



分析师:

阮德平

binhd@gijas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 704

2024年4月22日

## 公司报告: 德江化工集团股份有限公司 (DGC)

### DGC—个股评估更新报告: 股票仍有上涨空间

自年初至今, DGC 股票表现非常积极。股价已达到我们在 2023 年 12 月 25 日的报告中设定的目标 (在 2024 年 3 月 14 日和 15 日股票价格达到 128000 越南盾/股)。我们认为, DGC 的积极上涨部分归功于企业将受益于半导体行业趋势的预期, 以及 2024 年初股市行情表现较佳。然而, 随着越南指数的调整, 目前股价已跌至 108000 越南盾/股 (2024 年 4 月 19 日收盘)。

2023 年 DGC 收入为 9.761 万亿越南盾, 同比下降 32%。2023 年税后利润为 3.242 万亿越南盾, 同比下降 46%。2023 年的收入和税后利润低于我们于 2023 年 12 月 25 日提出的预测。此外, 该公司还发布了相当保守的 2024 年业务计划, 合并收入计划为 10.202 万亿越南盾, 相当于同比增长 4.6%, 税后利润计划为 3.1 万亿越南盾, 相当于同比下降 4.4%。第一季度初步业绩: 收入预计为 2.2 万亿越南盾, 相当于下降 11%, 税后利润预计为 7000 亿越南盾, 相当于下降 15%。

我们更新了对 DGC 盈利和股票估值的预测。我们对 DGC 股票给予“**适度建仓**”推荐, 6-18 个月目标价为 **117000** 越南盾/股。与该股 2024 年 4 月 19 日收盘价 108000 越南盾/股相比, 这一估值相当于预期市盈率 12.01 倍, 上涨潜力为 +8.33%。

建议:

适度建仓

6-18个月的目标价:

2024年4月22日

VND 117,000

6-18个月的目标价:

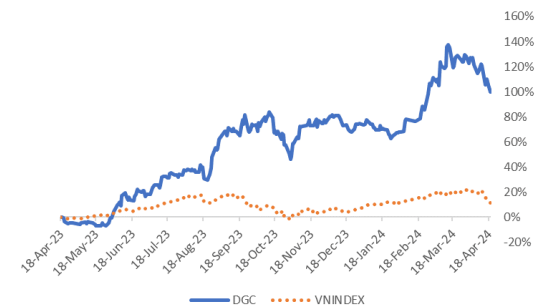
2023年12月25日

VND 128,000

当日股价:

VND 108,000

股票累计收益率(%)



股价波动	1 M	3 M	1Y
波动率%	-8.63	+17.14	+100.00
与越南指数相比	-5.53	+0.50	+11.36
平均价(越南盾)	119,116	109,530	85,995

源: Guotai Junan (VN), investing.com

Year	Net Sales (VND b)	PATMI (VND b)	Assets (VND b)	Equity (excl. MI) (VND b)	EPS (VND)	ΔEPS (%)	DPS (VND)	ROAA (%)	ROAE (%)
2020A	6,236.49	906.67	5,876.15	3,910.99	5,733	35.18	1,500	17.11	26.21
2021A	9,550.58	2,388.15	8,520.39	6,076.67	6,047	5.48	1,000	33.18	47.82
2022A	14,445.00	5,565.01	13,405.18	10,451.21	13,774	127.78	4,000	50.76	73.05
2023A	9,761.06	3,099.99	15,535.91	11,696.64	7,673	-44.29	3,000	21.43	29.27
2024F	12,000.00	3,700.00	17,386.00	13,090.00	9,742	26.96	N/A	22.48	29.85

流通股数 (百万)

379.78

大股东 (%)

Đào Hữu Huyền 18.38

Ngô Thị Ngọc Lan 6.64

Đào Hữu Kha 5.97

市值 (十亿越盾)

42,193.38

Free float (%)

60.00

三个月平均成交量 (百万股)

2.94

ROAA trailing 4Q (%)

21.43

52 周最高/最低价 (越盾)

132,000/50,000

ROAE trailing 4Q (%)

29.27

Sources: the Company, FiiPro X, Guotai Junan (VN)

## 2023 年经营业绩、年度股东大会及其他信息更新

**2023 年经营业绩:** 2023 财年, 公司收入为 9.761 万亿越南盾, 比上年下降 32%; 税后利润为 3.242 万亿越南盾, 下降 46%。主要原因来自于黄磷市场形势不佳, 来自国内外的竞争压力, 产品价格有所下降, 需求低于往年。2023 年的收入和利润低于我们在 2023 年 12 月 25 日报告中的预测。

**2024 年第一季度初步业绩:** 收入预计为 2.2 万亿越南盾 (同比下降 11%, 与上一季度相比下降 8%)。净利润预计达到 7000 亿越南盾 (同比下降 15%, 环比下降 6%)。董事长表示, 一季度业绩受到春节假期的部分影响。

**2024 年营业计划:** 在 3 月 29 日的年度股东大会上, 公司股东批准了 2024 年公司营业计划, 合并总收入为 10.202 万亿越南盾, 相当于同比增长 4.6%, 计划税后利润为 3.1 万亿越南盾, 相当于同比下降 4.4%。部分券商评价这是一个谨慎的经营计划, 也认为 DGC 董事会也经常发布谨慎的年度经营计划。我们评估 2024 年 DGC 有望实现高于计划目标的经营业绩。不过, 基于 DGC 谨慎的营业计划以及 2024 年第一季度的初步业务业绩, 我们也下调 GTJA 对 DGC 2024 年收入的预测。

### 项目的进度:

- **Nghi Son 项目:** 由于需要解决人们的投诉问题, 前段时间该项目实施进度落后于计划。该公司董事长在年度股东大会上表示, 该项目已取得一定进展: 当地政府已于 2024 年 3 月作出最后决定关于需要向移民支付的金额。因此, 预计该项目将于今年 6 月起实施。预计该项目的第一期阶段将在 1 年左右完成。当达到最大产能时, 该项目 (第一期) 可产生约 1 亿美元/年的收入 (约 2.5 万亿越南盾/年)。该企业预计在 2024 年斥资 5000 亿越南盾实施该项目第一阶段。不过, 董事会主席 陶有玄 (Dao Huu Huyen) 先生 也表示, Nghi Son 项目 (下一阶段) 的 PVC 生产可能需要推迟, 以重新检查技术并等待有关中部高地铝土矿开采项目 (Bauxite Tây Nguyên) 情况的更多信息。因此, 该企业可能要到 2028 年才开始在 Nghi Son 项目部署 PVC 生产。
- **中部高地铝土矿开采项目 (Bauxite Tây Nguyên):** 企业正在继续调研, 争取获得投资许可证。该企业报告称已与得农省签署了谅解备忘录。DGC 预计该项目将在未来 2 年内获批投资, 投产时间为 2028 年。因此, 该项目预计比原计划推迟 1 年。关于实施该项目的资金, 该公司报告称, Vietcombank 已签署承诺向该公司提供 14.5 万亿越南盾的贷款。

### 其他信息:

- DGC 计划于 2024 年使用 100 亿越南盾扩建采矿区。在开采过程中, DGC 发现采矿区的实际储量可能高于最初预期, 因此将进行扩建。此事成为企业营业活动的利好消息: DGC 的矿石从 2025 年起可以 100% 自产自销, 有助于略微提高企业黄色荧光粉业务在 2025-2027 年期间的毛利率。
- DGC 还计划在 2024 年重组集团组织 (将 PAT 并入 DGC)。

DGC 斥资约 2530 亿美元收购了位于 Dak Nong 的 Dai Viet 酒精工厂。集团将把所有这些拍卖资产转让给 Duc Giang Dak Nong One Member LLC, 并在该子公司下建立 Duc Giang 酒精工厂。董事会主席 Dao Huu Huyen 先生在年度股东大会上分享道: “我们参观了工厂。这家公司有可用的原材料和客户可以销售和出口, 所以我们购买它们。在我看来, 这个企业的设备[...]非常好[...]”。

### 更新的预测、估值和建议

根据财务报表的更新信息、年度股东大会以及其他新闻, 我们对 DGC 的业绩预测进行调整如下:

- 根据企业经营计划和 2024 年第一季度初步经营业绩, 我们进行下调 2024 年 DGC 净收入的预测。由于业务投资计划和项目进展的最新信息, 调整 2025-2029 年期间净收入预测。
- 我们根据投资计划和项目进展的最新信息调整 2024-2029 年期间的平均投资资本和 SG&A (销售费用和管理费用) 的预测。由于收入结构预测的变化, 我们还调整了 2024-2029 年期间的毛利率预测, 并对 2030 年的业务业绩进行了额外的预测。
- 调整对加权平均资本成本 (WACC) 的预测: 我们预测 WACC 将在 2024 年至 2030 年期间逐渐从 13% 下降至 11.9%, 因为我们预计 DGC 将增加贷款以支持企业的投资项目。
- 调整我们对持续因子 ( $\omega$ ) 的假设: 我们评估 DGC 具有一定的竞争优势, 可以帮助该企业在 2030 年后保持其在化工行业的地位, 因此我们调整  $\omega$  为 0.93。

基于我们对 DGC 2024-2030 年期间经营业绩的预测, 并基于对企业经营状况的假设, 我们采用剩余营业

收入折现法对 DGC 股票进行估值, 该股 6-18 个月的目标价格为 **11.7 万越南盾/股**。与该股 2024 年 4 月 19 日收盘价 108000 越南盾/股相比, 这一估值相当于预期市盈率 12.01 倍, 上涨潜力为 +8.33%。根据上述目标价, 我们建议“**适度建仓**”DGC 股。

(单位: 十亿越南盾)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
净收入	10,875	15,270	20,740	26,600	48,000	55,060	59,957
净收入同比增长率%	-24.71%	40.41%	35.82%	28.25%	80.45%	14.71%	8.89%
毛利润	4,000	6,413	7,881	9,310	15,360	19,822	23,983
毛利率	36.78%	42%	38%	35%	32%	36%	40%
SG&A 销售费用和管理费用	(680)	(820)	(1,361)	(1,929)	(2,526)	(3,152)	(3,309)
息税前利润	3,320	5,593	6,520	7,381	12,834	16,670	20,673
平均投资资本	3,057	6,318	11,818	21,893	36,043	50,193	64,343
加权平均资本成本	N/A	13%	13%	13%	13%	13%	13%

DGC 的预期经营业绩 (GTJASVN Research, 2023 年 12 月 25 日)。此外, 我们假设  $\omega = 0.90$ 。

(单位: 十亿越南盾)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
净收入	9,748	12,000	16,000	22,500	27,500	37,500	48,750	60,000
净收入同比增长率%	-32.51%	23.10%	33.33%	40.63%	22.22%	36.36%	30.00%	23.08%
毛利润	3,440	4,800	6,683	9,225	11,468	14,775	17,599	20,640
毛利率	35.3%	40.0%	40.5%	41.0%	41.7%	39.4%	36.1%	34.4%
销售费用和管理费用	(594)	(680)	(800)	(1,170)	(1,458)	(2,025)	(2,681)	(3,360)
息税前利润	2,846	4,120	5,883	8,055	10,010	12,750	14,918	17,280
平均投资资本	2,623	3,259	3,990	13,740	34,165	53,140	60,540	58,565
加权平均资本成本	N/A	13.0%	13.0%	12.7%	12.4%	12.1%	12.0%	11.9%

更新 DGC 的预期经营业绩 (GTJASVN Research, 2024 年 4 月 22 日)。此外, 我们假设  $\omega = 0.93$ 。

## 投资风险

磷灰石矿石供应风险。项目进展风险。黄磷、磷酸、化肥产品价格和产量回升的风险。

估值风险: 我们的股票估值基于有关公司业务运营的多项假设。这些假设不可能完全正确。此外, 公司不断变化的内外外部环境可能导致本报告中估值所使用的信息和假设以及估值结果在报告发布时不再适用。

## 股票排名

参考指数: VN – Index.

投资期: 6 至 18 个月

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

## 行业排名

参考指数: VN – Index

投资期: 6 至 18 个月

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

## 免责声明

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

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

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

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

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

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



## GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

阮德平

Senior Research Analyst

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

(024) 35.730.073- ext: 704

陈氏红绒

Deputy Director

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

(024) 35.730.073- ext: 703

## GTJA 证券（越南）客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist  
and translator

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

(024) 35.730.073 – ext: 118

范氏美凤

Customer Service Specialist  
and translator

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

(024) 35.730.073 – ext: 114



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

### 联系方式

### 河内总部

### 胡志明分公司

咨询电话:  
(024) 35.730.073

挂单电话:  
(024) 35.779.999

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