



公司报告: 京北都市发展总公司 (HOSE: KBC)

分析师

武琼如

邮箱: nhuvq@gtjas.com.vn – ext 702

2024年7月2日

2024年经营业绩报告更新

6月19日上午, 京北都市开发总公司 (HoSE: KBC) 召开 2024 年度股东大会, 主要内容包括 Trang Due 3 工业区、Trang Cat 都市区、Phuc Ninh 都市区等项目的法律进展更新以及工业区和住房土地基金中长期发展战略。

公司维持上次临时股东大会上发布的 2024 年经营计划, 收入和净利润分别为 9 万亿越南盾 (同比增长 60%) 和 4 万亿越南盾 (同比增长 78%)。

值得注意的是, KBC 拟通过私募发行方式以进行增资, 据此 KBC 将发行 2.5 亿股票。所得款项将用于 i) 增加营运资金, ii) 偿还部分流动债务, 以及 iii) 向子公司注资以扩大 KBC 的经营规模。

据此, 我们对 KBC 2024 年下半年的经营业绩期望和投资建议如下:

- Nam Son Hap Linh 工业区、扩大的 Quang Chau 工业区和 Tan Phu Trung 工业区的移交点收将集中在 2024 年下半年, 预计可以移交上述 3 个工业区的 87 公顷土地。同时, 我们预计 KBC 将推迟 Trang Due 3 工业区项目移交时间至 2025 年上半年。
- 对于住宅房地产领域, Phuc Ninh 和 Trang Cat 项目的困难将在 2024 年《土地法》生效后得以客服。

建议

我们推荐“买入”KBC 股票, 目标价为 35250 越南盾/股 (与当前市场价格相比, 收益率为 20.32%)。

流通股数 (百万)	767.6
市值 (十亿越南盾)	22,490.8
三个月平均成交量 (百万股)	6,106
52 周最高/最低价 (越南盾)	36,600/25,200

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN).

大股东	Đặng Thành Tâm 18.06%
Free float (%)	75%
D/E	0.95

建议:

买入

6-18个月的目标价:

VND 35,250
(+20.32%)

当前股价:

VND 29,300

股价波动



股价波动	1 M	3 M	1Y
波动率%	-9.29	-0.15	-0.02
与越南指数相%	-0.80	-0.92	12.82
均价 (越南盾)	30,480	30,900	31,540

源: Fii n X, Guotai Junan (VN)

1. 更新 2024 年第一季度经营业绩

指标	Q1/2023	Q1/2024	%YoY	备注
净收入	2,214	152	-93%	仅完成 2024 年收入计划（9 万亿越南盾）的 2%
出租工业区土地和基础设施	2,068	0	-100%	收入下降的主要原因是公司一季度没有从交付工业地产项目记录收入，而这却是 KBC 每年收入增长的主要贡献者。
出让城市区项目	21	15	-30%	
提供工业区服务（清洁水、电、服务费、废水处理）	97	93	-4%	
出租仓库、厂房、办公室	28	44	61%	
销售成本	669	78	-88%	
毛利润	1,551	74	-95%	
毛利率	70.1%	48.5%	-2126ppt	
财务活动收入	155	68	-56%	与去年同期相比，财务活动收入有所下降，主要是由于今年公司没有记录来自投资转让活动的财务收入
财务费用	-132	-54	-59%	由于无需支付债券发行成本和贷款利息减少，财务成本下降。然而，该公司额外计提了 1.31 亿越南盾的投资贬值拨备
销售费用	-151	-4	-98%	与同期相比，销售和管理成本大幅下降，但收入却有所下降，导致 SG&A 成本与收入的比率从 11.5% 飙升至 75.1%。
企业成本管理	-105	-111	6%	
%SG&A/ 收入	11.5%	75.1%	6358 ppt	
业务活动的利润/亏损	1,315	-33	-103%	
税前净利润/亏损	1,314	-36	-103%	
税后净利润/亏损	1,056	-77	-107%	770 亿越南盾的损失与 2024 年利润高达 4 万亿越南盾的目标计划相差甚远
净利润率	47.7%	-50.4%	-9809ppt	
各板块的毛利率				
出租工业区土地和基础设施	71%	-		
出让城市区项目	34%	35%		
提供工业区服务（清洁水、电、服务费、废水处理）	60%	51%		
出租仓库、厂房、办公室	48%	47%		

源: KBC, GTJAVN

评估财务情况

第一季度末，现金余额和短期存款从 8485 亿越南盾大幅增加至 6.24 万亿越南盾，较 2023 年底增加近 5.4 万亿越南盾，这得益于 Trang Cat 城区项目的客户押金（通过与西贡咸新旅游股份公司（SGHT）签订房地产经纪合同，允许 SGHT 为 Trang Cat 城区项目的超过 40.5 公顷的商业用地提供独家经纪服务，价值约 1400 万越南盾/平方米）。我们预测，根据 Trang Cat 城区项目的修订规划，这笔押金金额可以被 KBC 用于支付额外商业区的土地使用成本，同时 SGHT 将有权出售超过 40 公顷的商业用地并且享有更好的经纪利润作为回报。

2. 2024 年股东大会更新 (2024 年 6 月 19)

项目更新

- **Trang Due 3 工业园 (海防):** 仍在等待越南总理批准投资决定; 投资政策文件经海防市补充修改后已移交越南投资计划部。据 KBC 领导透露, 许多投资者已注册投资 Trang Due 3 工业园; KBC 正在与 LG 及其子公司合作。Trang Due 3 工业园的法律程序正在迈出最后一步, 预计将于 2024 年竣工并投入运营。该公司已对超过 200 公顷土地进行征地拆迁, KBC 预计能够与 LG 签署合同, 出租面积约 90 公顷, 其中 50 公顷准备在投资政策获得批准后交付。
- **南山合灵工业园:** 拥有近 100 公顷商业用地, 但仍需补偿和进行征地拆迁, 同时完成基础设施以吸引更多租户。

2024 年吸引投资的潜在项目

工业区	项目领域	国家	规模
Nam Son Hap Linh (北宁)	生产塑料产品	中国	30 ha
	生产电子领域的铝制部件	中国	20 ha
	工厂、物流	新加坡	18 ha
	生产家用电子设备	中国	15 ha
	生产 PCB 板	台湾	14 ha
Trang Due 3 (海防)	生产电磁炉和烤架	中国	60 ha
	生产 CNC 电池	韩国	20 ha
Phu Binh (太原)	生产电子元件	中国	20 ha

源: KBC, GTJAVN

- **福宁市区 (北宁):** 等待当地政府的法律批准
- **Trang Cat 城区 (海防):** 在等待剩余法律程序的批准期间, KBC 正在为该项目平整地面并建设基础设施。目前, 已补偿 581.9 公顷 (总面积 584.1 公顷), 平整 80 公顷。董事会预计, 长吉市区的利润率将有扩大的潜力, 主要得益于(1)海防房价上涨趋势及(2)由于公司已经从多年前支付土地使用权费而实施成本将相对较低。
- 此外, KBC 还获得了一些工业园区的投资政策决定和投资许可的批准, 例如 Tan Tap 工业园区、隆安省 Loc Giang 工业园区、Trang Due 配套工业集群 (58.7 公顷, 海防市)、Tan Tap 工业集群、Phuoc Vinh Dong (隆安省)。KBC 将需要更多资金来对这些项目进行土地补偿和征收拆迁, 以便拥有商业土地供新投资者租赁。

非公开发行方案: KBC 拟通过定向增发方式增发 2.5 亿股, 最低发行价格为国家证监会批准定向增发日前 30 个交易日平均收盘价的 80%, 并且不低于 KBC 董事会实施发行计划时最近一个季度单独财务报表中的账面价值/股。所得款项将用于 i) 增加营运资金, ii) 偿还当前部分债务, 以及 iii) 向子公司注资以扩大 KBC 的经营规模。

2024 年公司计划: KBC 董事会维持 2024 年 3 月临时股东大会批准的 2024 年计划, 收入和税后利润分别为 9 万亿越南盾 (同比增长 60%) 和 4 万亿越南盾 (同比增长 78%)。

股息: 预计不知福股息

GTJA Research 的观点: 可以看出, KBC 的重点项目 (包括 Trang Due 3、Nam Son Hap Linh 工业园和 Trang Cat 城区) 已迈进完成法律程序的最后步骤, 以吸引租赁和移交。在 KBC 可用商业土地资金日益有限的背景下, 这些项目的产品交付进度对公司的增长潜力至关重要。我们预计定向增发能够尽快完成, 以支持 KBC 已批准投资的项目的场地清理和土地补偿, 从而确保投资的土地资金能够尽快落实。

3. 展望与投资论点

3.1. 经营展望

3.1.1. 工业地产为KBC的主营业务并可确保企业的增长

2024年继续移交Nam Son Hap Linh、Tan Phu Trung、Quang Chau等3个工业区土地，预计移交面积102公顷

由于通过移交现有工业区而获得收入，我们期望KBC在2024年下半年的盈利前景更为乐观具体：

- 移交已签署谅解备忘录在Quang Chau工业区剩余的17公顷土地，
- 移交已签署谅解备忘录在Tan Phu Trung工业区的3公顷，以及期望2024年新增的租赁面积，总计30公顷

此外，截至2023年第3季度，尽管在Nam Son Hap Linh签署25公顷的谅解备忘录，但KBC无法将土地移交给客户。主要原因是仙游县的可征收使用土地已达到上限，县级民委员会无法给KBC批准以完成征收拆迁工作、建设基础设施以及将剩下面积移交给客户。上述瓶颈已于2024年第一季度完全消除，具体：

(1) 政府于2024年3月12日通过第227/QD-TTG号决定，对2025年之前的土地利用指标进行调整。据此，北宁省已增加780公顷，从4760公顷上调至5540公顷。这是北宁省向各地区分配额外土地使用面积的基础。

(2) 2024年1月，仙游县（北宁省）已签署并发布第657/QD-UBND号决定；据此，将Nam Son Hap Linh工业区的55公顷纳入2024年土地利用计划。

基于(1)北宁省仙游县的土地使用面积上限已提升，以及(2)KBC拥有已签署谅解备忘录的25公顷，其中15公顷移交给富士康，我们预计KBC从现在到年底将继续移交该项目的40公顷土地。

由于法律手续工作进展缓慢，Trang Due 3 工业区难以在2024年投入运营

对于Trang Due 3工业区，由于法律手续工作进展缓慢，我们对KBC在2024年上半年将获得投资政策批准并从2024年下半年开始记录收入的期望尚未实现。我们推迟期望到2024年下半年，KBC将获得投资政策批准，并于2025年上半年开始记录收入。已成功征地拆迁面积为200公顷，根据与LG集团的投资承诺，KBC预计于2025年可以将90公顷土地移交给LG集团（Trang Due 1、2工业区的老客户），预计此项目将为KBC带来超过3.7万亿越南盾的收入和9000亿越南盾的税后利润（毛利润率47%）。

在兴安省（245公顷）、隆安省（1057公顷）、芹苴的2个工业区（1320公顷）的大量土地将助力于企业长期增长

2024年6月上旬，KBC已与芹苴省领导就位于该城市的O Mon工业区（250公顷）和Co Do - Thoi Lai工业区（1070公顷）的投资提议问题进行交换意见，总投资总额分别为4.2万亿越南盾和12.8万亿越南盾。芹苴省的2个工业区总规模达1320公顷，加上位于北宁、海防、太原、前江、后江、头顿等省份的项目正处于法律手续办理期间，将为企业提供长期的工业区土地，以满足当前越南FDI资本流入不断增加趋势的背景下的大量租赁需求。

3.1.2. 住宅房地产板块

继续在2024年在Trang Due城市区（海防市）交付最后15栋别墅。

预计从现在到2025年上半年（房地产法生效后），富宁城市区将与相关政府机构完成最终的

土地定价手续，并在 2025 年将项目交付给客户。

今年很难在 *Trang Cat* 城市区完成土地使用费的支付，只有修订后的《土地法》生效后才有可能实现。

我们在住宅房地产市场尚未出现可持续改善迹象以及三部房地产法尚未通过的情况下，对 *Trang Cat* 城市区项目的发展前景持谨慎态度。



由于该城市区距离市中心和工业区较远，周边基础设施尚未完善，这些因素也成为开盘销售业绩的障碍。

我们预计 KBC 将在 2024 年至 2025 年上半年获得修订投资方案的批准，并在 2025 年完成支付增加商业面积的土地使用权的义务。随后，KBC 将在 2025 年下半年开售，并在 2026 年开始记录收入。

3.2. 投资论点

3.2.1 工业地产行业的巨大前景来自于与大国加强合作后引进的 FDI 投资浪潮

期待迎来世界主要经济体的投资资金流入

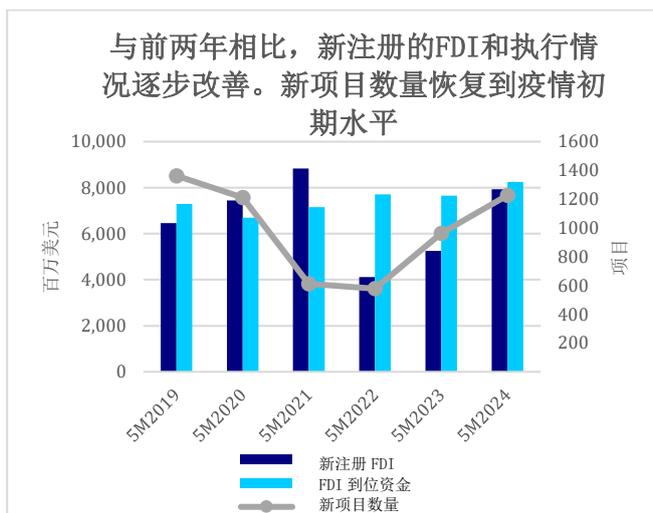
越南已经与美国、日本、韩国，欧盟等许多国家升级其外交关系，从而加强了流入越南的 FDI 投资。

此外，越南凭借靠近中国的地理位置、丰富的年轻劳动力以及显著较低的平均生产成本，持续受益于中国+1 供应链多元化趋势。

6 月发生的许多重要事件预计将对接下来时间在吸引外资方面产生积极影响。首先是范明正总理赴中国出席 2024 年大连世界经济论坛并且对中国进行工作访问。

越南总理还于 6 月 30 日至 7 月 3 日对韩国进行了正式访问。此次访问预计将有 30 多项活动，其中一半以上活动聚焦经济领域。除了与韩国高级领导人的官方活动外，总理还将出席商业论坛、旅游推广和文化合作论坛以及越南-韩国劳工论坛等 3 个论坛并发表讲话。此外，越南总理会参加 2 场研讨会，包括与韩国经济组织领导人的研讨会以及与韩国知识分子和科学家就半导体和人工智能举行的研讨会。阮春福总理还将与在越南投资的一些主要韩国经济集团的领导人代表举行会谈。此次访问是在越韩关系发展良好的背景下进行的，预计不久的将来越南会迎来越来越多来自韩国的 FDI 投资。

越南经济高度开放，有助于为越南在吸引全球大型企业的高质量外国直接投资方面创造机会。



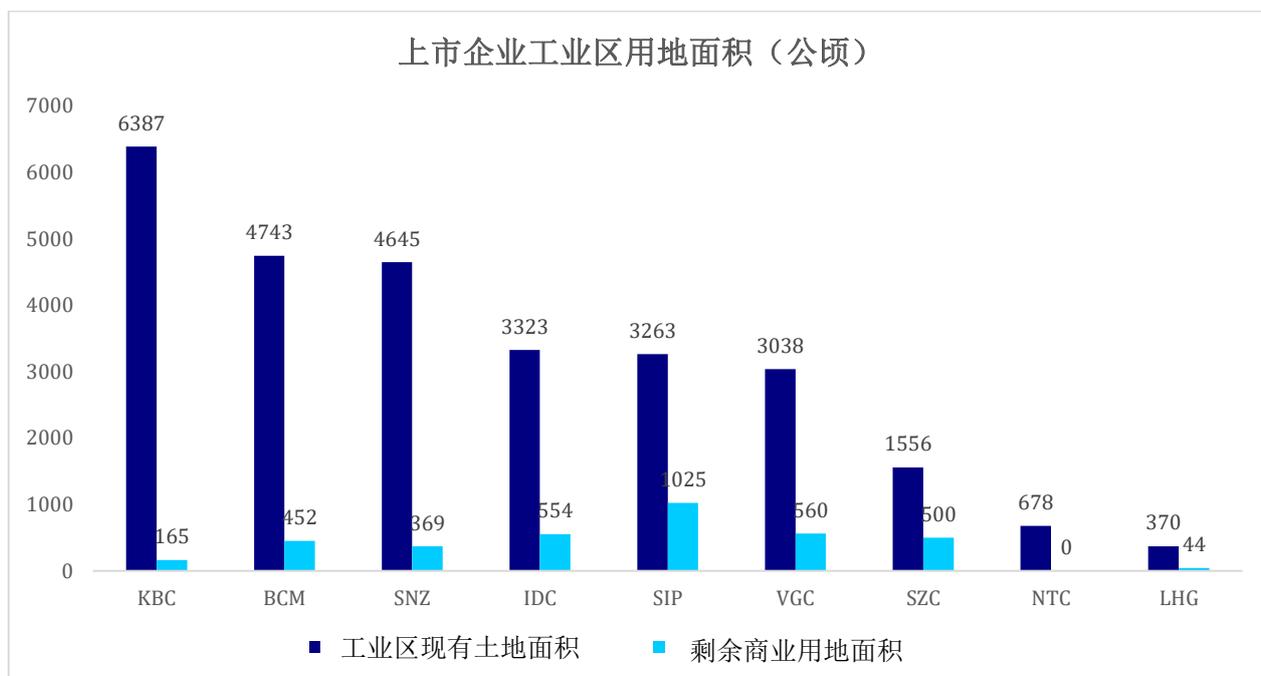
源: 越南计划与投资部, GTJAVN

3.2.2 拥有大面积位于重点工业省份并且已完成土地征收拆迁程序的土地基金，吸引 FDI 租户能力强，有助于缩短工业园区填满时间

拥有大规模土地基金，具有长期开发工业园区的经验

经过 20 多年的创立和发展，至今 KBC 已成为领先的工业园区房地产开发商之一。KBC 土地基金面积年均增长率约为 5%。到 2022 年底，工业园区用地面积大约 6387 公顷（约占全国工业园区用地总面积的 5.2%）、城区用地 1263 公顷。

Trang Due 3 项目规模 687 公顷，商业面积 456 公顷（已完成征地面积 200 多公顷），在 Dinh Vu - Cat Hai 经济区拥有有利的区位和税收优惠政策。Trang Due 3 工业园的租金收入预计将促进 2024 年及 2024-2026 年期间业务业绩的增长。我们预计在 2024 年下半年公司有望补充超过 400 公顷商业土地基金。



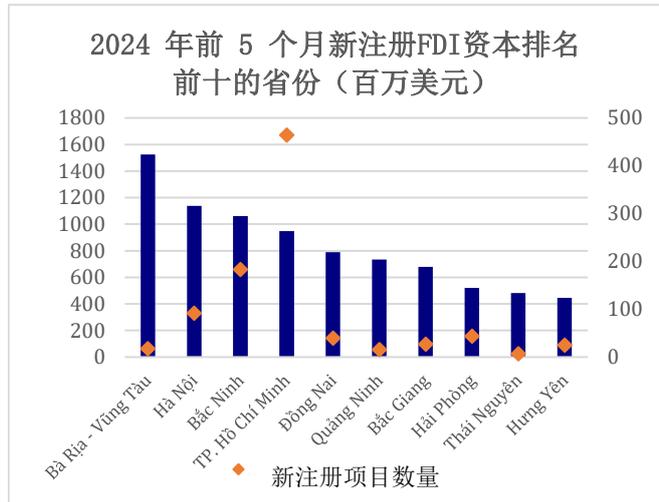
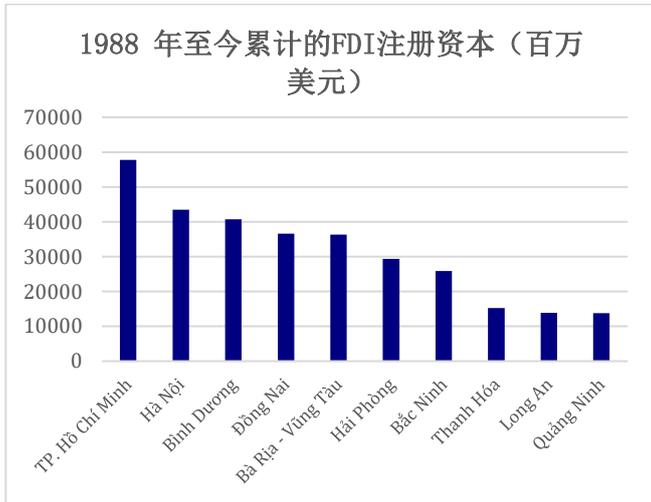
源: GTJAVN 汇总

工业园区的优越地理位置，位于重点吸引外资省份

KBC 的项目分布在北-中-南三个地区，包括北宁、北江、海防、古芝-胡志明市、隆安等城市。在开发现有项目的同时，KBC 还在兴安、海阳、广宁、西宁、头顿、前江等其他省份建立新

项目，其中，主要业务区域是北部地区，包括 3 个省份：北宁省、北江省和海防省。在外国直接投资（FDI）方面，从投资地点来看，2024 年前 5 个月，外资已在全国 47 个省市进行投资。其中，新注册投资资本领先的 10 个省市占全国新项目总数的 74.7%和全国投资总额的 75.2%。北宁省以超过 10.6 亿美元的注册投资总额位居第三，占全国投资总额的近 9.6%。从项目数量来看，胡志明市在新项目数量（占 37.8%）、资本调整（占 16.4%）和合资购买股份（占 71.1%）方面均位居全国首位。根据外国投资局的数据，投资资金主要集中在那些在吸引 FDI 方面具有优势的省市（如良好的基础设施、稳定的人力资源、努力改革行政手续和积极开展投资促进工作.....）。KBC 正在出租或开发的工业区和城市区项目均位于这些吸引大量 FDI 的省市。

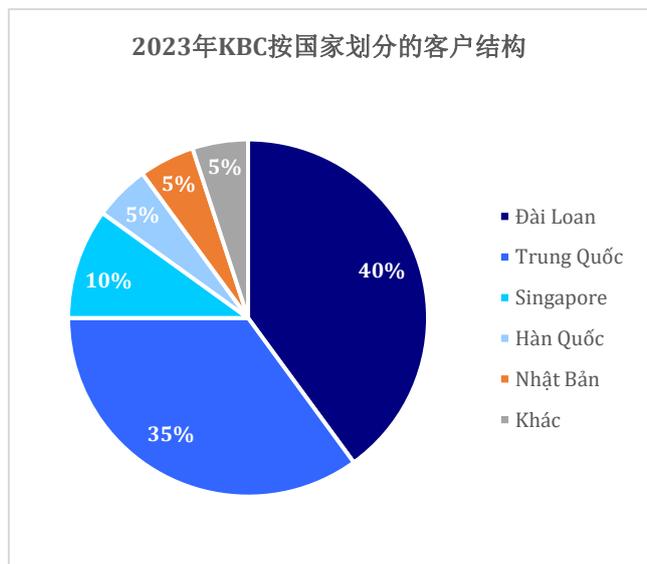
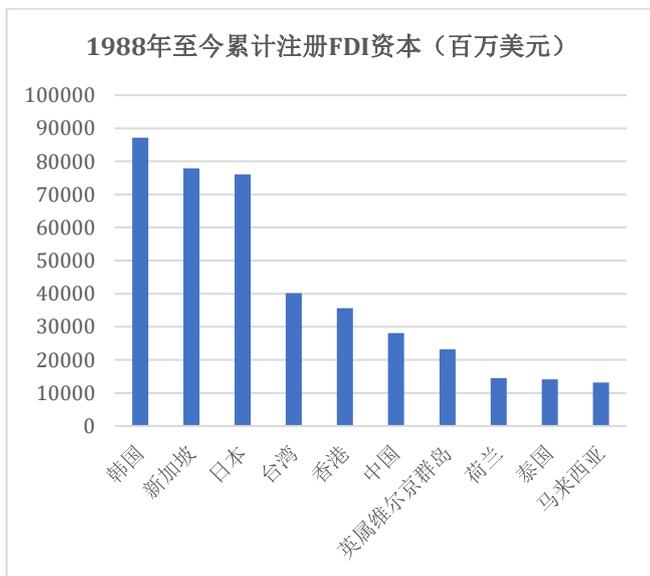
02 July 2024



源: 越南计划与投资部, GTJAVN

KBC 的大客户主要来自那些对越南 FDI 流入量领先的国家:

工业区 90% 以上的客户是来自台湾、中国、新加坡、韩国等地的外国企业。每个工业区的租户都是大型企业，如 Canon, Foxconn, LG, JA Solar, Luxshare – ICT, Goertek, Fuyu, Jufeng, Ingrasys,.....。其中，台湾和中国的客户是 KBC 工业区的主要客户群。这些国家都是最近几年投资大量 FDI 进入越南的前十大国家。与外国租户合作并保持良好关系的经验有助于 KBC 树立品牌，继续向现有客户（LG 和 Foxconn）出租土地以扩大生产，同时也在中国+1 生产转移浪潮中吸引来自上述国家的更多客户。



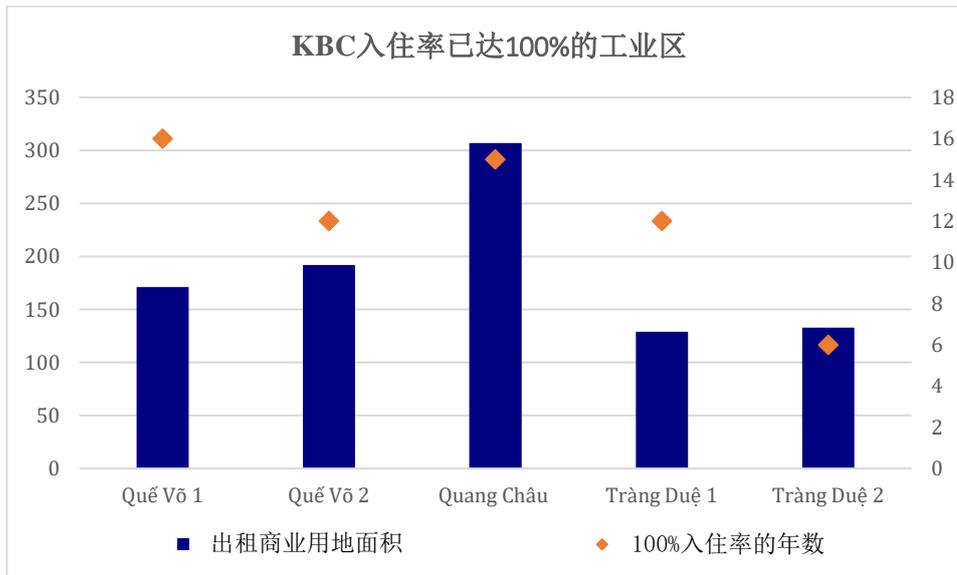
源: KBC, 越南计划与投资部, GTJAVN

KBC

Company Report

工业区的入住率的逐步缩短反映了销售过程的良好态势

在 KBC 已达 100% 的入住率的 5 个工业区中，较晚开盘出售的工业区的入住率已逐渐缩短。如果说之前的 4 个工业区需要 12-16 年的时间，那么 Trang Due 2 只用了 6 年时间就实现了 100% 的入住率。扩建后的 Quang Chau 工业区于 2022 年开售，仅用了 2 年时间就达到了 75% 的入住率，这部分归功于吸引了富士康这一大型租户，其 50 多公顷的土地将于 2023 年交付。同样，Nam Son Hap Linh 工业区在运营仅两年后就迅速达到了约 50% 的入住率。关于未来的工业区，虽然 Trang Due 3 工业区尚未开售，但该业务已获得 LG Innotek 的投资承诺，占地 90 多公顷用于工厂扩建。我们预计项目的法律问题和征地工作将很快完成，这将有助于 KBC 在未来的新工业区继续保持上述入住率。



源: KBC, GTJAVN

3.2.3 稳健的财务状况有利于长期增长 低财务杠杆的资本结构

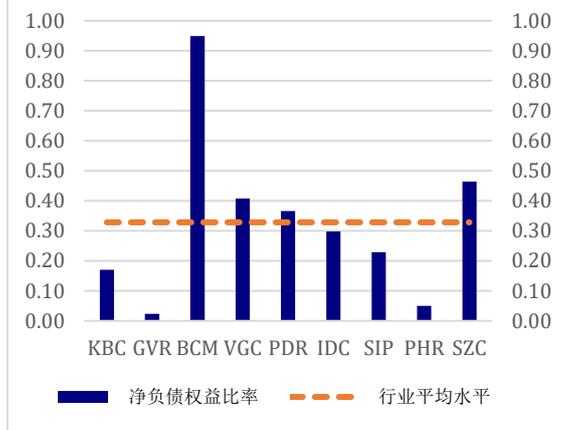
KBC 2023 年资本重组的亮点在于完成偿还 2023 年到期债券工作，价值高达约 3.9 万亿越南盾，将未偿债券债务降至零。从而使公司债务股本比下调至 0.17，远低于同行业其他企业和行业平均水平 (0.33)。

在房地产企业仍面临债券到期压力的背景下，KBC 解决上述债务的能力有助于证明其良好的财务状况以开展未来的项目。

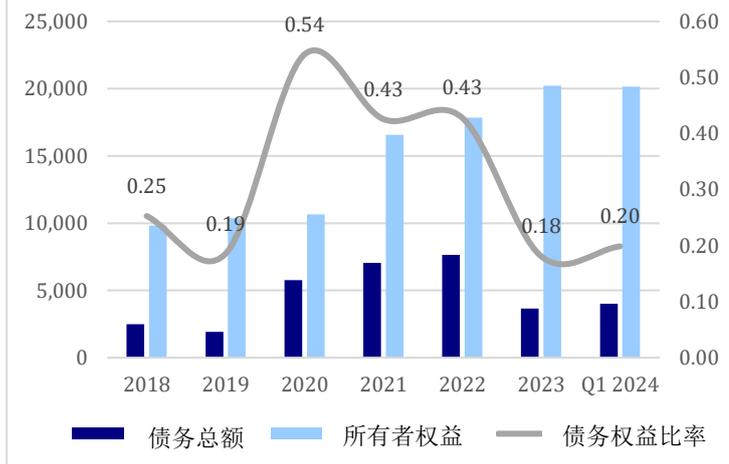
2023 年 KBC 偿还所有债券债务后，债务大幅减少



工业区房地产企业的净负债权益比率



债务减少有助于债务权益比率从2023年底至今大幅下降



源: KBC, GTJAVN

经营活动现金流量逐年改善

2020 年至今，KBC 经营活动的现金流逐渐改善，并从 2023 年底开始实现正现金流。近期，企业经营活动表现更为积极，已移交、签署谅解备忘录和正式签署状况都呈现向好发展态势。我们期望，KBC 将继续保持良好的财务状况，以此为其未来开发工业区和住宅项目的坚实基础。



源: KBC, GTJAVN

估值与建议

我们对 KBC 股票维持买入建议，目标价为 35255 越南盾/股票（与 7 月 2 日收盘价 29300 越南盾/股相比，增长潜力为 20.32%）。这一建议基于部分估值方法，考虑到 KBC 公司拥有丰富多样的项目组合，包括工业区和住宅等不同类型的的项目进展情况

- 使用 DCF 方法，并假设 WACC 为 15.4%，适用于 2024-2025 年期间正在运营和即将运营的项目。
- 采用 P/B 法评估 Trang Cat 和 Phuc Ninh 城市区项目。

我们采用 10% 的 RNAV 折扣，以反映 2023 年底之前股市波动背景下的外部市场风险。

投资风险:

- (1) FDI 流入放缓的风险可能导致工业用地租赁需求下降;
- (2) Trang Due 3 号项目和 Trang Cat 项目的征地进度延迟风险，可能会影响项目的效益;
- (3) 2024 年《土地法》生效后征地成本可能会大幅上升;
- (4) 来自越南宏观政策、贸易壁垒、越南参与的地区和全球协定的风险。



项目名称	拥有率	估值方法	估值	属于 KBC 的价值
工业区				
Quang Chau 扩大	89%	DCF	209.8	187
Nam Son Hap Linh	100%	DCF	1701.5	1701
Tan Phu Trung	72.4%	DCF	1500.5	1087
Trang Due 3	86.5%	DCF	5115.3	4427
工业区服务费	100%	DCF	1805.0	1805
城市区				
Trang Cat	100%	P/B	11328.0	11328
Trang Due	86.5%	RNAV	239.0	207
Phuc Ninh	100%	P/B	1670.0	1670
社会住房 Nenh	76%	RNAV	511.0	388
其他项目	100%		160.0	160
总计				22960
+ 现金和短期投资				580
+ 短期投资				7515
+ 投资于合资企业和关联公司				4372
+ 对其他单位的投资和注资				398
- 债务				-4003
- 少数股东权益				-2054
股权价值				29768
股票数量				768
目标价 (越南盾)				38781
折扣 10%				35250
当前价格				29300
上涨				+20.32%

WACC 假设	
市场风险溢价	9%
无风险利率	2.50%
债务比率	13%
股权比例	87%
Beta	1.6
资本成本	16.9%
债务成本	7%
WACC	15.4%

KBC 工业园区项目信息

	位置	商品面积	占用率	租赁价 (USD/m ² /ckt)	备注
正在管理和开售的项目					
Que Vo 1	北宁	171	100%	75	
Que Vo 2	北宁	192	100%	90	
Trang Due 1	海防	129	100%	80	
Trang Due 2	海防	133	100%	85	
Quang Chau	北江	307	100%	130	
Quang Chau 扩大	北江	67	75%	130	其余 17 公顷的土地面积已签署谅解备忘录 剩余商业产品面积超过 90 公顷，其中：
Nam Son Hap Linh	北宁	204	54%	142	- 尚有 60 公顷土地未得到补偿 - 25 公顷已签署谅解备忘录但尚未移交
Tan Phu Trung	胡志明市	314	78%	182	剩余商业产品面积 69 公顷左右
正在进行法律申请的工业区 (预计)					
隆安工业区					
Phuoc Vinh Dong 2	隆安	110.6	0%	120	补偿和土地清理正在进行中，投资政策尚未获得批准
Tan Tap 工业区	隆安	46.3	0%		1/500 已拥有规划方案，正在申请详细规划
Phuoc Vinh Dong 4	隆安	31.9	0%		
兴安工业区	兴安	245	0%	145	5 个工业园区中有 3 个已获批投资，正在进行征地补偿，并已获得银行融资
隆安工业区	隆安	947	0%	125	已于 2022 年 4 月获得投资政策批准
Loc Giang		327	0%		2022 年投资政策已获批； 1/2000 正在规划中 省人民委员会已统计、批准补偿单价，并指示管理部门批准补偿方案
Nam Tan Tap		159	0%		2022 年投资政策已获批；已提交 1/5000 建设总体规划项目； KBC 已投资 3480 亿越南盾
Tan Tap		461	0%		1/500 已拥有规划方案，正在申请详细规划
Trang Due 3	海防	456	0%	150	- 等待总理批准投资政策 - 已完成 200 公顷土地清理工作



城市区	位置	开售时间	商品面积	完成征地 拆迁面积
Phuc Ninh	北宁	2023 年	115	等待合法程序批准以记录收入
Trang Cat	海防	预计 2025 年	42	已完成规划 1/500，正在等待施工许可证批准。
Trang Due	海防	2019 年	3	该公司正在完成程序，以在 2024 年记录剩余 15 套公寓的收入。 此外，该公司正在规划占地 73 公顷的 Trang Due 市区扩建项目。
Trang Due 社会住房	海防		585	一期在建 3 栋楼（768 套公寓），预计 2024 年售出 80%公寓
TT Nenh 社会住房	北江		13	2024 年将 5 栋楼投入使用
外交团区	河内		2	寻找投资合作伙伴

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 DEPARTMENT

武琼如

Equity Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:702

陈氏红绒

Deputy Director

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703

GTJA 证券（越南）客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist
and translator

trangth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 118

范氏美凤

Customer Service Specialist
and translator

phuongptm@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 114

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

thuongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 113

联系方式

河内总部

胡志明分公司

咨询电话:

(024) 35.730.073

挂单电话:

(024) 35.779.999

Email: info@gtjas.com.vn

Website: www.gtjai.com.vn

河内市纸桥区陈维兴路 117 号
Charm Vit 大厦一楼

电话:

(024) 35.730.073

传真: (024) 35.730.088

胡志明市第三郡国际工厂路第二
号 BIS 三楼

电话:

(028) 38.239.966

传真:(028)38.239.696

