



## 企业报告：德江（Duc Giang）化工集团股份有限公司（DGC）

Analyst:

阮德平

binhd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 704

2024年12月24日

### DGC估值更新报告



#### 报告摘要

DGC 股价当前股价已接近我们于 2024 年 4 月 22 日提出的目标价。除了下调对 DGC2024 年收入和利润的预测外，我们对公司长期前景的评估保持不变。DGC 的前景仍然积极，主要得益于其核心业务的复苏、新产品的潜力以及公司大型项目的潜在贡献。

我们更新 DGC 股票的估值，并将未来 6-18 个月的新目标价设定为 **126000** 越南盾/股。基于当前股价（2024 年 12 月 24 日参考价为 116500 越南盾/股）为基础，我们建议**增持** DGC 股票，预期上涨空间为+8.2%。

建议:

增持

6-18 个月的目标价  
(2024年12月24日):

126000

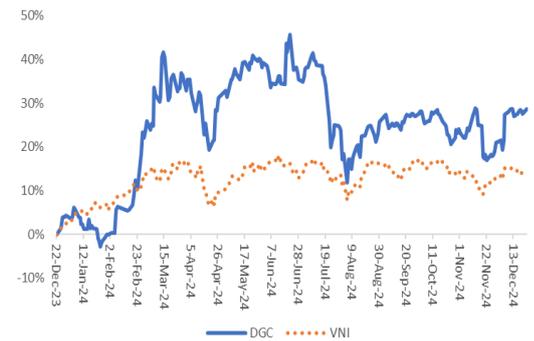
6-18 个月的目标价  
2024年4月22 日，  
权利调整

114000

当日股价:

116500

累计股票回报率 (%)



股价波动	1M	3M	12M
变动率	10.01	1.04	28.73
与越南指数相比	2.75	-0.80	14.40
平均价(VND)	112,676	112,915	113,052

源: Guotai Junan (VN), investing.com

Year	Net Sales (VND b)	PATMI (VND b)	Assets (VND b)	Equity net MI (VND b)	EPS (VND)	DPS (VND)	ROAA (%)	ROAE (%)
2021A	9,550.58	2,388.15	8,520.39	6,076.67	6,047	1,000	33.18	47.82
2022A	14,445.00	5,565.01	13,405.18	10,451.21	13,774	4,000	50.76	73.05
2023A	9,761.06	3,099.99	15,535.91	11,696.64	7,673	3,000	21.43	29.27
2024F	10,202	3,000	15,600	13,500	7,899	3,000	19.3	23.8

流通股 (百万)

379.78

大股东 (%)

陶友玄 18.4

吴氏玉兰 6.6

陶友科 6.0

市值 (VND b)

43,826

Free float (%)

58

十日平均成交量 ('000)

1,577,380

52 周最高/最低价 (VND)

128.31/85.67

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

## 经营业绩和财务状况更新

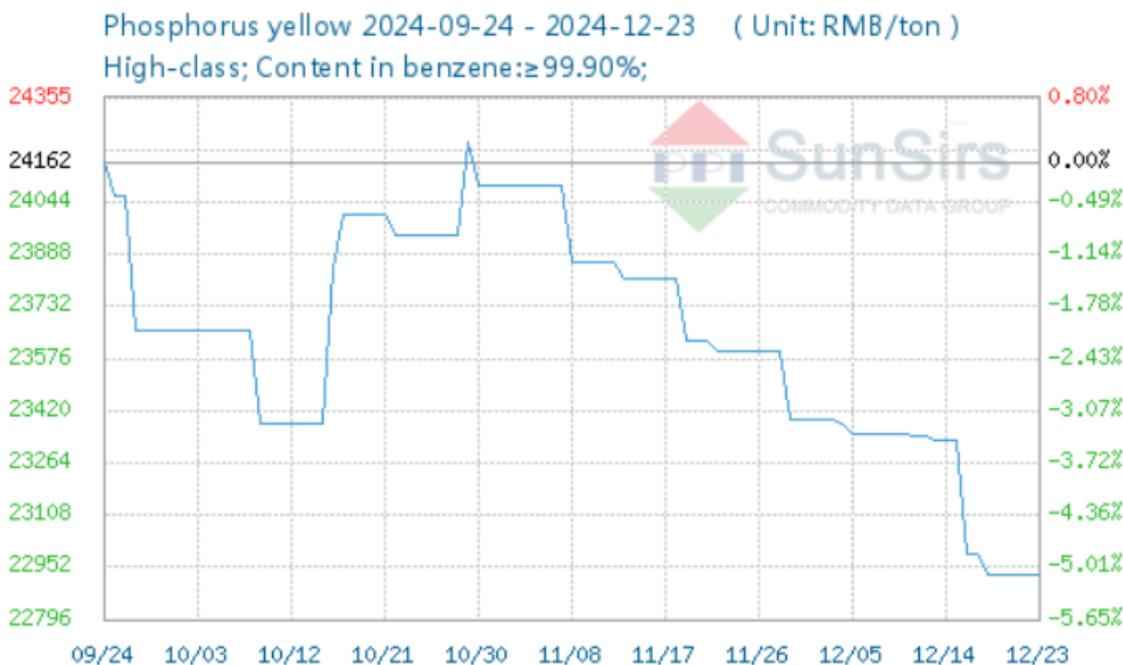
- 2024 年第三季度，DGC 实现收入 2.558 万亿越南盾，同比增长 4%。毛利润为 8810 亿越南盾，同比增长 5%，毛利率为 34.4%。本季度 DGC 的税后利润为 7380 亿越南盾，同比下降 8%。
- 累计 2024 年前 9 个月，DGC 实现总营业收入 7.447 万亿越南盾，税后利润 2.322 万亿越南盾，同比下降 7%。2024 年，DGC 的目标是实现总合并收入 10.202 万亿越南盾，同比增长近 5%，但计划税后利润同比减少约 4.4%，降至 3.1 万亿越南盾。根据 2024 年前 9 个月的累计业绩表现，我们评估 DGC 可以实现其 2024 年财务计划，但可能无法达到我们在 2024 年 4 月 22 日的报告中所预测的水平。基于此，我们将 2024 年的收入预测从约 12 万亿越南盾下调至与公司计划相符的 10.202 万亿越南盾。同时，DGC 的 2024 年税后利润也有望达到公司的计划。
- DGC 在 2024 年面临挑战的一个重要原因是，一座黄磷炉因维修而停产，同时台风雅吉（Yagi）造成的损失使公司磷矿石（Apatit）的自给水平降低。此外，2024 年黄磷市场的表现也未达到预期。
- 截至 2024 年第三季度末，DGC 总资产约为 16.197 万亿越南盾，其中现金和存款占总资产的 70%，约为 11.366 万亿越南盾。公司今年的存款利息收入已超过 4000 亿越南盾。这表明 DGC 的财务状况非常健康。公司持续积累资金，为大型项目做准备，包括清化的吉松（Nghi Son）项目和西原的铝土矿（Bauxite）项目。
- DGC 计划支出约 1.140 万亿越南盾派发股息，比例为 30%，相当于每股分红 3,000 越南盾。股权登记日为 2024 年 11 月 20 日，股息支付时间为 2024 年 12 月 20 日。

## 企业前景更新

- **黄磷和磷酸市场复苏** 全球对半导体芯片的需求预计将因电动车和人工智能等行业的发展而持续强劲增长。DGC 拥有为该行业供应原材料的良好优势，尤其是芯片制造的关键成分黄磷。黄磷是生产电子微电路和半导体的重要原料。目前约有 20% 的磷需求来自半导体板块，这表明该板块对黄磷价格的重要性。随着芯片需求的增长，黄磷价格也倾向于随之上涨。DGC 的黄磷和磷酸业务的生产和销售价格在 2025 年可能会双双回升，预计生产和销售价格分别增长约 16% 和 5%。
- **DGC 为黄磷市场的复苏做出准备：** DGC 于 2024 年完成对 Phot Pho 6 股份公司的收购，新增每年 9800 吨黄磷产能，总产能提升约 16%。此外，公司正计划将 PAT 并入 DGC。尽管并购 PAT 遇到一些挑战，包括需支付约 2000 亿越南盾的税费，股东对此表示担忧，但董事长陶友玄先生（Dao Huu Huyen）强调，他希望减少市场上的股票代码数量，并认为一个更强大的股票代码将有利于集团整体发展。
- **扩展 25 号矿场：** 在开采过程中，DGC 发现 25 号矿场的实际储量高于最初预计，因此已着手并正在扩展该矿场。扩展成功后，DGC 的自采矿石比例将从当前的 80% 提高至 2025

年的 90%，从而进一步降低 DGC 的投入成本。磷灰石矿石占企业生产成本的 60%，预计 2024 年扩展 25 号矿场将为 DGC 每年节省约 2000 亿越盾的投入成本。

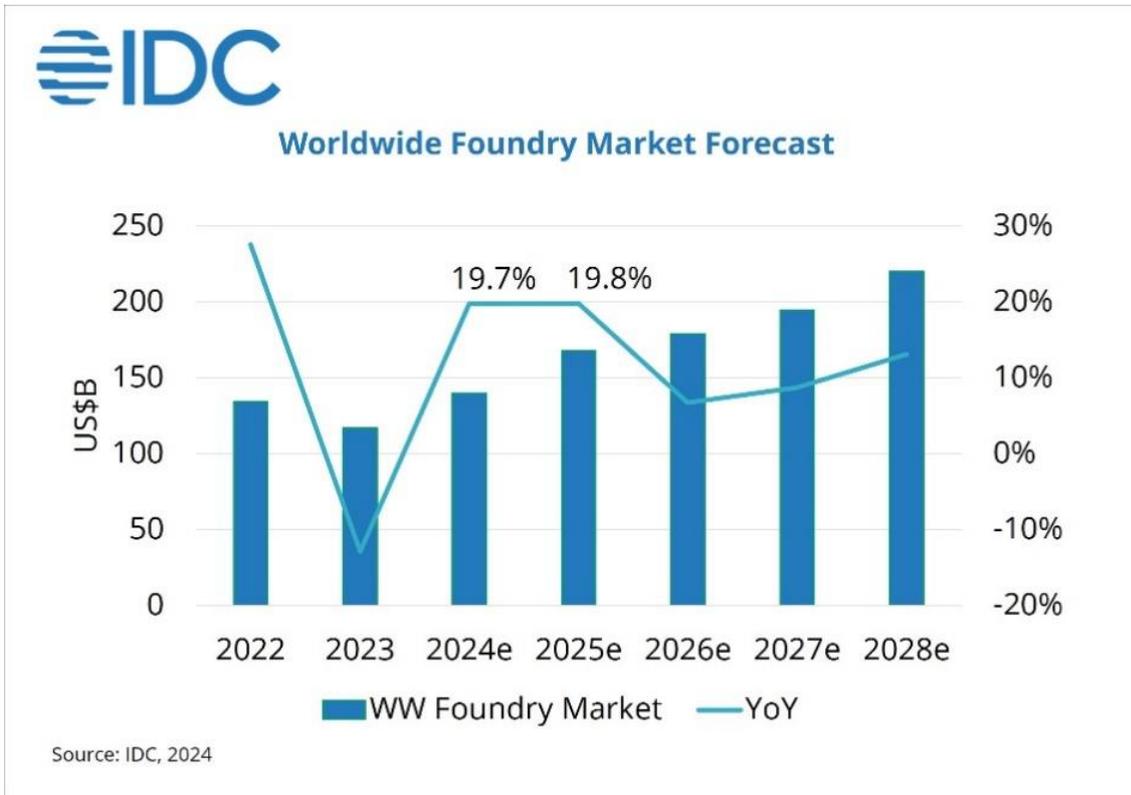
- **寻找新矿源：**DGC 还积极寻求收购矿产资源的机会，以确保原材料供应，从而降低生产成本并提高利润。
- **扩大出口：**DGC 正努力拓展黄磷出口市场，特别是在印度。由于政府的补贴政策，印度对黄磷的需求持续增长。印度进口黄磷及相关产品用于生产化肥和除草剂。由于磷灰石矿短缺以及农业需求旺盛，印度是全球最大的黄磷进口国。此外，DGC 还推动公司肥料产品出口到印度市场以及东盟国家等其他市场。
- **提高产品价值：**公司正从销售原料黄磷转向销售芯片制造中使用的磷酸等更高价值的产品。



黄磷价格走势（来源：SunSirs）。

黄磷价格短期内出现疲软迹象，但我们预计 2025 年将有所改善。

- **新产品的潜力：**DGC 将从 2025 年开始扩展至酒精和锂电池等新业务领域，同时继续发展黄磷和肥料等传统产品。
- **锂电池生产：**DGC 已收购 Tia Sang 电池股份公司（TSB），目标是利用磷作为关键原料进入锂电池生产领域。锂电池是快速发展的电动车板块中的重要产品。
- **酒精生产：**DGC 已收购大越（Dai Viet）酒精厂，并计划建立德江（Duc Giang）酒精厂，预计年产能为 5 万吨。该项目预计年营业收入约 1 万亿越南盾，利润约为 1000 亿越南盾。酒精厂预计将在 2024 年底投入运营，并预计从 2025 年开始记录收入。



最新的2024年12月IDC企业报告预测,全球半导体铸造板块的收入将在2025年同比增长19.8%,并将在未来几年继续保持较高的增长。

## 大型项目进展更新

### • 吉松-德江 (Nghi Son-Duc Giang) 化工综合体项目

- 占地面积: 约 30 公顷, 分为三个实施阶段。
- 总投资额: 12 万亿越南盾。
- 设计产能: 每年生产 13.6 万吨化学品。
- 实施阶段:
  - 第一阶段: 预计于 2024 年第四季度开工, 2026 年第一季度投入运营; 投资金额为 2.4 万亿越南盾; 产能为每年 5 万吨 NaOH (烧碱)。
  - 第二和第三阶段: 主要生产产品包括 PVC 塑料及其他化学品。项目全部完成后, 年产能将达到 13.6 万吨化学品。

DGC 预计将在 2024 年 12 月启动吉松项目, 施工时间约为一年。尽管目前尚未确认是否已经开工, 但我们评估该项目在 2026 年第一季度投产的目标是可实现的。

项目展望: 该项目预计自 2026 年起每年为 DGC 贡献约 12% 的收入, 为未来的可持续增长奠定基础。尽管此前进度上存在一定挑战, 但公司承诺按照既定计划推进项目。吉松项目预计将为 DGC 的年收入贡献约 3 万亿至 4 万亿越南盾。

### • DGC 在得农省的铝土矿-铝项目

这是公司最重要和最大的项目之一, 总投资规模高达 23 亿美元。

- 总投资额为 57 万亿越南盾（相当于 23 亿美元）。
- 开采规模：计划每年开采约 1440 万吨铝土矿。
- 项目地点：得农省的 Tuy Duc 县和 Dak Song 县。

DGC 已与得农省人民委员会签署投资项目的谅解备忘录，并正在等待政府指示发布该项目的具体机制。

根据越南政府于 2023 年 7 月 18 日颁布的第 866 号决定批准的 2021 至 2030 年矿产规划及展望 2050 年，得农省的铝土矿总储量超过 17.84 亿吨，占全国储量的 57% 以上。得农省的铝土矿质量被评估为优于其他地区，其中铝土矿含量接近 40%。公司管理层透露，关于氧化铝生产项目（铝土矿-铝项目）的运营可行性，预计该项目将在未来 2 至 3 年内获得许可，并将在 2 至 3 年后完成建设。因此，该项目预计于 2028 至 2030 年左右投入运营。预计该集团氧化铝产能为 300 万吨，按当前氧化铝价格计算，每年可盈利 15 亿美元。

## 企业风险更新

### 核心产品供需不稳定

- 黄磷是 DGC 的核心产品，占公司超过 50% 的收入。然而，黄磷市场通常波动较大，且受多种复杂因素影响。例如，在过去三个月内，尽管半导体芯片生产对黄磷的需求表现积极，但农业和化肥生产板块的需求疲软，以及中国黄磷生产商因投入成本降低而降价，导致黄磷价格走低。尽管我们评估 2025 年磷市场的前景在价格和数量方面仍处于复苏阶段，预计化肥生产商对黄磷的需求将在 2025 年反弹。然而，尽管芯片制造商的需求仍将继续增长，黄磷市场仍然面临复杂的潜在变化，这可能会对产品售价和 DGC 的收入增长产生重大影响。

### 吉松项目的 ESG 风险

- **环境影响风险：**项目位于 Khe Sau 水库附近，该水库为 100 多户居民提供生活用水，并为农业用地提供灌溉用水。当地居民对化学品生产活动带来的水污染风险表示担忧。该项目的环境影响不仅可能影响项目实施进度，还可能在项目建成投产后带来持续风险。DGC 计划保护为当地居民提供饮用水的 Khe Sau 水库，但环境风险仍需密切关注。
- **创造就业机会：**项目投入运营后将为当地人民创造数千个就业机会，有助于改善该地区的生活并推动经济发展，为清化省预算做出重大贡献。这是该项目对当地社会做出的积极贡献。然而，项目可能面临劳动力短缺及高级管理人员匮乏的风险，此外还有与劳动条件保障以及劳动力成本相关的风险。

### 美国总统唐纳德·特朗普的政策将如何影响 DGC？

- 如果特朗普对从越南进口到美国的商品征收严格的关税，这可能会增加 DGC 的出口成本。DGC

的主要出口市场是印度、日本、韩国和台湾。据我们估计，这四个市场约占 DGC 总出口收入的 60%，但 DGC 也出口到美国市场（占总出口收入的 10% 以下）。此外，如果 DGC 的客户受到特朗普政策的负面影响，DGC 的收入也可能受到一定冲击。另一个风险是特朗普的政策可能导致美国科技公司的外国直接投资受到限制。尽管如此，我们认为，特朗普政策对 DGC 的相关风险暂时不算显著。除了上述风险之外，企业还面临磷矿石（apatite）原材料供应、与项目审批及进度、产品出口等相关风险。

## 估值更新

- DGC 股价当前股价接近我们于 2024 年 4 月 22 日提出的目标价。除了下调对 DGC2024 年收入和利润的预测外，我们并未改变公司长期前景的评估。DGC 的前景仍然积极，主要得益于其核心业务的复苏、新产品的潜力以及公司大型项目的潜在贡献。
- 我们更新 DGC 股票的估值，并将未来 6-18 个月的新目标价设定为 126000 越南盾/股。基于当前股价（2024 年 12 月 24 日参考价为 116500 越南盾/股），我们建议增持 DGC 股票，预期上涨空间为+8.2%。
- 我们的股票估值基于对公司业务的一系列假设。这些假设无法完全准确。此外，公司所处的内外部环境不断变化，可能导致我们在估值过程中所使用的信息、假设及估值结果在报告发布后不再适用。



附录 1: 财务报告数据

Balance Sheet - VNDbn	2021A	2022A	2023A	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024
<b>CURRENT ASSETS</b>	5,997.35	10,985.29	12,466.65	12,466.26	11,468.46	12,220.64	13,031.02
Cash and cash equivalents	123.96	1,535.47	1,060.57	1,060.57	113.20	500.02	248.49
Short-term investments	3,631.68	7,471.32	9,342.00	9,342.00	9,456.51	9,739.15	11,117.86
Account receivable	780.77	918.72	1,129.51	1,129.51	961.45	958.02	878.70
Inventories	1,386.43	999.98	854.91	854.95	859.03	978.92	738.17
Other current assets	74.51	59.79	79.65	79.22	78.28	44.53	47.80
<b>LONG-TERM ASSETS</b>	2,523.05	2,419.89	3,133.87	3,025.39	2,990.15	3,211.07	3,165.95
Long-term trade receivables	9.24	28.96	31.22	31.22	32.50	32.50	32.50
Fixed assets	1,973.87	1,781.23	2,456.83	2,099.79	2,118.40	2,365.32	2,276.13
Investment properties	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Long-term incomplete assets	171.60	233.58	225.37	225.37	176.91	408.57	452.02
Long-term investments	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other long-term assets	368.34	376.11	420.44	669.01	662.35	404.67	405.31
Goodwill	3.72	3.17	64.55	348.24	304.69	60.95	59.14
<b>TOTAL ASSETS</b>	8,520.39	13,405.18	15,600.51	15,491.65	14,458.62	15,431.71	16,196.97
<b>LIABILITIES</b>	2,188.39	2,571.53	3,563.18	3,492.61	1,948.61	2,027.32	2,055.81
<b>Current liabilities</b>	2,188.29	2,571.43	3,492.91	3,492.34	1,933.68	1,958.69	1,987.96
Trade accounts payable	683.40	326.04	190.11	190.11	260.74	237.58	221.72
Short-term unrealized revenue	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Short-term borrowings	841.91	467.62	1,328.01	1,328.01	920.57	818.25	791.56
<b>Long-term liabilities</b>	0.10	0.10	70.27	0.27	14.93	68.63	67.85
Minority interests	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Unrealized revenue	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Long-term borrowings	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>OWNER'S EQUITY</b>	6,332.00	10,833.65	12,037.33	11,999.04	12,510.01	13,404.39	14,141.15
<b>Capital and reserves</b>	6,332.00	10,833.65	12,037.33	11,999.04	12,510.01	13,404.39	14,141.15
Paid-in capital	1,710.81	3,797.79	3,797.79	3,797.79	3,797.79	3,797.79	3,797.79
Share premium	1,786.67	1,786.67	1,786.67	1,786.67	1,786.67	1,786.67	1,786.67
Owner's other capital	-849.23	-849.23	-849.23	-849.23	-849.23	-849.23	-849.23
Undistributed earnings	2,946.71	5,083.86	5,999.14	5,887.22	6,011.15	6,891.32	7,597.30
Minority interests	255.34	382.45	330.30	403.93	344.64	358.89	390.94
<b>Budget sources and other funds</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>TOTAL RESOURCES</b>	8,520.39	13,405.18	15,600.51	15,491.65	14,458.62	15,431.71	16,196.97

DEC 2024

DGC

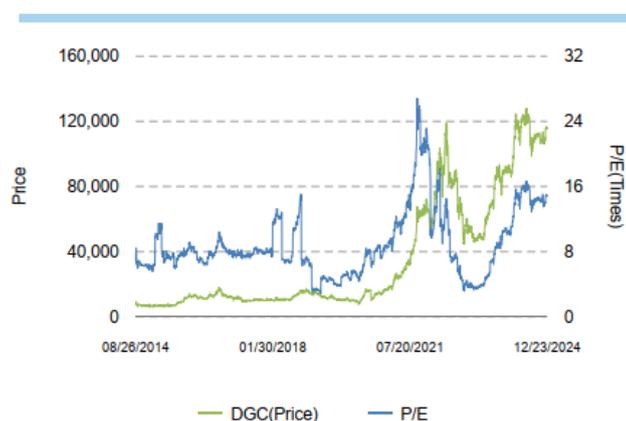
Company Report

Income Statement - VNDbn	2021A	2022A	2023A	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024
Sales	9,550.58	14,445.00	9,781.06	2,389.05	2,385.82	2,506.02	2,559.43
Net sales	9,550.39	14,444.11	9,748.01	2,387.71	2,384.76	2,504.51	2,558.09
Gross profit	3,182.36	6,750.35	3,439.98	784.49	766.15	983.40	881.42
Financial income	170.67	533.26	739.26	194.31	165.18	165.10	150.54
Financial expenses	-88.11	-149.75	-98.47	-35.60	-17.97	-15.95	-22.19
of which: interest expenses	-13.66	-17.60	-31.95	-7.72	-8.51	-5.31	-3.92
Gain/(loss) form joint venture	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Selling expenses	-503.82	-600.39	-435.69	-95.40	-105.00	-116.87	-168.19
General and admin expenses	-136.60	-151.83	-158.57	-49.30	-40.37	-40.49	-39.89
Operating profit/(loss)	2,644.49	6,381.65	3,486.51	798.50	768.00	975.19	801.68
Net other income/(expenses)	-7.38	-5.90	-1.38	0.13	1.26	-9.15	-1.66
Net accounting profit/(loss) before tax	2,637.11	6,375.75	3,485.13	798.63	769.26	966.04	800.02
Business income tax expenses	-123.34	-338.76	-243.46	-52.91	-65.36	-85.75	-62.00
Net profit/(loss) after tax	2,513.78	6,036.98	3,241.66	745.71	703.91	880.29	738.03
Minority interests	125.63	471.98	141.68	26.19	31.29	19.55	32.05
Attribute to parent company	2,388.15	5,565.01	3,099.99	719.52	672.62	860.74	705.98

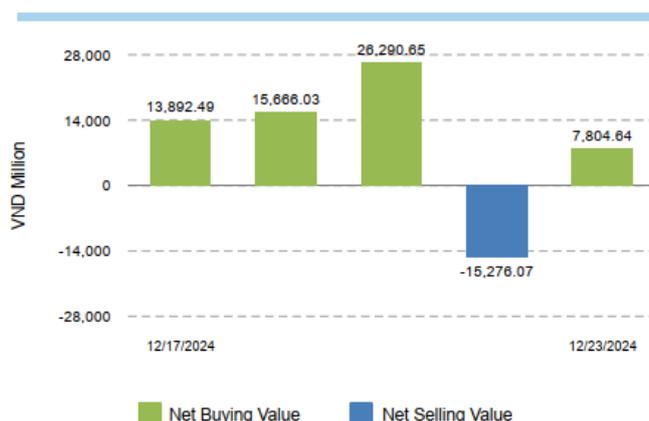
DEC 2024

## 附录 2：外商估值数据及净买卖数据

### Valuation History



### Foreign Net Buying/Selling



DGC

Company Report

## 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**

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

DEC 2024

**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

阮氏兰香

Customer Service Specialist  
and translator

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

(024) 35.730.073 – ext:113

阮秋庄

Translator

[trangnt@gtjas.com.vn](mailto: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](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

DGC

