



## STRATEGIC REPORT

分析师

陈氏红绒

Mail: [nhungth@gtjas.com.vn](mailto:nhungth@gtjas.com.vn) –  
ext 703

2023年6月16日

### 公共设施与投资主体

#### 主要内容

今年“公共基础设施建设”这个组词已上热搜，特别是在证券市场上，因公共基础投资与促进经济体质上涨具有密切关系。越南国会决议2023年国家预算投资的计划为 7116,843.86 亿越盾。其中、越南政府预计今年拨付到位 95% 资金。

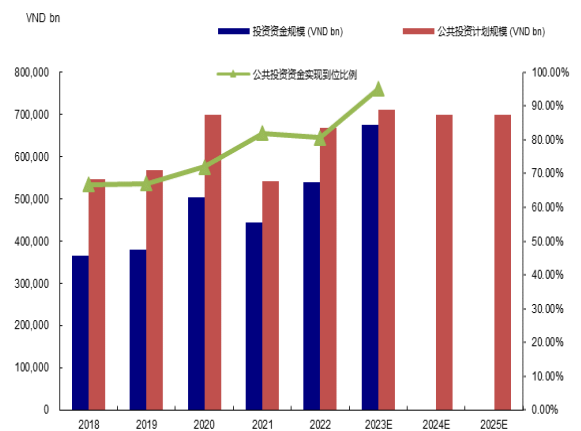
#### 投资展望

在公共基础设施建设结构中、能量-建设板块占较高比例、直接受益。具体，能量板块的八号电力规划和建设板块中交通、物流业务的重点高速和龙成机场（2021-2026）。

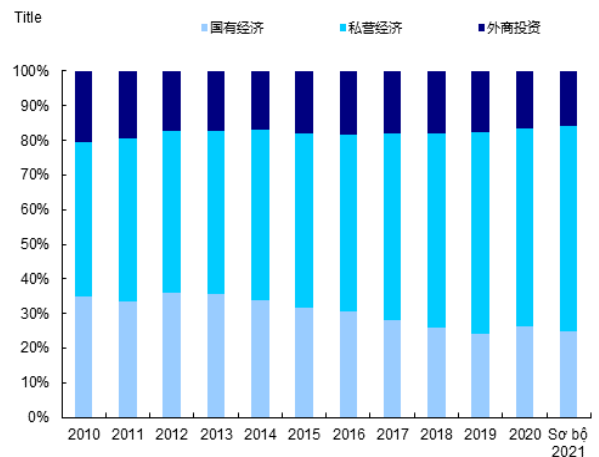
#### 投资主体：收益行业

- 1/ 基建为先风
- 2/ 建材不例外
- 3/ 公共投资及八号电力规划
- 4/ 其他投资机会

#### 越南公共设施投资



#### 全社会发展投资资本来源结构



源：GSO, Guotai Junan (VN)

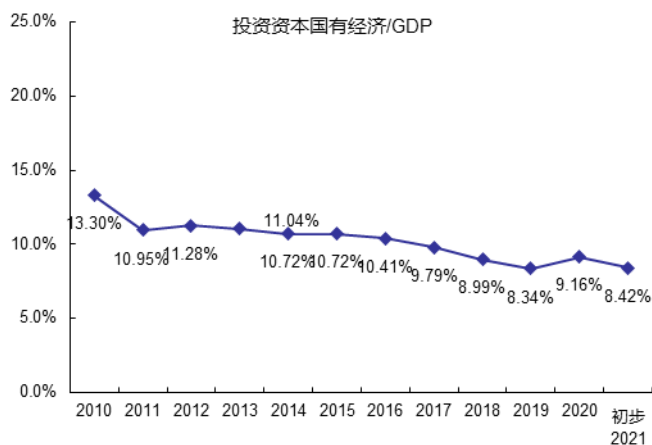
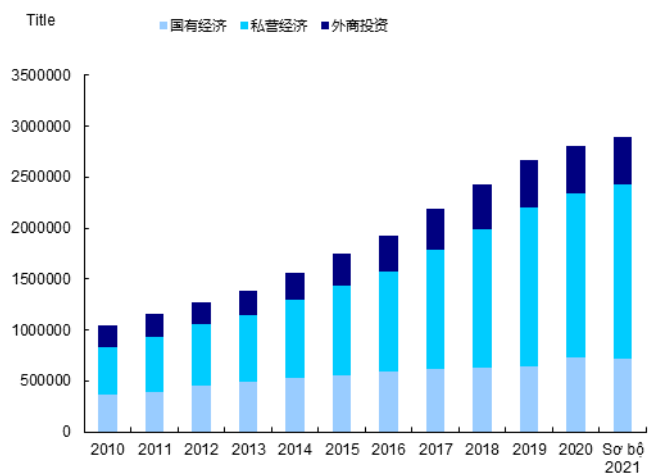
### (一) 越南公共投资简略

今年“公共投资”这个词组上热搜，特别是在证券市场上，因为其跟公共投资和促进经济体上涨具有密切的关系。事实上，今年的经济增长动力已经发生了转变。如果按照  $GDP=C+I+NX+G$  的支出公式，今年家庭支出 (C) 和企业投资 (I) 趋于下降，则 NX (进出口差额) 和 G (政府支出) 被视为重点帮助提高 GDP。

因此，对于公共投资的影响存在诸多预期，而政府的公共投资计划在 2023 年也得到显著推进，部分证明了上述预期。

具体而言，经国会批准的 2023 年国家预算投资计划为 7116,843.86 亿越盾。其中，与今年的计划相比，政府预计将拨付 95% 的投资资金。

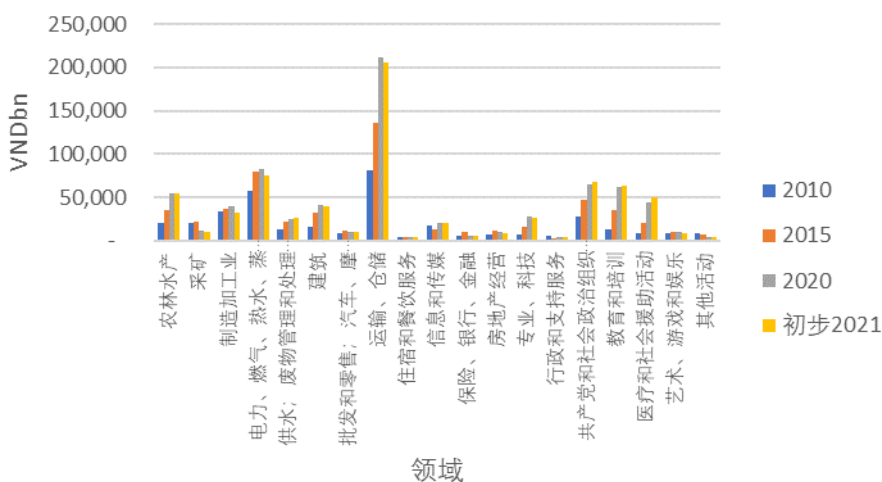
#### 社会全年发展的投资结构



源: GSO, Guotai Junan (VN)

按领域划分的公共投资：总体而言，公共投资的重点仍然是改善基础设施：道路（高速公路和机场）- 能源（八号电力规划）

#### 按照不同领域的公共投资资金



源: GSO, Guotai Junan (VN)

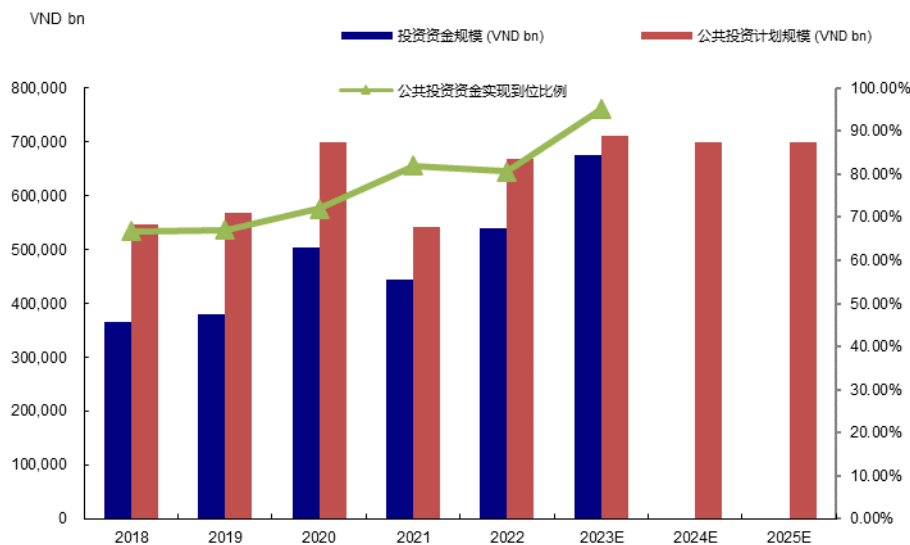
2010-2020 年各行业公共投资资本结构数据显示，越南公共投资主要用于基础设施建设；其中，交通、仓储领域的公共投资占比最大（从 2010 年的 18% 增加到 2020 年的 28%）；第二位是电力和水的生产和分配，2010 年占公共投资总额的 10% 左右，2020 年下降到 11%。教育和卫生、科技、艺术和娱乐等社会基础设施的公共投资占比很小，2010-2020 年约为 11%-20%。2016-2020 年教育培训领域公共投资平均占比为 8%，高于 2010 年至 2015 年期间的 5%。对于卫生部门，2016 年至 2020 年期间的平均数字为 6%，高于 2010 年至 2015 年期间的 3%（来源：会计与金融研究杂志，gso）。

## (二) 投资展望

事实上，各部委和行业在分配公共投资资本方面做出了很多努力。然而，我们意识到，只有在一些重点交通项目中，进展才真正明显。

总体来看，根据财政部数据，今年前 5 个月公共投资到位率预计仅为计划的 20.8%。

### 远望 2024-2025 年期间和长期的公共投资趋势



源: GSO, Guotai Junan (VN)

先忽略拨付到位速度，我们认为三年来 越南公共投资规模预计帮助运输行业更加受益于国家公共投资的活动。

能源建设领域将直接受益，在公共投资配置结构中占比较大。其中，电力规划八的能源组和交通运输组分配计划的建设组包括重点公路项目和龙城机场（2021-2026）。

### 投资主题：收益行业

#### 1/ 基建为先风

##### ❖ Watch-list: VCG、HHV、C4G、LCG、CII

根据公布的数据，**交通行业**已分配超过 941,000 亿越南盾的公共投资资金，比 2022 年高出 1.7 倍，是有史以来的最大金额。交通部门的公共投资资金也主要分配给南北高速公路二期项目，为 48%；其次是其他国内交通项目、南北高速公路一期、ODA 项目和重点紧迫项目。

2023 年，交通运输部要求加快推进重点项目，如：东西南北高速公路，一期 2017-2020 年和二期 2021-2025 年，边和-头顿高速公路一期，庆和-汶 Ma Thuot 高速公路一期、Cho Moi - Bac Kan 公路项目...此外，交通运输部与各单位发出决议，**力争在 2023 年完成南北高速公路项目下的子项目，即 2017 - 2020 年例如：Mai Son - 45 号国道、45 号国道 - Nghi Son, Nghi Son - Dien Chau, Vinh Hao - Phan Thiet, Phan Thiet - Dau Giay, My Thuan Bridge 2, Nha Trang - Cam Lam, My Thuan - Can Tho, 后江二期,新米场水上聚到二期；**同时，目标是在 2021-2025 年中期完成投资政策和新建设项目的审批程序。

据建设投资管理部代理主任黎决进先生介绍，2023 年，预计将开工建设 24 个交通项目，完成 29 个项目，包括：

+重点在 2017-2020 年期间完成 7 个南北高速公路项目（Mai Son-45 国道、45 国道-Nghi Son（预计 2033 年 9 月 2 日启用）、Nghi Son-Dien Chau（预计于 2023 年 8 月完工）、芽庄 - Cam Lam（2023 年 5 月完工）、Vinh Hao - Phan Thiet（2023 年 5 月完工）、Phan Thiet - Dau Giay（2023 年 5 月完工）2023 年 4 月）、美顺大桥 2（预计 2023 年 12 月完工）和美顺-芹苴高速公路（预计 2023 年 12 月完工）。

+加快施工进度、在 2024 年完工的演洲 - 拜沃和锦林 - 荣 2 个高速公路项目以及 2021 年至 2025

年期间完成的南北高速公路 12 个项目的进度。

+重点指导建设项目：金瓯市国道 1 号绕道 Rach Mieu 大桥 2；通过朔庄省和后江省的 1 号国道扩建项目；7 个项目使用官方发展援助资金；3 个急需的铁路项目和一批落户地方投资的项目……

### 基建企业先受益

重点企业基础设施建设项目积压较多，项目进度跨越。然而，此活动的利润率是一个负点（2%-3%），更不用说建筑材料价格波动的影响。

### 聚焦北南高速公路二期的中标企业

不可否认，加快公共投资对建筑企业的积极影响。然而，需要对收入结构进行更详细的评估，以了解对每项业务的实际影响。

代码	交易所	Market cap (VND bn)	出资 (VND bn)	总债务/资本 Q1/2023	2022 收入 (VND bn)	PAT 2022 (VND bn)	Net margin 2022 (%)	收入计划 2023	利润计划 2023	Net margin 2023 E (%)	建设安装/收入结构	评价
VCG	HOSE	10,502	4,859	2.27	8,453	931	11.01	16,340	860	5	70%	Net margin 预计减少，因没有房地产项目，建筑安装利润率较低
HHV	HOSE	4,479	3,078	3.26	2,095	297	14.20	2,478	338	14	25%	BOT 带来稳定的收入来源。如果参与大型投资项目，需要评估资金成本的影响。
CII	HOSE	4,389	2,840	2.48	5,902	861	14.97	5,155	469	9	7%	业绩结果在很大程度上取决于房地产领域
C4G	UPCO M	4,356	2,247	2.29	2,726	155	5.68	4,500	330	7	66%	今年完成的项目收入
LCG	HOSE	2,465	1,916	1.04	1,006	194	19.32	2,850	150	5	80%	建筑的利润率因低投标价而下降。

源：Fiinpro, GTJASVN

### VCG-中标量最大的上市公司

目前，由于中标 Bai Vot-Ham Nghi、Quy Nhon- Chi Thanh、Van Phong- Nha Trang、龙成机场、富牌机场、永虽桥二等项目，VCG 拥有约 20 万亿越南盾的大量积压订单……帮助企业预计在 2023 年至 2024 年期间实现收入增长的飞跃。

公共投资建筑安装板块在收入结构中仍占较大比重，但利润率微薄（2%-3%），且受建筑材料价格波动等诸多变数影响，导致事业上要有一个好的计划。谨慎规划今年的利润。

### HHV- 积压量大，但参与大型投资项目面临短期资金压力

2023 年，在建筑安装工程中，HHV 中标广义-怀仁高速公路项目 XL1、XL2、XL3 包，合同总金额近 14.5 万亿越南盾。未来，HHV 将参与公建和 PPP 投资项目的施工安装招标，总估价约 4 万亿越南盾。此外，在 2023-2025 年期间，HHV 预计还将投资新富禄-宝禄、同登-茶灵和友谊-枝凌高速公路，总投资约 40 万亿越南盾。

事实上，BOT 收费站收入在 HHV 的收入结构中占比最大（70%），也是对业务贡献最大利润的板块。因此，HHV 的盈利前景将更多取决于该企业参与的投资项目。然而，HHV 需要很长时间才能从这些项目中收回成本，尤其是 2023-2025 年是业务投资的高峰期。

### C4G- 2023 年利润可观

C4G 是越南基础设施工程建设的典型承包商之一，在全国有许多大型项目。2021-2025 年期间，C4G 中标多个南北高速公路项目，目前积压规模约 5 万亿越南盾。具体而言，CIENCO4 承接的 Bung-Van Ninh 高速公路项目建设价值超过 1.8 万亿越南盾（占一揽子总价值的近 56%）。同样，在后江-金瓯项目，CIENCO4 的建筑和安装价值为 17,780 亿越南盾（占 27.5%），并签订了一系列其他交通工程和项目的合同。例如，Giai Phong 地下隧道项目的建设价值为 5240 亿越南盾（占 94%）；XL04 莱州包裹价值 3320 亿越南盾。此外，C4G 在龙城机场的道路建设招标中也是一个不错的选择。

### LCG-北南高速与八号电力规划双赢有望突破

在回答股东提出的与 2022 年相比收入大幅增长 83% 但利润下降 23% 的疑问时，董事会主席裴洋雄先

生表示，公司受命实施多项计划一期招标包 2 在南北高速公路项目，但该业务利润率较低。以中标价（不同于投标），公司在参与投标时，不得不削减中标价的 5%，直接影响了公司的利润。

在可再生能源领域（占营收 7%），Lizen 在太阳能领域成立并出资了 3 家公司，其中 2 家已投产且收入稳定，2 家风电公司处于完成施工的法定程序的过程。2023 年，公司主要关注 Thang Hung-Gia Lai 和 Dinh Lap-Lang Son 两个项目，在等待电力规划 VIII 和其他机制的正式批准的同时进行前期开发工作。这两个项目的注册投资额为 7760 亿越南盾。

对于房地产部分，LCG 将针对每个项目具体实施。完成项目转让部分的法律程序，作为收回龙潭城项目和奠福项目（预计今年）的全部转让价值的基础。

## **CII- 收入结构严重依赖于房地产**

2023 年，CII 将重点开发完工项目，包括 7 个 BOT 项目、152 栋奠边府大厦等房地产项目。

### 新项目实施计划

- Trung Luong - My Thuan 项目第二阶段。
- 西部项目群价值 10 亿美元（目前只有 CII 有建设能力）。10 亿美元一揽子计划的请求已由国家加速，但公司要到 2024 年底才能投标，因为它必须设计基础设施。

增加 BOT 路桥项目的收入来源：CII 计划从 2023 年第三季度开始整合 Trung Luong - My Thuan 高速公路项目（当前投资组合中收入最大的项目）。

房地产板块：关于守添的土地基金，CII 共有 9.6 公顷，已用 4.3 公顷，剩余 5.3 公顷，但何时会收到实际土地用于开发和建设公寓和办公室，尚未确定。今年，公司将完成 D'Verano、The River 和奠边府 152 号公寓等现有房地产项目剩余公寓的交接工作。

## 2/ 建筑材料板块

与公共设施投资项目（交通基础设施）并肩，建材板块间接受益于对钢铁、石材和水泥的巨大需求。我们认为业内最大企业和/或位于关键项目（石材、水泥）附近的企业将受益于当前的公共投资趋势。

### Watch-list:

- **钢铁:** *HPG、HSG、NKG*
- **石材:** *KSB、DHA、VLB*
- **水泥:** *BCC*

然而对于钢铁企业而言，我们认为，在房地产市场仍处于“冰冻”状态的情况下，参与公共投资项目只是一种“暂时性”办法。这些企业的业绩只有在房地产行业周期回归时才能取得真正的突破。

对于石材板块，我们看好的企业在南部同奈和平阳省等重点项目沿线或附近拥有采石场，矿产储量大，符合规模要求。

水泥板块方面，虽然被列入 **Watch-list**，但由于近年出现的水泥供过于求的情况，我们并不看好该行业。因此，公共投资只是该板块的短期“催化剂”。建筑 - 房地产市场的困境和“微薄”利润率以及高投入成本仍然是水泥板块的负担。



### 3/ 公共设施以及第 8 号电力规划

❖ *Watch-list: GAS、PVS、PVD、PC1、TV2*

#### 第 8 号电力规划概况

该规划于 5 月获批，主要内容：

- (1) 加强对国家电力生产规模和输电的投资，价值为 1270 亿美元。
- (2) 促进燃气发电和风电发展。
- (3) 到 2030 年保持煤电比重不变，逐渐降低并到 2050 年将比重接近于零。

据此，行业和企业从长期发展天然气发电（LNG）和风电（GAS、PVS、PVD）的趋势中受益最多。尤其是与 B 区乌门项目有关的企业，该项目投资规模超过 100 亿美元，预计于第三季度获批并投入运行。同时，短期内，受天气因素影响，水电出力不足，煤电板块仍受益于行业趋势。

代码	交易所	市值(Marcap) VND bn	2022 收入	PAT 2022	净收入增长 年：2022	近两年净收入 增长 - CAGR (Y)	近四年净收入 增长 - CAGR (Y)
GAS	HOSE	184,888	100,724	15,066	27.51%	25.32%	7.43%
BSR	UPCOM	53,648	167,126	14,669	65.34%	69.81%	10.54%
PLX	HOSE	48,664	304,172	1,902	79.91%	56.64%	12.19%
POW	HOSE	31,732	28,224	2,553	14.91%	-2.57%	-3.59%
PVS	HNX	15,773	16,379	944	14.81%	-9.93%	2.84%
PVD	HOSE	13,563	5,432	(155)	35.94%	1.92%	-0.31%

源：Fiinpro, Guotai Junan (VN)

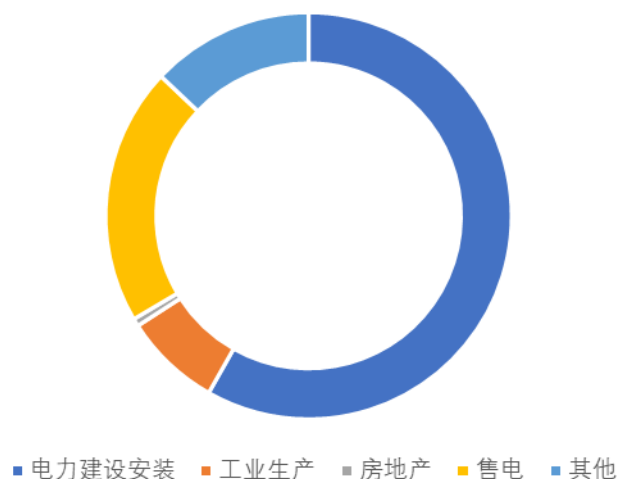
就风力而言，我们认为 PVS 凭借其成熟的海上施工能力，成为业内最杰出的公司之一。此外，不可忽视电力建设安装和输电企业（PC1，TV2）。

#### PC1- 电力建设安装“大佬”

PC1 在电力建设安装领域处于越南领先地位，具有丰富经验，特别是 EPC、PC 工程总承包；500KV 电压以及具有高度特殊性的项目（地理信息系统站、岛屿供电项目、地下电缆项目……）。PC1 的能力帮助企业成为与第 8 号电力规划等越南电力项目的首选。

电力方面，由于气候因素，今年水电站的运营一直很困难，而可再生能源则保持稳定，工厂在越南中部运营。

2022年收入结构



源：PVS, Guotai Junan (VN)

## PVS- 油气技术服务国家品牌

预计 B 区 - 乌门项目很快将获得批准并开工建设，为该承包商稳定的工作量创造前提，包括与燃气发电和天然气运输相关的海上工程以及陆地工程。

谈到越南可再生能源的发展，特别是海上风电，PVS 是最值得关注的公司——唯一能够在越南开展海上项目的公司。今年以来，PVS 连续中标与国际伙伴合作的海上风电项目。到 2023 年，PVS 有可能中标价值为数十亿美元的海上 M&C 项目，此信息有助于提高公司营业增长。

在 2023 年年度股东大会上，公司股东大会已批准海上可再生能源领域的发展方向，主要有两大支柱：1/ 除了目前油气和天然气领域外，发展成为提供国际可再生能源服务的承包商；2/ 参与可再生能源项目的投资和开发，第一步是越南海上风电。

## 4/ 其他公共设施

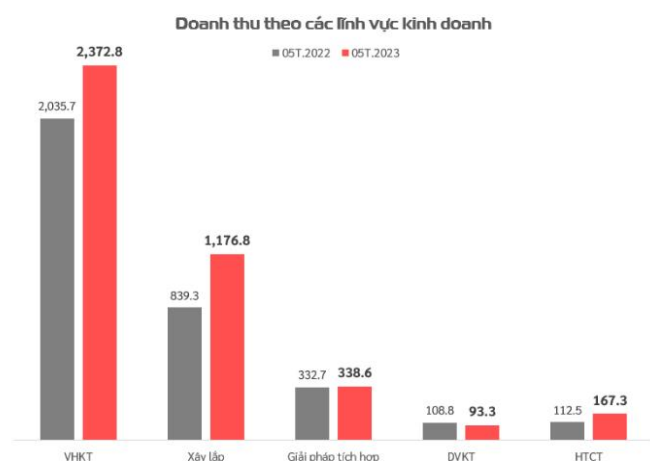
公共设施包括许多不同小领域，投资机会也出现在电信基础设施——5G 基础设施。其中，我们看好 CTR 股票。

Viettel 集团扩大移动市场份额以及开展 4G 新频段将成为 CTR 电信基础设施租赁和开发的增长引擎。该公司正在促进对租赁基础设施的投资，旨在成为越南第一大 TowerCo。目前，CTR 正在筹备基础设施投资，为 5G“热潮”期做好准备。5G 频率需要大量的小型基站，分散在全国各地，5G 基站的价值至少是 4G 基站的两倍。

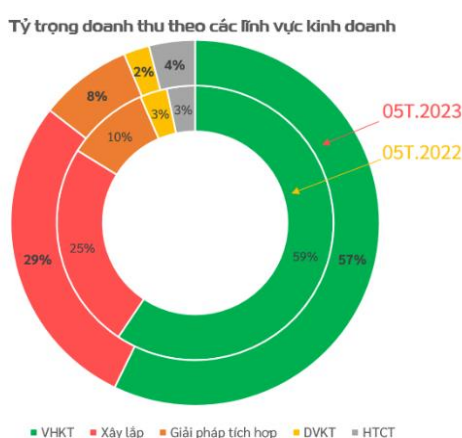


viettel  
construction

## 按照领域计算的收入结构



Tổng Công ty CP Công trình Viettel | Mã CK: CTR



Đơn vị: tỷ đồng

源: Viettel Construction



企业跟进表

序	代码	交易所	板块	Marketcap (VND bn)	总资产 (VND bn)	P/E	P/B	EPS 2022 (VND)	Net margin 2022	从今年到现在的价格波动
1	VCG	HOSE	基础设施建设	10,502	32,474	73.46	1.53	1,610	11.01%	7%
2	HHV	HOSE	基础设施建设	4,479	36,041	14.92	0.62	842	14.20%	35%
3	C4G	UPCOM	基础设施建设	4,356	8,347	18.3	1.19	667	5.68%	22%
4	LCG	HOSE	基础设施建设	2,465	5,289	16.25	0.97	952	19.32%	63%
5	CII	HOSE	基础设施建设	4,389	29,006	48.11	0.81	2,350	14.97%	26%
6	GAS	HOSE	油气	184,888	84,128	12.56	2.93	7,550	14.96%	-8%
7	PVS	HNX	油气	15,773	25,635	22.02	1.27	1,384	5.77%	47%
8	PVD	HOSE	油气	13,563	20,511	515.74	0.98	-185	-2.85%	32%
9	POW	HOSE	油气	31,732	58,005	18.6	1.02	834	9.05%	23%
10	PC1	HOSE	电力建设安装	7,572	20,718	22.83	1.48	1,502	6.42%	30%
11	TV2	HOSE	电力建设安装	2,026	2,873	28.18	1.48	783	4.00%	31%
12	HSG	HOSE	钢铁	9,898	17,005	-9.4	0.95	-1,803	-2.62%	34%
13	HPG	HOSE	钢铁	134,612	175,409	202.71	1.4	1,452	5.97%	20%
14	NKG	HOSE	钢铁	4,410	12,752	-7.08	0.84	-474	-0.54%	28%
15	KSB	HOSE	石材	2,022	4,287	16.32	1.04	1,707	17.70%	33%
16	DHA	HOSE	石材	568	450	11.78	1.37	3,461	13.49%	6%
17	VLB	UPCOM	石材	1,486	715	-25.58	2.63	-495	-1.82	27%
18	BCC	HNX	水泥	1,540	4,116	-32.25	0.73	221	1.50%	39%
19	CTR	HOSE	电信基础设施	8,270	6,156	17.84	4.73	3,310	4.73%	36%

源: Fiiipro, Guotai Junan (VN)

## 股票排名

标的指数: VN – Index.

投资期: 6 – 18 个月

建议	具体
买入	预期收益率相当或大于 15% 或公司/行业前景乐观
收集	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
持有	预期收益率 -5% 至 5% 或公司/行业前景中等
减持	预期收益率-15% 至 -5% 或公司/行业前景不乐观
卖出	预期收益率小于 -15% 或公司/行业前景不乐观

## 行业排名

标的指数: VN – Index

投资期: 6 – 18 个月

评级	具体
跑赢大市	与越南指数相比.平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观
中性	与越南指数相比.平均行业利润率-5%至 5% 或行业前景中等
跑输大市	与越南指数相比.平均行业利润率小于-5% 或行业前景不可观

## 免责声明

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考，投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定，投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券（越南）股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券（越南）股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券（越南）股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点，不能视为国泰君安证券（越南）股份公司的观点。另外，本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其在所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券（越南）的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能将出现利益冲突，影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容，其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券（越南）股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。

未经国泰君安证券（越南）股份公司的授权代表的书面同意，任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。



**GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY**

**陈氏红绒**

Equity Analyst- Banking sector

[nhungth@gtjas.com.vn](mailto:nhungth@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:703

**武世荣**

Head of Research

[vinhvt@gtjas.com.vn](mailto:vinhvt@gtjas.com.vn) - ext:701

**阮氏兰香**

翻译者

[huongntl@gtjas.com.vn](mailto:huongntl@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 – ext:113

16 June 2023

Public Investment

Strategic Report

**联系方式**

**河内总部**

**CHI NHÁNH  
TP.HCM**

咨询电话:  
(024) 35.730.073

挂单电话:  
(024) 35.779.999

Email: [info@gtjas.com.vn](mailto:info@gtjas.com.vn)

Website: [www.gtjai.com.vn](http://www.gtjai.com.vn)

河内市纸桥区陈维兴路 117 号  
Charm Vit 大厦一楼

电话:  
(024) 35.730.073

传真: (024) 35.730.088

胡志明市第三郡国际工厂路第二  
号 BIS 三楼

电话:  
(028) 38.239.966

传真:(028)38.239.696

