



企业报告：越南石油化肥化工公司 (HOSE: DPM)

分析师: 阮德平
 Mail: binhnd@gtjas.com.vn - ext 704
 Research Department
 2024年10月14日

个股分析（第一期）化肥行业发展前景，点亮丰收希望

我们评估 DPM 股票具有上涨潜力，原因是未来中期内全球天然气价格可能略有上涨。推动 DPM 股票的另一个因素是国会正在审议对化肥征收增值税。如果化肥产品纳入增值税范围，国内化肥企业将能够抵扣税款，从而降低生产成本，并提升与进口化肥的竞争力。DPM 是一家财务状况良好、在行业中占据重要地位的企业。我们对 DPM 股票的估值为 **40500 越盾/股**（6-18 个月目标价），较当前价格上涨 15.71%。我们对 DPM 股票给予“**买入**”建议。

建议：

买入

6-18个月的目标价：

VND 40,500

当日股价：

VND 35,000

12个月累计股票回报率 (%)



股价波动	1 M	3 M	1Y
变动率	-1.41	-6.54	-11.62
与越南指数相比	+2.77	+0.44	+11.40
均价(VND)	35,462	35,454	34,747

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

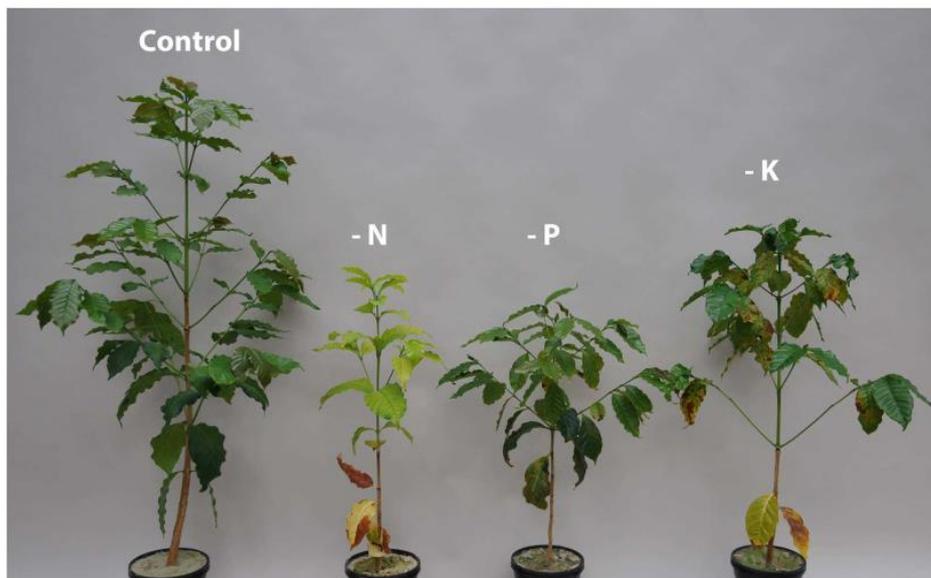
Year	Net Sales (VND b)	PATMI (VND b)	Assets (VND b)	Equity net MI (VND b)	EPS (VND)	DPS (VND)	ROAA (%)	ROAE (%)
2021A	12,786	7,749	13,917	10,515	7,415	5,000	24.72	33.52
2022A	18,627	13,581	17,699	13,831	14,218	7,000	35.20	45.71
2023A	13,569	1,030	13,309	11,370	1,028	2,000	3.35	4.12

流通股 (百万)	319.3	大股东 (%)	PVN 59.59%
市值 (VND b)	13,775	Free float (%)	45%
十天平均成交量 (股)	2,574,700		
52 周最高/最低价 (VND)	38,190/26,910		

源: the Company, FiinPro X, Guotai Junan (VN)

化肥产品概述

化肥行业是全球农业的基础，为作物提供必需的营养素，并为全球粮食安全做出重大贡献。肥料可分为有机肥料和化学肥料两类。根据 2019 年联合国粮食及农业组织 (FAO) 的报告，化肥和有机肥预计直接和间接地贡献 95% 的全球粮食生产。化肥对食品生产的间接贡献的一个例子是牛肉和猪肉的生产：虽然牛和猪并不直接使用肥料，但饲养牛和猪的饲料如玉米、大豆、饲料是通过肥料的支持而生产的。这意味着，全球只有 5% 的食品是在没有使用肥料的情况下生产的。根据《经济学人》的另一项数据，在 1960 年，未使用化肥收获的食品曾养活大约 87% 的世界人口。到 2015 年，这一比例下降到了仅 52%。因此，在 2015 年，化肥为养活 48% 的世界人口做出贡献。这个比例现在可能已经更高。这表明化肥的重要性。本文分析的重点是化肥产品，即 DPM 的产品（以下可简称为肥料）。



缺乏氮 (N)、磷 (P) 或钾 (K) 对植物影响的示意图 (来源: Yara International)

化肥可以分为三大类：氮肥 -N（其中生产成本最高的原材料是天然气），钾肥 -K（以 K_2O 形式提供钾）和磷肥 -P（以 P_2O_5 形式提供磷）。此外，还有氮磷钾肥，同时为作物提供氮、磷和钾三种养分：氮、磷和钾。在植物生长中，氮、磷、钾是重要且不可替代的三种营养元素。缺少其中任何一种，植物都无法正常生长。除了 N、P、K 之外，植物还需要一些次要的营养元素，如硫、镁和钙。通常，化肥中会混入一定量的这些次要营养元素，以满足植物的全面营养需求。

肥料组	商品名称	%N	%P2O5	%K2O
氨基肥	AN - Ammonium nitrate	33.5	0	0
	CAN - Calcium Ammonium Nitrate	26	0	0
	UAN - Urea Ammonium Nitrate	32	0	0
	Urea	46	0	0
磷基肥	DAP - Diammonium Phosphate	18	46	0
	MAP - Monoammonium Phosphate	11	52	0
钾基肥	MOP - Muriate of Potash	0	0	60
氮磷钾肥	NPK 15-15-15	15	15	15

主要化学肥料种类及其养分含量表 (源: Agricultural Market Information System)

值得注意的是：土壤对磷和钾的保持时间长于氮。农民应常施用氮肥，而磷肥和钾肥的使用则可根据市场情况酌情决定。因此，全球磷肥和钾肥的年使用量可能会有所不同。这与氮肥的使用情况不同。因此，氮肥的需求稳定性高于钾肥和磷肥。

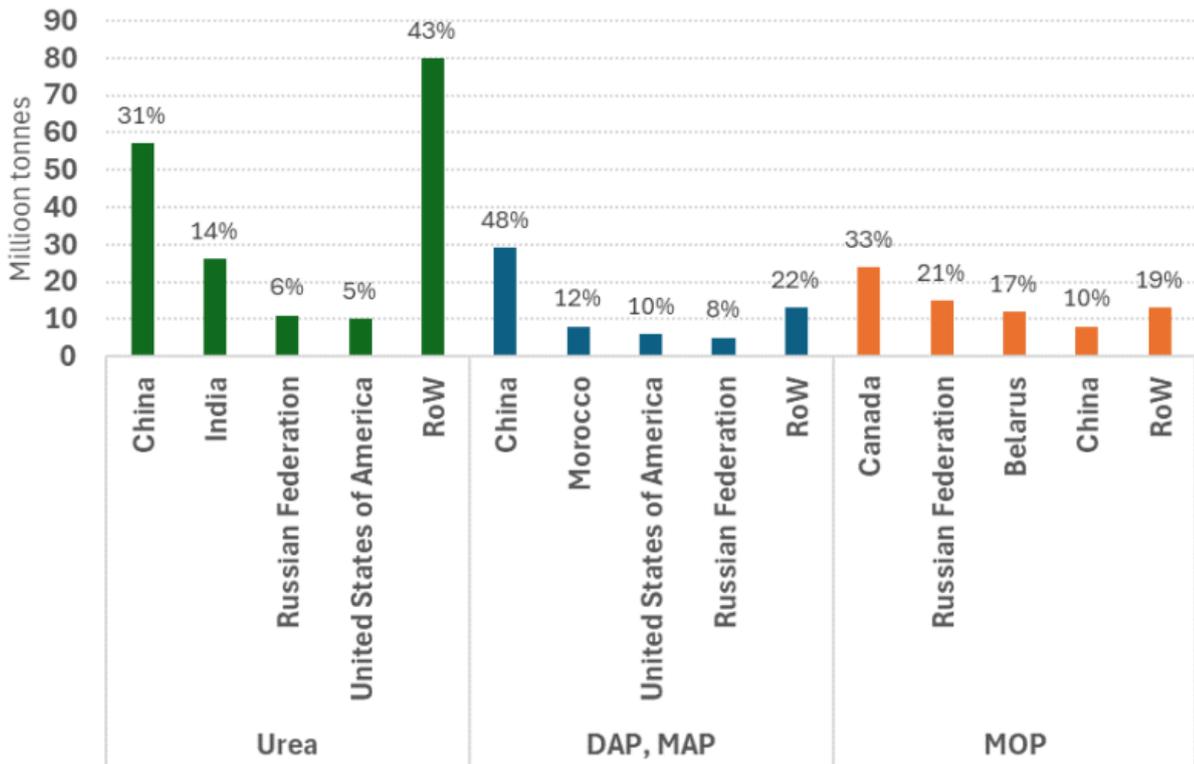
化肥生产

空气中氮 (N) 气含量丰富。氮是通过将空气中的氮与来自天然气或煤炭的氢在高温高压下混合而产生的。氮可以直接用作肥料，但主要用作生产其他肥料的前体。它与二氧化碳混合以生产尿素，这是使用最广泛的氮肥。氮还可以用于生成硝酸，之后与这种酸混合以生产硝酸盐。最后，尿素铵硝酸盐 (UAN) 是通过将加热的尿素溶液与加热的铵硝酸盐溶液混合而制成的。

磷主要来源于磷酸盐矿石。磷酸盐矿石可以用硫酸处理，生成磷酸。磷酸随后与氨混合。这一过程产生了最常用的磷肥：磷酸二铵 (DAP) 和磷酸一铵 (MAP)。

钾是从钾矿石中开采的。钾矿石经过精炼以获得氯化钾 (MOP)。MOP 可以用作肥料。MOP 还可以继续用酸处理，获得硝酸钾和硫酸钾。

这些化肥随后可以添加其他植物营养素后使用，或者混合在一起以形成氮磷钾肥料。



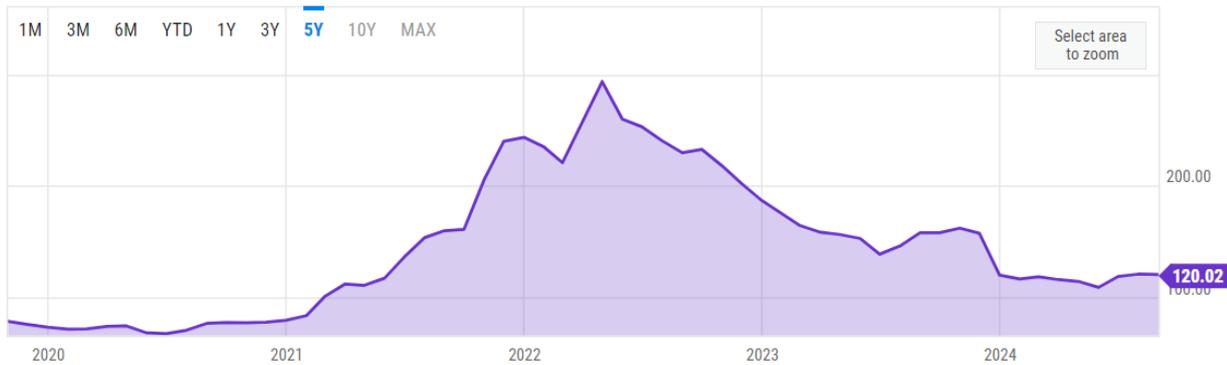
2021 年各国肥料生产量 (百万吨) (源: Agricultural Market Information System)

化肥的生产需要丰富的资源。磷肥和钾肥的生产主要集中在世界上的一些国家。根据 2018-2022 年的数据，中国、摩洛哥、美国和俄罗斯已生产全球约 80% 的磷肥产量。同期，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯和中国已生产全球约 80% 的钾肥产量。这些国家拥有丰富的磷或钾资源。

氮则可以从空气中提取，因此可以在世界任何地方生产。然而，氮类肥的生产过程需要大量的能源输入。因此，氮肥的生产主要在拥有丰富天然气或煤炭资源的国家发展迅速。根据 2018-2022 年的数据，中国、印度、俄罗斯和美国是世界上尿素的主要生产国。这四个国家的尿素产量占全球总产量的 50% 以上。

全球化肥价格走势

由于多种因素的影响，化肥价格在 2021 年大幅上涨，主要原因是随着各国经济在 COVID-19 疫情封锁后恢复，能源和运输成本大幅增加。俄乌冲突以及美国和其盟友对俄罗斯实施的制裁进一步推高价格。俄罗斯是全球重要的化肥生产国。2021 年，全球有 25 个国家的化肥需求中超过 30% 依赖俄罗斯的进口。2021 年 12 月对白俄罗斯的制裁——白俄罗斯是全球生产 17% 钾肥的国家——进一步恶化这一局势。



截至 2024 年 8 月的世界银行化学肥料价格指数（根据肥料生产原材料价格计算，如天然磷矿石、钾和氮化学品、磷肥和尿素等；2010 年价格基准=100；源: YCharts）

自 2022 年中至 2024 年 8 月，能源价格下跌促进生产和供应的改善，有助于降低化肥价格。此外，欧洲国家在经历短暂的进口禁令后，再次以低价从俄罗斯进口化肥，这也减轻全球化肥价格压力。

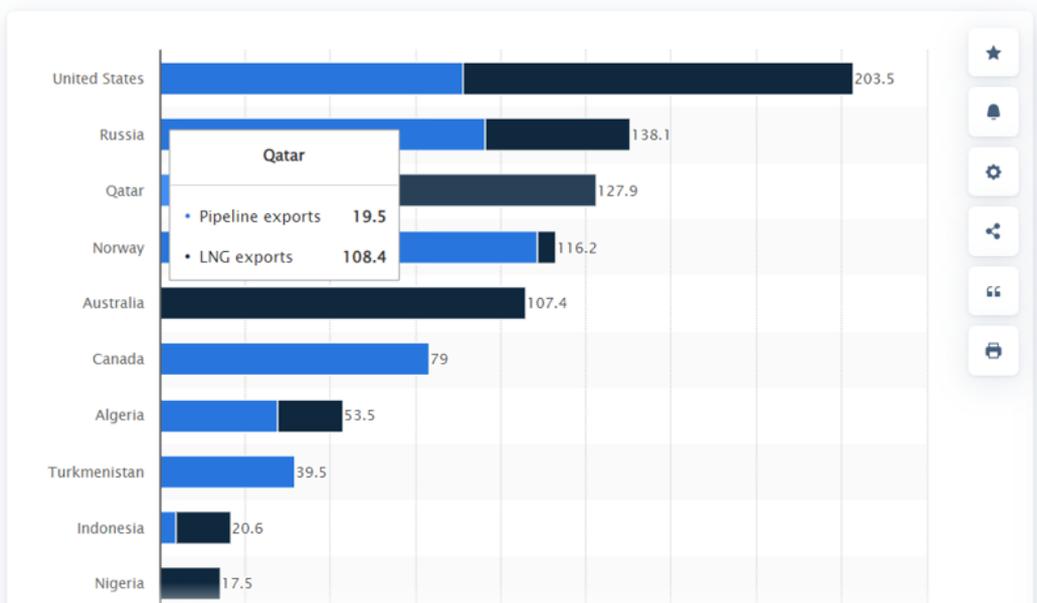
总体而言，世界化肥价格往往受到经济、环境和地缘政治因素的影响。其中，能源因素似乎对化肥价格的影响最大。天然气或煤炭（主要是天然气）是氮肥成本的主要投入。据《金融时报》2024 年的估计，氮肥制造商的成本中约 70%-80%来自天然气成本。因此，能源市场的冲击仍然会对全球化肥价格构成风险。

关于最近的事态发展：

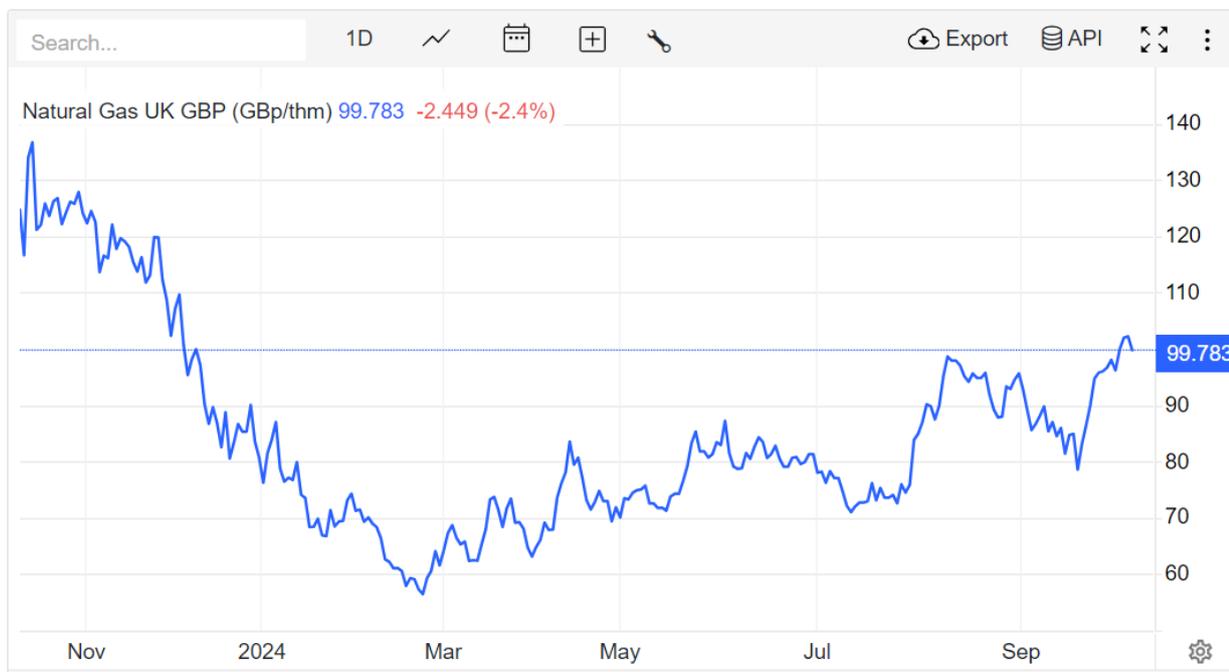
- 当前中东地区的紧张局势引发对全球能源安全的担忧。以色列在 2024 年 10 月 2 日遭受重大导弹袭击后，誓言对伊朗进行报复，这一消息引起全球金融市场的广泛关注。据估计，海湾国家的天然气储量约占全球总储量的三分之一。伊朗的天然气储量位居世界第二，占全球总储量的约 14-17%，仅次于俄罗斯。然而，伊朗并不是主要的天然气出口国。卡塔尔，另一个位于波斯湾的国家，是世界第三大天然气储备国和第三大天然气出口国（根据 Statista 的 2023 年数据）。波斯湾出口的天然气通常通过液化天然气（LNG）运输船经过霍尔木兹海峡。中东和伊朗的武装冲突可能会导致霍尔木兹海峡的部分全球天然气供应中断，从而推高这种能源的价格。2024 年，尤其是在 2024 年 10 月 2 日这一事件前后，油价和天然气价格都有上升趋势，由于对中东-伊朗地区紧张局势可能继续升级风险的担忧。2024 年 9 月底至 10 月初，天然气期货合约价格在英国和欧洲这两个天然气进口市场中大幅上涨。天然气价格的上涨将进一步导致以氮为基础的化肥产品价格面临上行压力。
- 除了对天然气价格产生影响并直接影响化肥价格外，中东-伊朗地区的紧张局势还继续对全球供应链产生负面影响。红海和苏伊士运河在全球供应链和贸易中具有特别重要的地位。自 2023 年以来，红海地区的地缘政治紧张局势导致运输船必须改变航线，从而全球运输成本上升，进一步对全球化肥价格施加压力。

- 据路透社 2024 年 9 月底的报道，中国 2024 年 9 月的刺激计划（包括降息）强于预期。这标志着中国政策制定者为恢复全球第二大经济体信心而做出的最新努力。专家表示，当中国经济受到刺激时，这将有助于石油和许多其他商品（包括化肥）的价格上涨。
- 据路透社 2024 年 10 月 9 日的报道，由于美国经济对电力需求的增加，天然气的需求将继续大幅增长。为了实现净零排放目标，美国正逐步用天然气发电厂取代燃煤发电厂。虽然美国是天然气的出口国，但其国内需求量大，可能导致出口减少，从而影响全球供应。
- 据彭博社 2024 年 10 月 9 日的报道，由于全球许多液化天然气（LNG）项目的进展缓慢，未来天然气供应的增长将放缓。这将对天然气价格造成压力，从而对化肥价格也造成影响。

Leading natural gas exporting countries in 2023, by export type (in billion cubic meters)



卡塔尔是重要的天然气出口国，2023 年在天然气出口量方面排名世界第三（源：Statista）



图：2024 年期间，英国天然气期货价格呈上升趋势，特别是在 9 月底和 10 月初，由于对海湾地区地缘政治紧张局势的担忧（源：Trading Economics，数据提取日期：2024 年 10 月 10 日）。



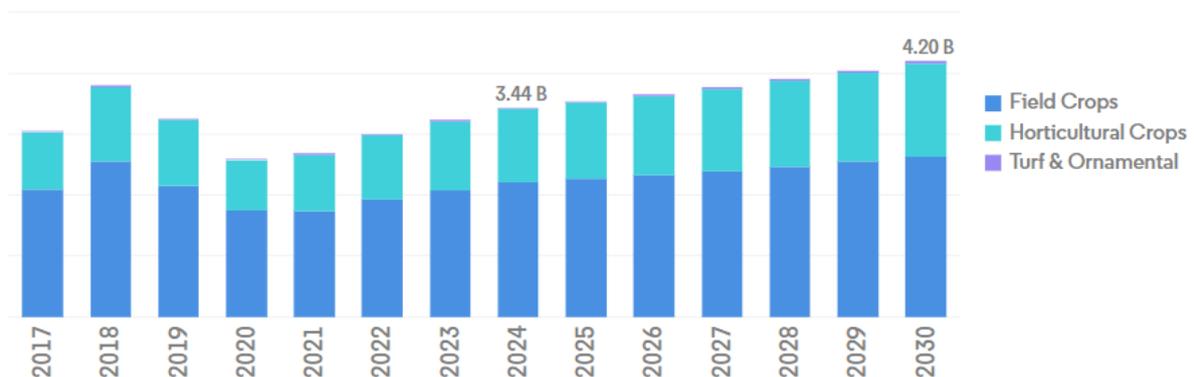
尿素期货在过去一年中的价格走势（源：Trading Economics）。全球尿素价格在 2024 年下半年随天然气价格走势上涨。特别是在 2024 年 10 月初以色列与伊朗之间爆发冲突事件后，截至 2024 年 10 月 12 日，尿素期货价格达到 332.25 美元/吨，较 9 月底上涨 8.91%。

因此，我们预计近期全球化肥价格将上涨。价格上涨的动力来源于天然气价格的上涨，其原因包括对中东-波斯湾紧张局势可能导致供应中断的担忧、全球运输成本持续处于高位、美国经济需求减少全球天然气出口、以及全球许多液化天然气（LNG）项目进展缓慢。此外，中国经济的刺激政策也将导致全球对化肥的需求上升。值得关注的因素是如果中东的冲突局势继续升级，天然气价格可能会进一步上涨，从而推高全球化肥价格。

越南化肥板块概况

- 越南农业发达，并且是全球主要的农业产品出口国。根据联合国粮食及农业组织（FAO）的数据，越南主要的农业出口产品包括核桃、咖啡和大米，这三种产品的总出口价值在 2021 年达到近 80 亿美元。农业规模大，需要大量肥料来支持农业以支持农业的发展。大米是越南的主要粮食，因此对水稻和其他粮食作物的化肥需求非常大。
- 水稻是越南主要的农作物。根据 Mordor Intelligence 的数据，水稻在越南的耕种面积最大，占农业用地总面积的 81.8%，其次是玉米，占 10.2%。2022 年，越南的稻米产量约为 4390 万吨。越南是全球主要的稻米生产和出口国之一。越南主要的水稻种植区域是红河三角洲和湄公河三角洲。越南一半的稻米出口来自湄公河三角洲，其每每年有三个主要的水稻种植季节：冬春季（或称为早季）、夏秋季（或称为中季）和秋冬季（或称为晚季）。在红河三角洲，每年有两个主要的水稻种植季节，即春季稻（从 11 月至 5 月）和夏季稻（从 5 月至 11 月）。
- 在越南，在三种主要营养素中，氮的施用量较高，平均约为 221 公斤/公顷，主要用于田地里的作物，因为氮有助于增加分枝、叶面积的发育、籽粒的形成与充实、蛋白质的合成，以及提高作物的产量和籽粒质量。水稻的氮施用量较高，平均约为 328 公斤/公顷。因此，由于越南农业作物的特性，氮肥的使用量大，需求量也很大。在越南使用最多的肥料是尿素，约占化肥使用价值的三分之一。

Fertilizer Consumption by crop type in USD, Vietnam, 2017 - 2030



Source: Mordor Intelligence

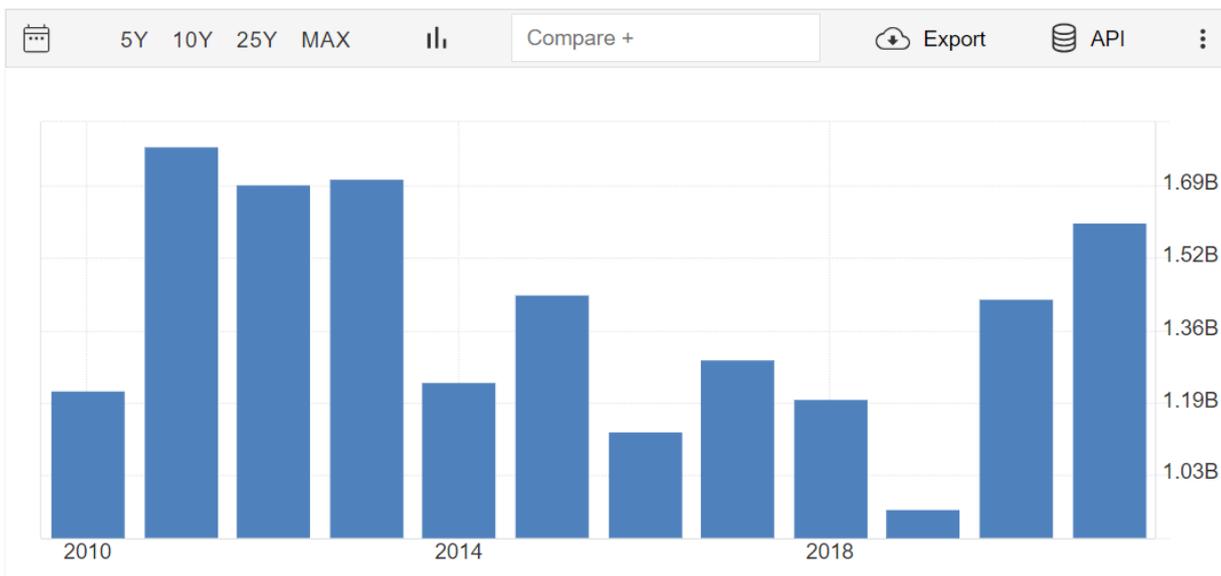


越南使用的化肥价值（按作物类型分类）及 2030 年预测（源：Mordor Intelligence）

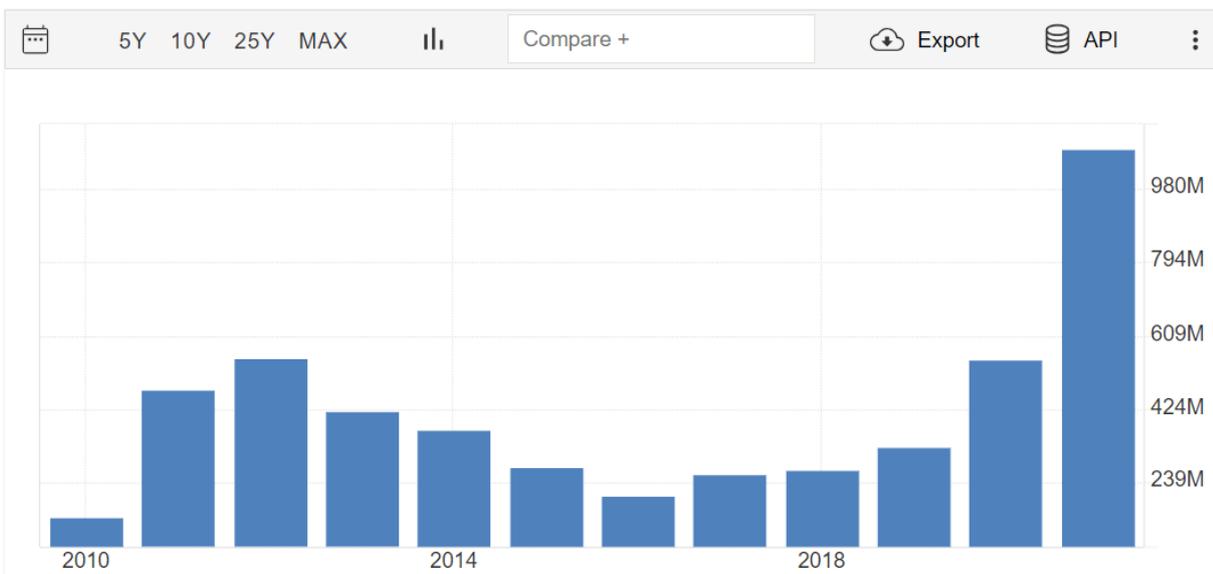
- 据 Mordor Intelligence 估计，2024 年越南化肥使用总价值为 34.4 亿美元，使用量约为 433 万吨。目前，由于化肥行业尚未满足国内需求，越南仍是化肥净进口国。特别是钾肥，是越南无法自行生产、必须进口的肥料。根据 2024 年 Research and Markets 的数据，越南每年进口化肥超过 400 万吨，其中进口最多的是氮肥硫酸铵。目前，中国是越南最大的化肥

供应国，占越南化肥进口总量的近 45%。此外，俄罗斯、以色列、老挝、加拿大等国家也是越南化肥的主要供应来源。根据 Trading Economics 的数据，2022 年越南已进口金额为 16.1 亿美元的化肥。

- 越南的化肥企业也出口化肥，主要出口市场为柬埔寨，占出口量和出口总值的 30% 以上。其次是韩国及马来西亚、缅甸、菲律宾等东盟国家。2024 年化肥出口量预计超过 300 万吨，主要出口品种为硫酸铵 (ammonium sulfate) 和磷酸二铵 (diamine phosphate)。根据 Trading Economics 的数据，2022 年越南化肥出口额为 10.8 亿美元，创下越南化肥行业的历史新高。但总体来看，多年来越南仍是化肥净进口国。2010 年至 2022 年的数据显示，越南每年都持续净进口化肥。



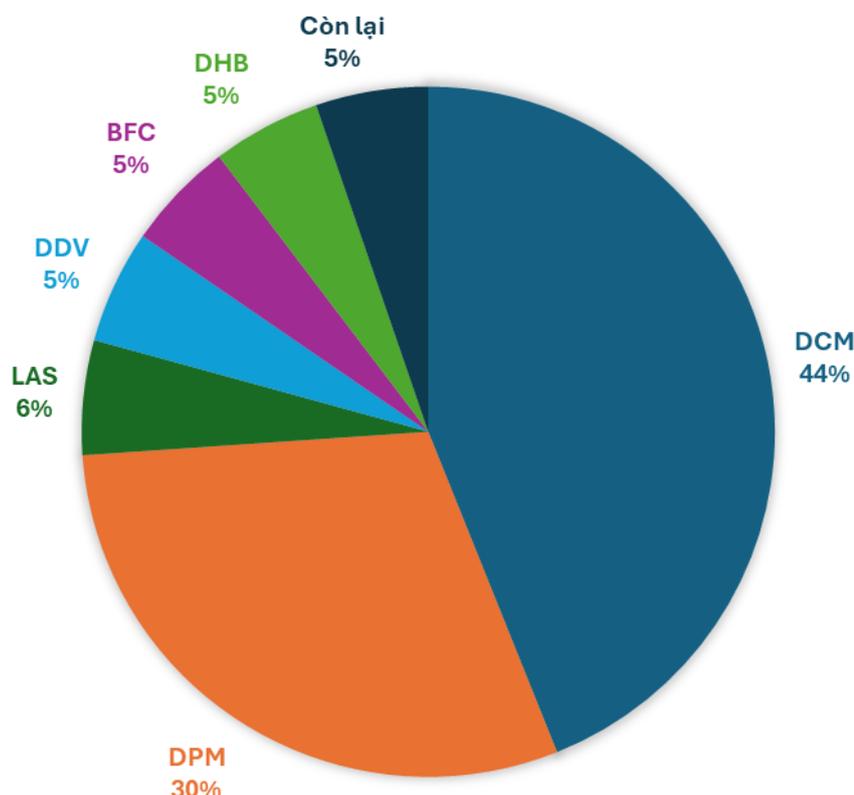
越南 2010-2022 年化肥进口价值 (源: Trading Economics)



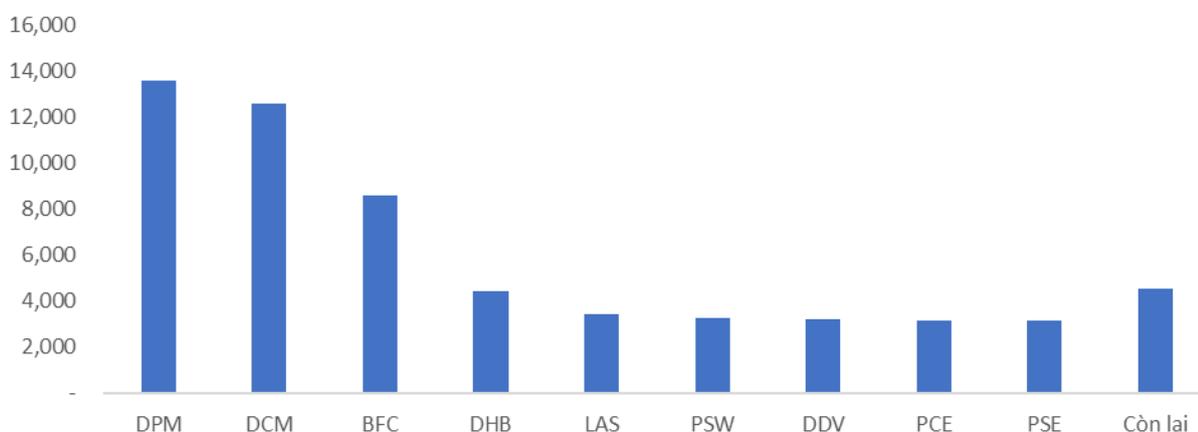
越南 2010-2022 年化肥出口价值 (源: Trading Economics)

根据 2024 年 Research and Markets 的报告，越南化肥企业占据 70% 的国内市场份额，30% 来自进口。其中，前五家化肥企业占国内化肥企业总收入的 30%。

越南最大化肥企业（按资本）；总资本为 46 万亿越南盾
(2024 年 10 月 10 日)



17 家化肥企业在 HOSE、HNX 和 UPCOM 的市值比例 (源: FiinPro X)



HSX、HNX、UPCOM 上化肥企业 2023 年收入排名
(单位: 十亿越南盾)

根据 Fiin Group 的数据，目前已有约 17 家越南企业在 HOSE/HNX 上市或其股票已在 UPCOM 交易，被归类为化肥行业。截至 2024 年 10 月 10 日，这 17 家企业的总市值为 46 万亿越南盾。2023 年，这 17 家企业的总收入约为 60 万亿越南盾。一些被归类为其他行业的企业也参与化肥

行业，例如属于化工行业的 DGC 和尚未上市的 APROMACO 农资股份公司。这些企业主要参与磷肥和氮磷钾肥料的市场。

越南的化肥企业可分为两组：

- 第一组是专门生产尿素和氮肥（这些企业也生产并参与氮磷钾肥料市场）。该组企业包括 DCM、DPM、DHB 和尚未上市的宁平氮肥厂。其中，DCM 和 DPM 占据主要市场份额，这两家企业的尿素市场份额通常高达 70%（如果算上进口市场份额，大约在 60% 以上）。剩余的尿素市场份额属于 DHB、宁平氮肥厂和进口尿素化肥。目前，越南只有四家主要的尿素生产商，其他企业的市场份额微不足道。氮肥生产的特点是对能源投入需求极高，因此新企业进入该领域面临较大的壁垒。DCM 和 DPM 是越南石油集团的子公司，因此在能源投入方面得到母集团的支持，采用天然气作为能源投入。DHB 和宁平氮肥厂是越南化工集团的子公司，也得到母集团的支持，主要采用煤炭作为能源输入。
- 第二组是专门生产磷肥和氮磷钾肥的企业。该组企业包括 BFC、LAS、DDV 及其他企业。一些尚未上市但市场份额较高的企业包括 Vinacam 和越日肥料公司。总体而言，氮磷钾肥和磷肥市场的竞争比氮肥市场更为激烈。例如，在氮磷钾肥市场上，市场份额最大的四家企业——BFC、LAS、Vinacam 和越日肥料公司——占据约 51% 的市场份额，剩下 49% 的市场份额属于许多其他企业。根据 2024 年越南《工贸杂志》的数据，磷肥和氮磷钾肥市场还吸引 DGC、APROMACO 等行业外企业的参与，这进一步加剧市场的竞争。

越南化肥板块展望：

- 2024 年 9 月，一场强台风“Yagi”在越南北部省份和红河三角洲地区造成严重破坏。据估计，超过 30.74 万公顷的水稻、蔬菜和果树遭遇洪涝灾害，受损严重。为了克服台风“Yagi”造成的影响，各地种植与植物保护部门建议农民迅速排水，并结合施用磷肥或氮磷钾肥，以帮助蔬菜作物迅速恢复根系。因此，尽管台风“Yagi”对经济造成负面影响，但越南的化肥企业可以从这一事件中受益，因为需要向蔬菜补充施肥来克服台风的损害。此外，北部农民可能会在受台风影响的季节后，增加对后续作物的施肥，以重新启动农业生产。根据 FiinGroup 在 2024 年 9 月底关于台风“Yagi”后果的报告，预计北部地区的农业需要 6 个月到 2 年的时间才能完全恢复。这可能有助于在中短期内增加北部的化肥需求。
- 从长期来看，越南的农业用地面积呈下降趋势，这要求提高作物单位面积生产量，从而增加对肥料的料需求。农业用地面积的减少主要是由于农业用地被转为城市用地和商业用地。根据越南政府的规划，到 2030 年，稻田面积将比 2021 年减少 34.877 万公顷，减少

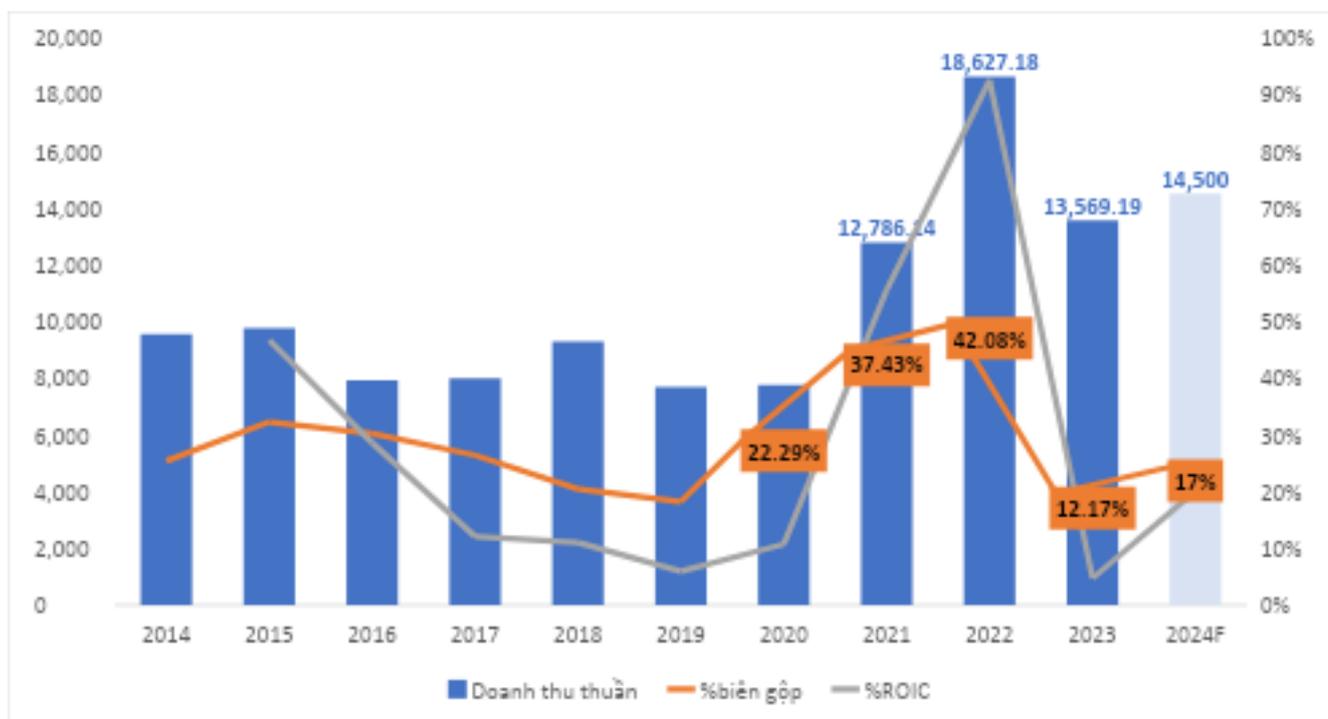
的区域主要集中在红河三角洲（10.18 万公顷）和湄公河三角洲（8.856 万公顷），目标是在 2030 年将城市化率提高至 50%。

- 近期值得关注的一个因素是，越南国会正在讨论《增值税法》修订草案，其中有一项条款提议
- 将化肥产品恢复征收 5% 的增值税（目前属于免征增值税范围）。据《西贡经济报》2024 年 9 月 10 日报道，许多专家认为，按照现行法律，化肥企业无法抵扣进项增值税，因此需要将其计入产品成本。如果化肥征收增值税，企业将获得进项税扣除，从而降低生产成本。如果此草案获得通过，进口化肥的售价将因增值税而上涨 5%，而国内化肥价格则可能不会上涨，因为越南的化肥企业将能够获得抵扣税。这将有助于国内化肥生产企业的竞争力。越南国会将在于 10 月举行的第八次会议上对《增值税法》修订草案进行审议表决，若获得批准，修订后的法律将于 2025 年 1 月 1 日起生效。总体而言，越南媒体渠道认为，国会代表基本赞同将化肥纳入增值税草案。
- 根据 Mordor Intelligence 的报告，越南的化肥需求还受到另一个动力的推动，即是越南菜和亚洲菜在世界上越来越受欢迎。这些菜肴使用大量越南生产的农产品。这将促进越南农产品的出口，并推动越南对化肥的需求。该机构预测，2024-2030 年间，越南的化肥使用量将以 4.6% 的复合年增长率（CAGR）增长。
- 然而，化肥的消费在越南面临两大风险。第一个风险：有观点认为，由于天气有利，大米出口价格呈下降趋势，这可能导致农民减少下一季的水稻种植，从而减少对化肥的需求。我们评估这种风险并不显著，因为农民通常会根据季节在水稻和其他作物之间轮作。虽然种植其他作物可能减少化肥使用，但差距并不大。此外，越南近年来仍是化肥净进口国，这表明国内对化肥的需求仍然很大，国内生产还有相当的增长空间。
- 第二个风险：有机肥可能取代化肥的使用。据 theinvestor.vn 的一篇文章显示，目前越南 65% 的化肥为化学肥料，35% 为有机肥。尽管有机肥对环境更友好，但其产量不足以满足越南农业的需求。越南农业与农村发展部的规划目标是到 2050 年实现化肥和有机肥的使用比例达到 50%-50%。这表明，化肥将被有机肥逐步替代，而短期内不会发生重大变化。此外，越南作为化肥净进口国，说明国内对化肥的需求仍然很大。

化肥板块选择的股票：DPM

- 越南石油化肥化工公司（HSX: DPM）是除越南金瓯石油化肥股份公司（HSX: DCM）之外越南化肥板块市值和收入最大的两家企业之一。截至 2024 年 10 月 10 日，DPM 的市值分别为 13.814 万亿越南盾，在化肥板块中排名第二，仅次于 DCM（20.25 万亿越南盾）。然而，从 2023 年净收入来看，DPM 是化肥板块最大的企业，2023 年净收入达到 13.569

万亿越南盾。两家公司均为越南石油天然气集团的子公司，集团持有 DCM 75.56%的股份和 DPM 59.59%的股份。两家公司主要产品均为尿素，同时也生产氮磷钾肥并经营其他多种产品。2023 年，DPM 已生产 81.6 万吨尿素、12 万吨氮磷钾以及 5.5 万吨氨气 (NH₃)。



DPM 的营业收入（左列，单位：十亿越南盾）、毛利率百分比和投资回报率 (ROIC) 各年数据。可以看出，DPM 在 2021-2022 年期间受益于全球肥料（特别是尿素）价格的显著上涨。

相反，2023 年因全球肥料价格下跌导致业绩不佳。

我们预计 DPM 的经营活动可能会在 2024 年进入复苏阶段。

（源：FiinPro X, GTJASVN RS）

- DPM 报告称，该公司是国内尿素市场份额最大的企业，2023 年达到 38%。DCM 的尿素市场份额多年来保持在 30-35%之间。关于 2024 年上半年业绩，两家公司均报告完成生产和销售计划。由此可见，目前在尿素化肥市场中，DPM 是市场份额最大的企业。
- 关于 2024 年上半年业绩，DPM 报告已完成设定的生产和销售计划。在 2024 年上半年已完成全年尿素化肥生产计划的 53%和销售计划的 58%。对于氮磷钾肥产品，DPM 仅完成生产计划的 47%，但已完成销售计划的 61%。2024 年上半年，DPM 的净收入和税后利润分别同比增长 2%和 37%，分别为 7.255 万亿越南盾和 4950 亿越南盾。尽管 DPM 在 2024 年仅设定 12.755 万亿越南盾的收入目标，同比下降 6%，但根据上半年的业绩表现以及我们对化肥价格前景的评估，我们预计 DPM 全年收入可能会达到 14.5 万亿越南盾，同比增长 6.86%。DPM 的毛利率也有所回升，预计达到 17%。2024 年上半年 DPM 的毛利率已恢复到约 16%。

投资论点 - DPM (含上面的信息):

- 由于多个因素包括以色列与伊朗紧张局势、美国电力生产对天然气的需求以及全球许多液化天然气项目的进展延迟, 天然气价格短期内可能进入上涨趋势。这导致化肥价格持续提升, 以及运输成本也持续上涨, 为 DCM 和 DPM 提高产品销售价格的机会。9 月份中国推出强力的经济刺激计划, 预计将推动化肥需求增加和全球化肥价格上涨。这些因素将对 DPM 的主要产品——尿素产生重大的影响。
- 由于台风“Yagi”的影响以及农民在中短期内加强农业种植活动来恢复农业生产, 越南北部的化肥需求有所增加。尽管台风“Yagi”对经济造成负面影响, 但 DPM 可能无法立即从中受益, 因为当前农民对氮磷钾复合肥的需求较大, 而 DPM 的氮磷钾肥产品面临其他品牌的激烈竞争。特别是 DPM 的氮磷钾肥产品在北部市场的渗透可能不如其尿素产品深远。然而, 展望未来的农作季节, 随着北部种植需求的恢复, 尿素的需求将随之增加, 这将有助于推动 DPM 的尿素产品销量增长。因此, 尽管短期内 DPM 的氮磷钾肥产品可能难以获得较大市场份额, 但其尿素产品在后续季节中有望获得更强劲的需求。
- 预计将化肥产品恢复征收增值税的提案有可能在 10 月的国会会议上获得批准, 并将于 2025 年初生效。此举将使越南的化肥企业获得税收减免, 从而降低生产成本。同时, 这也有助于进口化肥价格上涨, 增强国内化肥产品的竞争力。这对 DPM 是一个积极的信息, 特别是在未来《增值税法》修订通过的背景下, 这可能成为推动 DPM 股价上涨的因素。
- 从长远来看, 越南对化肥尤其是氮肥的需求依然很大, 由于国内的生产量无法满足需求, 且越南仍然是价值较大的化肥净进口国。此外, 越南农业用地面积减少、越南食品和菜肴在全球日益流行等因素, 将进一步推动越南对化肥的需求上升。
- DPM 的主要产品是尿素, 其需求比钾肥、磷肥更稳定, 可以视为一种必需商品。这有助于 DPM 在两家企业提高尿素产品价格的情况下继续增加销量。
- DPM 是越南尿素板块中的两大公司之一 (另一家是 DCM)。DPM 是化肥市场地位高、市值高、收入高和市场份额最大的企业之一, 并且在母公司越南国家石油天然气集团的支持下, DPM 在化肥市场上的竞争相对较少。目前, DCM 和 DPM 在越南尿素市场占据大部分市场份额, 剩余市场份额属于越南化工集团的子公司 (DHB、宁平氮肥) 和进口尿素肥料。DPM 的最大竞争对手是同属集团的 DCM, 这表明 DPM 所面临的竞争压力并不大。其主要竞争来自进口肥料产品的影响。

此外, 还有一些关于投资 DPM 股票的论点:

- DPM 的生产成本也将部分受到天然气价格上涨的影响, 但公司已与同属越南国家石油天然气集团旗下的成员公司签订长期天然气采购合同。我们认为, 天然气采购价格的调整可

能会比市场上的天然气价格波动稍有延迟。短期内可能会立即调整的成本是运输费用，这取决于燃油价格。若以色列和伊朗之间的紧张局势加剧，燃油价格也预计会随之上涨。但总体而言，我们认为 DPM 的产出销售价格将在不久的将来更快、更大幅度地上调，超过投入成本。根据《巴地头顿报》2024 年 8 月的报道：“PV GAS 与 PVFCCo 已有超过 20 年的合作历史。PV GAS 一直在支持 PVFCCo 维持稳定的气体供应（超过 107 亿立方米气体），以满足优化和高效运营富美肥料厂的气体消费需求来确保国家粮食安全和农业安全。”我们认为，DPM 的另一个优势是其在确保国家粮食安全方面的重要作用。这可以帮助 DPM 获得一些支持，以减轻输入成本的压力。

- 此外，DPM 也有一些利用废废气（Offgas）作为燃料的项目，有助于降低天然气成本在产品成本中的占比，从而减少成本。DPM 报告称，公司已完成废气回收项目并将在近期投入运营。这将有助于节约并稳定公司的投入成本。
- DPM 计划扩大生产，并加快参与氮磷钾市场，因为 DPM 的氮磷钾生产量仅达到设计产能的约 50%。根据 FiinGroup 的数据，高质量的富美氮磷钾在 2023 年的高质量氮磷钾市场中已占据约 11% 的市场份额。尽管氮磷钾肥料市场竞争激烈，但参与该市场有助于 DPM 实现业务多元化并增加收入来源。
- DPM 财务状况健康，财务风险较低。截至 2024 年第二季度末，DPM 的股本/资产比为 76%，负债仅占总资产的 24%。DPM 的银行存款和现金超过 9 万亿越南盾，占总资产的 61%。DPM 与现金相比负债不多，净负债均为负值。与 DCM 相比：DCM 的股本/资产比率超过 58%，杠杆率不高，但可以看出，DPM 的杠杆比例远低于 DCM。

假设天然气价格在不久的将来可能小幅上涨（不像 2021 年至 2022 年初大幅上涨），以及有关 DPM 运营的一些假设，我们对 DPM 股票的估值为 40500 越盾/股（6-18 个月目标价）。该目标价格较于 2024 年 10 月 14 日收盘价 35000 越南盾/股上涨 15.71%。我们对 DPM 股票给予“买入”建议。

投资风险：

- 天然气价格可能不会如我们预测的那样上涨。此外，出口大米价格下跌也可能对越南的肥料需求产生比我们预期更大的负面影响。从长期来看，有机肥料产品的竞争是一个需要关注的因素。
- 国会可能无法在 10 月通过修订增值税法，包括将肥料纳入增值税征收范围。尽管我们评估这种风险发生的可能性较低，但一旦风险发生，DPM 的经营业绩可能不会如我们预测的那样乐观，DPM 股票也将失去近期价格上涨的动力，可能会导致 DPM 的股价上涨。股票未达到目标价。



- 其他风险包括运营风险（事故、火灾等）、全球地缘政治风险可能影响 DPM 产品的出口能力，以及来自进口肥料的竞争风险。

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。这些假设不一定完全准确。此外，公司内外部环境的变化可能会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: 6-18 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

参考指数: 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。



GTJA 证券（越南）研究部

陈氏红绒, CFA

Equity Analyst- Banking sector

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:703

阮德平

Research Analyst

binhd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:113

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

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

huongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:113

阮秋庄

Translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:114

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

