Fiin, CSI Research

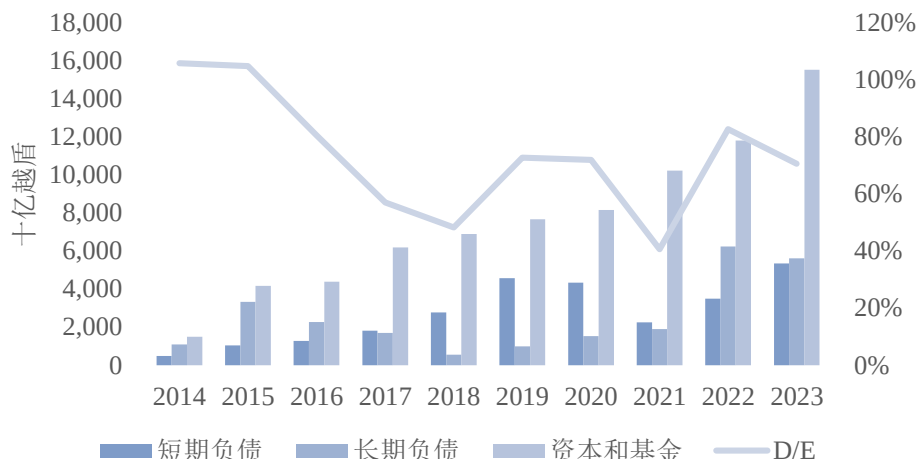
房地产开发企业的特点是库存和长期未完工资产占比较高。此类资产占 KDH 总资产的 70%, 主要是土地储备及即将开发的项目, 包括: 平征项目群、位于平新郡的 Mega Township、丰富 2 号项目群等。

经营效率



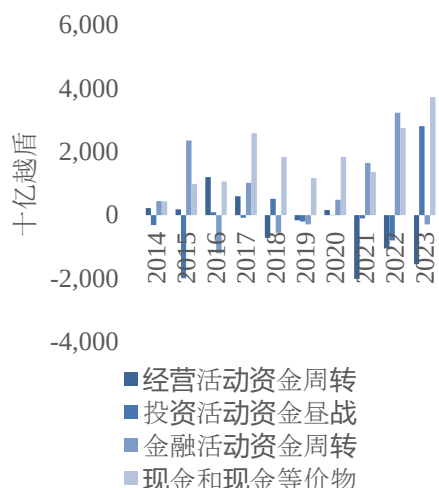
数据来源: Fiin, CSI Research

权益结构



数据来源: Fiin, CSI Research

资金周转



数据来源: Fiin, CSI Research

为持有上述的资产, KDH 的负债率 (D/E) 在近 10 年以来保持在 40-80% 的安全区间内。近年来, 由于企业为启动多项预期于 2026 年后将爆发式增长的项目筹集资金, 因此长期负债占比趋于上升。

KDH 近 10 年来的平均毛利率为 44%, 净利率超过 20%, 这些数字相当出色。然而, 资本使用效率并不太高, 主要原因来自利息费用的支付。房地产企业通常使用杠杆以实施项目, 因此项目实施时间长, 企业仍需承担较高的利息成本。KDH 始终维持较高的流动资产比例, 以确保按期偿还债务的现金流。CSI 预测, 随着多个项目的法律手续加快推进并尽快开发以及销售, KDH 的成本使用效率将在未来得到显著改善。

投资论点

- 胡志明市第一家低层住宅开发商的声誉以及长期开发的潜力土地

KDH 通过开展一系列低层项目进一步打造自己的品牌, 其中专注于守德市和胡志明市东部的联排和别墅细分。这些项目规模大多 8 公顷以下, 为市场提供逾 2300 套优质联排别墅、别墅, 在开始销售后短时间内入住率达到 100%。值得一提的是, 2013-2015 年阶段, 该企业在包括 Mega Residence、Mega Village、Mega Ruby 在内的 Mega 项目链取得巨大成功。KDH 还扩大开发规模, 进军针对中端客户的公寓项目, 其中要提及的是位于胡志明市东部的 Jamila 和 Safira 两大项目。

2018 年底, KDH 完成与平政建设投资公司 (BCCI) 并购, 从而将土地扩大到城市的西部和西南部, 包括平政县和平新县。KDH 土地从并购前的 16 公顷增加至超过 600 公顷。

Mega Residence 康田



Mega Ruby 康田



The Venica 康田



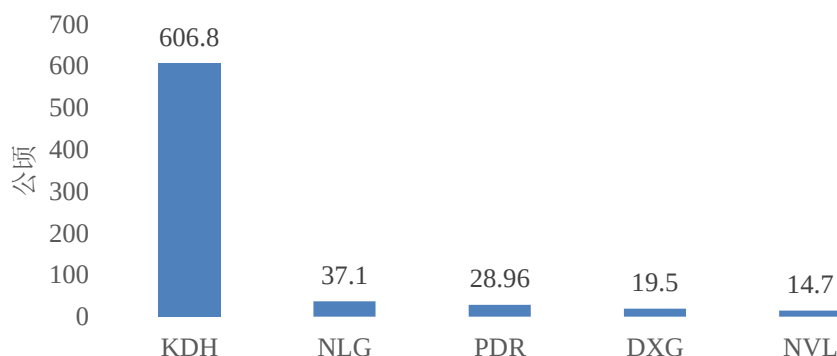
Jamila 康田



Safira 康田



一些房地产企业在胡志明市持有的土地



数据来源: CSI 整理, CSI Research

康田拥有胡志明市最大的土地面积, 完全超过其他企业, 主要包括低层住宅项目和超过 100 公顷的工业区土地面积。在南部首都的供应量日益稀缺的背景下, KDH 持有合法性明确的 600 多项目用地, 大多都获得投资批准, 规划 1/500 或获得土地拆迁的补偿以及多年前已缴纳土地租金。

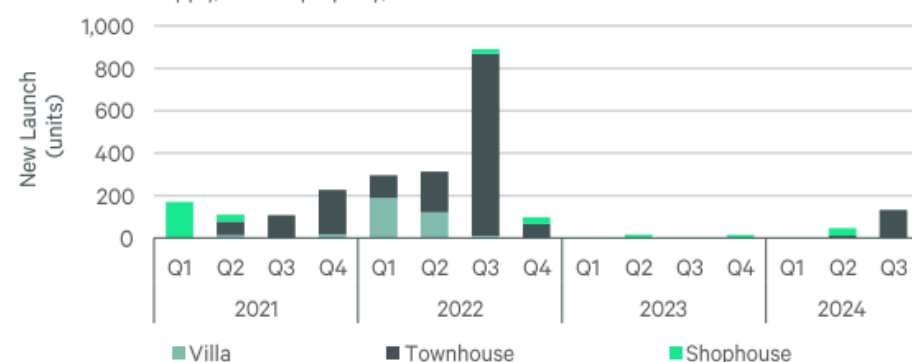
2024 年《土地法》采用新的土地价格表, 接近市场价格, 从而自 2026 年起将上调企业的地面拆迁费用。因此, 就像 KDH 一样之前积累土地资源的企业将优化项目实施费用。

FIGURE 5: New supply, Condominium, HCMC



数据来源: CBRE, CSI Research

FIGURE 7: New supply, Landed property, HCMC



数据来源: CBRE, CSI Research

土地资源 and 预计未来开展的项目

越南建设证券股份有限公司

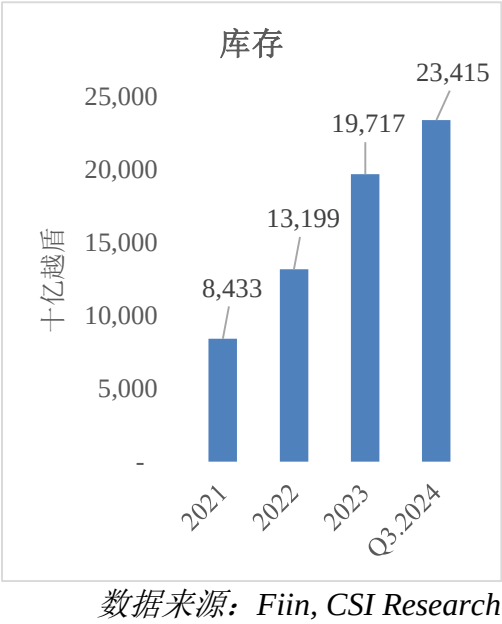
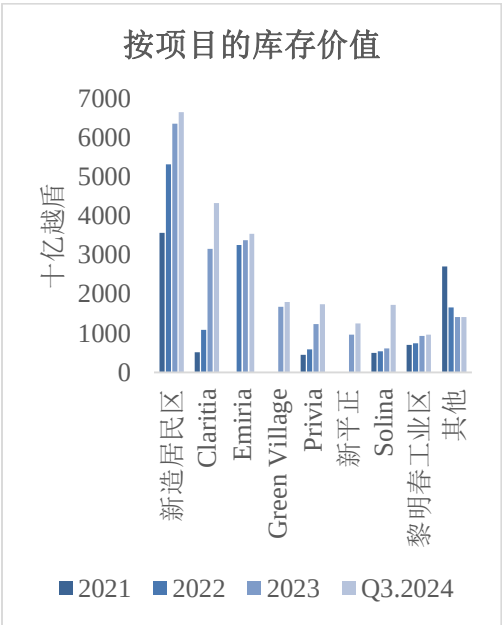
024 3926 0099

0886998288

online@vncsi.com.vn

总部: 河内市、栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

胡志明分公司: 胡志明市、第一郡、阮太平坊、
阮公著街180-192号、TNR大楼、20层



项目	产品	持有	面积	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2031	2031
Privia	公寓	100%	1.9 ha								
Emeria	低层	51%	6.1 ha								
Clarita	低层	51%	4.3 ha								
平正东	低层	100%	18.4 ha								
Solina	低层	100%	16.7ha								
Green Village	低层	100%	132 ha								
黎明春工业区	工业	100%	110 ha								
新造	低层	100%	330 ha								

数据来源: CSI 估计, CSI Research

➤ 引领南部住宅房地产的复苏趋势，通过一系列“超级项目”实现转型

在北部房地产市场逐渐“火起来”的同时，2024 年南部市场的复苏速度却相当缓慢。其中一个重要原因是胡志明市地区的新供应量较为紧张。供应主要来自位于城市东区和西区边缘的新项目，因此售价预计低于市场的平均价格。住房和公寓细分的供应短缺使得仅在发售第一季度内，吸收率就达到近 90%。南部地区投资者大多都等待自 2025 年起，一系列知名房地产开发商，如：南龙、康田、安嘉等将开始出售产品。

2025-2027 年期的增长动力主要来自以下项目：Privia、Classia、Solina 以及出售黎明春工业区。

康田预计在 2024 年全部移交 Privia 和 Classia 两个项目。2025 年预计出售面积 10 公顷的 Emeria 和 Clarita 两个项目，主要包括：联排、别墅。这两个项目都处于建设中并准备在 2025 年开售。

至于 Solina 和黎明春工业区项目都完成地面拆迁过程。黎明春工业区预计今年将完成土地租金，并准备明年动工。Solina 项目接受一期逾 10 公顷土地以启动项目实施。凭借财务潜力健康，越南建设证券相信，康田在实施项目和解决财务问题上将没有遇到太多困难。

康田 Clarita 项目



康田 Emerica 项目



康田 Solina 项目



黎明春工业区扩建项目



2025-2027 年期项目信息:

Clarita

- 位置: 守德市平正东
- 面积: 5.8 公顷
- 产品: 别墅、联排
- 规模: ~160 低层产品
- 状况: 在建 (2024 年四季度启动)
- 预计收入: 6.004 万亿越盾
- 毛利率: 52%
- 销售计划: 预期在 2025 年开始销售

Emerica

- 位置: 守德市平正东
- 面积: 6.0 公顷
- 产品: 别墅、联排、公寓
- 规模: ~60 低层产品和~600 套公寓
- 状况: 在建 (2023 年 10 月启动), 低层住宅完成毛坯房的阶段。
- 预计收入: 7.630 万亿越盾
- 毛利率: 41%
- 销售计划: 预期在 2025 年开始销售

Solina

- 位置: 胡志明市平政县
- 面积: 16.42 公顷
- 产品: 高级公寓、豪华联排和别墅
- 规模: 分为两个阶段: 第一阶段: 面积约 14 公顷, 住宅用地 (包括高层公寓和低层住宅用地), 占 40%, 其余部分为公共设施。第二阶段: 面积超过 2.4 公顷。
- 预计收入: 10.067 万亿越盾
- 状况: 已支付一期土地使用费和正在申请建设许可证
- 毛利率: 62%
- 销售计划: 预计 2025 年开始销售

黎明春工业区

- 位置: 胡志明市平政县
- 面积: 110 公顷
- 产品: 工业园区出租
- 规模: 分为两个阶段: 第一阶段: 面积 89 公顷。第二阶段: 面积超过 20 公顷。
- 预计收入: 3.15 万亿越盾
- 状况: 已有 1/500 详细规划并完成第一期地面拆迁工作, 预计在 2024 年第四季度完成土地租金支付并申请建设许可证
- 毛利率: 58.5%
- 销售计划: 预计在 2025 年开始销售

CSI 认为，康田将在 2027 年后迎来重大转型，真正进军规模数百公顷的大型项目。这也是许多龙头房地产公司所追求的趋势，其中 VHM 在这一模式上取得了成功。与其他企业需要寻找远离市中心的郊区来实施超级项目不同，康田拥有市内的超过 400 公顷土地，已规划为两个项目：新造住宅区和 Green Village。凭借优越的地理位置和开发商的声誉，CSI 预计这两个项目将继续保持高吸收率。

康田 Green Village 项目

项目信息

Green Village



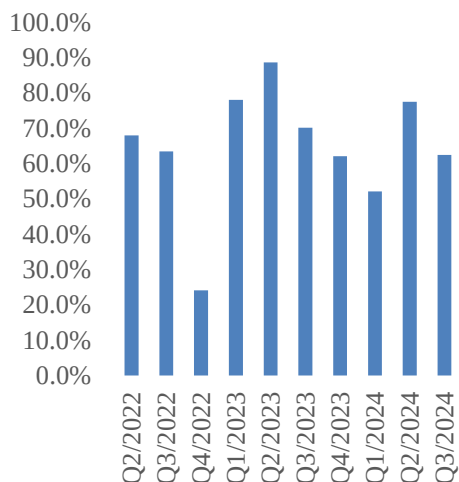
- 地点：胡志明市平政县
- 面积：132 公顷
- 产品：别墅、联排别墅
- 规模：约 3400 套低层住宅
- 状态：投资政策已获得批准，目前正在与当地机构合作计算最终所需支付的土地价格
- 预计收入：74.044 万亿越盾
- 毛利率：59.6%
- 出售计划：预计 2027 年

新造居民区



- 地点：胡志明市平新县
- 面积：330 公顷
- 产品：别墅、联排别墅、公寓、社会住房

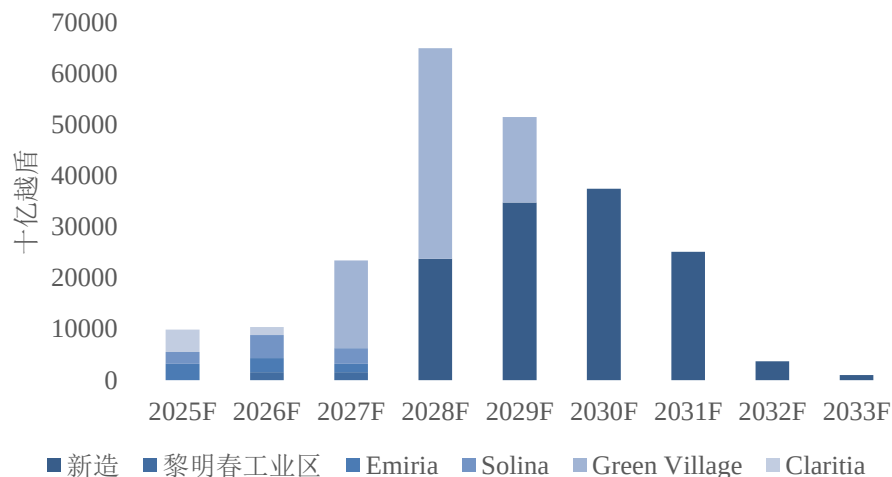
KDH毛利率



数据来源: Fiin, CSI Research

- 规模: 约 3000 套低层住宅、7500 套公寓和 9000 套社会住房
- 状态: 征地补偿已完成, 场地清理已完成 85%。当拆迁补偿达到 90%以上时, 预计将申请投资批准。正计算土地租金
- 预计收入: 96.436 万亿越盾
- 毛利率: 63.4%
- 出售计划: 预计 2028 年

按项目的预期出口价值



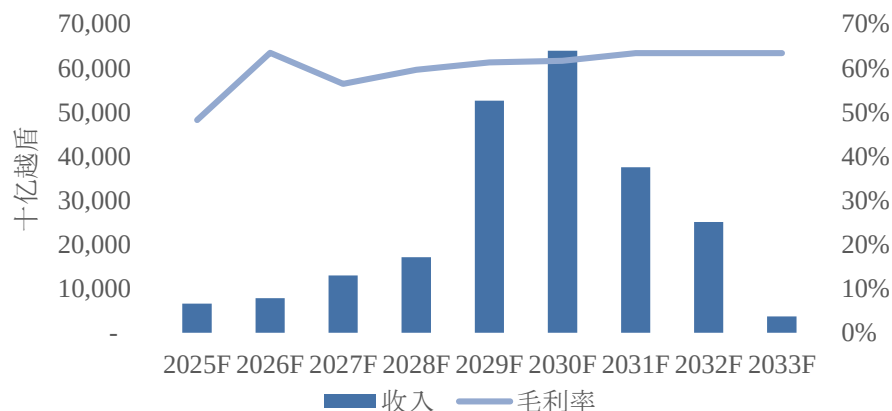
数据来源: CSI 估计, CSI Research

2024F 年, CSI 预期销售额将达到 3.4 万亿越盾, 主要来自继续销售 Classia 和 Privia 的剩余公寓。

得益于 2024 年基数较低以及推动销售 Emiria 和 Clarita 项目并开始实施和出售 Solina 项目第一期和启动建设黎明春工业区第一期, 我们预期 2025F 年销售额将达 6.665 万亿越盾 (同比增长 96%)。

我们预测, 由于其在平新和平政的两大超级项目开盘销售, 2027-2029 年间预计 KDH 的收入和毛利率将呈现突破增长势头。2028-2029 年间 KDH 收入和利润有望达到历史最高点。

预计收入和毛利率



数据来源: CSI 估计, CSI Research

➤ 财务健康和资金流稳定

越南建设证券股份有限公司

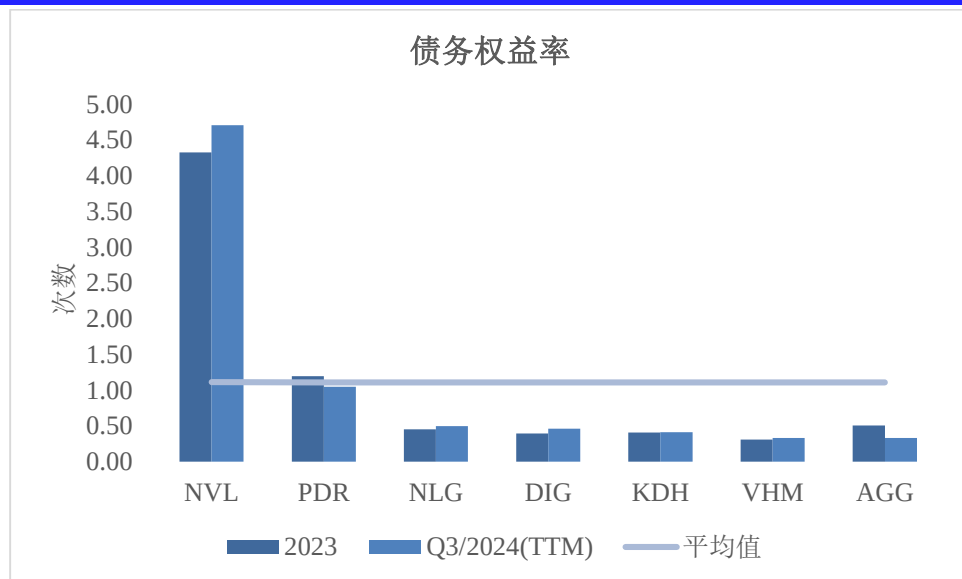
☎ 024 3926 0099

☎ 0886998288

✉ online@vncsi.com.vn

📍 总部: 河内市、栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

📍 胡志明分公司: 胡志明市、第一郡、阮太平坊、
阮公著街180-192号、TNR大楼、20层



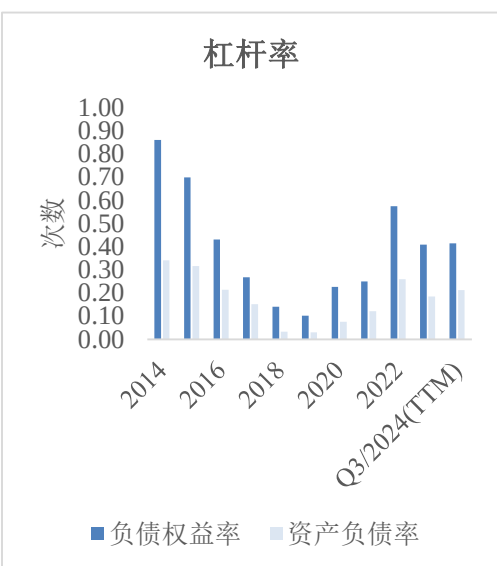
数据来源: Fiin, CSI Research

康田财务杠杆率维持在行业平均水平。KDH 负债权益率近年来有所上升，相当于库存的积累。这表明尽管信贷市场紧缩，KDH 仍具有较强的融资能力，并在房地产市场面临困难的情况下能够保持项目展开进度。

在一系列投资基金为大股东的支持下，KDH 在筹集资金方面并未遇到太多困难。近期，KDH 向 20 家战略投资者出售超过 1.1 亿 KDH 股票，发行价格为 27250 越盾/股，从本轮发行所筹集的资金达 3 万亿越盾，这些股票在一年内被限制转让。股票出售之后，该企业的注册资本从 7.993 万亿越盾增至 9.094 万亿越盾。KDH 在资金使用情况报告中表示，自 2024 年 7 月 29 日至 2024 年 10 月 1 日，企业已拨付全部 3 万亿越盾，其中包括向康福住房经营投资一成员有限公司出资（2.7 万亿越盾）；偿还 2021 年签订的银行贷款合同约 2500 亿越盾；为经营活动补充 500 亿越盾的流动资金。康福是 Solina、Green Village 等一系列即将开展项目的开发商。上述项目的库存价值在 KDH 最近发布的 2024 年第三季度财务报告中大幅增加。

2025 年，KDH 预计将有两批价值为 1.1 万亿越盾的债券到期。CSI 认为，凭借 2024 年前 9 个月现金及现金等价物为 3.295 万亿越盾，以及刚刚筹集资金成功增资，此外明年即将出售一系列新项目，KDH 将在偿付这两批债券的过程中不遇到太多困难。

此外，KDH 还通过资本转让的方式。2023 年，KDH 将 Emeria 和 Clarita 两个项目的 49% 资本转让给 Keppel。这是 KDH 长期发展计划的重要一步，旨在与国内外信誉卓著且具备实力的合作伙伴进行合作共同展开大型项目。通过资本转让和投资合作，KDH 可以有效地减轻财务压力，未来时间能部署规模更大的项目。



数据来源: Fiin, CSI Research

估值和建议

我们使用 RNAV 方法对 KDH 进行估值。其中，对已有具体规划项目使用 DCF 估值方法；对未有具体规划的项目（信息明确）采用比较法，因为康田项目都在同一区域展开；对即将交付的项目采用账面价值法（BV）以评估剩余库存的价值。

CSI 使用加权平均资金成本（WACC）为 10.13%，其中越南 10 年期国债收益率为 2.5%（无风险利率），Beta 值基于 KDH 和 VNINDEX 的历史数据计算。同时，对新造居民区和 Green Village 项目分别给予 4%-5%的折扣。基于上述假设，KDH 的目标价按 RNAV 方法定为 56350 越盾/股，持有期为 5 年。

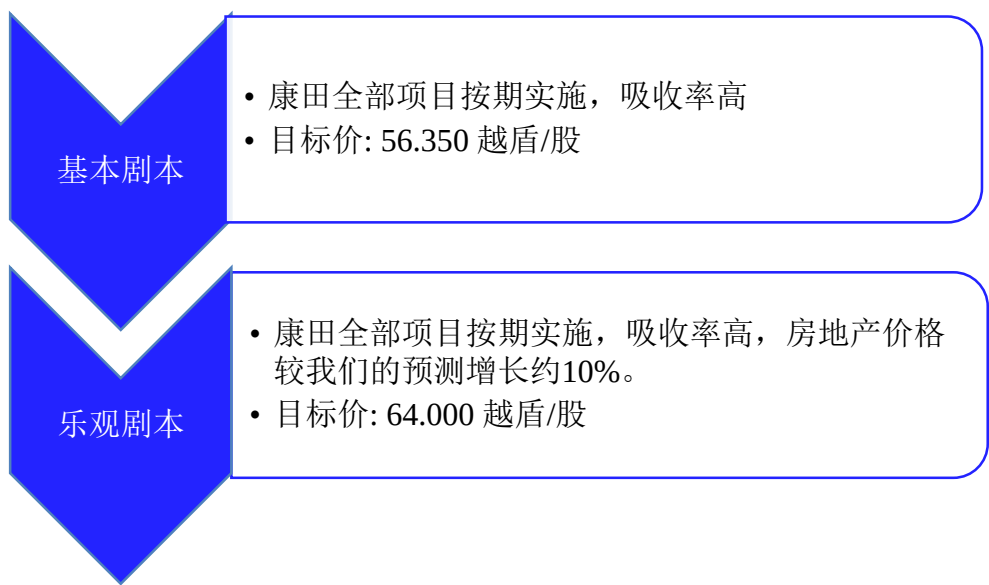
无风险利率(Rf)	2.8%
Rm - Rf	9%
Country Default Spread	3.5%
Beta	0.97
Ke	11.23%
Kd (税后)	5.56%
E/(D+E)	80%
D/(D+E)	20%
WACC	10.13%

项目	项目价值	方法
Privia	1,742	BV
Emeria	1,519	DCF
Clarita	1,856	DCF
平正东	2,632	比较法
Solina	4,646	DCF
Green Village	15,979	DCF
黎明春工业区	1,573	DCF
新造	33,238	DCF
其他	1,416	BV



数据来源: Fiin, CSI Research

假设剧本:



推荐买入价: 30.000-32.000 (FW2024 PE 32 倍，相当于 5 年平均市盈率)，持有期为 5 年，预期收益率为 76.1%-82.4%。

附录

指标	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
1. 运营效率					
资产周转率	0.33	0.26	0.16	0.09	0.06
所有者权益周转率	0.57	0.41	0.26	0.15	0.10
客户应收周转率	3.80	4.80	4.85	6.94	13.12
向客户收款的平均时间	96.16	76.07	75.33	52.63	27.83
库存周转率	0.36	0.26	0.14	0.03	0.03
库存处理的平均时间	1,021.42	1,414.37	2,536.38	11,376.88	13,170.23
供应商应付周转率	5.48	9.81	11.02	4.98	4.16
向供应商付款的平均时间	66.63	37.22	33.12	73.23	87.84
现金转换周期	1,050.94	1,453.21	2,578.60	11,356.28	13,110.21
2. 偿债能力指标					
现金比率	0.44	0.61	0.79	0.70	0.67
速动比率	1.27	2.47	2.27	1.04	1.38
流动比率	3.09	5.95	5.85	4.63	6.08
3. 财务健康					
短期债务和总资产的比率	0.06	0.06	0.06	0.05	0.03
短期债务和所有者权益的比率	0.10	0.08	0.10	0.09	0.06
长期债务和总资产的比率	0.08	0.12	0.26	0.19	0.21
长期债务和所有者权益的比率	0.13	0.17	0.47	0.32	0.36
债务和总资产的比率	0.13	0.18	0.31	0.24	0.25
债务和所有者权益的比率	0.23	0.25	0.57	0.41	0.41
负债和总资产的比率	0.41	0.29	0.45	0.41	0.40
负债和所有者权益的比率	0.71	0.41	0.83	0.71	0.67
杠杆率	1.71	1.41	1.83	1.71	1.67
EBIT/ 贷款利息		88.34	113.96		
EBITDA/ 贷款利息		89.00	86.68		
4. 盈利能力					
毛利率	43.33%	47.98%	50.12%	76.00%	66.07%
EBITDA 利润率	34.38%	37.92%	27.82%	58.20%	48.37%
EBIT 利润率	34.14%	37.64%	36.58%	58.42%	47.69%
税前利润率	32.18%	41.19%	48.44%	51.20%	38.94%
净利润率	25.47%	32.22%	37.17%	34.94%	27.87%
毛利润与总资产的比率	14.45%	12.63%	8.13%	6.61%	3.95%
EBITDA 与总资产的比率	11.47%	9.98%	4.51%	5.06%	2.89%
EBIT 与总资产的比率	11.39%	9.91%	5.93%	5.08%	2.85%
EBT 与总资产的比率	10.73%	10.96%	7.91%	4.45%	2.33%
ROA 资产回报率	8.49%	8.47%	6.14%	2.98%	1.67%
ROE 净资产收益率	14.64%	13.13%	10.15%	5.72%	3.30%
ROIC 资本回报率	4.18%	3.13%	1.82%	2.28%	1.11%
实际企业所得税率	20.84%	21.78%	23.28%	31.76%	28.43%
5. 现金流指标					

越南建设证券股份有限公司

☎ 024 3926 0099

☎ 0886998288

✉ online@vncsi.com.vn

📍 总部：河内市、栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

📍 胡志明分公司：胡志明市、第一郡、阮太平坊、阮公著街180-192号、TNR大楼、20层

经营现金流/总负债	0.03	-0.48	-0.11	-0.14	-0.39
资金流/收入	0.24	0.73	0.49	0.42	2.39
自由现金流/营业收入	0.70	1.93	1.33	0.71	5.01
自由现金率与资产的比率	0.08	0.19	0.08	0.04	0.14
自由现金流与所有者权益的比率	0.14	0.30	0.13	0.06	0.25
自由现金流/ CAPEX	22.50	47.34	23.03	4.03	44.08
6. 增长指标					
净营收增长 YoY	61.09%	-17.51%	-22.11%	-28.30%	-40.50%
毛利润增长	30.87%	-16.07%	-18.63%	8.71%	-28.85%
EBITDA 增长 YoY	26.45%	-8.61%	-42.85%	49.99%	-15.14%
EBIT 增长 YoY	26.53%	-8.65%	-24.31%	14.51%	-33.65%
税前利润增长	22.57%	5.59%	-8.40%	-24.21%	-41.69%
应收款增长 YoY	-58.91%	-10.45%	-36.72%	-70.76%	-11.59%
库存增长	4.28%	5.38%	61.05%	50.86%	30.88%
短期债务增长	108.57%	3.52%	46.66%	20.89%	161.37%
长期债务增长	161.16%	64.22%	220.87%	-12.10%	47.00%
SGA 费用增长 YoY	49.96%	-35.21%	2.02%	-6.96%	-12.42%
资产增长 YoY	5.27%	2.46%	49.86%	22.94%	34.97%
所有者权益增长 YoY	6.29%	11.11%	11.49%	11.51%	26.86%
CFO 增长 YoY	199.44%	-1,335.92%	47.92%	-47.43%	-365.26%
7. 估值指标					
市值（十亿越盾）	29,222.19	16,844.95	22,329.25	26,057.57	32,963.25
企业价值（十亿越盾）	29,231.59	18,067.61	26,584.51	30,745.94	39,546.42
每股账面净值 BVPS	14,045.37	15,842.36	16,123.02	16,827.92	16,627.63
销售额/股票	7,832.04	5,814.52	4,062.28	2,611.96	1,868.35
基本每股收益 EPS	1,992.04	1,776.77	1,538.65	895.32	521.24
稀释每股收益 EPS	1,992.14	1,776.77	1,538.65	895.32	521.24
自由现金流/股票	6,090.48	4,229.18	1,975.06	1,087.44	4,460.09
市净率 P/B	3.60	1.65	1.93	1.94	1.96
基本市盈率 P/E	25.35	14.75	20.24	36.41	62.54
稀释市盈率 P/E	25.35	14.75	20.24	36.41	62.54
市销率 P/S	6.45	4.51	7.67	12.48	17.45
企业价值/ 收入	6.45	4.83	9.13	14.73	23.26
企业价值/ EBITDA	18.76	12.75	32.81	25.30	48.08
企业价值/ EBIT	18.89	12.84	24.96	25.21	48.77
股息收益率	0.00%				0.00%

数据来源: FiinX, CSI Research

4. CTG

越南工商股份商业银行 (CTG - HSX)

迈向行业领先地位

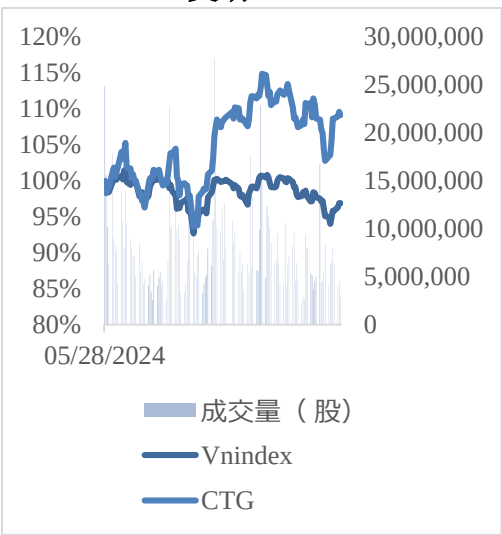


联系

(+84) 24 3926 0099 📞
online@vncsi.com.vn ✉️
www.vncsi.com 🌐

实施日期:	28/11/2024
建议	买入
当前价	35,400
目标价	56,600
涨价潜力	60%
持股时间	5 年
2024 年股息	11.74%
股息收益率	3.1%

CTG 与 VN-Index 6 个月价格变动



股票基本信息	
流通股	5,369,991,739
市值（十亿越盾）	190,097.71
近 52 周波动区间	26,000-37,000
近 20 日的平均成交额（十亿越盾）	199.06
国有持股比例	64.46%
外国持股比例	26.8%

财务指标			
年	2021	2022	2023
EPS	2,525	3,491	3,221
BVPS	19,34	22,35	23,27
	2	4	9
PB	1.50	1.44	1.52
ROE%	15.85	16.74	17.11
ROA%	0.98	1.00	1.04

数据来源: Fiin, CSI Research

财务指标（十亿越盾）

指标	2021	2022	2023	2024F
生息总资产	1,483.56	1,728.99	1,978.02	2,274.72
增长	14%	17%	14%	15%
税后利润	14.22	16.83	20.13	24.20

数据来源: Fiin, CSI Research

投资论点:

提升经营资本是未来持续增长的基础: 在 2024 年的股东大会上, CTG（越南工商银行）提出了 2022 年和 2023 年的盈利计划, 旨在增加注册资本, 预计将增加约 25.6 万亿越盾, 相当于 47% 注册资本。若这一计划获得批准, CTG 将成为上市银行中注册资本规模第二大的银行, 仅次于 VPB（越南盛旺股份商业银行）。此外, VietinBank 建议保留 2024 年至 2028 年期间的全部利润, 以实现增资, 提高财务能力, 并扩大该行信贷增长的空间。

良好的风险管理有助于提高银行资产质量: 近年来许多银行都遇到了房地产行业和公司债券的不良贷款, 但 CTG 并没有涉及这些风险客户, 这是一个加分项。帮助银行避免高风险贷款交易的部分原因是股东结构中存在国有因素。这限制了银行向含多风险的项目发放资金。观察 CTG 在 2012 年之后和新冠疫情之后的其他资产迅速增长, 然后维持在所有者权益的近 50%。这都是整个经济面临困难的时期, 不良贷款增加是难以避免的。截至目前, 不良贷款率已下降至 30% 以上, 显示 CTG 资产质量正在提升。与其他大型银行相比, CTG 这一比率也低得多。

成本控制能力非常出色: CIR（成本收益比）是评估成本管理能力的指标, 通常维持在 50% 左右, 在应用技术后, 该比例有所下降。截至 2024 年第三季度, 上市银行的平均 CIR 为 43%。对于 CTG 而言, CIR 仅为 27.8%, 不仅低于平均水平, 还低于另外两家国有银行: BIDV 和 VCB。

投资风险:

不良贷款风险: 不良贷款是银行业中最重要且最难估算的问题。此外, 银行的特征是使用高杠杆, 仅出点小错误就可能导致股东权益归零。尽管 CTG 没有参与高风险的领域, 如房地产经营的贷款和企业债券投资, 但当经济下行时, 其他领域也可能产生不良贷款的风险。投资者需要密切关注这一变量, 并在必要时做出相应调整。

估值及建议:

越南建设证券（CSI）对越南工商银行（CTG）的股票给出买入的建议, 目标价格为 56600 越盾。为了获得更好的收益率, CSI 建议在股价回调至 30000 – 32000 越盾区间时逐步建仓, 对应的涨价潜力分别为 88.7% 和 76.9%。

选择银行股票来投资

若仅看利润的增长, 很难判断银行的好坏, 尽管这是我们选择银行作为投资目标行业的关键点。听起来有些矛盾, 但接下来我们将解释这

一观点。利润增长是不可或缺的，但我们需要评估这种增长是真实还是虚假的，是稳定还是短暂的。如果仅关注某一季度或最近 1-2 年的利润数据，是很难做出准确判断的，因为银行中的“财务魔术师”可以通过多种方式在短期内调整利润，例如调整贷款分组或转移到表外科目等。然而，长期维持这样的操作却非常困难。

除了关注不同时期的业务表现外，我们还通过盈利资产的安全性和可靠性来评估利润质量。我们采用杠杆率、银行愿意提供贷款的领域以及回收的利息等指数，来评估银行资产的质量和可持续性。

在银行业有一句广为流传的名言“吃得好还是睡得好”（Eat well or Sleep well）。采用 Eat well 策略的银行将不顾风险追求高利润。在经济周期向上时，这些银行的利润增长非常快，但当经济周期恶化时，这些银行却面临巨大的风险，甚至可能破产。典型例子包括：

- 雷曼兄弟（Lehman Brothers）：因次级涉及价值超过 300 亿美元的次级抵押贷款而破产。
- 巴林银行（Barings Bank）：拥有 300 年历史的巴林银行因 Nikkei 225 指数衍生品交易出现巨额亏损而破产。当时的交易员 Nick Leeson 在一年内赚取了超过 2 亿英镑的利润，但随后造成了超过 13 亿美元的亏损。
- Delta Bank：在乌克兰，在 7 年内通过消费领域迅速跻身全国前五大银行，但由于政治不稳定，该行因负债高达 10 亿美元而破产。
- 瑞士信贷（Credit Suisse）：因高风险贷款和投资项目在最近几年倒闭，结束了 167 年的辉煌历史。

我们将银行业分为三类：国有银行、大型商业银行和小型商业银行。在越南，资本流动完全依赖于银行系统，因为债券市场和投资基金等其他金融体系尚未得到广泛发展。可以说，银行业是经济的“血脉”。对于普通民众而言，将资金存入银行是唯一的优选方案。作为经济的命脉，银行的品牌信誉在储户眼中显得尤为重要。相比之下，小型银行并不具备这样的优势，一旦发生意外事件，其流动性风险可能会非常高。因此，我们更倾向于选择国有银行和大型商业银行作为投资标的。

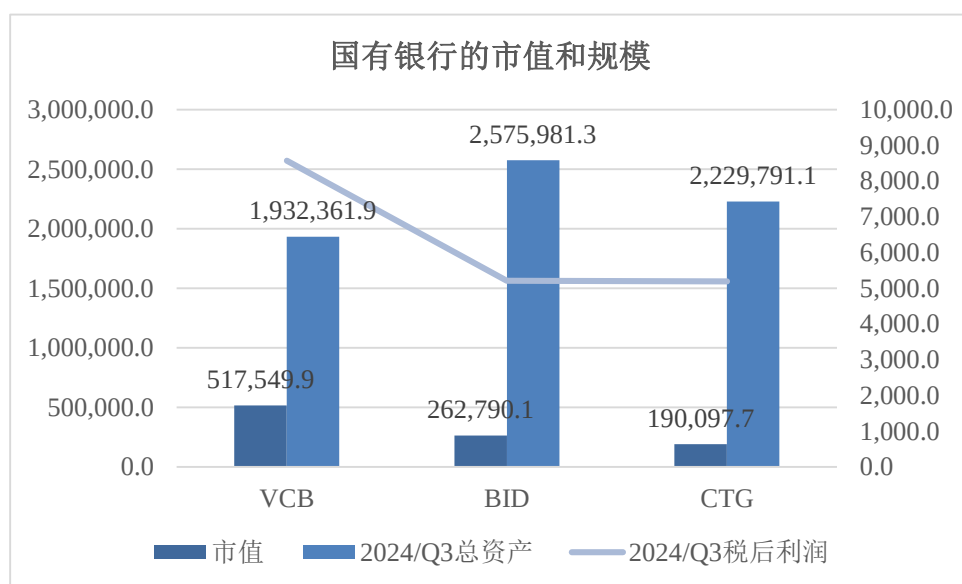
对于排名靠前的大型商业银行，如 MBB、ACB、TCB、VPB 和 STB，各自都有独特的投资故事。以 STB（西贡商信股份商业银行）为例，其自 2016 年以来一直在执行不良贷款处理计划，目前已接近完成。然而，这些不良贷款以 32.5% 股权（属于前董事长 Trâm Bê 的组合）作为抵押，但至今尚未找到新的主人。这种不确定性构成了一个令我们无法评估的风险，因为无法判断新股东的身份和其经营风格。因此，出于谨慎考虑，我们将 STB 排除在投资组合之外。

VPB（越南盛旺股份商业银行）是一家以零售为主的银行，其不良贷款率高于其他银行，这与零售业务的特性有关。然而，我们无法对该银行的风险管理体系进行准确评估。此外，VPB 的董事长是吴志勇先生，是技术出身和具备东欧地区的商业经验。关于这位董事长的信息

较少，但从一些行为表现来看，例如多次进行私募发行、股票场外交易等操作，我们认为，在中长期内持有该银行的股票可能存在较高的不确定性。因此，我们对 VPB 持谨慎态度。

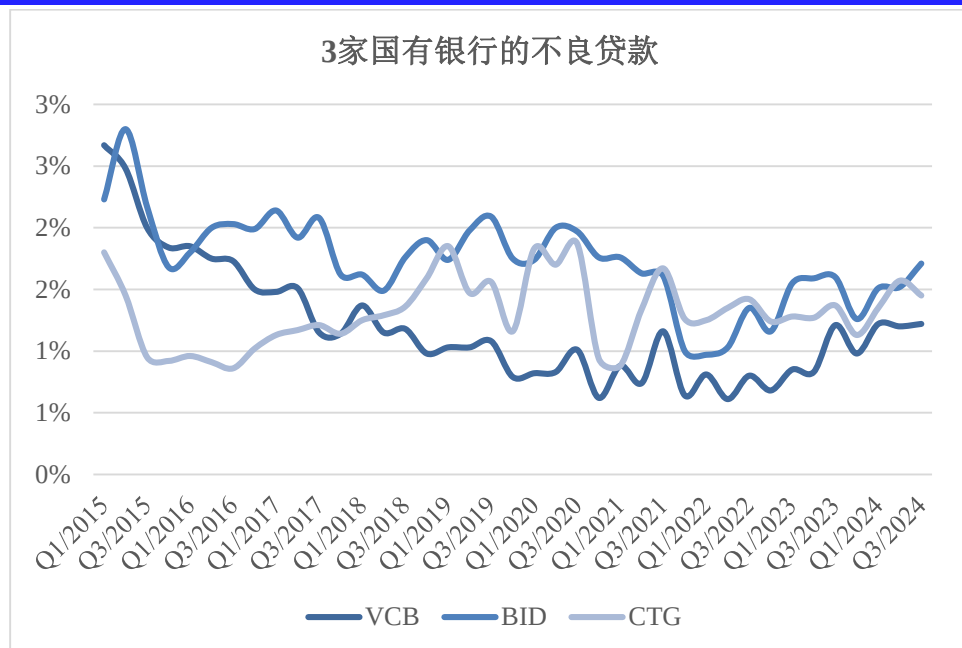
TCB（越南技商股份银行）是一家拥有优秀管理体系的银行，各项指标在行业中名列前茅，例如 CASA 比率和信贷增长率等。然而，TCB 很大程度上依赖于 Vingroup、Masan 和 Vingroup 等集团。如果这些集团中的任何一个出现问题，TCB 的恢复能力将受到严重制约。

至于 ACB（亚洲商业股份银行）和 MBB（越南军队股份商业银行），这两家银行同样表现优异，但由于外资持股比例都满，外国投资者无法参与买卖。



数据来源: FiinX, CSI Research

仅剩国有银行可以考虑作为投资对象。其中，VCB（越南外贸股份商业银行）在管理能力上位居前列，但从估值角度来看，其价格远高于其他两家国有银行。BID（越南投资与发展股份商业银行）的不良贷款水平和估值都较高。因此，我们认为 CTG 在估值和资产质量方面更具优势，是国有银行板块中更为优化的投资选择。



数据来源: FiinX, CSI Research

未来 5 年增长最安全的银行

越南工商股份商业银行的概览

1. 成立历史与发展

越南工商股份商业银行（简称 ViettinBank，CTG – HOSE）成立于 1988 年，由国家银行分拆而来。目前，CTG 是越南四大国有银行之一。作为越南最早成立的银行之一，CTG 拥有广泛的运营网络，包括覆盖全国 63 个省市的 155 家分行和 956 个交易办事处。

成立与发展历程：

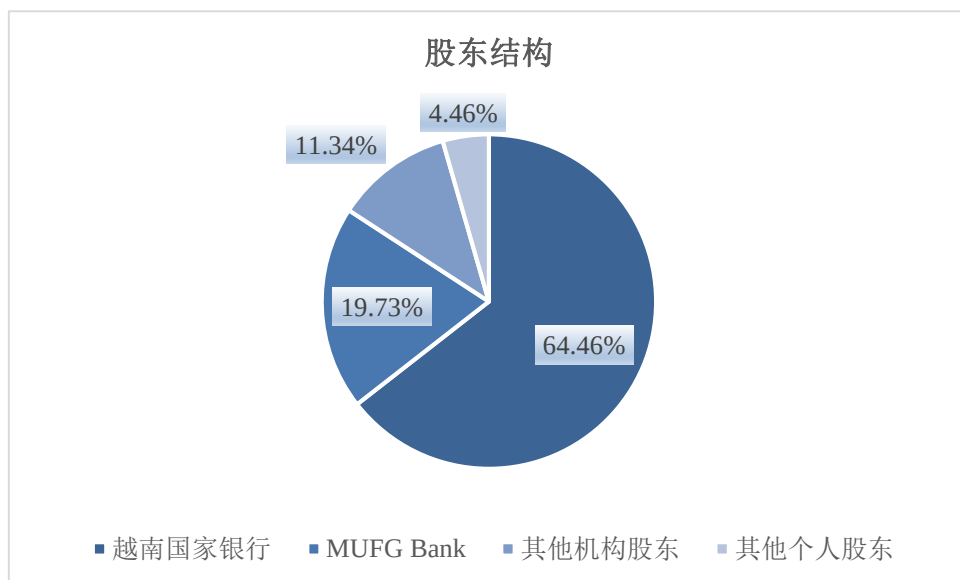
- 1988 – 2013 年：构建基础的阶段，1988 年成立，2009 年在证券交易所挂牌上市，并于 2013 年与三菱日联银行（MUFG Bank）达成战略合作。
- 2014 年制定零售银行战略，目标成为越南最优秀的零售银行
- 2017 年成功升级核心银行系统（SunShine），使 ViettinBank 成为行业内拥有顶尖技术平台的银行之一。
- 2021 年注册资本增加 29%，进一步提升银行的财务实力
- 2023 再次增资 11.86%。全面实施数字化转型计划

2. 股东结构

关于股东结构，当前越南国家银行持有 64.46% 的股份，接近《第 22/2021/QĐ-TTg 号决议》规定的国家银行在国有商业银行中必须持有的最低比例（65%）。此决议确保国家对银行的绝对控制权，但在银行寻求扩大业务时，可能对资本增加形成一定阻碍。如果要快速增加资本，可以通过向战略股东私募发行或向现有股东增发股份的方式实现，但对于 CTG 而言，这两种方式均面临挑战。私募发行：由于股份已接近最低持股比例，无法进一步发行新股。至于向现有股东增发：国家必须投入大量资金以维持持股比例不变，而当前国家预算状况较

为紧张，难以支持这一方式。尽管通过外部资本的快速增资存在困难，但 CTG 仍可以通过内部资本实现阶段性增资。多年保留的税后利润（约占注册资本的 47%）为 CTG 在未来新经济周期中的强劲增长提供了动力。

其他股东大多为金童机构和投资基金，其中战略股东是 MUFG Bank，持有 19.73%股份。从上述持股比例可以看出，CTG 的股东结构较为集中。



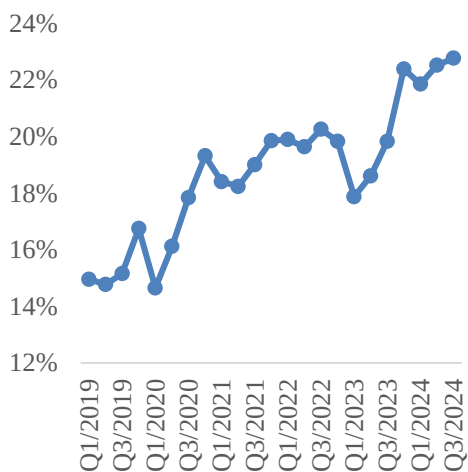
数据来源: FiinX, CTG, CSI research

3. 银行的规模 and 市场份额

经过 36 年的发展，CTG 已成为全国覆盖面广、资产规模庞大的银行之一，在全国范围内拥有 956 个交易办事处，总资产达到 2.23 千万亿越盾，在越南 27 家上市银行中排名第二，仅次于 BIDV。客户贷款余额高达 1.6 千万亿越盾，占越南整体经济贷款余额的 10.84%。这一比例高于 VCB 的 1.3%，略低于 BIDV 的 2.4%。

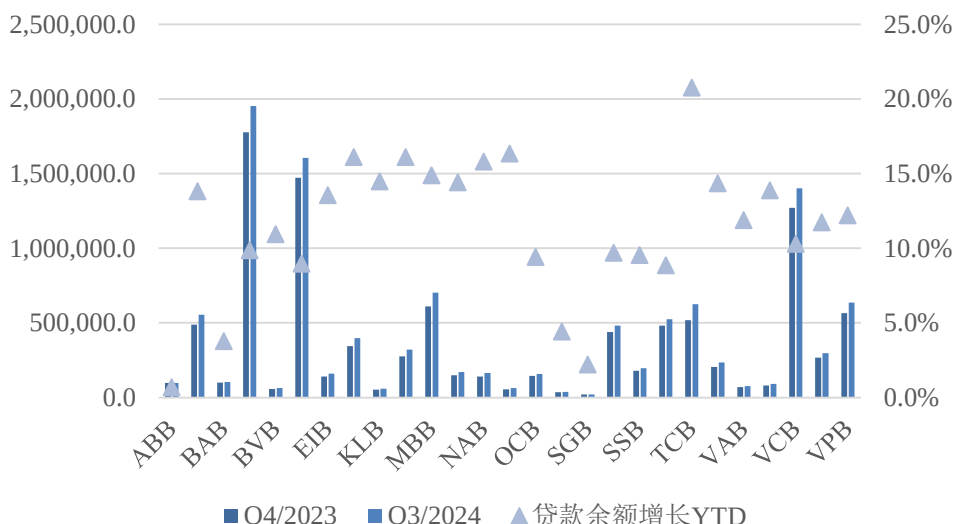
当前市场共有 27 家上市银行，截至 2024 年第三季度客户贷款余额总计达 11.2 千万亿越盾。其中，三大国有银行的贷款余额达 4.96 千万亿越盾，显示出国有银行在整体经济贷款余额中占据主导地位（44.3%）。但是，相比之下，CTG 贷款余额增长速度低于中小型商业银行。

Casa



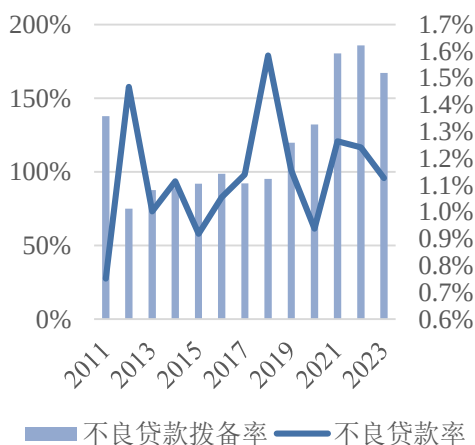
数据来源: FiinX, CSI research

客户贷款余额及其增长



数据来源: FiinX, CSI research

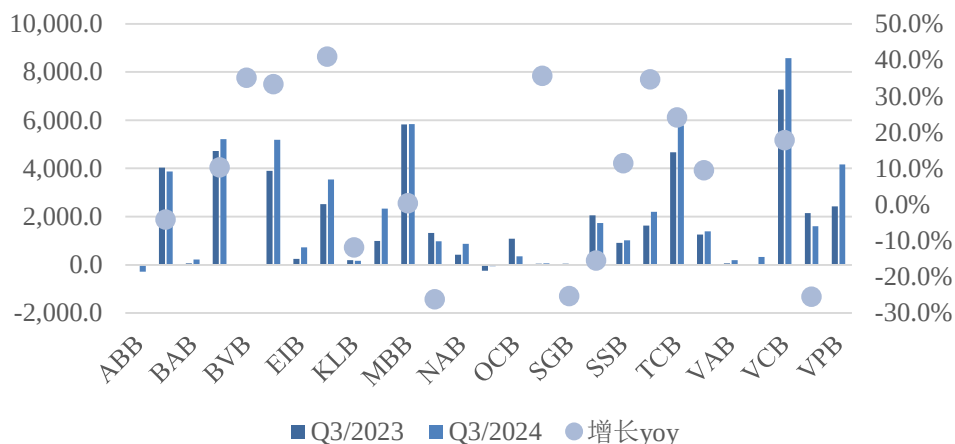
不良贷款率和不良贷款拨备率



数据来源: FiinX, CSI research

尽管规模巨大, 但 CTG 的利润并未反映出这一优势, 截至第三季度 CTG 税后利润大 5.2 万亿越盾 (同比增长 33.3%), 前 9 个月累计达 15.6 万亿越盾 (同比增长 11.5%)。

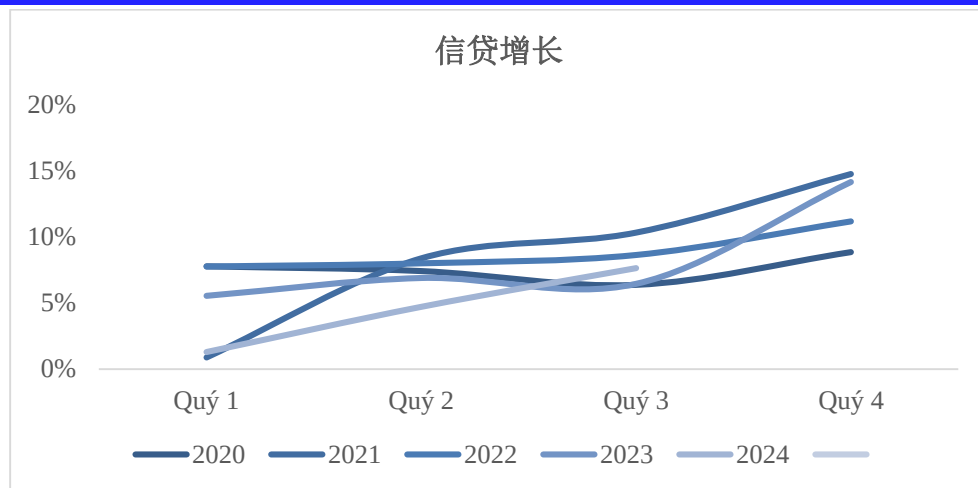
税后利润及其增长 (yoy)



数据来源: FiinX, CSI research

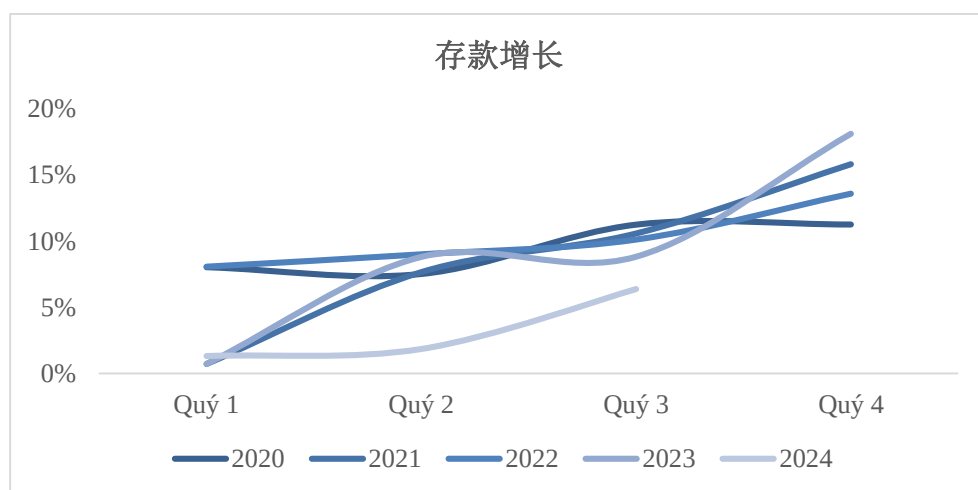
4. VietinBank 财务情况

截至 2024 年第三季度, VietinBank 总资产达到 2.23 万亿越盾, 同比增长 **18.1%**, 较年初增长 **9.7%**。其中, 资产构成部分包括: 客户贷款、存款和信贷机构借贷、证券投资, 分别同比增长 **16%**、**48.4%** 和 **10.8%**。VietinBank 的信贷增长不及其他银行, 前 9 个月仅增长 7.6%。尽管信贷增长较低, 但相比去年已有明显改善, 显示出信贷增长趋势逐渐好转。



数据来源: FiinX, CSI research

与信贷增长回升的趋势相反，存款增长较往年趋于放缓。2024 年第三季度，CTG 存款增长 6.37%，往年同期大多都增长 10%以上。信贷增长缓慢不仅仅是 **VietinBank** 所面临的问题，而整个银行业都遇到了类似的情况。我们认为，主要原因在于经济体信贷吸收能力弱，以及存款利率较低，储户不将资金存入银行，这进一步加剧了存款增长的困难。



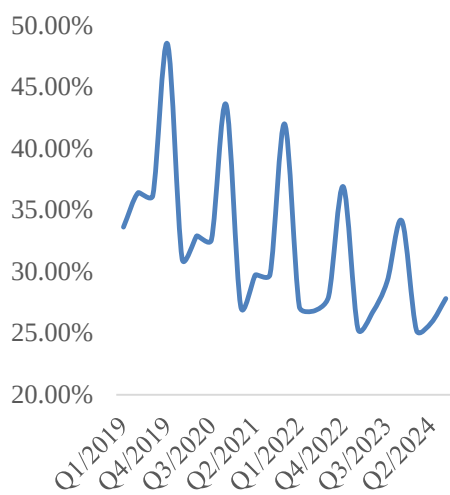
数据来源: FiinX, CSI research

银行可以吸引的低成本资金来源就是 CASA，这一比率最近呈现明显的增长趋势。2024 年第三季度 CASA 率达 22.77%，同比增长 2.94%。CASA 比率持续扩大，有望进一步促进银行的利润增长。

CTG 的不良贷款率在 2024 年第三季度为 1.45%，相比去年同期（2023 年第三季度为 1.37%）略有上升，但相比前一季度有所下降。不良贷款率的上升导致不良贷款拨备覆盖率下降至 120.7%，而 2023 年为 167.2%。从图表来看，2022 年和 2023 年不良贷款率并未显著上升，但不良贷款拨备覆盖率大幅提升，显示出 **VietinBank** 在面对不良贷款时已经提前做了准备，尽管有推迟、延期还款以及不改变不良贷款分类的通知（如 02 号通知）。因此，不良贷款的增加是银行计划的一部分，CSI 认为无需过于担忧。此外，若看 **VietinBank** 的贷款结构，可以发现其贷款组合较为安全，因为银行并未涉及到高风险领域如房

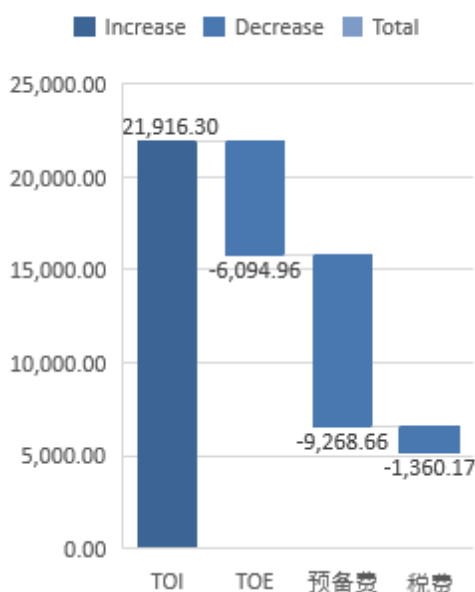
地产和企业债券。因此，这些不良贷款的增加主要是受到整体经济疲软的影响，随着经济回升，不良贷款率有望恢复到正常水平。

CIR



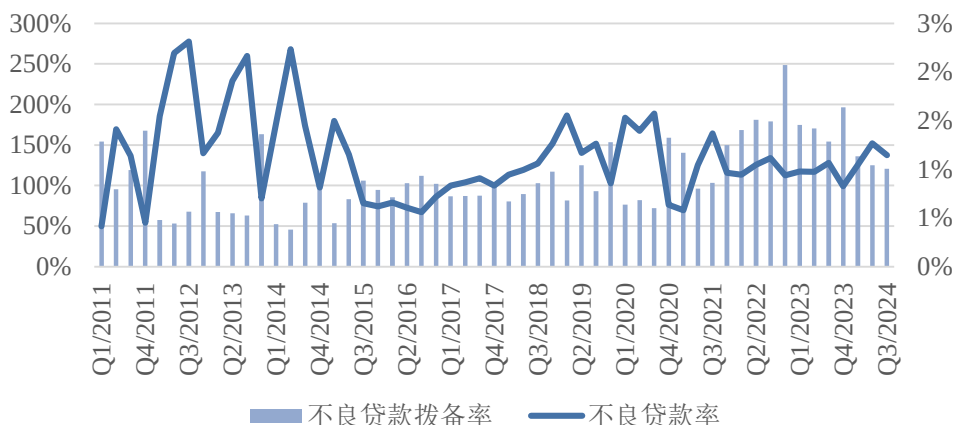
数据来源: FiinX, CSI research

CTG 2024年第三季度的净盈业绩



数据来源: FiinX, CSI research

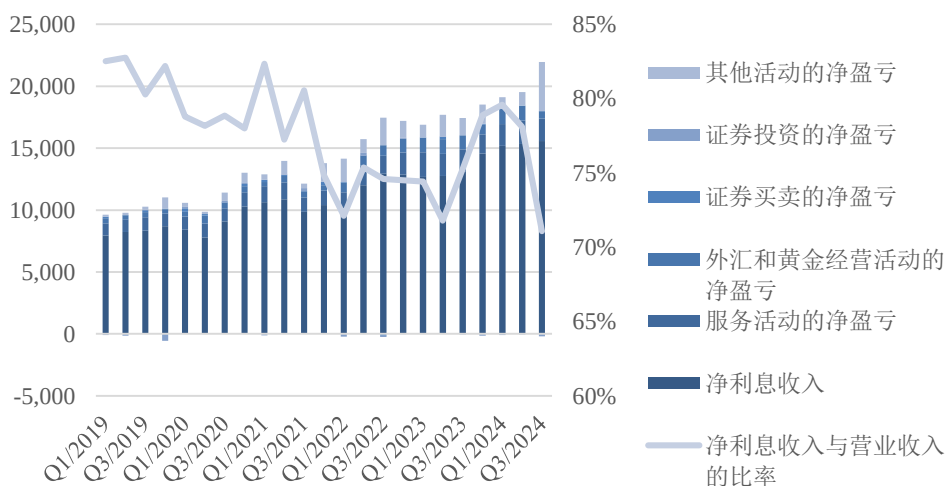
不良贷款率和不良贷款拨备率



数据来源: FiinX, CSI research

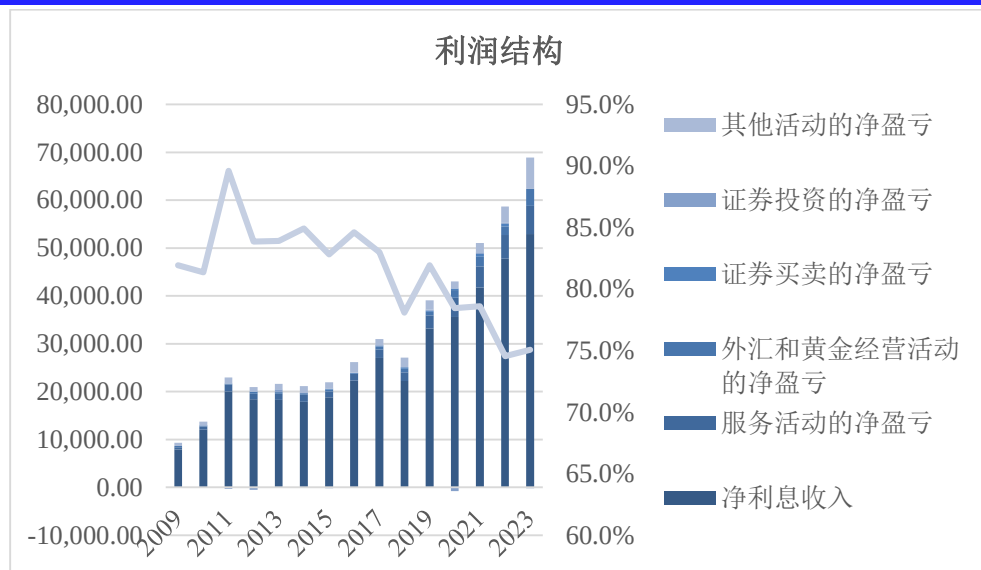
关于 CTG 的业绩，主要利润来自利息收入，本期同比下降 5.8%，达到 30.9 万亿越南盾，但利息支出下降幅度更大，仅为 15.340 万亿越南盾（同比下降 22.3%）。因此，净利息收入同比增长 19%，达到 15.580 万亿越南盾。2024 年前 9 个月累计，净利息收入达到 46.1 万亿越南盾，同比增长 19.7%。此外，来自利息收入的利润强劲增长，同比增长 181.1%，主要来自于不良贷款处理过程中获得的收入，因此具有较大的波动性，受每个时期的影响。

利润结构

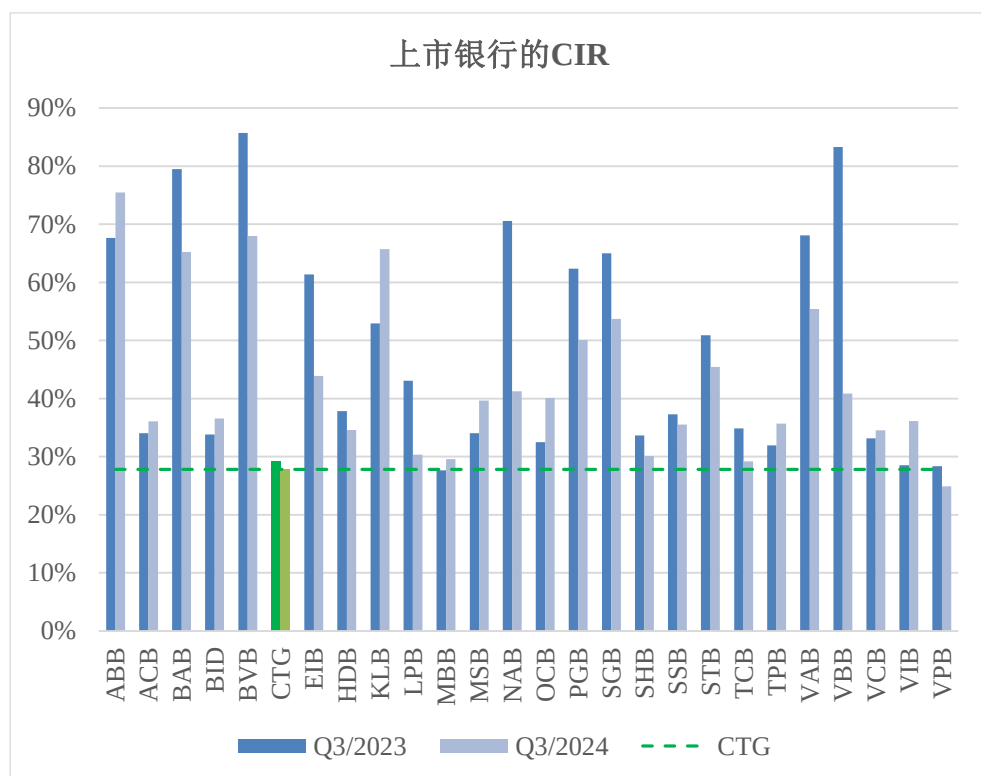


数据来源: FiinX, CSI research

净利息收入仍然占总收入的 71.1%，但随着年份的推移，呈现出逐渐下降的趋势。这表明该行的利润结构正变得更加多元化，减少了对单一收入来源的依赖。



CIR（成本收入比率指数）指数虽然略显向下波动，因为年底发生多项费用，但从长期来看，该指数正逐渐下降。与行业内其他银行相比，ViettinBank 的 CIR 比例非常低，显示出该银行在成本管理方面的出色能力。这也可以被视为银行的一项竞争武器。



2024 年第三季度，ViettinBank 的 CIR 比例仅为 27.81%，使得拨备前利润同比增长 28.5%，达到 15.8 万亿越南盾。可惜，信贷风险准备金的拨备费用也大幅增加，达 9.27 万亿越南盾，同比增长 24.6%，导致银行的利润仅为 5.2 万亿越南盾，同比增长 33.3%。

越南工商股份商业银行的亮点

越南建设证券股份公司

☎ 024 3926 0099

☎ 0886998288

✉ online@vncsi.com.vn

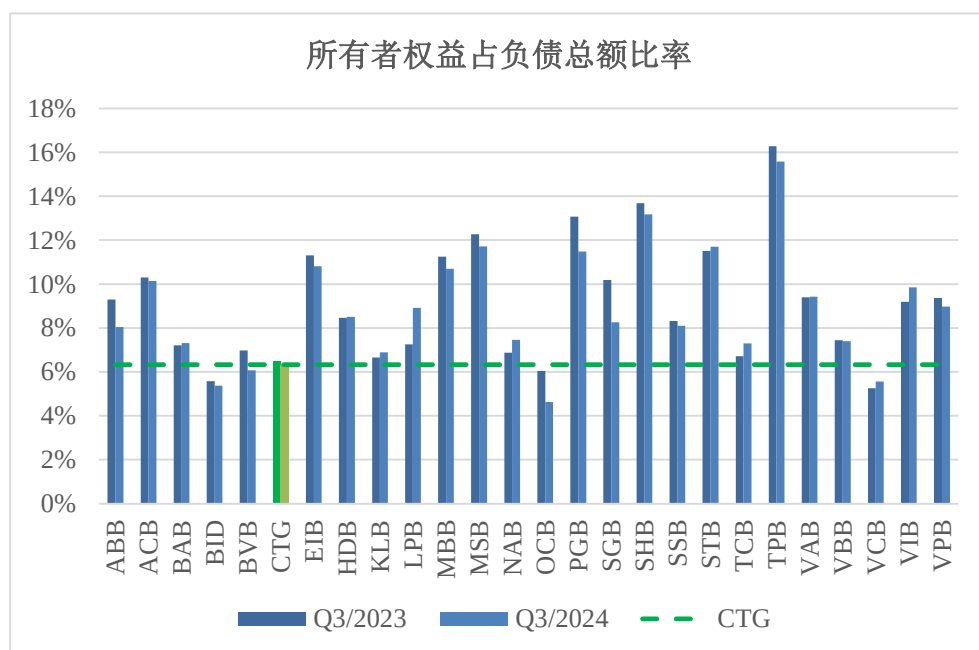
📍 总部: 河内市、栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

📍 胡志明分公司: 胡志明市、第一郡、阮太平坊、
阮公著街180-192号、TNR大楼、20层

利润增长是推动股价上涨的重要因素，但对银行业而言，越南建设证券的看法略有不同。我们认为增长但不以一切代价为目标增长，不接受为实现增长而增加风险，这样的增长才是可持续的。不难看出，我们在 2011 年和 2012 年得付出了惨痛的代价。当时信贷增长达到每年 30-50%，导致整个系统的不良贷款率高达近 9%，根据 Fitch Ratings 的数据，这一比例甚至达到了总贷款余额的 13%。银行业的特点是杠杆率非常高，因此当不良贷款率达 9%时，银行的自有资本几乎被耗尽。世界在 2008 年也付出了代价，为了增长不惜一切代价，最典型事件是雷曼兄弟银行的倒闭。除了无数失败的教训，也有一些银行选择了“睡得好”而不是“吃得好”策略，例如越南外贸股份商业银行（Vietcombank）。VCB是一家增长幅度不算大的银行，但安全系数非常高，不良贷款率低，这意味着利润高且具有可持续性。虽然其规模小于越南投资发展股份商业银行（BIDV）和越南工商股份商业银行（CTG），但 2024 年第三季度 VCB 的利润达 8.57 万亿越盾，而 BIDV 和 CTG 分别仅为 5.2 万亿越盾和 5.1 万亿越盾。

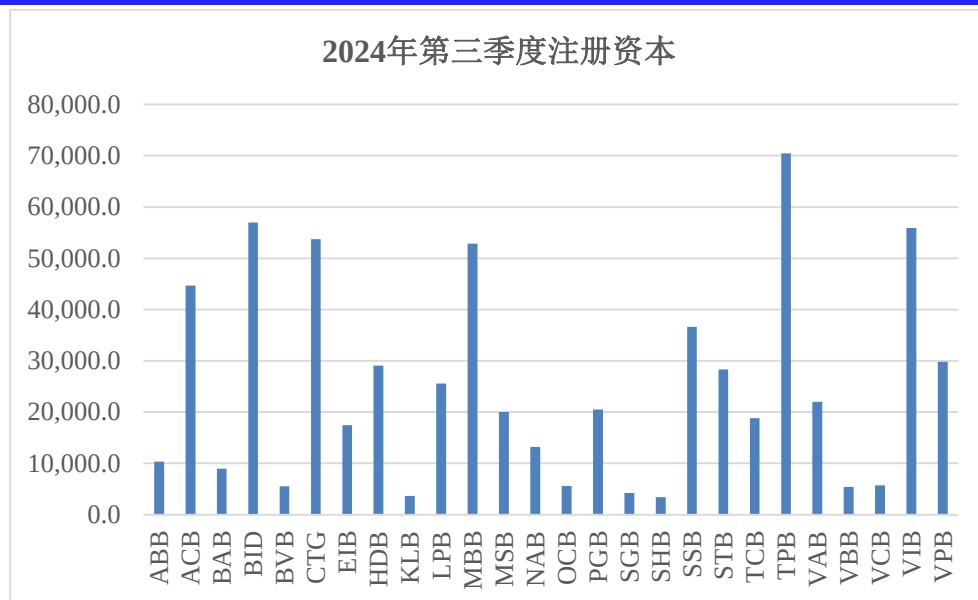
如何识别一家银行是否正在实施“睡得好”而非“吃得好”战略？我们根据以下几个指标进行评估如资本/总资产比例、资产质量、成本管理能力以及利润增长率。

CTG 的杠杆使用率在行业内相对高，2024 年第三季度的资本/总资产比例为 6%。不过，与其他国有银行相比，CTG 是杠杆率最低的银行。



数据来源: FiinX, CSI research

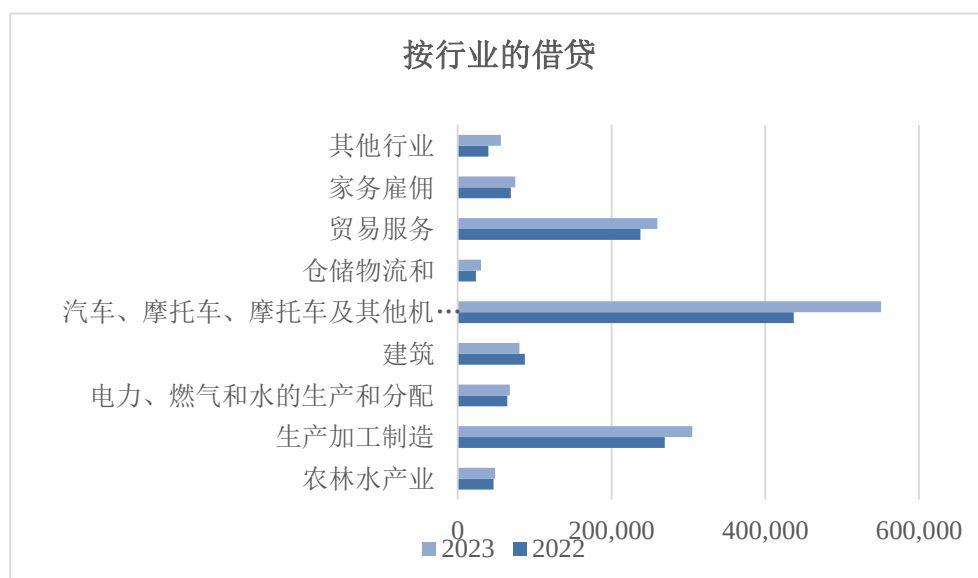
在 2024 年股东大会上，CTG 提出 2022 年和 2023 年的利润计划，以增加约 25.6 万亿越盾的注册资本，相当于注册资本增长率为 47%。若获批，CTG 将成为注册资本排名第二的上市银行，仅次于 VPB。越南工商股份商业银行还提议在 2024-2028 年期间保留所有年度利润，用于增加资本，提升财务能力，并扩大银行信贷增长的空间。



数据来源: FiinX, CSI research

评估银行资产质量相当难，因为许多贷款缺乏客户信息。因此，我们从银行贷款领域、不良贷款情况及其从生息资产中获得的现金流入手进行评估。

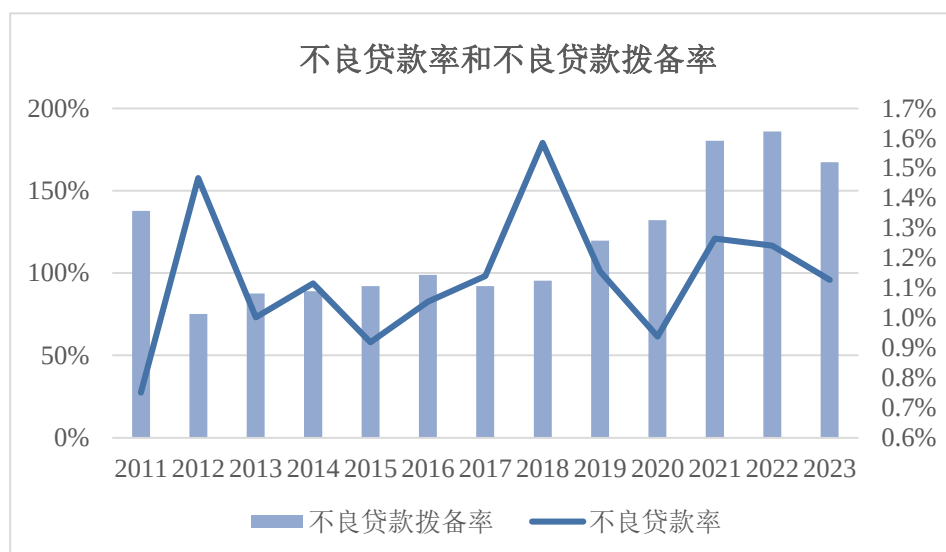
近年来，许多银行因房地产行业和企业债券的不良贷款而困扰，但 CTG 已避免了这些高风险的客户，这一点值得肯定。部分原因在于 CTG 的股东结构中包含国家成分，这有效约束了银行对高风险项目的放贷行为。分析 CTG 的贷款领域，主要集中在制造加工、汽车摩托车零售及维修、以及商业服务行业，这些领域在 2023 年的贷款余额占比分别为 21%、37%和 18%。大部分贷款领域较为安全，显示出 CTG 的风险偏好较低。



数据来源: FiinX, CSI research

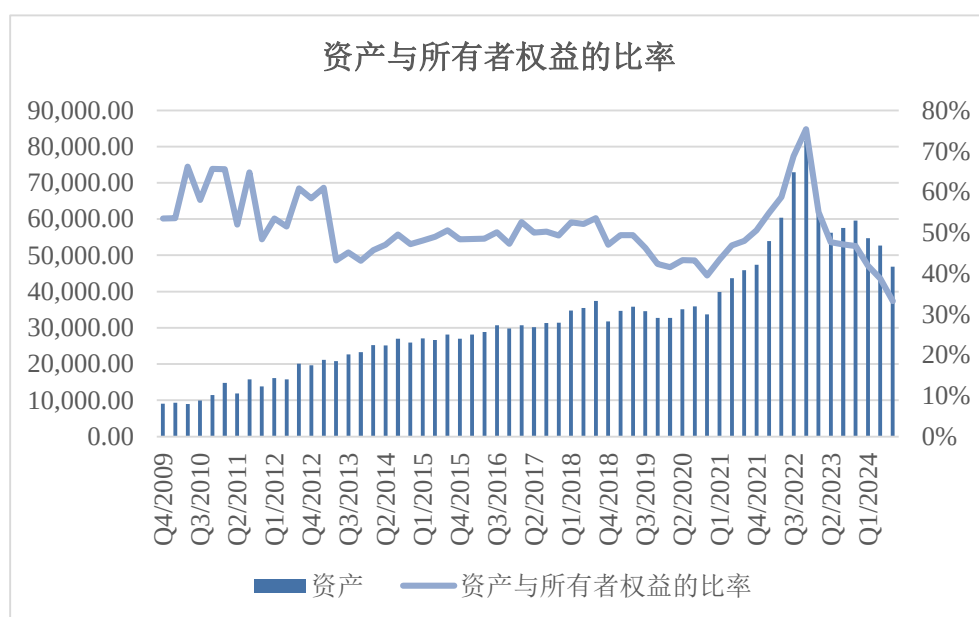
通过长期不良贷款的情况可以看出 CTG 是管理不良贷款能力较强的银行。从 2011 年至今，CTG 的不良贷款率最高约为 1.6%，整个阶段的

平均不良贷款率仅为 1.14%。根据其发展战略，到 2029 年 CTG 将继续将不良贷款目标控制在 2% 以下。



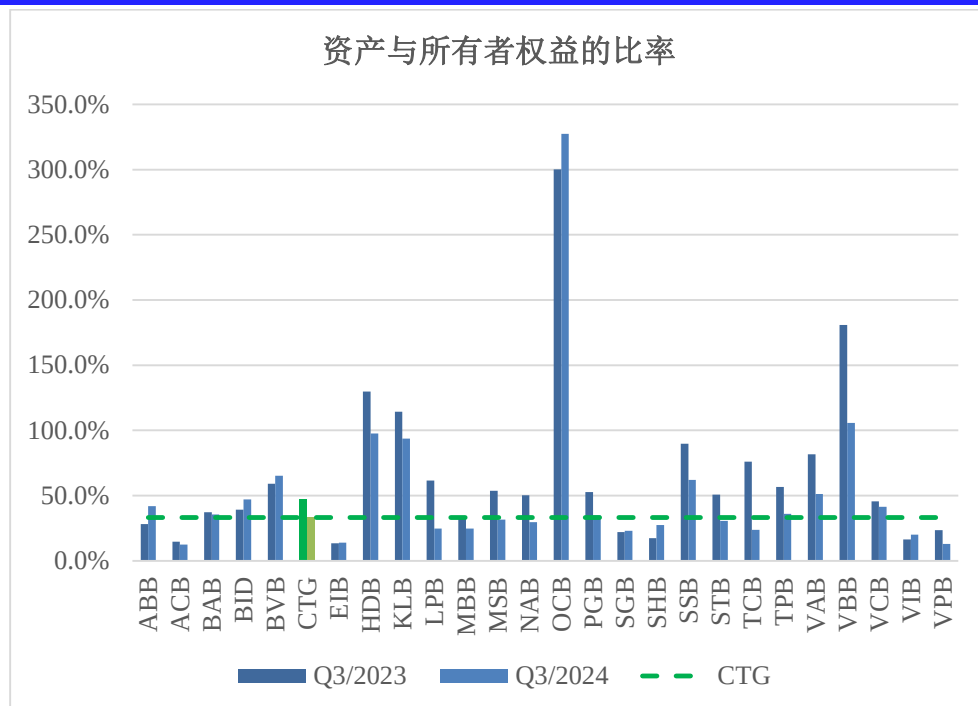
数据来源: FiinX, CSI research

除了已分类的不良贷款外，我们还认为“其他资产”这一项目同样重要，甚至可以视为银行的一项不良贷款。截至 2024 年第三季度，CTG 的其他资产总额为 46.84 万亿越盾，同比下降 18.4%，占所有者权益的 33%。这一比例自 2022 年第四季度达到峰值（占所有者权益的 75%）后呈现下降趋势。



数据来源: FiinX, CSI research

观察 CTG 其他资产的变化情况，特别是在 2012 年后及新冠疫情后的阶段，其比例迅速上升，随后稳定在接近 50% 所有者权益的水平。这些时期正是整个经济面临困难的阶段，不良贷款增加几乎难以避免。然而，目前这一比例已降至 30% 以上，表明 CTG 的资产质量不断提升。与其他大型银行相比，CTG 的这一比例也明显偏低。



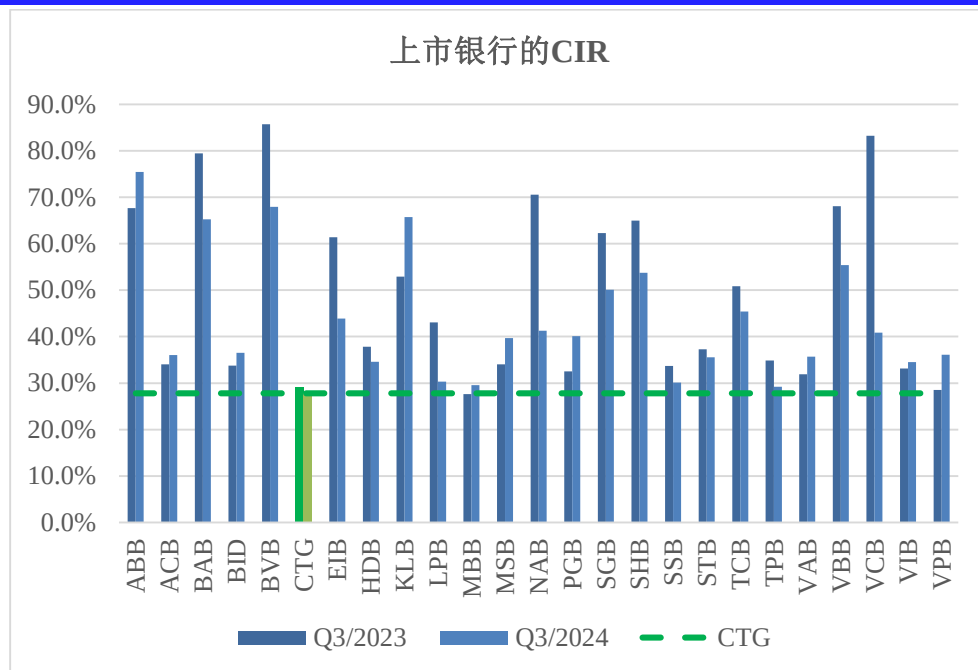
为了更细致地评估银行资产质量，我们对季度利息收入的现金流进行分析。利息收入具有稳定的现金流，与经营业绩报告中的收益结果基本一致，表明未出现应收利息。这一数据反映出银行管理层的风险情况，透明的管理层能够确保为股东带来充分的利润。



最后是银行的费用控制能力和增长率。CIR（成本收入比）是衡量成本管理能力的指标，通常水平在 50%左右。随着科技的应用，这一比例有所下降。2024年第三季度上市银行的平均 CIR 为 43%，而 CTG 的 CIR 仅为 27.8%，低于行业平均水平，也低于 BIDV 和 VCB 两家国有银行。

CAPM model

Cost of equity	10.75%
Risk premium	7.79%
Beta	1.02
Risk free rate	2.80%



CTG 的增长率比较温和，并不太火热，说明该行在放贷方面较为谨慎。近 15 年，增长率不高，平均 13% 左右，接近银行系统的增长率。预计未来时间增长率将略有上升，凭借：（1）CTG 计划增加资本，并提高贷款能力（2）经济进入复苏周期。

CTG 股票估值及建议

越南中央总书记苏林强调，这是整个国家迈入新发展的时代，范明正总理也重申党和国家将经济发展放在第一位的观点，表明未来 10 年将出台多项有利于经济发展的政策。其中，信贷增长是不可或缺，目前信贷增长目标为 15%/年，CTG 是一家大型银行，因此 CSI 认为 CTG 的信贷增长与整个系统的增长率将没有太大差别。CSI 假设 CTG 未来 5 年的年信贷增长率为 15%。

未来 5 年的平均不良贷款率约 1.5%。银行 CIR 低于 30%，从而估计 CTG 的经营业绩如下：

项目	2024	2025	2026	2027	2028	2029
盈利性总资产（万亿越盾）	2,274.72	2,615.93	2,877.52	3,165.28	3,481.80	3,829.98
增长率	15%	15%	10%	10%	10%	10%
税后利润（十亿越盾）	24.20	27.77	31.32	34.73	38.52	42.74
RI	12.73	15.30	15.27	16.91	18.57	20.25

使用剩余收益估价方法，必要回报率为 10.75%（CAPM 模型），该股票的公允价值将为 52450 越南盾/股。

银行股票大多拥有高流动性的资产，因此 CSI 使用市净率 P/B 比较法来估计股票的公允价值。假设 2024 至 2029 年期间税后利润全额保留，2029 年重估后的账面价值为 37700 越南盾。从历史上看，CTG 的市净率最高时为 2018 年 4 月和 2021 年 6 月，为 2.2 倍。这些都是市场的上涨趋势阶段，本波上涨趋势的底部区域，CTG 的 P/B 为 0.9 倍。CSI 以以上两个 P/B 的平均值作为估计股票价值的参考，因为两个区域恰好地反映该股的波动周期。市净率为 1.55 倍，该股票的公允价值为 58400 越南盾/股。

CSI 认为，市净率法最准确地反映银行业的价值，因为银行的大部分资产流动性很强。因此，结合 RI 和 P/B 方法，比例分别为 30% 和 70%，股票价值为 56600 越南盾/股，对应于当前价格的涨价潜力达到 60%。除了通过利润增长来评估股价上涨的潜力外，其还有较高的市场性，很难逆市而行。为了对待市场的波动，我们保留了一部分购买力，以便在股票价格从当前价格下跌 10% 时进行建仓。因此，越南建设证券建议在价格（1）水平买入，当前价格附近（2）股票调整至 30000 - 32000 越南盾的价格区间，对应上涨比例为 88.7% 和 76.9%。

CTG 投资风险

不良贷款风险：不良贷款是银行业中最重要且最难估算的问题。此外，银行的特征是使用高杠杆，仅出点小错误就可能导致股东权益归零。尽管 CTG 没有参与高风险的领域，如房地产经营的贷款和企业债券投资，但当经济下行时，其他领域也可能产生不良贷款的风险。投资者需要密切关注这一变量，并在必要时做出相应调仓。

附录

指标	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
1. 资本安全						
一级资本（十亿越盾）	57,066.73	63,261.29	69,545.64	81,570.53	96,069.35	111,171.70
二级资本（十亿越盾）	15,008.31	14,439.62	32,890.83	36,718.30	30,281.40	45,360.37
风险资产（十亿越盾）	596,211.21	626,444.35	726,243.94	878,023.11	974,304.82	1,073,070.56
一级资本比率	9.57%	10.10%	9.58%	9.29%	9.86%	10.36%
二级资本比率	2.52%	2.31%	4.53%	4.18%	3.11%	4.23%
资本充足率	9.00%	0.00%	9.14%	8.98%	9.31%	
所有者权益/总资产比例	6.23%	6.37%	6.11%	5.99%	6.19%	6.32%
一级资本/总资产比例	4.60%	4.72%	4.54%	4.51%	4.73%	4.99%
2. 资产质量						
信用风险储备金/信用风险储备金前经营业务净利润	32.09%	26.83%	34.58%	37.10%	35.60%	37.43%
资产负债表信用风险拨备/客户贷款总额	1.39%	1.24%	2.29%	2.32%	1.89%	2.25%
出问题的客户贷款和融资租赁/所有者权益总额及客户贷款拨备	11.97%	9.71%	11.97%	11.49%	10.81%	13.16%
出问题的客户贷款和融资租赁/客户贷款总额	1.16%	0.94%	1.26%	1.24%	1.13%	1.45%
贷款拨备/坏账	119.72%	132.18%	180.38%	185.88%	167.22%	153.01%
风险拨备/客户贷款	1.38%	1.24%	2.28%	2.31%	1.89%	2.21%
风险储备金/客户贷款	1.44%	1.01%	1.71%	1.53%	1.40%	1.46%
VAMC 债券/客户贷款	1.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
定期存款/客户存款	82.98%	80.39%	79.90%	79.98%	77.45%	76.85%
CASA 比率	16.40%	18.83%	19.43%	19.49%	22.04%	22.41%
3. 运营效率						
净利息收入/总收入	81.93%	78.44%	78.61%	74.54%	75.07%	76.69%
非利息收入/总收入	22.05%	27.48%	27.20%	34.16%	33.22%	30.39%
净收入/营业总收入	10.01%	9.62%	9.33%	9.14%	10.08%	8.88%
成本收入比率 CIR	38.83%	35.43%	32.33%	29.94%	28.98%	28.17%
营业费用/净利息收入	47.40%	45.16%	41.13%	40.16%	38.60%	36.73%
利息收入/总收入	204.21%	184.48%	159.21%	163.24%	188.06%	157.59%
成本收入/总收入	19.47%	18.43%	18.01%	18.01%	17.56%	16.06%
其他收入/总收入	3.70%	4.25%	6.39%	10.20%	8.23%	9.32%
股息收入/总收入	1.55%	1.16%	0.90%	0.80%	0.41%	0.61%
利息费用/总成本	59.71%	59.29%	50.92%	53.39%	60.47%	51.60%
收入成本/总成本	4.62%	4.93%	5.48%	5.34%	4.00%	4.58%
SGA 费用/总成本	18.96%	19.81%	20.43%	18.02%	15.51%	17.97%
其他费用/总成本	1.04%	0.97%	1.33%	0.91%	0.97%	1.96%
4. 资产与流动性						
生息资产（十亿越盾）	1,193,780.57	1,293,511.41	1,470,378.06	1,713,434.24	1,959,468.36	2,169,567.32

越南建设证券股份有限公司

☎ 024 3926 0099

☎ 0886998288

✉ online@vncsi.com.vn

📍 总部：河内市、栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

📍 胡志明分公司：胡志明市、第一郡、阮太平坊、阮公著街180-192号、TNR大楼、20层

指标	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
创收资产/总资产	96.22%	96.42%	96.00%	94.73%	96.40%	97.30%
流动性资产/总存款	29.51%	29.12%	31.11%	37.09%	36.38%	38.09%
流动性资产/总资产	21.24%	21.50%	23.60%	25.61%	25.25%	25.91%
客户存款/总资产	71.96%	73.82%	75.86%	69.06%	69.41%	68.03%
客户贷款/总资产	74.34%	74.75%	72.14%	68.85%	71.12%	70.40%
客户贷款/(总存款 + 有价票据)	98.46%	88.39%	92.20%	86.11%	82.49%	83.48%
客户存款/所有者权益	1,154.14%	1,159.11%	1,240.63%	1,153.27%	1,120.90%	1,075.92%
不良贷款 (3-5) /总贷款余额	1.17%	0.95%	1.29%	1.27%	1.15%	1.48%
不良贷款 (3-5) /所有者权益	13.98%	11.14%	15.27%	14.61%	13.19%	16.47%
不良贷款 (2-5) /总贷款余额	1.79%	1.23%	2.37%	3.68%	2.73%	2.95%
不良贷款 (2-5) /所有者权益	21.32%	14.42%	27.98%	42.27%	31.33%	32.85%
客户贷款减值和贷款拨备/不良贷款 (3-5)	119.72%	132.18%	180.38%	185.88%	167.22%	153.01%
客户贷款减值和贷款拨备/不良贷款 (2-5)	78.50%	102.14%	98.45%	64.25%	70.42%	76.74%
客户存款/总存款	91.54%	90.95%	97.18%	89.93%	84.44%	84.68%
客户贷款/总资本	1,192.33%	1,173.64%	1,179.80%	1,149.81%	1,148.45%	1,113.48%
贷款余额/存款 (LDR)	98.46%	88.39%	92.20%	86.11%	82.49%	83.48%
银行资本中长期贷款比率	271.86%	225.98%	198.06%	206.40%	164.55%	159.62%
(总资本 - 高流动性资产)/总资产	-14.19%	-13.97%	-16.05%	-18.44%	-17.92%	-18.95%
5. 盈利能力						
平均贷款利率	8.07%	7.63%	7.11%	7.91%	8.75%	7.23%
利率差	-1.37%	-0.84%	0.42%	-0.06%	-1.09%	2.03%
营业成本/生息总资产	1.36%	1.29%	1.24%	1.20%	1.10%	1.07%
净息差 (NIM)	2.85%	2.85%	3.01%	2.98%	2.86%	2.92%
净利息收入/生息资产	7.15%	6.74%	6.11%	6.52%	7.17%	6.00%
平均存款利率	4.55%	4.07%	3.27%	3.72%	4.54%	3.29%
风险拨备前资产回报率 ROA	2.06%	2.27%	2.50%	2.69%	2.61%	2.67%
税后及非经常性项目前净利润与总资产均值比率	0.79%	1.07%	0.99%	1.02%	1.04%	1.02%
税后及非经常性项目前净利润与所有者权益均值比率	13.10%	16.94%	15.88%	16.82%	17.12%	16.26%
净收入/风险资产	1.64%	2.25%	2.10%	2.12%	2.16%	2.12%
拨备前收入/风险资产均值	4.29%	4.79%	5.32%	5.60%	5.41%	5.53%
风险拨备前的净资产收益率 % ROE	34.26%	35.98%	40.18%	44.49%	42.79%	42.47%
6. 增长						
客户贷款增长率 (%YoY)	8.27%	8.72%	10.18%	12.72%	16.07%	15.97%
存款增长率 (%YoY)	8.11%	10.93%	17.32%	7.52%	12.95%	15.76%
营业成本增长率 (%YoY)	11.72%	2.13%	6.84%	11.69%	6.51%	8.67%
拨备前收入增长率 (%YoY)	72.58%	18.17%	23.05%	24.89%	11.54%	16.13%
利息收入增长率 (%YoY)	49.47%	7.17%	17.45%	14.37%	10.81%	18.12%

指标	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
非利息收入增长率 (%YoY)	17.43%	33.57%	16.76%	43.60%	7.75%	2.03%
总营业收入增长率 (%YoY)	42.45%	11.94%	17.30%	20.62%	10.03%	13.93%
信贷增长率 (%YoY)	7.31%	7.80%	11.09%	12.12%	15.50%	15.76%

数据来源: FiinX, CSI Research

5. MWG

越南移动世界股份公司 (MWG - HSX)

零售之王



联系

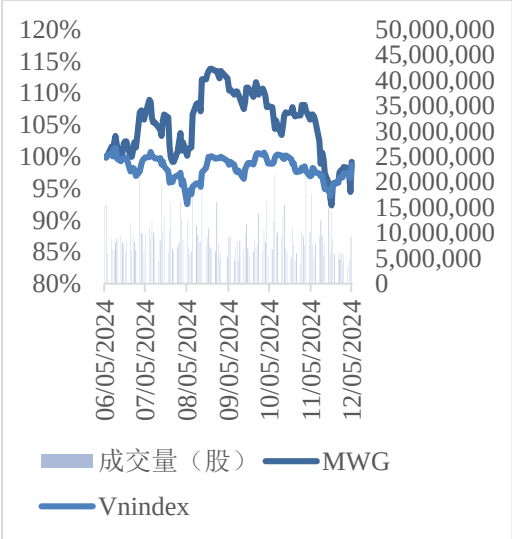
(+84) 24 3926 0099 
online@vncsi.com.vn 
www.vncsi.com 

实施日期:

05/12/2024

建议	买入
当前价	61,000
目标价	152,400
涨价潜力	149.8%
持股时间	8 年
2024 年股息	5%
股息收益率	0.8%

MWG 与 VN-Index 6 个月价格变动



股票基本信息

流通股	1,462,627,345
市值（十亿越盾）	89,176.84
近 52 周波动区间	39.3 – 70
近 20 日的平均成交额（十亿越盾）	463.4
国有持股比例	0%
外国持股比例	46.28%

财务指标

年	2021	2022	2023
EPS	6,870.15	2,800.62	114.58
BVPS	28,561.7	16,338.8	15,953.6
	6	3	2
PB	1.47	2.78	3.82
ROE %	27.34%	18.52%	0.71%
ROA %	8.99%	6.90%	0.29%

数据来源: Fiin, CSI Research

财务指标（十亿越盾）

指标	2021	2022	2023	2024F
收入	122,958.11	133,404.78	118,279.79	133,309.51
收入增长	13.3%	8.5%	-11.3%	12.7%
税后利润	4,901.43	4,101.71	167.83	4,265.90
税后利润增长	4.0%	3.1%	0.1%	3.20%

数据来源: Fiin, CSI Research

投资论点:

黄金人口结构是零售业增长的强大动力：深入分析劳动人口结构，大部分集中在 25 至 45 岁的年龄段，这一阶段的人群不仅承担着自己生活的开支，还需要为三代人提供经济支持，因此越南建设证券 CSI 认为未来 5 到 10 年零售业的消费水平将非常高。换句话说，未来 10 年将是零售业的黄金时代。

城市化率提升使拥有现代零售系统的企业受益：

城市化率提高也是推动零售业增长的一个重要因素，特别是对现代零售模式。城市化率提升将带来以下影响：（1）居民收入增加，生活条件改善：这促使人们对高质量生活的需求增加，例如对清洁食品的需求更高、对服务质量的要求提升，包括商品多样性、配送服务、下班顺路购物的便利性以及更友好的服务态度等。（2）人口集中于特定区域：这有助于现代商业模式优化物流成本，提高运营效率。（3）生活节奏加快：消费者更倾向于选择快速消费品。

找到“龙脉”，绿色百货店 Bach Hoa Xanh 有望成为 MWG 的第三个成功初创领域：

经过近 10 年的持续亏损，Bach Hoa Xanh 连锁店终于在 2024 年第三季度实现盈利，利润接近 900 亿越盾，虽然数额不大，但这标志着 MWG 已经找到了一套属于自己的成功公式。接下来的阶段，将是快速扩张以占领市场份额的关键时刻。

投资风险:

未按计划进度扩张的风险：向北扩展门店是公司的一项重要目标，也是推动利润按计划增长的关键因素之一。

估值及建议:

未来 5 至 10 年内，CSI 认为 Bach Hoa Xanh 展现出最清晰的增长前景，同时也是推动股价上涨的基础。从 MWG 的各业务领域来看，其股票的公允价值估计为 152400 越盾/股，对应上涨幅度为 149.8%。越南建设证券建议买入并持有 MWG 股票 8 年，预计年均回报率可达 20.3%。

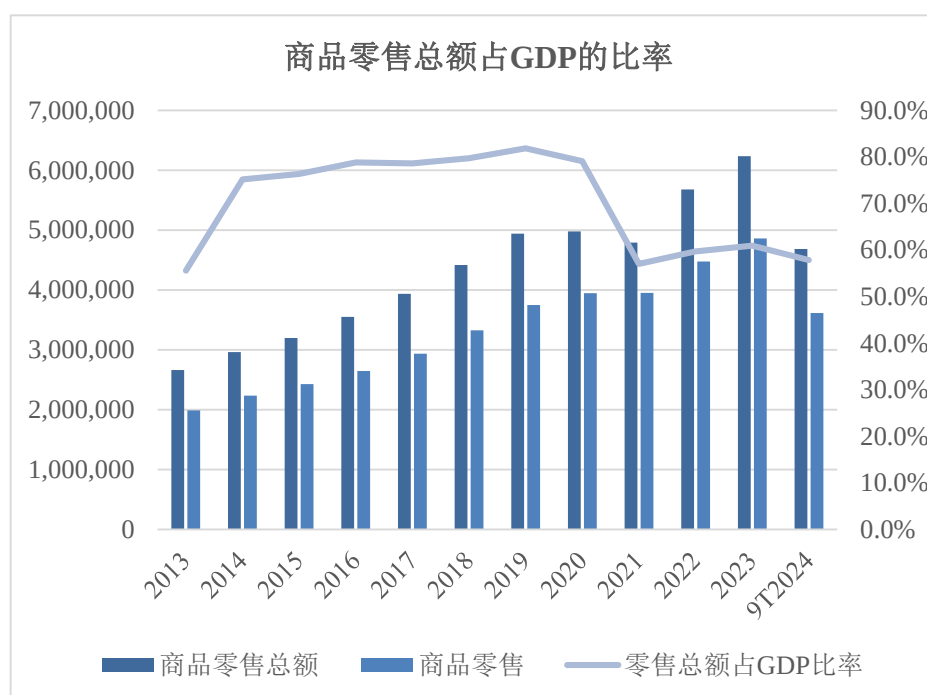
越南零售业 - 哪颗新星正在冉冉升起？

对于拥有超过 1 亿人口的越南市场，在东南亚地区位居第三，并且仍处于持续增长的趋势中。凭借如此庞大的人口规模，越南零

零售业吸引了众多大型投资者的关注。近几年的一些重大交易不可不提到：2016 年，Central Group 以 11.4 亿美元收购了 Big C 超市；2021-2022 年，Masan Group 以 1500 万美元收购了 Phuc Long 饮品连锁店的 85% 股份；最近（2024 年 4 月），总部位于中国北京、管理资产超过 270 亿美元的 CDH Investments 以 17 亿美元收购了 Bach Hoa Xanh 的 5% 股份。

这些交易充分体现了国际和本地投资者对越南零售市场前景的高度期待和信心。

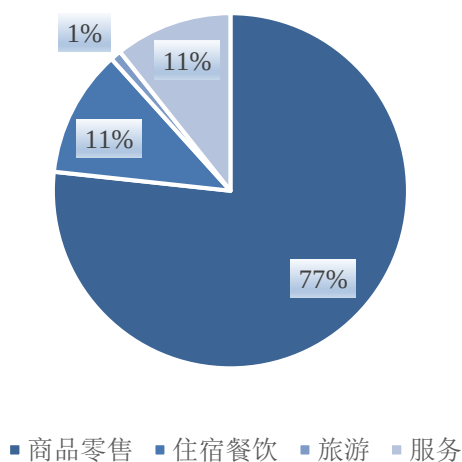
与国内生产总值 GDP 相比，2024 年前 9 个月越南商品零售总额占 GDP 的 57.8%。这一比例相比过去有所下降，主要原因是疫情后经济增速放缓。而在此之前，商品零售总额连续多年 GDP 的 80%。



数据来源：GSO, MOIT, CSI Research

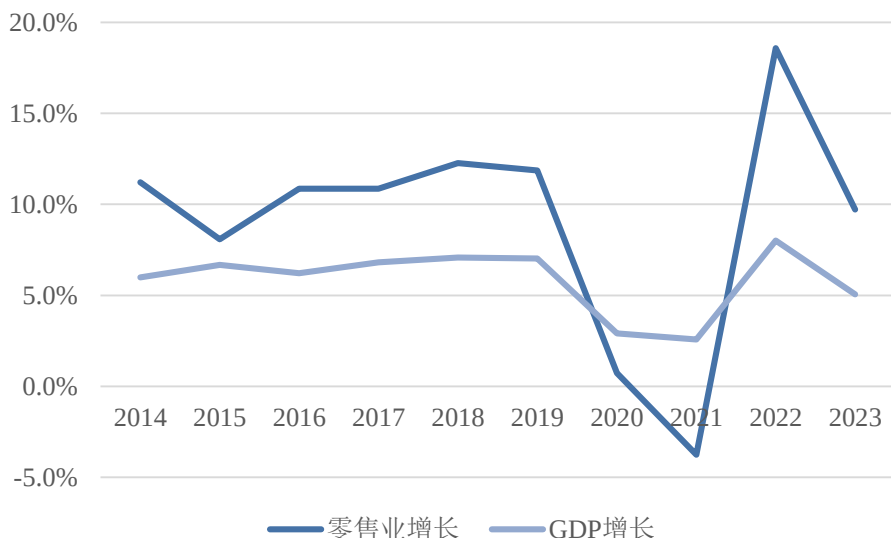
凭借如此高的占比，零售业是推动 GDP 增长的重要动力。对比 2014-2023 年期间，零售业的增长速度通常是 GDP 增长速度的两倍。在 2020-2021 年期间，受新冠疫情爆发影响，零售业出现负增长，导致 GDP 也大幅下滑。越南政府于 2024 年颁布了 111/NQ-CP 号决议，目标到 2030 年实现 GDP 年均增长 7%。基于此，CSI 预计在 2025-2030 年期间，越南零售行业将继续保持年均 14% 的增长率。

零售业2024年第三季度的结构



数据来源: GSO, CSI Research

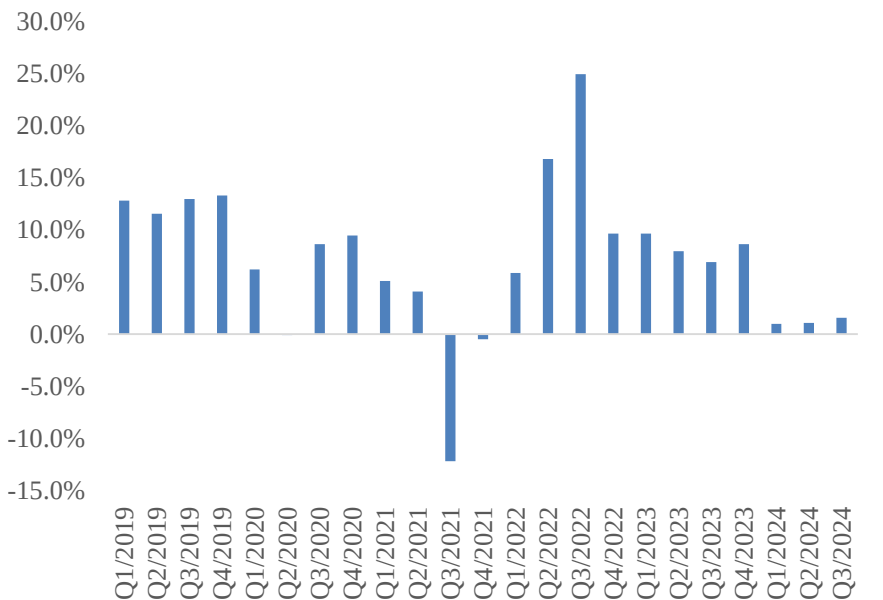
零售业与GDP增长



数据来源: GSO, CSI Research

2024 年第三季度，越南商品零售总额达到 1.59 千万亿越盾（同比增长 2.3%，环比增长 7.9%），显示出零售行业正在逐步复苏，但速度较慢。在越南商品零售总额的结构中，商品零售（包括食品、服装、家电、文化用品、教育用品、除汽车外的交通工具等）占比 77%，同比仅增长 1.6%，远低于 2023 年和 2019 年疫情前的增长水平。

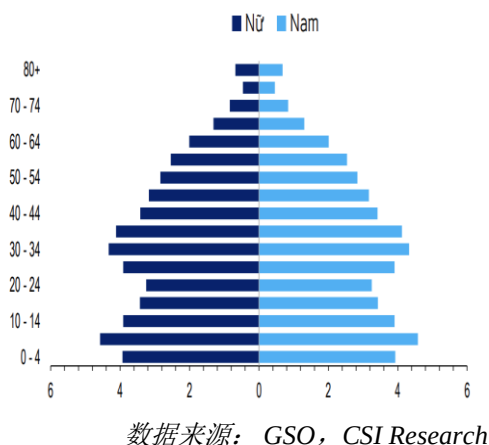
商品零售增长



数据来源: GSO, CSI Research

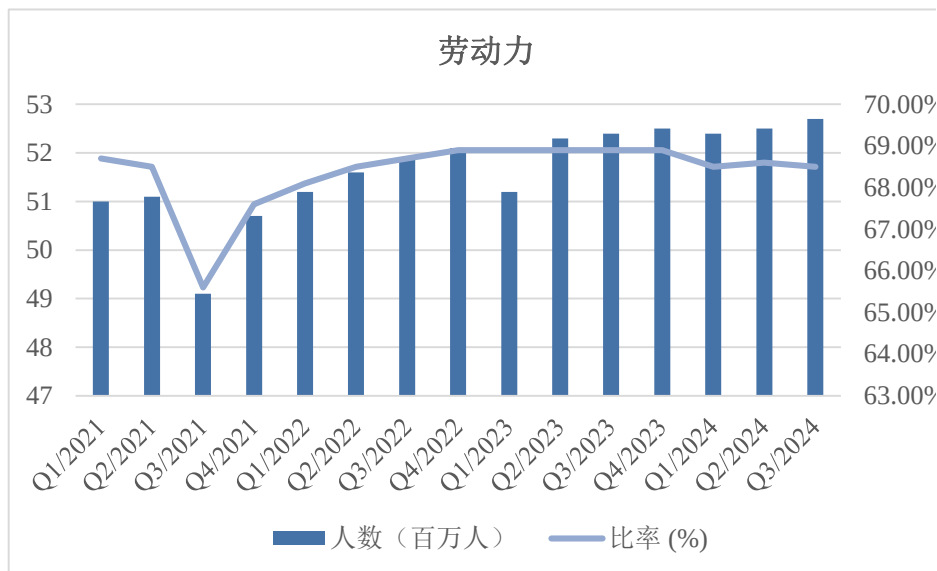
根据 CSI 的评估，增长速度放缓只是经济复苏过程中的暂时现象，未来 5 到 10 年，增速将恢复到两位数以上。这个观点一方面基于越南政府所既定的增长目标（如前文所述），另一方面则分析了越南的人口结构和城市化率。

2022 年越南人口结构



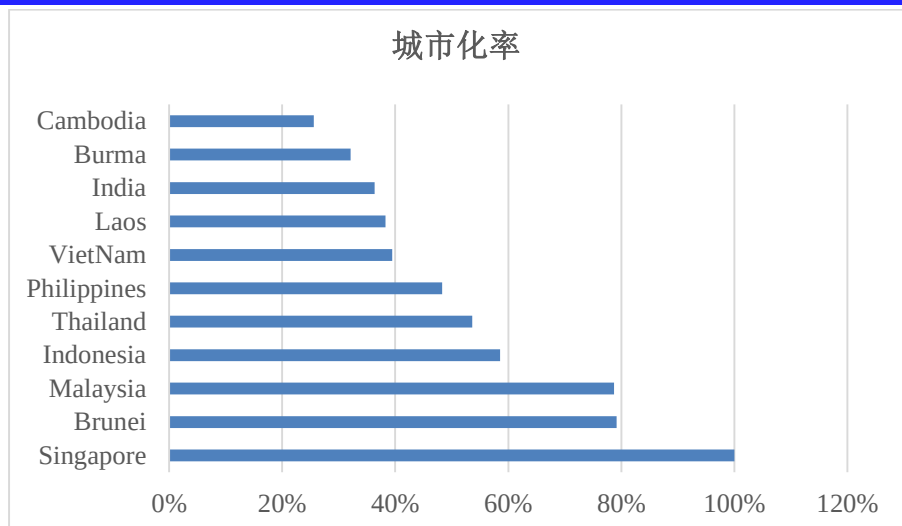
可以说，未来 10 到 20 年，越南将迎来一个成熟的发展时期，经济有望强劲突破，因为这一时期是“黄金人口”阶段。当前，15 岁以上的劳动年龄人口相当高，已达到 5270 万人，占越南总人口的一半以上。到 2024 年第三季度，劳动力参与率已达 68.5%，将继续推动经济在未来几年持续增长的劳动力量。

深入分析劳动力年龄人口的结构，大部分人口集中在 25 至 45 岁的年龄段，这一阶段的人群不仅承担着自己生活的开支，还需要为三代人提供经济支持。因此，CSI 认为未来 5 到 10 年，零售行业的消费水平将非常高。用更文艺的方式来说，未来 10 年将是零售业的“黄金时代”。



城市化率也是推动零售业增长的一个关键因素，尤其是对于现代零售模式而言。高城市化率将带来以下几点影响：（1）居民收入提高，生活条件改善：这将促使人们对高品质生活的需求增加，例如对干净食品的需求更高、对服务质量的要求提升，包括商品多样性、配送服务、下班回家时便捷购物的便利性，以及更友好的销售人员等。（2）人口集中在特定区域，这有助于现代商业模式优化物流成本，提升运营效率。（3）生活节奏加快：消费者更加倾向于购买快速消费品，以适应更快节奏的生活。

越南的城市化率与区域内其他国家相比仍然较低，未来仍有很大的提升空间。根据 2022 年的 06/NQ/TW 号决议，目标是在 2023 年实现城市化率超过 50%，与当前的泰国和印度尼西亚相当。



数据来源: GlobalEco, CSI Research

零售业是一个广泛且多样化的行业，每个市场细分都有不同的成功秘诀。CSI将零售行业分为两个主要类别：（1）传统营销渠道组：包括集市、小型零售店和现代化连锁店；（2）在线销售渠道组：即电子商务。大多数在证券交易所上市的股票属于传统销售渠道的第一组，如MWG、FRT、MSN、PNJ等，这些公司主要通过现代连锁店经营模式运营。其他如传统集市、小型零售商店（如杂货店）等，因其经营模式零散且相对落后，没有条件进行上市。因此，CSI主要关注现代连锁店模式。选择这一模式的第二个原因是，随着城市化率的提升和居民收入增加，将为现代化连锁店的增长创造机会。

我们选择投资机会的一个重要因素是考察公司所有者和管理团队。对于上述所提到的股票，我们对 MWG 董事长和管理团队的印象最为深刻，因为他们是首个实现了越南前所未有的成就的团队。

- 2011-2017 年阶段：MWG 成功运营了移动世界连锁店，将门店数量从 186 家增加到 1072 家；营业收入从 5.4 万亿越盾增长到 34.7 万亿越盾（在 6 年内增长 6.4 倍）。当时，越南没有任何公司能够做到这一点，甚至到现在，仍没有任何竞争对手能够超越 MWG。
- 2015-2021 年阶段：MWG 继续超越自我，成功拓展了新的业务领域。就是家电领域。以 Dien May Xanh（绿色电器）为品牌，门店数量从 69 家增加到 1992 家；营业收入从 4.5 万亿越盾增长到 62.7 万亿越盾（在 6 年内增长近 14 倍）。

根据 CSI 的理解，零售业是一个广泛且多元化的行业，每个子行业都有不同的成功秘诀。从这个角度来看，MWG 可以被视为一家成功率极高的初创公司。MWG 在手机和电器两个产品领域成功进行了创业，其收入和利润增长快速扩张。目前，我们看到零售行业的新细分市场正在逐步崭露头角，是——快速消费品（FMCG）和生鲜食品（FreshFood）领域，这是 MWG 第三次创

业的领域。随着越南这样一个广阔的市场，Bach Hoa Xanh 作为一家创业公司，预计未来 5 到 10 年将进入收获成果的阶段。

世界移动能否以绿色百货（Bach Hoa Xanh）第三次取得成功 移动世界投资股份公司概览（MWG-HOSE）

1. 成立与发展历史

凭借世界移动和绿色电器在手机和电器市场的主导地位，绿色百货店将在越南零售领域稳居第一。不仅如此，MWG 通过在印度尼西亚的 Erablue 连锁店将影响力括展到国际市场。在 MWG 的生态系统中，除了专门运营零售连锁的子公司（如：thegioididong.com、Dien May Xanh、Bach Hoa Xanh、An Khang 药店、Avakids 等）之外，还有专门提供相关服务的公司，例如：售后服务、维修和安装、配送服务或物流与仓储管理服务等。

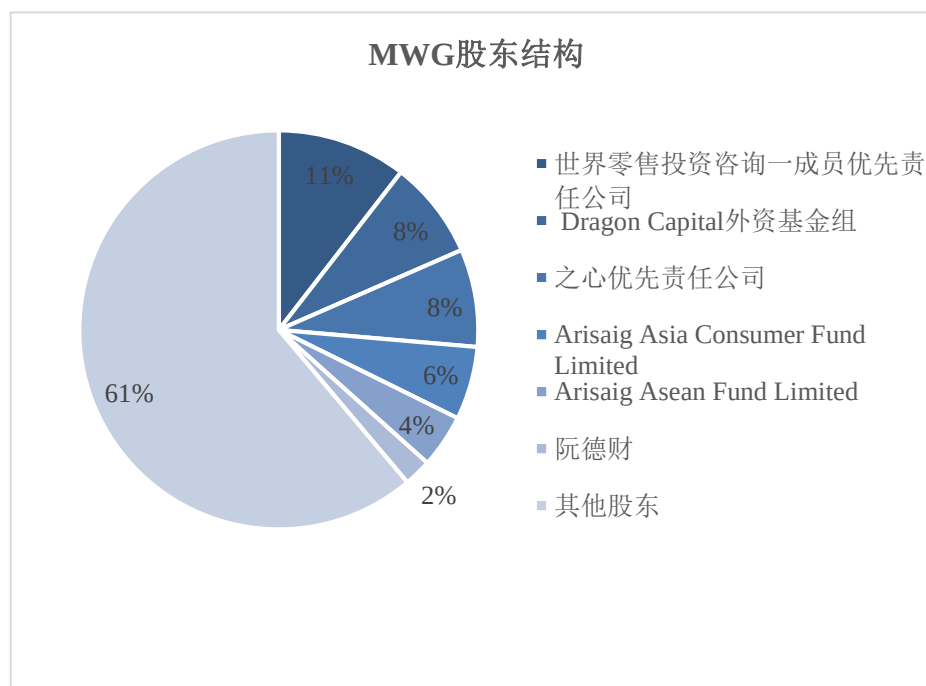
发展历程：

- 2004 年：世界移动有限责任公司正式诞生
- 2007 年：公司转型为股份制公司，标志着其发展历程中的重要里程碑
- 2010 年：随着世界移动门店的相继开设，公司声名鹊起。同时，Dien May Xanh 连锁品牌诞生，MWG 的业务范围进一步扩展
- 2012 年：世界移动成为覆盖全国的移动设备零售连锁系统。
- 2014 年：MWG 正式在胡志明证券交易所（HSX）挂牌上市，继续迈向新征程。
- 2015 年：门店扩张速度创下新纪录，平均每周新增 5 家门店。Dien May Xanh 成为越南门店数量最多的电器零售连锁店。同时，开始试点运营 Bach Hoa Xanh 迷你超市模式
- 2017 年：thegioididong.com 连锁突破 1000 家门店；Dien May Xanh 全国门店数量超过 640 家；Bach Hoa Xanh 加速扩张，门店数量接近 300 家
- 2018 年：在越南市场占据主导地位，手机领域占 45% 市场份额，电器领域达到 35% 市场份额；Bach Hoa Xanh 门店达 EBITDA 盈亏平衡；通过收购陈英电器连锁和投资安康药店，进一步扩大业务规模。
- 2021 年：MWG 全年营收突破 50 亿美元，门店总数超过 5000 家；根据市场主要品牌的数据估算，MWG 继续保持其在技术设备和消费电子零售领域的领先地位。
- 2022 年：巩固其在技术产品和消费电子领域的零售市场第一地位，成为食品、必需消费品及医药零售的前三名之一；线上销售额突破 8 亿美元；三大连锁（手机、电器、Bach Hoa Xanh）的电商网站跻身越南前十大电商平台；正式进军印尼电器零售市场，开设了 5 家 Erablue 门店
- 2023 年：面对全球经济和政治波动带来的挑战，MWG 主动实施全面重组，专注于维持收入、扩大市场份额及控制

成本，以保障健康的现金流并稳固其在越南的领先零售商地位；Bach Hoa Xanh 年营收达 13 亿美元，正式成为越南食品和必需消费品领域销量最大的零售商，门店规模达到 1700 家；2023 年 12 月，Bach Hoa Xanh 在现有运营规模及核心业务基础上，实现了成本盈亏平衡。

2. 股东结构

MWG 的股东结构分散，阮德财先生（Nguyễn Đức Tài）持有 12.7% 股份，其中 10.5% 股份是通过世界零售投资咨询一成员优先责任公司间接持有；此外，MWG 股票吸引了众多大型投资基金，例如 Dragon Capital、Arisaig 及其他机构的投资；截至 2023 年底，非大股东的外资投资者持股比例高达 37.89%，显示出该企业对外国投资者的强大吸引力。尽管 2023 年因市场竞争激烈，导致经济困难重重的一年，外资净卖出约 1.9 万亿越盾，但 2024 年外资投资者重新实现买入股票，目前市场上可供买入的股份数量已不多，仅剩约 300 万股，相当于约 2000 亿越盾。

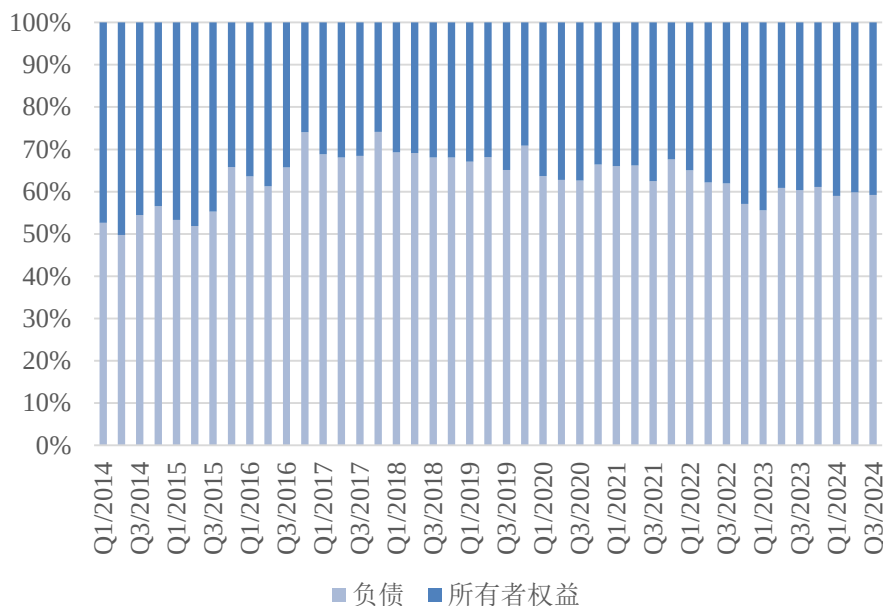


数据来源: FiinX, MWG, CSI Research

3. MWG 财务状况

2017 至 2021 年期间，MWG 的债务占总资本比例一直维持在 70% 左右，原因是这一阶段 MWG 持续扩张 Bach Hoa Xanh 和 The Gioi Di Dong 的门店网络，需要调动大量贷款支持，2021 年，短期债务总额达到峰值，超过 24 万亿越盾。2021 年至 2023 年第二季度，由于受新冠疫情和经济环境困难的影响，MWG 的债务占总资本比例逐渐下降。管理层采取了一系列措施，有效降低了债务压力，并减少了企业的财务风险。从 2023 年第二季度至今，MWG 的债务占比维持在 60% 左右，原因在于公司重新启动 Bach Hoa Xanh 门店的扩张计划，同时在印尼拓展 Era Blue 连锁。

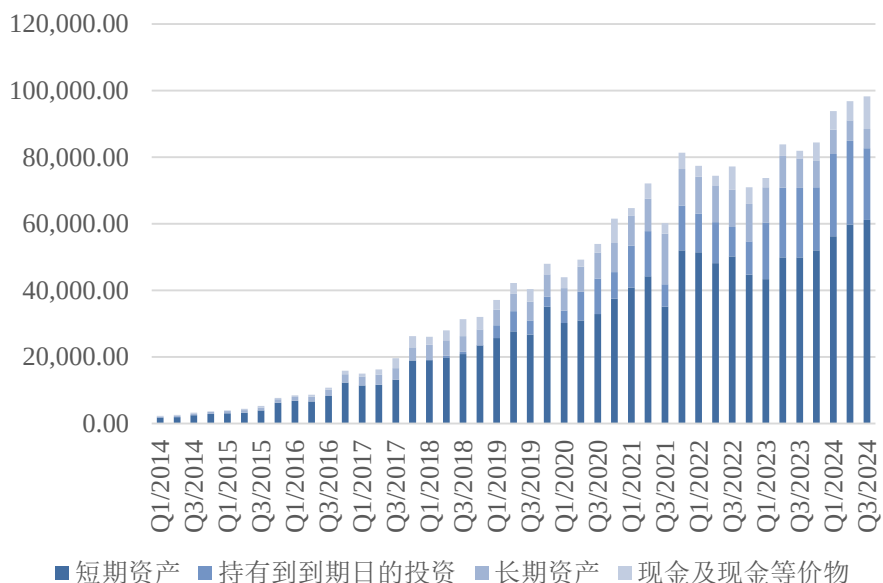
总资本结构



数据来源: FiinX, MWG, CSI Research

2023 年第一季度，MWG 的总资产规模下降至约 54 万亿越盾。2024 年第三季度，MWG 总资产规模显著增长，超过 66 万亿越盾。资产规模增长的贡献主要来自短期资产大幅增加，截至 2024 年第三季度，短期资产规模超过 61 万亿越盾。现金及现金等价物显著增长接近 10 万亿越盾。这是帮助 MWG2025 年在越南和印尼扩张门店数量的关键财务源。

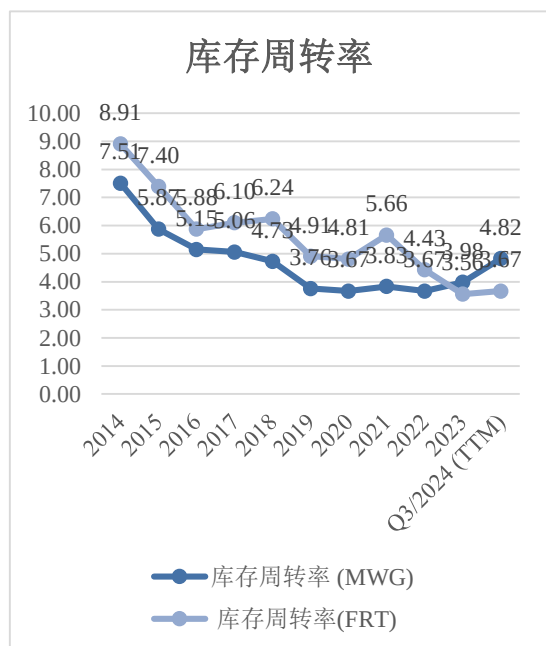
资产趋势



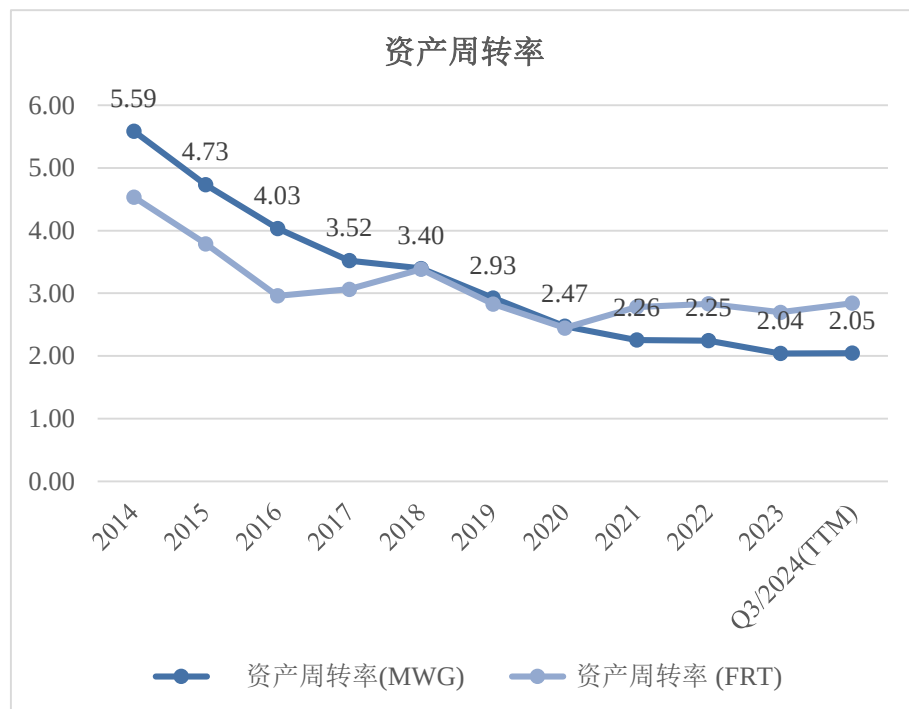
数据来源: FiinX, MWG, CSI Research

尽管 MWG 的总资产自 2023 年以来持续增长，但其资产周转率却从 2023 年的 2.04 提升至 2024 年的 2.05，表明 MWG 在资产使用效率更高。与 FRT 相比，MWG 的资产周转率较低，主要原因是

两者的总资产规模差异明显：FRT 总资产仅约 7 万亿越盾，MWG 总资产超过 66 万亿越盾。



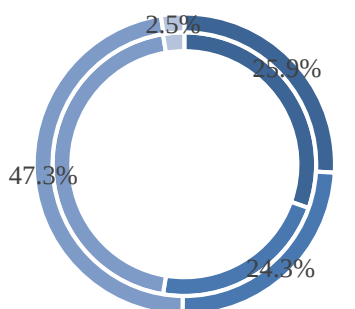
数据来源: FiinX, MWG, CSI Research



数据来源: FiinX, MWG, CSI Research

MWG 的库存从 2023 年第 1 季度到 2024 年第 3 季度逐步下降至约 20 万亿越盾。2024 年第 3 季度，库存价值同比下降 4.4%，但比 2024 年第 2 季度增长 3.86%，表明与去年相比，企业缩减库存规模确保财务安全，今年又开始逐步扩大库存规模以支持业务发展。MWG 的库存周转率在 2023 年为 3.98，高于 FRT 的 3.56。而在 2024 年第 3 季度（TTM），MWG 的库存周转率为 4.82，FRT 为 3.67。在 2014 至 2022 年期间，MWG 的库存周转率始终低于 FRT，但自 2023 年起已成功反超。这一趋势表明 MWG 的库存管理更加合理，带来了显著的效果。

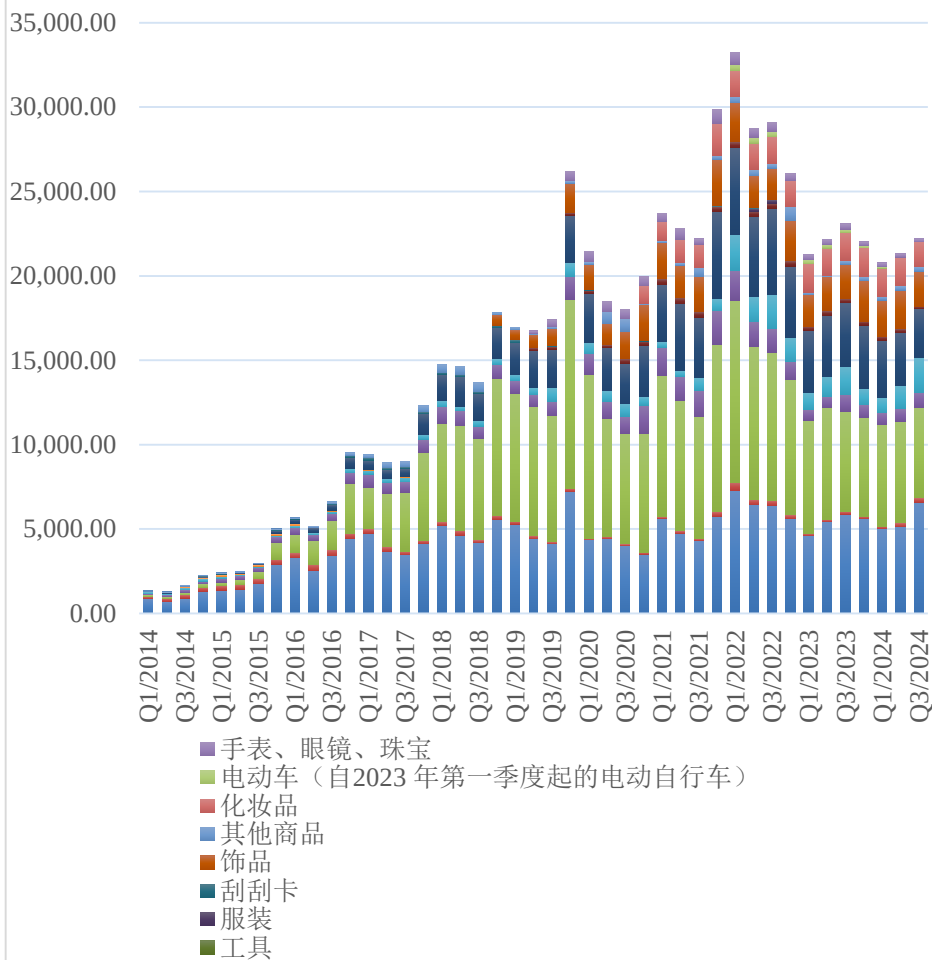
收入结构



- Bach Hoa Xanh
- The Gioi Di Dong, Top zone
- Dien May Xanh
- 其他

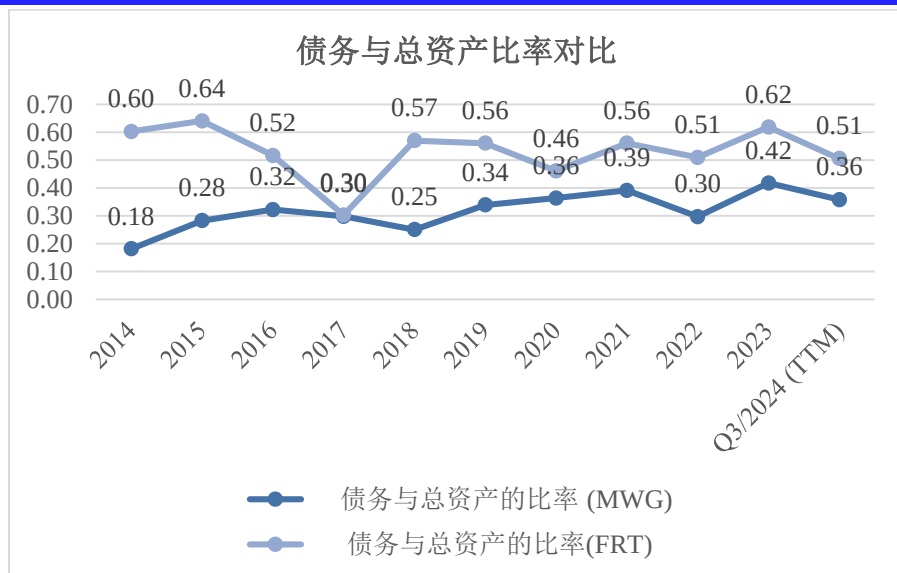
数据来源: FiinX, MWG, CSI Research

MWG库存结构



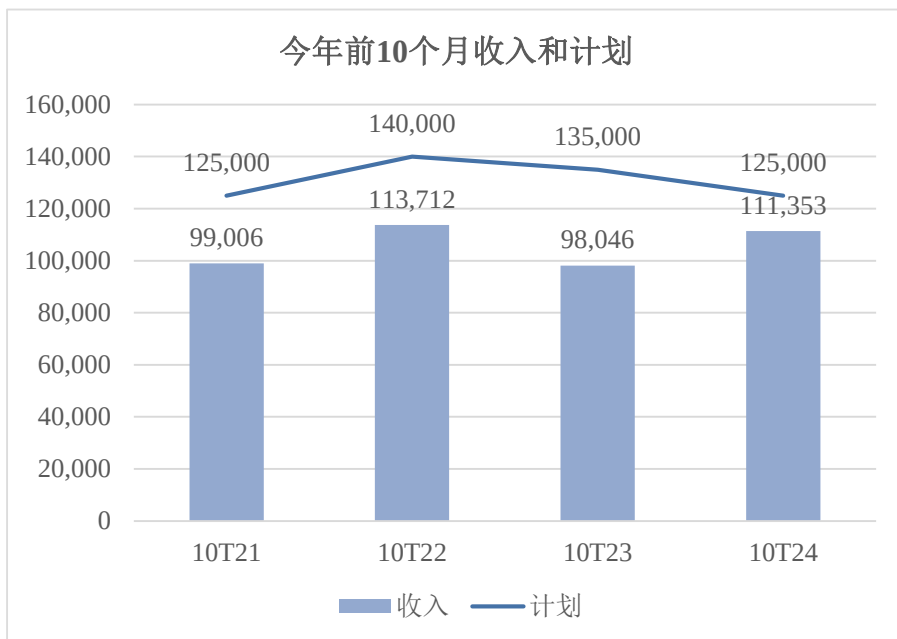
数据来源: FiinX, MWG, CSI Research

与 FRT 相比, MWG 拥有更为健康的财务结构, 债务占总资产比例始终低于 45%。贷款主要以短期贷款为主, 占比超过 70%, 主要用于补充营运资本。MWG 的利息偿付能力也更为稳定, 特别是在 2023 年电子行业遭遇困境后, 这一比例在 2024 年第 3 季度 (TTM) 已下降至约 36% 的安全水平。从而反映出 MWG 正逐步优化资产结构, 通过降低贷款比例、增加股东权益资金的使用, 来实现财务的稳健性, 尤其是在前几年扩张门店规模后。CSI 认为, MWG 当前的财务状况处于一个安全水平, 其在经济复苏阶段采取的稳步推进策略, 是明智且可靠的措施。



数据来源: FiinX, MWG, CSI Research

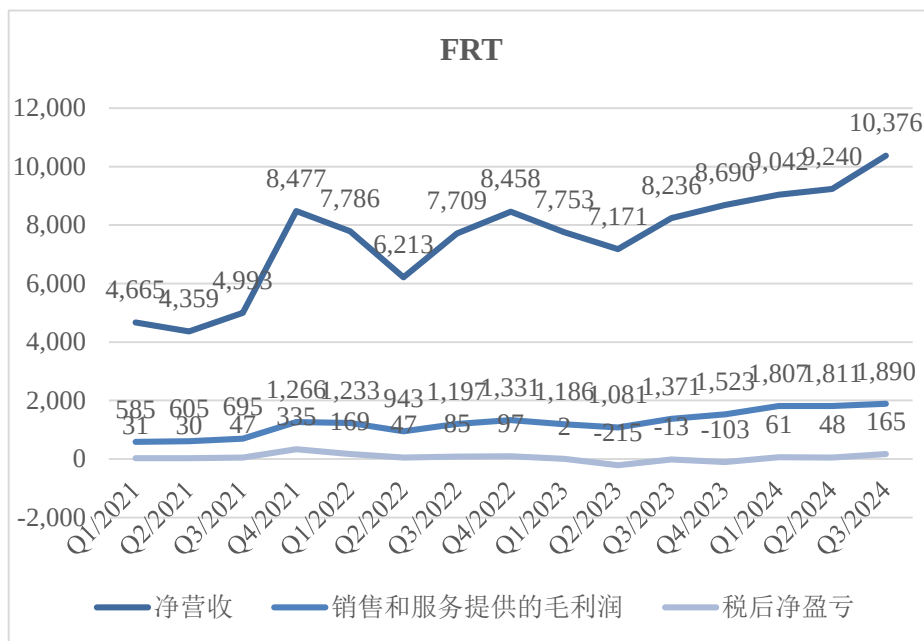
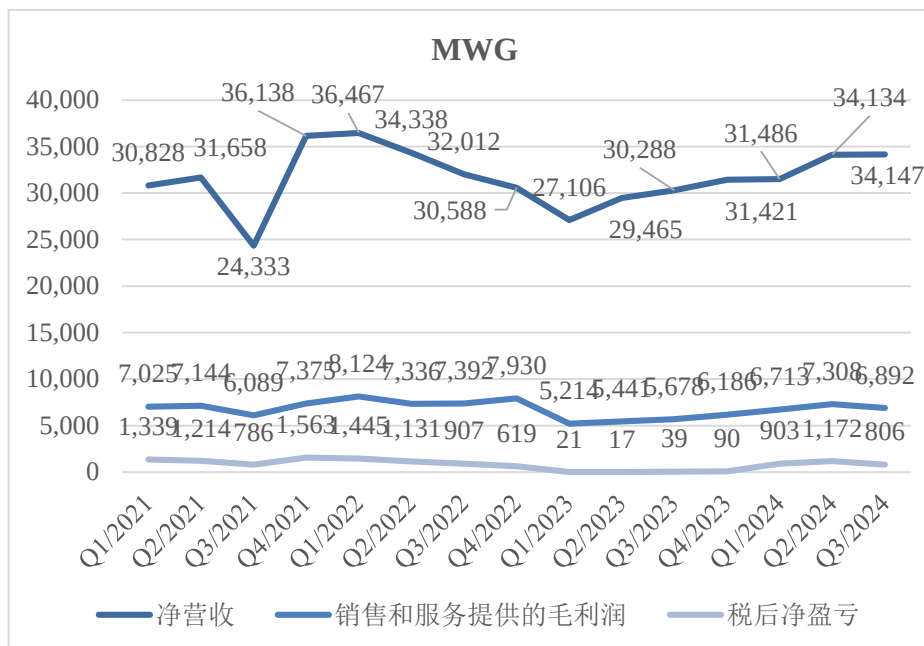
2024 年 10 个月，MWG 的营业收入达到了 111.353 万亿越南盾，同比增长 14%，完成了年度计划的 89%。而在 2023 年 10 个月，MWG 的营业收入仅为 98.046 万亿越南盾，完成了年度计划的 73%。MWG 收入增长的主要贡献来自 Bach Hoa Xanh，2024 年 10 个月，Bach Hoa Xanh 的营业收入接近 33.9 万亿越南盾，同比增长 34%，其在整体收入中的比例也同比增长了 4.5%。为了实现如此显著的增长，MWG 实施了以质量为导向而非数量的目标。MWG 连续关闭那些表现不佳的 Bach Hoa Xanh 门店，并在整体系统中关闭了不盈利的门店。这一策略取得了丰硕的成果，在 2024 年 10 月，Bach Hoa Xanh 门店的月均销售额达到 21 亿越南盾/家，而 2023 年 10 月这个数字仅为 17.6 亿越南盾/家。



数据来源: FiinX, MWG, CSI Research

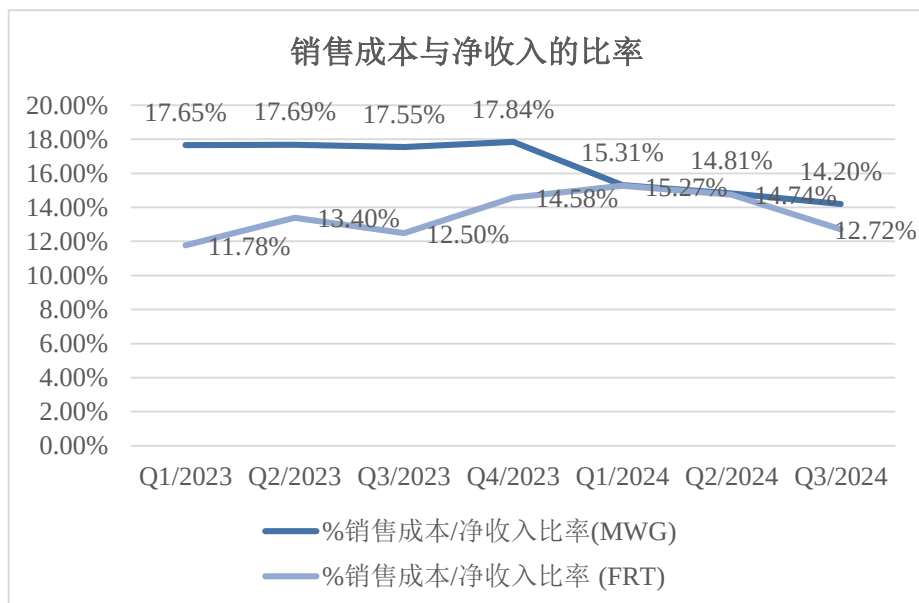
凭借合理的资本结构和财务政策，MWG 成功克服了越南及全球经济困难。自 2023 年初以来，MWG 的净收入显著改善，2024 年

第三季度的净收入已超过 34 万亿越南盾，同比增长 12.7%。此外，得益于 MWG 管理层明确且谨慎的战略方向，公司的税后净利润始终保持正增长，即使在 2023 年这一零售行业的艰难时期也如此，而 FRT 在 2023 年第二季度则遭遇了超过 200 亿越南盾的亏损。

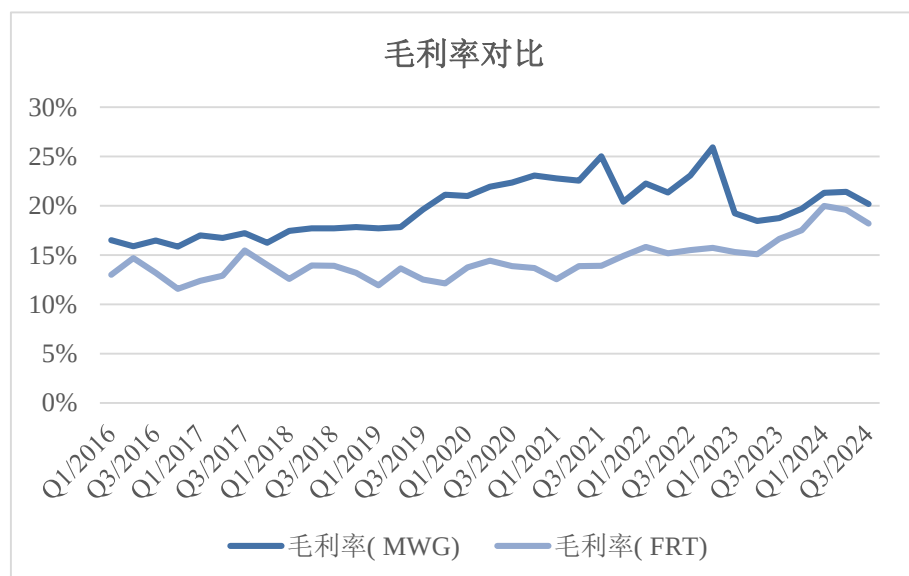


MWG 的销售成本/净收入比在 2024 年第三季度已降至 14.2%，较 2024 年第二季度下降了 0.61 个百分点，同比下降了 3.35 个百分点。为了实现这一结果，MWG 采取了裁员、关闭不盈利的门店，并更加注重质量。尽管如此，这一结果仍高于 FRT 在 2024 年第三季度的 12.72%，主要原因是 MWG 开始重新开设门店，并进

入新市场，因此需要增加与员工、广告和客户拓展相关的费用。该比率在 MWG 开始扩大市场的阶段被认为是合理的。

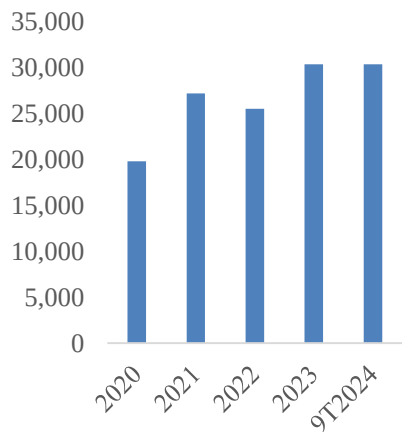


2024 年第三季度，MWG 的毛利率达 20.2%，较 2023 年第二季度下降了 5.6 个百分点，但同比增长了 8%。这一结果优于 FRT 在 2024 年第三季度的 18.2%。这一表现主要得益于 MWG 的收入强劲反弹，尤其是随着消费者购物需求的回升。推动企业复苏的重要因素是 2023 年 9 月推出的 Apple 产品系列，主力产品是 iPhone 16 系列。正是这一产品线推动了 MWG 在 2024 年第三季度的收入超过 34 万亿越南盾。此外，来自 Bach Hoa Xanh（占 MWG 收入的 30.4%）和 Era Blue 连锁的收入也促进了 MWG 在 2024 年的收入增长。这是一个积极的迹象，表明 MWG 正在扩大其收入规模，开拓更多市场，收入来源多元化，触及更多国内外客户。MWG2024 年前 9 个月的销售成本比 2023 年前 9 个月增加 8 多万亿越南盾，原因是管理层实施收入提升、市场多元化以及商业规模扩大的策略。



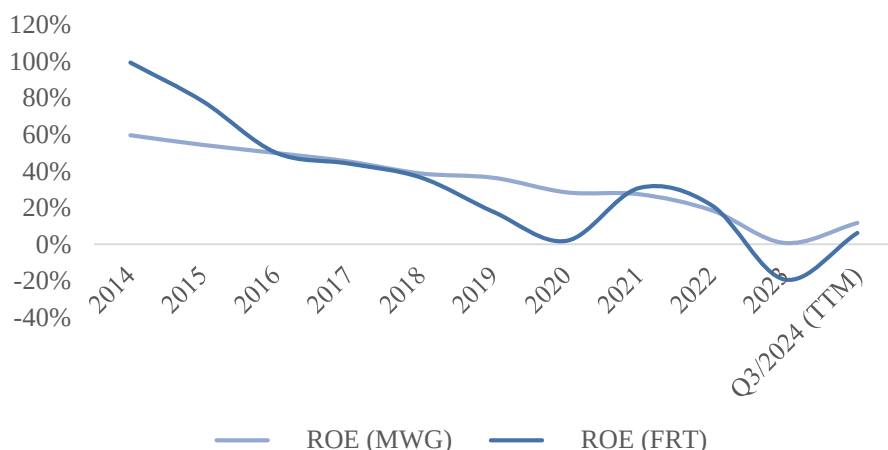
2024 年第三季度，MWG 的股本回报率（ROE）为 11.67%，而 2023 年仅为 0.71%；资产回报率（ROA）为 4.63%，而 2023 年为 0.29%。这些指标均高于 FRT 同期的指标。这主要归功于 MWG 始终保持税后利润为正，成本下降。此外，MWG 的总资产规模是 FRT 的 4.6 倍。这表明 MWG 在成本管理方面表现出色，能够高效地利用所投入的资金。

Bach Hoa Xanh 收入



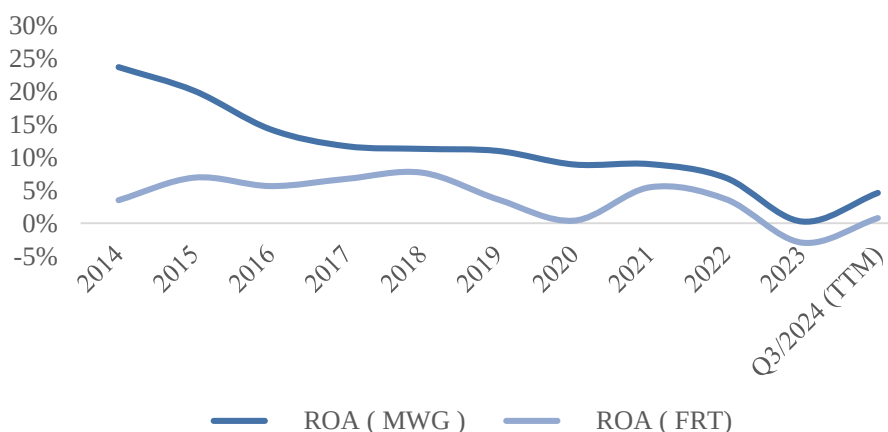
数据来源: FiinX, MWG, CSI Research

ROE对比



数据来源: FiinX, CSI Research

ROA对比

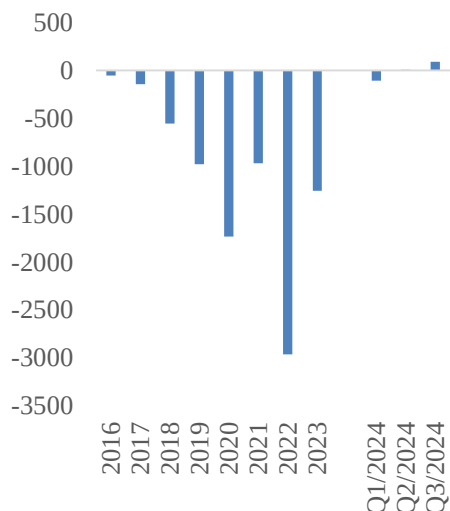


数据来源: FiinX, CSI Research

得益于绿色百货未来 5-10 年呈现快速增长势头

为了成为一个有吸引力的投资机会，我们始终选择在收入和利润方面具备相对确定性突破能力的企业。要实现这一目标，企业必须满足两个必要条件和充分条件。必要条件是企业能够创造出一种可以在广阔市场中快速复制的商业模式；充分条件是企业在收入和利润方面开始呈现出积极信号，这表明企业已经为其模式找到了成功的公式。这就是为什么尽管绿色百货自 2015 年就已成立，但直到 2024 年底我们才有信心将其视为投资机会的主要原因。

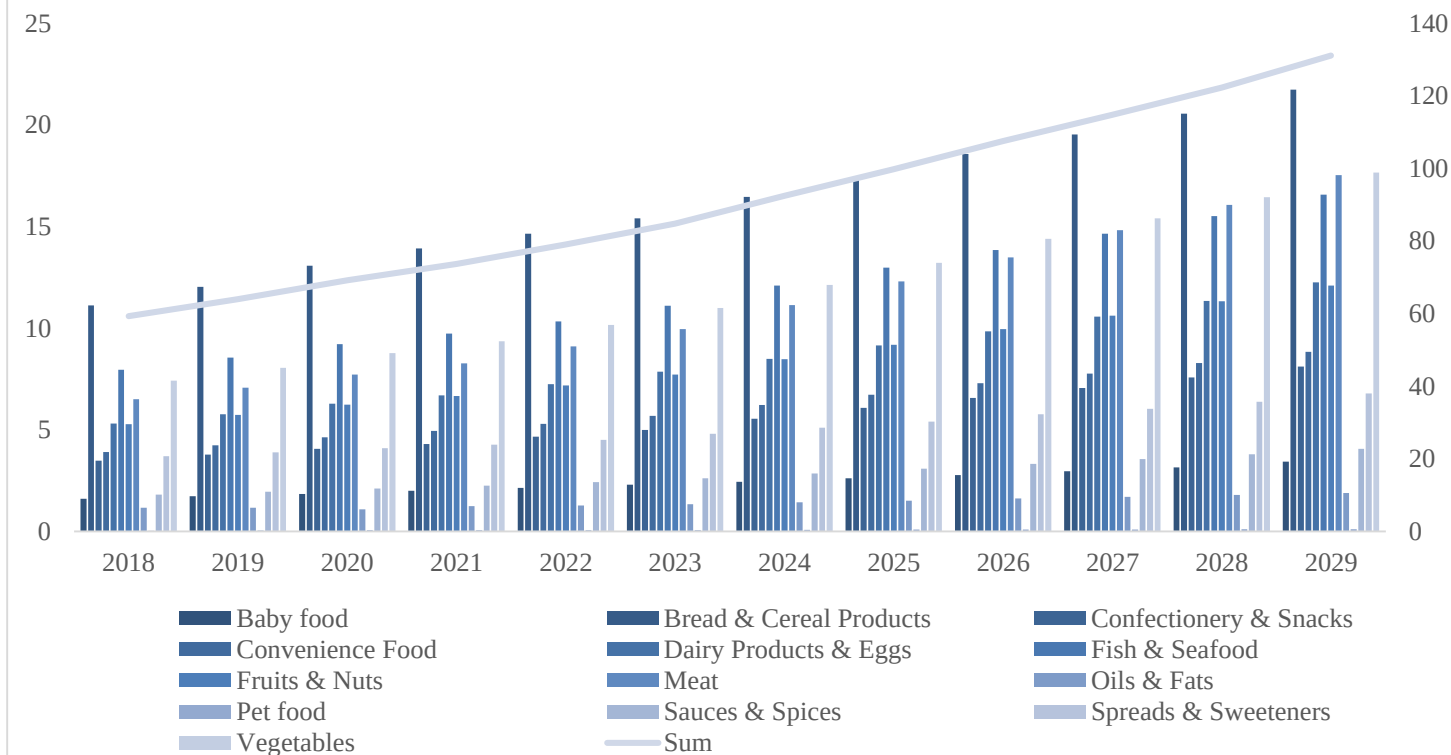
Bach Hoa Xanh 盈亏



数据来源: MWG, CSI Research

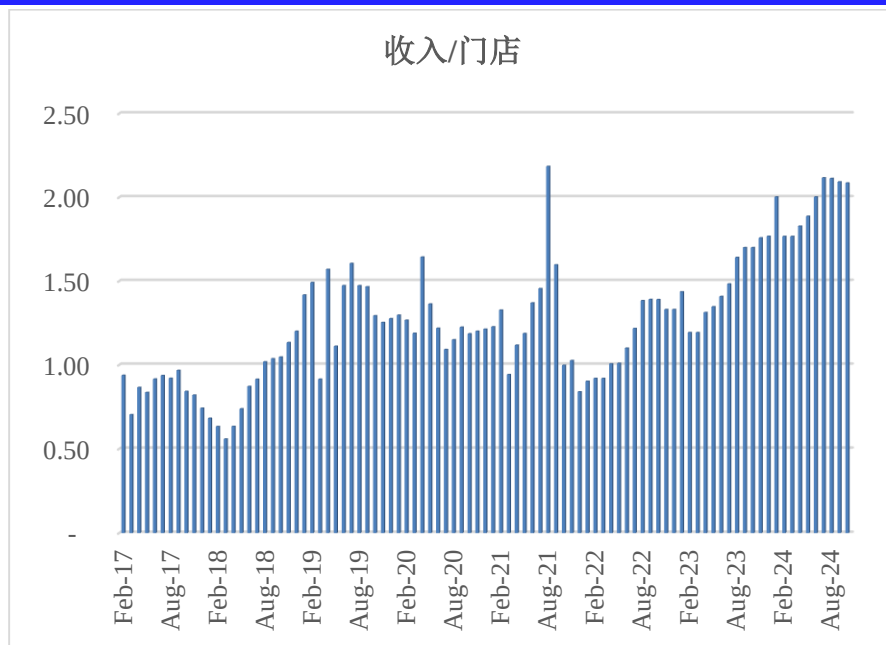
绿色百货的潜力远远大于此前的两个连锁体系，因为其所面向的
市场规模非常庞大。根据 Statista 的数据，2024 年越南食品行业的
市场规模已超过 900 亿美元，并预计到 2029 年将超过 1300 亿美
元的规模。而绿色百货目前的收入仅为 52 亿美元，这意味着绿色
百货还有巨大的发展空间。

食品市场

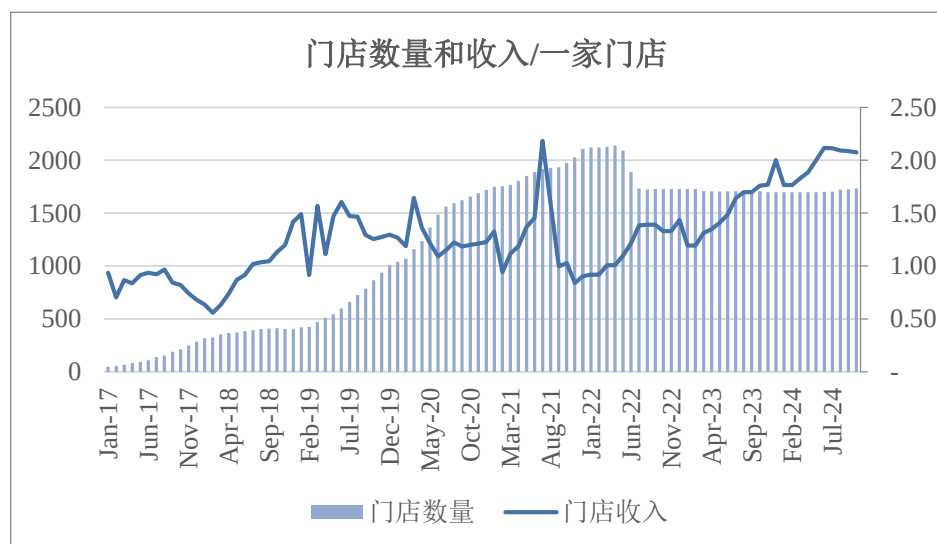


数据来源: Staista, CSI Research

在 2017 年至 2021 年期间，MWG 专注于快速扩展绿色百货。然
而，这一阶段的经营效率并不高，2021 年，绿色百货的收入达
27.2 万亿越盾（同比增长 37.3%），但仍然亏损高达 9660 亿越
盾。截至 2021 年底，绿色百货的门店数量超过 2100 家，每家门
店的平均收入为 9 亿越盾。

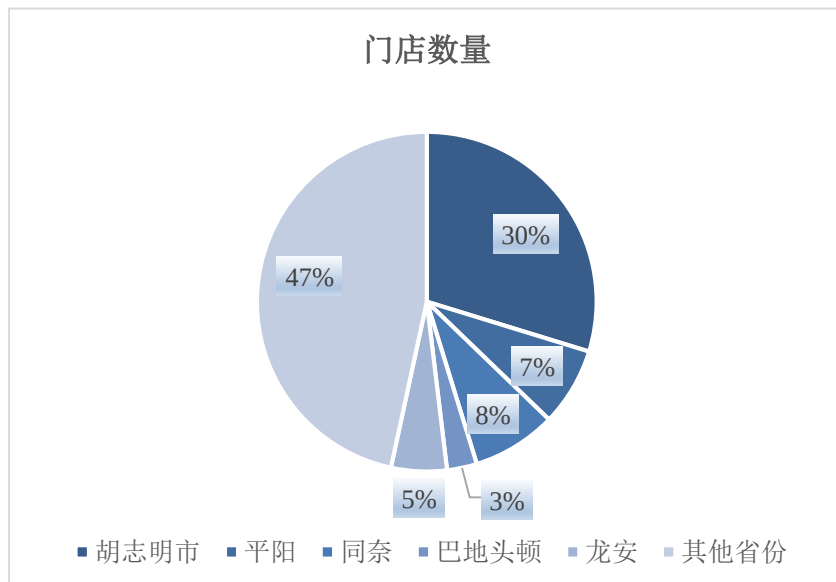


2022年至2023年是绿色百货的重组阶段，企业对其模式进行重大调整，剪掉多余部分，保留最有效的资源。同时，品牌定位从“现代集市”转变为“迷你超市”。这一转折点导致门店数量大幅减少至约1700家。然而，保留下来的门店为绿色百货带来显著的业绩改善。单店收入持续增长，突破2亿越盾，并在正常经济条件下保持了稳定的增长态势，而非像2021年初因疫情导致的囤货需求暴涨。



这一改革不仅推动2021年收入增长，还随之而来的是利润开始转正。绿色百货系统在近10年持续亏损后，终于实现了盈利。2024年第三季度，绿色百货盈利近900亿越盾，虽然数额不大，但这标志着MWG已找到属于自己的成功模式。接下来的阶段将是迅速扩展以占领市场份额的关键时期。

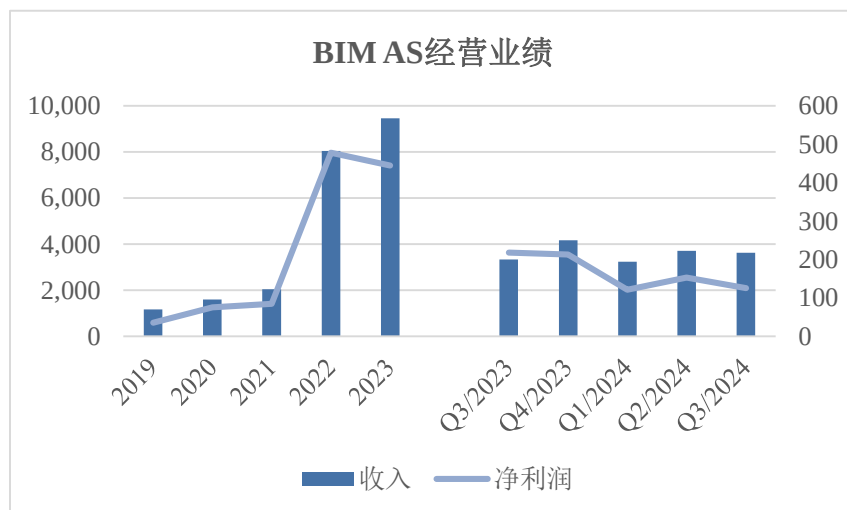
截至 2024 年 10 月，绿色百货的门店数量为 1755 家，并呈现轻微增长趋势。这些门店主要集中在越南南部地区，尤其是在胡志明市、平阳省、同奈省、隆安省和巴地头顿省等 GRDP 较高的省市。这 5 个省市的门店数量占南部地区总数的 50%以上。未来，绿色百货将继续向中部和北部地区扩展，预计新门店将主要集中在 GRDP 较高的省市。



数据来源: MWG, CSI Research

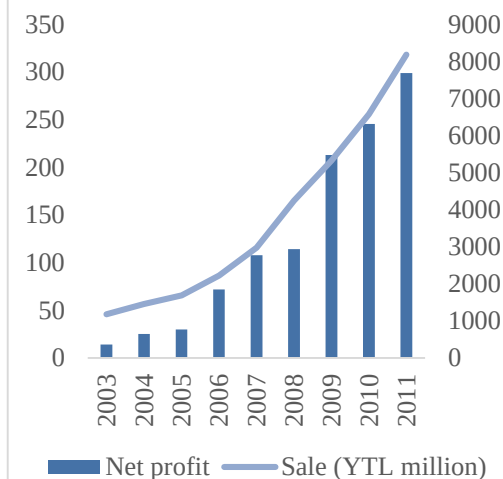
为了评估绿色百货的成功潜力，我们也寻找了全球范围内类似的商业模式。虽然这类模式的企业非常少，但我们发现了土耳其的 BİM Birleşik Mağazalar A.Ş. (BİM AS)。

BİM AS 是一家拥有与 MWG 类似的快速消费品 (FMCG) 和生鲜食品零售连锁店的公司。截至 2023 年，BİM AS 拥有 1.1439 万家门店，年收入达到 94.5 亿美元，净利润为 4.4438 亿美元。每家门店的平均面积超过 300 平方米，这与 MWG 门店 200-300 平方米的面积相似。2024 年第三季度，BİM AS 的收入为 36 亿美元，税后净利润为 1.2522 亿美元，并连续三年实现增长，使其市值达 86 亿美元（较 2021 年增长 715%）。



数据来源: BİM AS, CSI Research

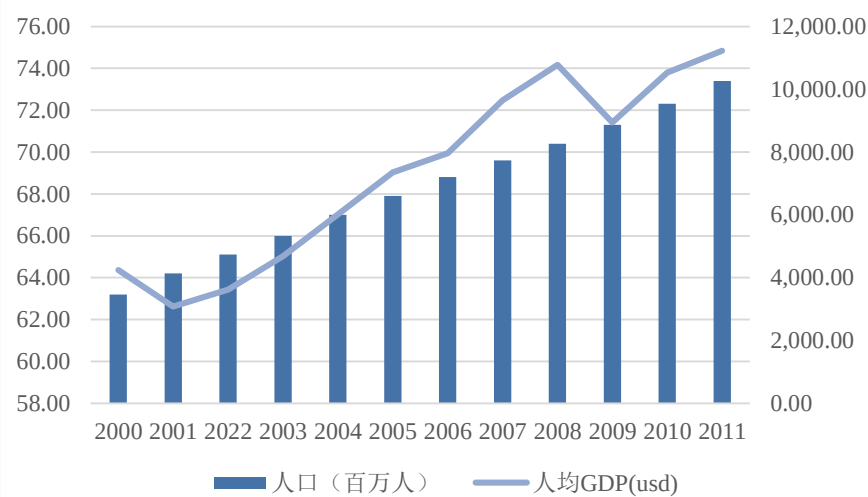
收入和利润



数据来源: BIM AS, CSI Research

回顾土耳其在 2000 年后摆脱高通胀并进入经济稳定期的历史，当时土耳其的人均收入超过 4000 美元，人口达 6300 万，与越南目前的经济状况和人口规模颇为相似。

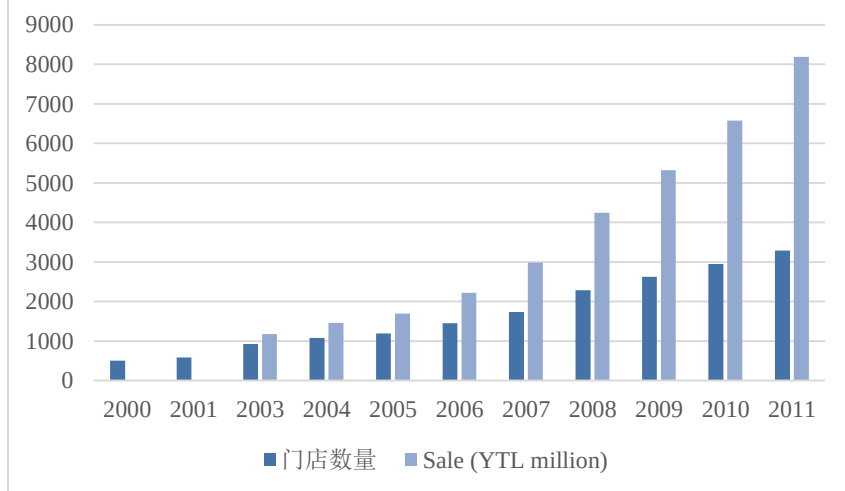
人口和人均GDP



数据来源: Wikipedia, CSI Research

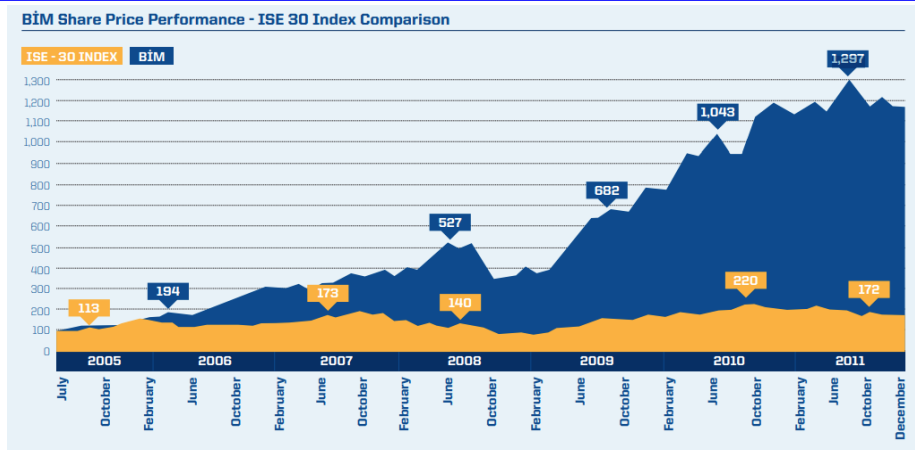
自 2000 年起，BIM AS 进入了快速发展的阶段，其新店开设速度以及收入和利润的增长均十分显著。

门店数量和收入



数据来源: BIM AS, CSI Research

快速扩张的过程推动企业的收入和利润持续增长，也成为当时 BIM AS 股价大幅上涨的主要原因。



数据来源: CSI Research

MWG 股票估值与投资建议

在未来 5-10 年内,我们认为绿色百货具有最明确的增长前景,也是推动股票价格上涨的主要动力。其他业务板块如手机、电器以及 Erablue 的发展对企业整体利润的影响较小,因此我们假设这些板块的增长幅度处于低位。

对于绿色百货未来几年在北部地区的扩展计划,我们基于各省市的 GRDP 来估算可扩展的门店数量。北部地区 GRDP 较高的省市如河内、海防、广宁、清化和北宁预计将占北部门店总数的 50% 左右。全国范围内的门店总数预计可达 3333 家。按照当前的计划,公司每年新开 100-200 家门店,这意味着需要至少 8 年时间才能完成全国扩展。我们认为,在扩展过程中,由于新开门店无法立即为整个系统贡献收入,因此单店平均收入难以大幅增长。预计在扩展过程中,单店收入将因通货膨胀而增长 3%。以每家门店平均收入 2.8 亿越盾计算,预计到 2032 年绿色百货的总收入将达 107.97 万亿越盾。由于目前尚未实现稳定的利润率,我们采用 PS (市销率) 法对绿色百货进行估值。以 PS 为 1 计算,绿色百货的公允价值为 107.97 万亿越盾。

对于手机和电器连锁店,我们假设其年销售额增长 3%,利润率与疫情前相差不大,预计到 2032 年税后利润可达 7.66 万亿越盾。采用 15 倍 PE (市盈率) 估值法计算,手机和电器连锁的公允价值为 114.8 万亿越盾。

综合 MWG 的各业务板块,其股票的合理价格为每股 15.24 万越盾,相当于当前股价的 162.3%。我们建议买入并持有 MWG 股票 8 年,对应的年均回报率为 20.3%。

MWG 投资风险

扩展计划进度的风险: 门店向北部地区扩展的进度是公司的一项重要目标,也是推动利润按计划增长的关键因素。若扩展未能按计划实施,将对公司整体发展造成不利影响。

附录

指标	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
1. 运营效率						
资产周转率	2.93	2.47	2.26	2.25	2.04	2.05
所有者权益周转率	9.67	7.86	6.86	6.02	5.00	5.09
客户应收周转率	323.42	473.32	423.53	474.50	486.21	438.55
向客户收款的平均时间	1.13	0.77	0.86	0.77	0.75	0.83
库存周转率	3.76	3.67	3.83	3.67	3.98	4.82
库存处理的平均时间	97.15	99.51	95.30	99.50	91.64	75.67
供应商应付周转率	8.15	8.14	9.12	9.80	11.49	11.22
向供应商付款的平均时间	44.80	44.84	40.03	37.24	31.78	32.54
现金转换周期	53.48	55.44	56.13	63.03	60.62	43.96
2. 偿债能力指标						
现金比率	0.11	0.25	0.10	0.19	0.17	0.29
速动比率	0.17	0.30	0.17	0.31	0.34	0.51
流动比率	1.23	1.27	1.22	1.71	1.69	1.82
3. 财务健康						
短期债务和总资产的比率	0.31	0.34	0.39	0.19	0.32	0.27
短期债务和总资产的比率	1.07	1.01	1.21	0.45	0.82	0.65
长期债务和总资产的比率	0.03	0.02	0.00	0.11	0.10	0.09
长期债务和所有者权益的比率	0.09	0.07	0.00	0.25	0.26	0.23
债务和总资产的比率	0.34	0.36	0.39	0.30	0.42	0.36
债务和所有者权益的比率	1.17	1.08	1.21	0.69	1.08	0.88
负债和总资产的比率	0.71	0.66	0.68	0.57	0.61	0.59
负债和所有者权益的比率	2.43	1.97	2.09	1.33	1.57	1.45
杠杆率	3.43	2.97	3.09	2.33	2.57	2.45
EBIT/ 贷款利息	8.76	8.78	8.74	4.88	0.30	3.34
EBITDA/ 贷款利息	11.30	12.48	13.07	7.48	2.62	5.80
4. 盈利能力						
毛利率	19.07%	22.07%	22.47%	23.13%	19.04%	20.66%
EBITDA 利润率	6.28%	6.83%	7.17%	7.63%	3.20%	5.05%
EBIT 利润率	4.87%	4.81%	4.79%	4.98%	0.37%	2.91%
税前利润率	4.95%	4.98%	5.26%	4.54%	0.58%	3.06%
净利润率	3.75%	3.61%	3.99%	3.07%	0.14%	2.27%
毛利润与总资产的比率	55.81%	54.60%	50.70%	51.95%	38.85%	42.27%
EBITDA 与总资产的比率	18.39%	16.90%	16.17%	17.14%	6.53%	10.33%
EBIT 与总资产的比率	14.25%	11.89%	10.82%	11.18%	0.75%	5.95%
EBT 与总资产的比率	16.10%	13.69%	13.11%	12.49%	3.69%	8.04%
ROA 资产回报率	10.98%	8.93%	8.99%	6.90%	0.29%	4.63%
ROE 净资产收益率	36.32%	28.38%	27.34%	18.52%	0.71%	11.67%
ROIC 资本回报率	6.76%	5.98%	4.35%	5.62%	0.84%	2.29%
实际企业所得税率	24.09%	27.54%	24.26%	32.27%	75.67%	25.88%
5. 现金流指标						
经营现金流/总负债	-0.04	0.35	0.00	0.25	0.09	0.24
资金流/收入	0.03	-0.08	0.02	-0.04	-0.01	-0.02

指标	2019	2020	2021	2022	2023	Q3/2024 (TTM)
自由现金流/营业收入	0.71	-1.67	0.45	-0.75	-2.59	-0.57
自由现金率与资产的比率	0.10	-0.20	0.05	-0.08	-0.02	-0.03
自由现金流与所有者权益的比率	0.33	-0.63	0.15	-0.22	-0.05	-0.08
自由现金流/ CAPEX	1.15	-2.23	0.53	-1.11	-2.29	-24.02
6.增长指标						
净营收增长 YoY	18.10%	6.24%	13.28%	8.50%	-11.34%	11.70%
毛利润增长	27.44%	22.92%	15.35%	11.69%	-27.03%	11.68%
EBITDA 增长 YoY	26.03%	15.46%	18.93%	15.53%	-62.81%	36.91%
EBIT 增长 YoY	28.57%	4.81%	13.00%	12.72%	-93.43%	228.10%
税前利润增长	33.47%	7.05%	19.63%	-6.42%	-88.61%	185.53%
应收款增长 YoY	-29.03%	-25.12%	95.65%	-53.66%	73.24%	21.26%
库存增长	46.99%	-23.93%	49.80%	-12.70%	-15.46%	-3.76%
短期债务增长	123.27%	19.91%	57.74%	-56.64%	78.97%	4.64%
长期债务增长	-7.12%	0.40%	-		1.42%	4.28%
SGA 费用增长 YoY	27.05%	29.13%	16.01%	11.41%	-8.81%	0.79%
资产增长 YoY	48.31%	10.36%	36.80%	-11.33%	7.66%	14.08%
所有者权益增长 YoY	0.01%	2.18%	57.34%	105.29%	-0.03%	-0.08%
CFO 增长 YoY	-	939.17%	-98.41%	4,553.88%	-56.92%	16.51%
	156.88%					
7.估值指标						
市值（十亿越盾）	56,729.56	58,962.62	29,984.40	66,460.12	89,265.98	89,176.84
企业价值（十亿越盾）	67,767.47	68,366.62	50,501.70	78,003.00	109,027.47	103,751.90
每股账面净值 BVPS	27,360.86	34,139.60	28,561.76	16,338.83	15,953.62	18,411.36
销售额/股票	230,357.62	239,504.92	172,435.92	91,131.00	80,826.62	89,691.12
基本每股收益 EPS	8,644.58	8,644.49	6,870.15	2,800.62	114.58	2,027.19
稀释每股收益 EPS	8,644.58	8,644.49	6,870.15	2,800.62	114.58	2,027.19
自由现金流/股票	19,572.05	13,800.96	3,690.56	-3,382.17	-771.21	-1,498.21
市净率 P/B	4.67	3.81	1.47	2.78	3.82	3.31
基本市盈率 P/E	14.80	15.05	6.12	16.21	532.39	30.09
稀释市盈率 P/E	14.80	15.05	6.12	16.21	532.39	30.09
市销率 P/S	0.56	0.54	0.24	0.50	0.75	0.68
企业价值/ 收入	0.66	0.63	0.41	0.58	0.92	0.79
企业价值/ EBITDA	10.56	9.22	5.73	7.66	28.79	15.66
企业价值/ EBIT	13.62	13.11	8.57	11.74	249.92	27.20

数据来源: FiinX, CSI Research

作者: CSI 研究所
 研究所分析专员
 邮箱: csi.research@vncsi.com
 电话: (+84) 24 3926 0099 (109)

CSI 研究所

行业和企业分析部门

黎英松
 分析专员
 邮箱: tungla@vncsi.com.vn

宏观经济&股市行情分析部门

刘志抗
 分析部门主管
 邮箱: khanglc@vncsi.com.vn
 梁文山
 分析专员
 邮箱: sonlv@vncsi.com.vn
 范氏梅樱
 研究所助理
 邮箱: anhptm@vncsi.com.vn

系统建议: 越南建设证券股份公司（CSI）系统建议：建立基于估值 12 个月目标价格和市场价格差异。

次序	（目标价格 - 当前价格）/当前价格
买入	$\geq 20\%$
乐观	从 10% 至 20%
观望	从 -10% 至 +10%
不乐观	从 -10% 至 - 20%
卖出	$\leq -20\%$

免责声明: 版权属于越南建设证券股份公司（CSI）。本材料中的所有信息和资料均来源于可靠渠道，CSI 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。上述分析、观点、建议未必是 CSI 官方观点，大部分均是发布者基于目前市场情况而作出的。材料中的建议均由分析专员基于基本分析系统的基础上进行研究分析，但 CSI 及其雇员对使用或信赖本材料及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本材料版权归 CSI 所有,若未经授权不允许任何个人或组织进行复制、转载、发布或出版。

越南建设证券股份公司

总部: 河内市栋多郡浪上坊阮志清路54A号TNR大楼11层

分公司: 胡志明市第一郡阮太平坊阮公著街180-192号TNR大楼20层

电话: + 84 24 3926 0099 官网: <https://www.vncsi.com.vn>

越南建设证券股份公司

☎ 024 3926 0099

☎ 0886998288

✉ online@vncsi.com.vn

📍 总部: 河内市、栋多郡、浪上坊、阮志清路54A号
TNR 大楼、11层

📍 胡志明分公司: 胡志明市、第一郡、阮太平坊、阮公著街180-192号、TNR大楼、20层