

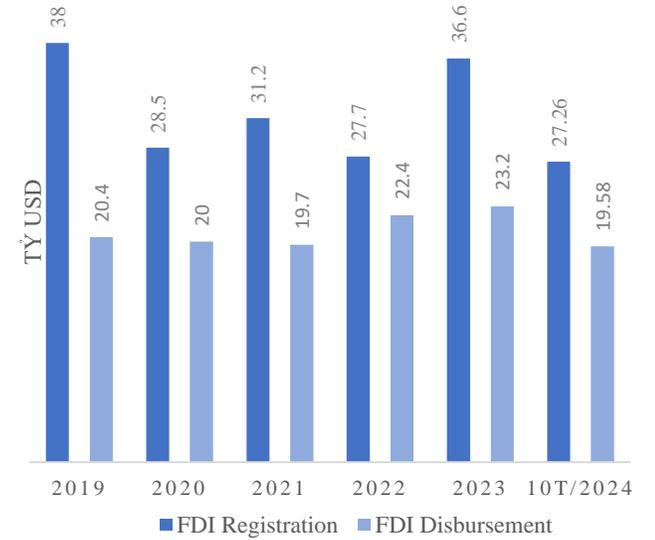


# 2025年电力板块： 积极

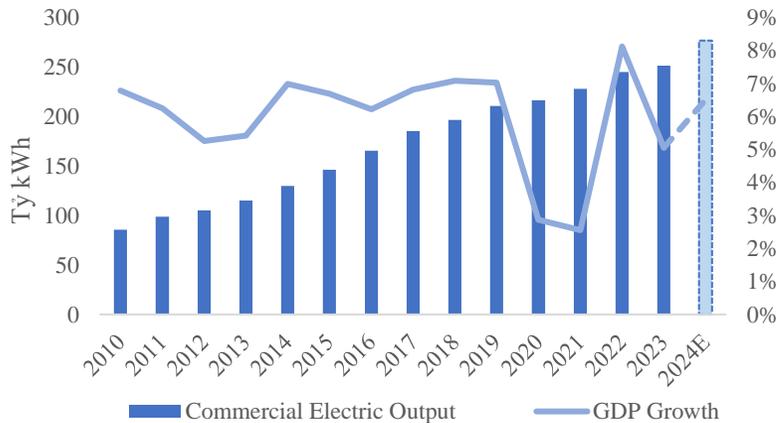
## FDI加强投入工业建筑板块，有助于提升电力消费增长

- 我们预测，2025年越南的电力消费增长率为12%，基于GDP增长率预计在6.5%至7%之间。越南的电力需求在过去30多年快速增长，并在工业化进程中发挥重要作用。其中，越南的主要用电客户群体包括工业建筑板块（占总电力消费的54%）和居民生活用电（占34%）。2010年至2023年，越南电力板块的年均复合增长率（CAGR）为9%，远高于同期全球平均增长率2.6%，并跻身全球电力增长最快的国家之一。目前，越南已成为东南亚第二大电力生产国，全球排名第20位。
- 在2020年至2023年期间，由于新冠疫情和经济衰退，工业用电需求显著下降。然而，2024年前10个月，该指标已明显复苏，由于基数低，且不断开工建设新工业区，电力消费需求较大，IIP指数年均增长8.7%。
- 2024年10月11日，越南电力集团（EVN）决定调整平均零售电价至2103,116越南盾/kWh，较当前水平上涨4.8%。主要由以下因素推动：能源结构变化带来成本上升：燃煤发电和燃油发电的原材料成本增加，其电力供应占比从35.5%上升至43.8%。水力发电下降：2023年，受厄尔尼诺影响，水库蓄水量大幅下降，水力发电减少。电力负荷需求上升：EVN需以更高的采购成本从其他电力来源购买电力。我们认为，电价上涨有助于改善EVN的财务状况，确保向发电厂支付资金，同时为高成本电力采购提供更大的资金空间。

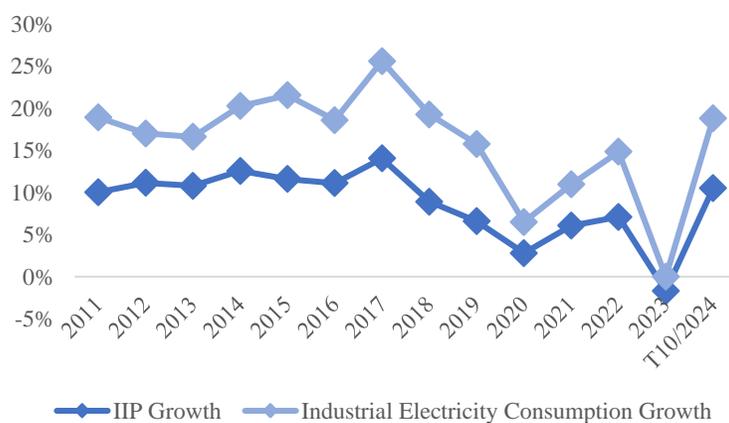
FDI capital flow developments



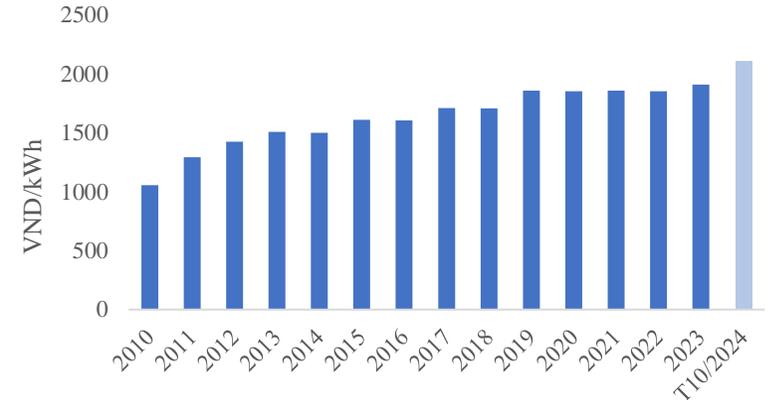
Commercial electricity output



IIP growth and industrial electricity consumption

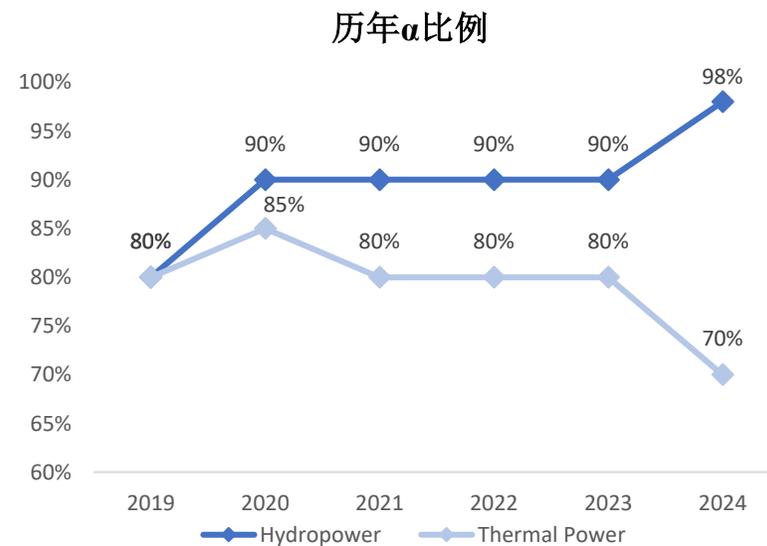
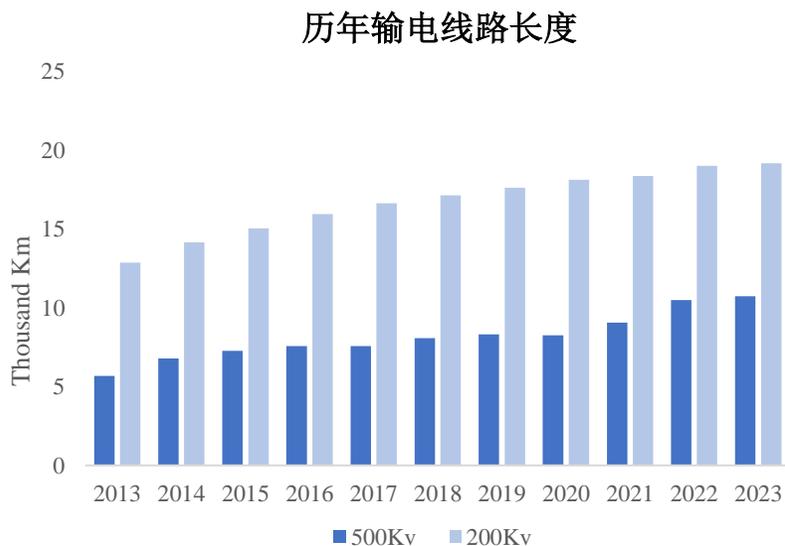
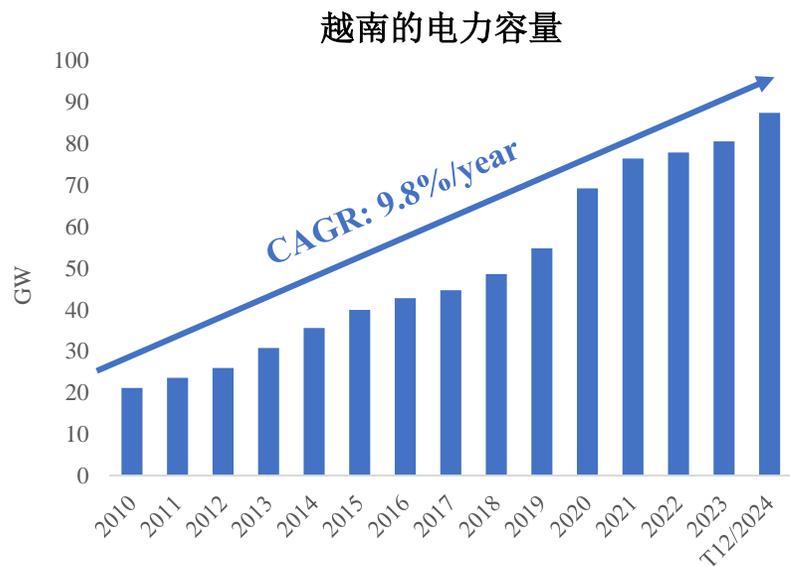


Average retail electricity price



## 越南电力生产规模现状

- 发电能力远超系统最大负荷需求。截至2024年12月，越南电力总装机容量达87391MW，同比增长8%，2010年至2024年期间的年均复合增长率（CAGR）约9.8%，在东南亚地区排名第一，全球排名第25位。尽管总装机容量远高于系统的最大负荷需求为45531MW，但由于各地区电源分布及电力备用能力不均衡，北部地区仍时常面临停电情况。
- 扩大输电网投资有助于确保可再生能源的供应。由于可再生能源中心通常位于远离负荷中心的沿海及海上地区，而其建设周期比传统电源更短，因此需要在短时间内建造新的输电线路，以匹配电力发展进度。这些可再生能源发电厂需通过更长的输电线路接入电网。2024年8月，国家电力输电公司（EVNPT）加速完成500kV第三回路（Quang Trach – Pho Noi）输电线路国家重点工程，建设周期不足一年，比同类500kV输电项目快3至4倍，展现政府在确保电力供应与能源安全方面的坚定决心。
- 根据越南工贸部第TT24/2019号决议，各传统能源发电厂的合同电量（Qc）与国家负荷调度中心发布的计划电量比率保持在60%至100%。各发电厂需与国家负荷调度中心（A0）每年协商其适用的 $\alpha$ 比例，即每年可出售的合同电量比例。近年来，该比例稳定在70%至90%，尤其对于火电厂而言，即便电价上涨，火电厂仍可依据Qc合同维持电力销售稳定。



源: EVN, EVNPT, ERAV

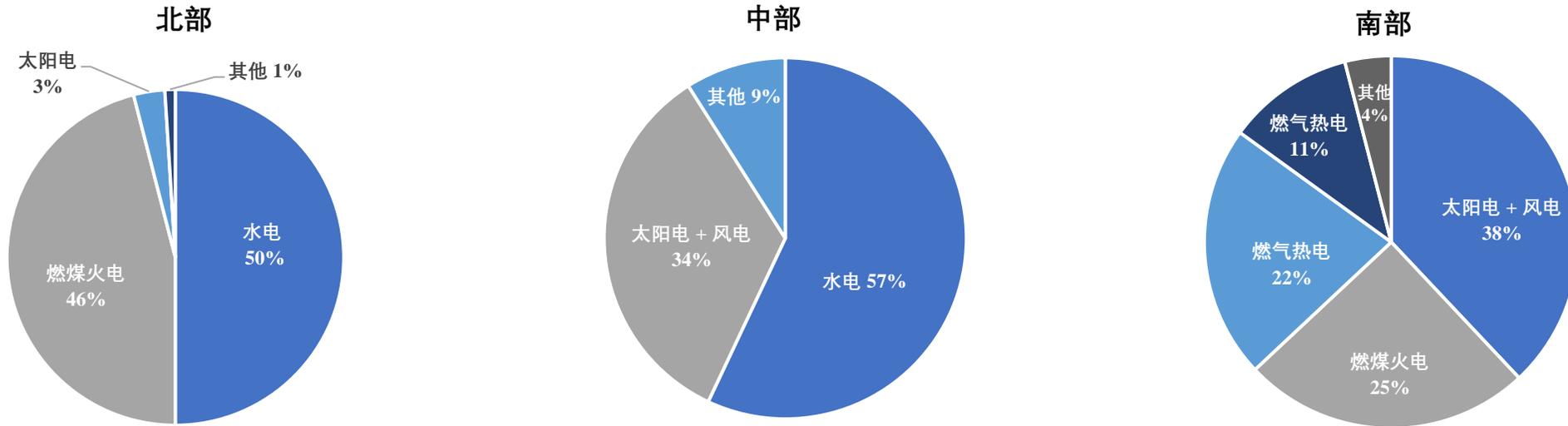
# 2024年越南电力板块价值链



## 投入材料来源多样，但分布并不均匀

输入资源分布不均导致全国三大区域的电力分布失衡。其中，占比最大的燃煤火电主要集中在北部省份，包括海防、海阳、广宁等省市。水电则集中于三大主要河流系统，即达江（Song Da）、桑河（Song Se San）和同奈河（Song Dong Nai）沿岸省份。燃气火电和可再生能源包括太阳能和风能则主要分布在中部和南部。各类电厂的选址均基于输入能源的地理便利性及技术生产需求，以降低生产成本。

2020年各地区电力装机容量结构



源: 电力规划VIII

### 1. 火电

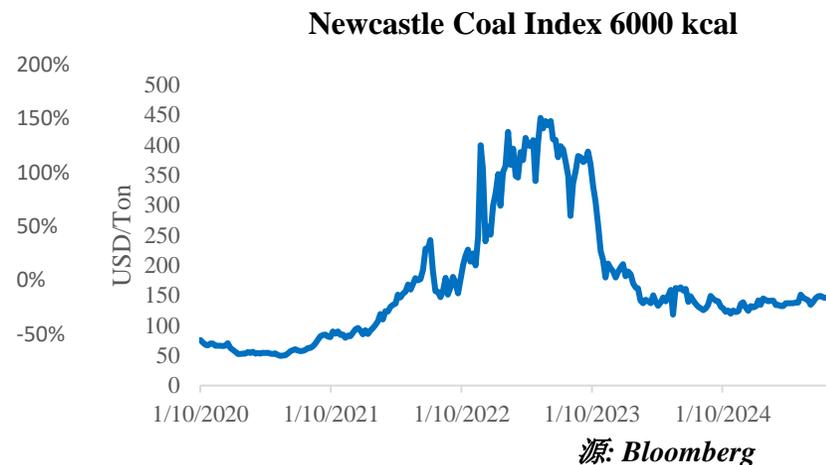
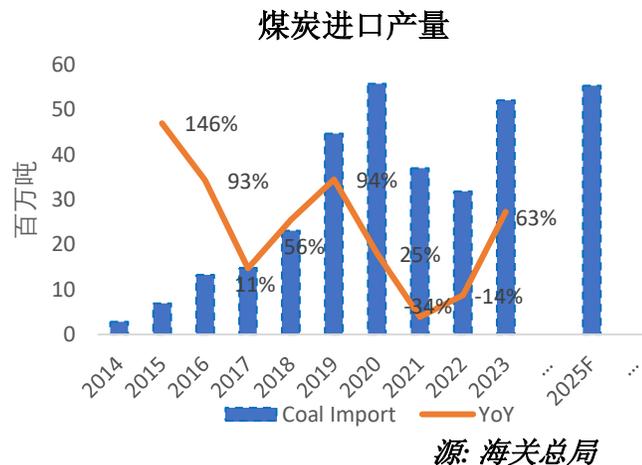
#### 1.1 燃煤火电

越南主要开采广宁省的东北煤田，其储量截至2023年约为36亿吨，占全国煤炭储量的90%。按现有开采能力，该煤田可支撑未来40年的开采。此外，越南红河煤田的煤炭开采潜力仍然很大，估计储量接近420亿吨，约为东北煤田的12倍。该煤田的分布范围从兴安延伸至南定。然而，由于地质条件复杂及技术限制，红河煤田的开采计划暂定至2040年进行试验性开采。因此，在露天矿产量日益减少、地下矿开采深度增加且成本上升的背景下，近年来煤炭产量基本接近其极限，维持在每年4000万至5000万吨之间。据预测，到2030年，每年煤炭产量将维持在4500万至5000万吨，并于2040年逐步降至每年3800万至4000万吨。

出于同样的原因，由于煤炭需求已超过国内开采能力，电力板块将进一步增加煤炭进口。电力是煤炭消耗最多的板块，占总消耗量的70%至75%。由于燃煤火电板块的增长，自2018年以来，电力板块对煤炭的需求已超过国内产量，必须从印度尼西亚、澳大利亚等国家进口。根据预测，煤炭需求预计将持续增长，至2030年将达到每年9500万至1.27亿吨，而国内煤炭产量预计仅维持在每年4500万吨左右，因此煤炭进口量预计将增至每年5000至8500万吨，并逐步成为燃煤火电板块的主要燃料来源。

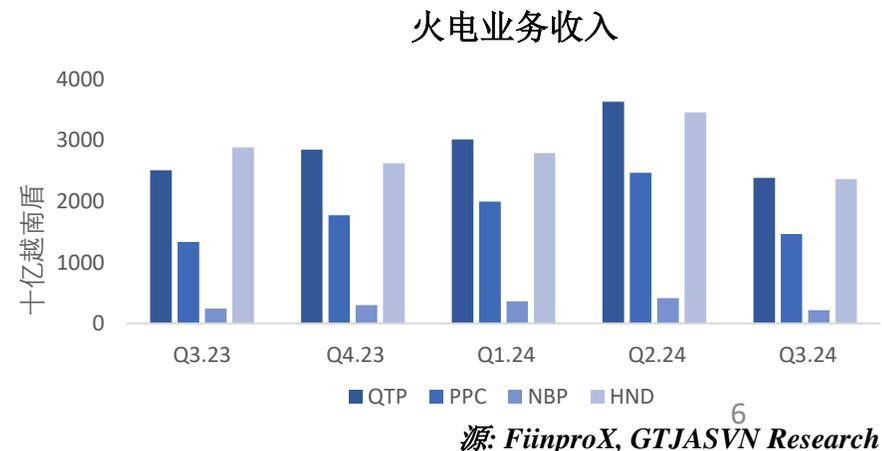
然而，全球煤炭价格在2021年至2022年大幅上涨后，自2023年以来逐步回稳，并由于一方面，欧洲加速向可再生能源转型；另一方面，煤炭需求疲软，库存高企”。在进口煤价格下降的趋势下，燃煤火电厂将从中受益。

展望2025年上半年，我们认为燃煤火电厂仍将是主要的电力供应来源，以满足越南日益增长的用电需求。与此同时，因为在干旱季节，水力发电将优先用于蓄水，尤其是在北部地区，该地区燃煤和水力发电厂集中。



### 火电企业——营收表现不佳，但盈利出现分化

2024年第三季度，燃煤火电企业录得负面经营业绩，收入下降，多家企业亏损，尤其是北方燃煤电力企业。其中，受降雨量增加影响，火电机组调度减少，HND和QTP的第三季度发电量分别大幅下降至12亿千瓦时（同比下降26.7%）和13亿千瓦时（同比下降16%）。因此，HND和QTP的第三季度收入分别小幅下降至2.365万亿越南盾（同比下降16%）和2.4万亿越南盾（同比下降5%）。然而，QTP是唯一实现正向业绩增长的企业，税后利润达760亿越南盾，同比增长6.5倍，主要受益于机组效率提升，减少热损失。另一方面，HND、QTP和NBP均录得税后亏损，主要受原材料价格上涨和发电量下降的影响。



## 1.2 燃气火电

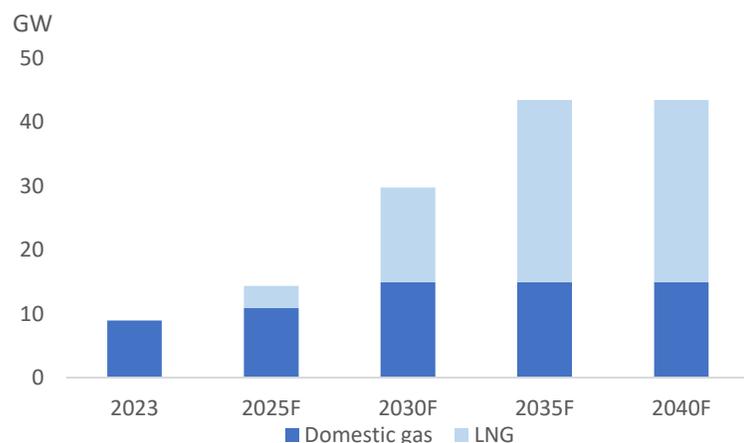
越南的燃气火电主要集中在南部地区包括头顿、同奈、金瓯等省市，燃气电厂的主要原料天然气由PV GAS直接供应，未来将逐步转向进口液化天然气（LNG）发电。

与燃煤发电厂相比，燃气发电厂更灵活、更清洁，但成本更高：燃气发电在全国电力调度中正逐步发挥更重要的作用，因为：首先，与水电、风电和太阳能发电相比，燃气发电是唯一不受天气影响的稳定能源。其次，燃气发电可用性高，容量大，具有调节范围广、响应时间快（5-7%/分钟）和最低容量较低（40-60%）的特点，使燃气发电厂可以在低容量下运行而无需停止机器，有助于最大限度地降低运营成本。

此外，燃气火电停机后的启动时间比燃煤火电更短。未来，LNG发电将成为趋势。相比燃煤及燃油发电厂，其优势在于减少CO2温室气体排放，尤其是SOx和NOx污染物，预计至2030年LNG发电装机容量将达22400MW，占行业总发电容量的15%。2019年至2024年期间，全球天然气价格波动较大。欧洲荷兰TTF天然气价格指数在2022年飙升至337美元/MMBtu，受全球油价上涨影响，随后回落至40美元/MMBtu。然而，由于国际油价上升以及短期内燃气发电需求疲软，其运营效益仍未能充分显现。

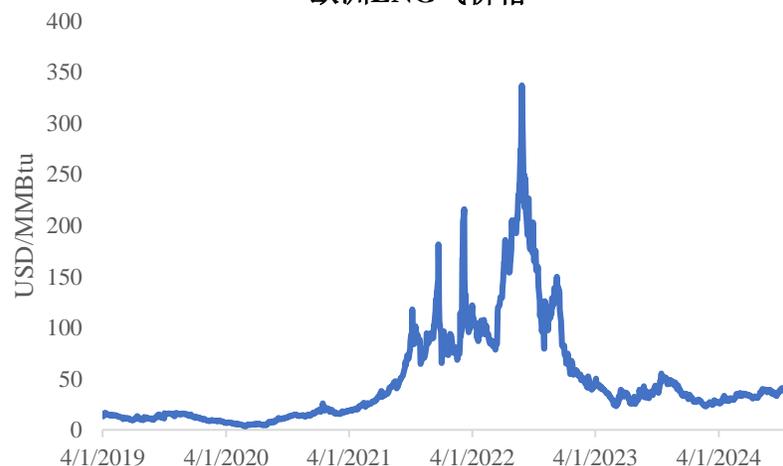
此外，越南现有气田产量下滑，对燃气火电企业构成挑战。目前，越南天然气资源主要集中在南部气田和太平红河气盆，但红河气田产量极低，仅占全国总产量的1%至2%。由于越南多数气田已开采多年，储量不断减少，尤其是南昆山气田，导致全国天然气产量从2016年的103亿立方米下降至2023年的73亿立方米。总体而言，燃气发电在越南仍属新兴行业，现行法律框架尚不完善，难以有效支持新项目的实施。预计2025年燃气发电板块难以取得重大突破，主要原因是天然气价格高企（约1900越南盾/kWh），难以在市场竞争中占据优势。此外，旧气田产量下降，进一步推高新气田的开采成本。

按电力规划VII的燃气火电装机容量



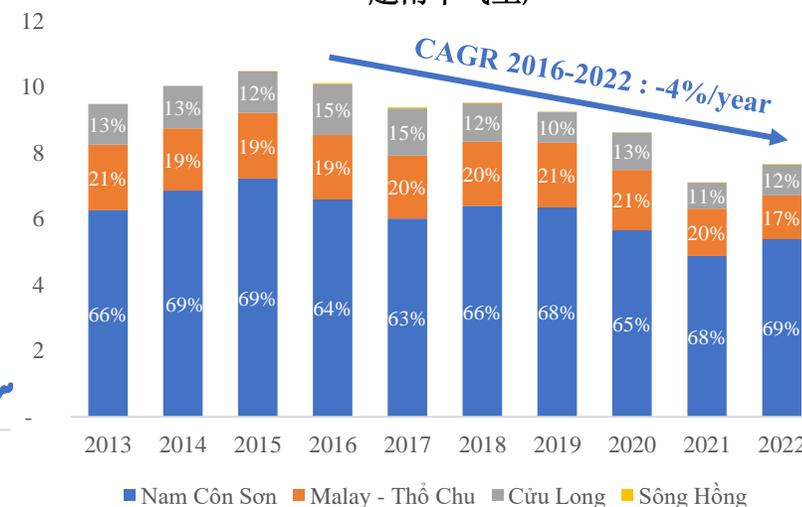
源: 第4967/TTr-BCT号提案, 8/2022

欧洲LNG气价格



源: Bloomberg

越南干气生产



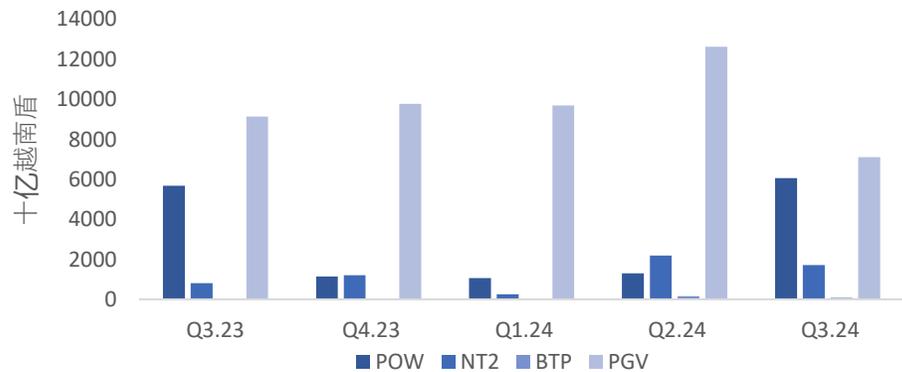
源: PV GAS, GTJASVN RS

根据《电力规划VIII》实施计划，2024年至2035年期间未完成的电力项目清单

类似于燃煤火电，燃气火电板块的经营业绩仍面临诸多挑战，主要受到天然气产量下降的影响，但企业间的业绩分化依然显著。其中，POW的营业收入和净利润分别为5.679万亿越南盾，同比下降6.0%，净利润仅达520亿越南盾，同比下降74%。相比之下，NT2的营业收入达 1.712万亿越南盾，同比增长110%，净利润为440亿越南盾，主要受益于电价同比上涨 3%。

尽管面临产量下降和高成本压力等不利因素，燃气发电在长期内仍将是主流发展趋势。我们认为，LNG燃气发电将在未来电力系统中成为重要的基载能源，尤其是在国内天然气资源逐步枯竭的背景下，其重要性将更加凸显。根据《电力规划VIII》，2025年至2035年间，燃气火电（包括LNG）将迎来大规模发展，预计到2030年装机容量增至37GW，2035年进一步提升至40GW。此外，新的天然气供应基础设施项目也将同步建设，以支持燃气火电厂的发展，并为电力行业提供重要的燃气供应保障。

电力及燃气业务收入



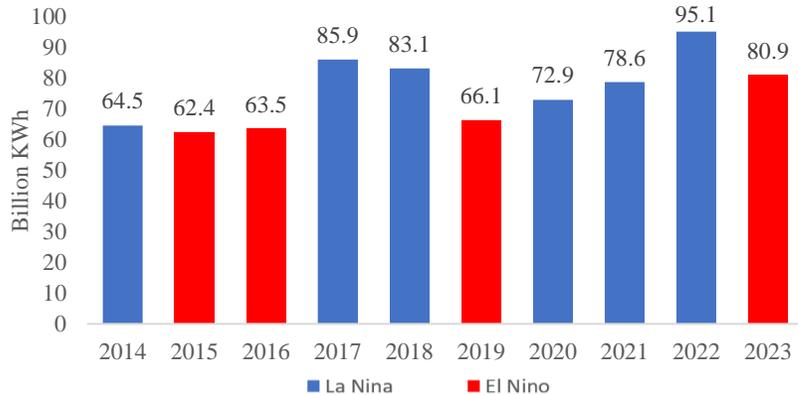
源: FünproX, GTJASVN Research

工厂	容量 (MW)	投资商	完成时间	进展
<b>LNG燃气电</b>				
仁泽3&4	1600	PVPower	2024	施工中
协福1LNG	1200	海玲责任有限公司 (Hai Linh)	2024-2025	施工中
薄寮LNG	2400	Delta Offshore Energy	2027-2029	购电协议谈判
山美1LNG	2250	AES集团	2027-2029	FS计划制定
山美2LNG	2250	EDF – Sojitz – Kyushu – Pacific Group	2027-2029	FS计划制定
广宁1LNG	1500	PVPOWER – Colavi – Tokyo Gas – Marubeni	2028-2029	
海凌LNG	1500	T&T – Hanwha – Kospo - Kogas集团	2028-2029	
宜山LNG	1500	JERA – Sovico联营	2029-2030	
琼立LNG	1500		2029-2030	投资商选择
广泽LNG	1500	EVN	2029-2030	FS计划制定
歌那LNG	1500		2029-2030	投资商选择
隆安1LNG	1500	VinaCapital - GE	2021-2030	FS计划制定
隆安2LNG	1500	VinaCapital - GE	2031-2035	
隆山LNG	1500	PGV – TTC – TV2 – Mitsubishi – GE – GTPP	2031-2035	
<b>家用燃气 电动</b>				
乌门II(B区)	2100	PVN	2027	签署GSA协议
乌门III, IV (B区)	1050	Vietracimex – Marubeni	2028-2030	
中部1,2	1500	PVN	2030	8

## 2.水电

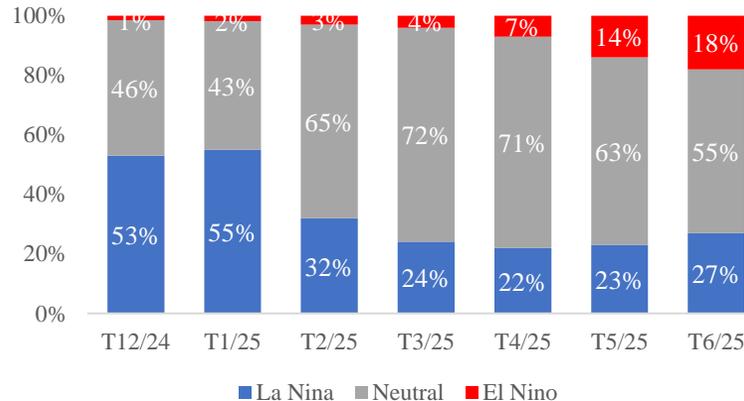
- 越南水电储量主要集中开发于两个地区包括北部山区和中部（西原地区）。这两个地区拥有众多大型河流系统，具备丰富的水电潜力，如北部山区的达江（Sông Đà）、禄江（Song Lo）、桃江（Song Thao），以及中部 - 西原地区的桑河（Song Se San）、斯瑞博河（Song Srepok）、同奈河（Song Dong Nai）等。
- 越南水电装机容量的扩展空间已不大。根据越南电力与可再生能源局的数据，越南的水电技术潜力约为2.6万MW，其中中大型水电占2万MW，装机容量低于3000MW的小型水电约6000MW。截至2023年，全国水电装机容量已达22872MW。目前，新建水电站较为困难，因为其开发受河流水资源的限制，装机容量大于100MW的大型水电站基本已被开发殆尽。然而，仍可通过改造、升级和扩建现有的大型水电站如和平、山罗、莱州、Ialy、治安等来提高水电站的发电能力。根据《电力规划VIII》，预计到2030年，水电装机容量将达到29346MW，占全国总装机容量的19.5%，到2050年将超过3.6万MW，占全国总装机容量的6.8%
- 受季节和水文条件影响：水电的发电量取决于河流及水库的水量，因此发电量波动较大，无法与电力消费需求同步匹配。
- 发电成本低：水电的最大优势在于其发电成本远低于其他电力来源，降雨量越大，发电量越高。在拉尼娜（La Nina）年，水电产量较高，而在厄尔尼诺（El Nino）年，水电产量较低。
- 良好的水文条件助推水电企业盈利增长由于厄尔尼诺现象已结束，并将于2024年第三季度进入拉尼娜阶段，预计水电企业的发电量将大幅回升，2024年全国水电发电量将达到666亿kWh，同比增长35%，水库来水量充沛，降雨量大幅增加。根据越南电力集团（EVN）数据，2024年水电厂的直接供电量（Qc）将达到95%至98%，高于正常水平的85%至90%。预计在2024年第三季度至2025年第一季度期间，水电企业的盈利表现将保持良好，持续受益于拉尼娜现象带来的降雨增加和水库水量充沛。

### 越南水电产量



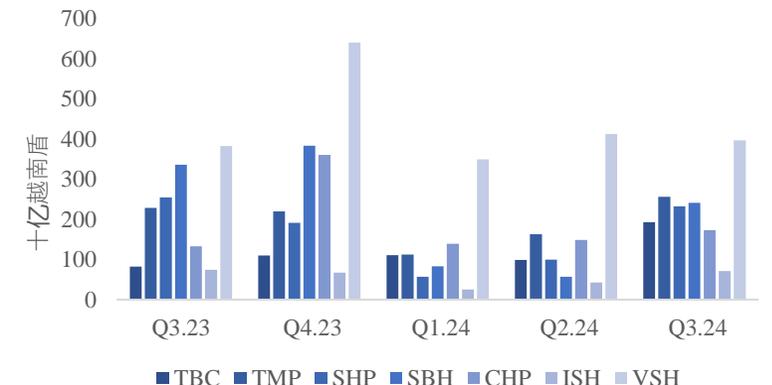
源: EVN, GTJASVN Research

### ENSO阶段预测



源: NOAA, IRI, GTJASVN Research

### 水电企业收入



源: FiiiproX, GTJASVN Research

## 计划实施《电力规划 VIII》的水电项目清单

项目名称	容量（兆瓦）	投资商	完成时间	进展
Nam Cum 1,4,5	95.8	芒齐电力发展股份公司	2024-2027	
Nam Cum 2,3,6	79.5	芒齐电力发展股份公司	2024-2027	
Song Hieu (Ban Mong)	45	农业与农村发展部	2024	
Yen Son	90	平明旅游与建设集团	2024-2025	施工中
Hoi Xuan	102	VNECO	2024	施工中
Italy MR	360	EVN	2024-2025	施工中
Đak Mi 1	84	BB Group	2024-2025	施工中
Hoa Binh MR	480	EVN	T8/2025	施工中
Tri An MR	200	EVN	2026	施工中
Thanh Son	40	河城责任有限公司	2024	规划调整中
My Ly	120	美理-楠模水电股份公司	2028	投资政策调整中
Nam Mo 1	51	美理-楠模水电股份公司	2028	投资政策调整中
Duc Thanh	40	New Wide责任有限公司	2026	进行中
La Ngau	46	农业与农村发展部	2026	
Phú Thọ低水位	105	平明旅游与建设集团	2026	
Cam Thuy 2	38	Intracom Group	2030	重叠规划锦黄水利湖

### 3. 可再生能源（包括太阳能和风能）

2023年，越南可再生能源总发电量达379.22亿千瓦时，同比增长7%，总装机容量约为23600MW，占全国总装机容量的27%。其中：

- 太阳能装机容量为18854MW，主要分布区域为中部地区，包括宁顺、平顺、平定、庆和等省。太阳能存在分布不均的问题，主要集中在电力需求较低的地区，导致电网过载和拥堵。发电不稳定，受日照时长、光照强度和天气影响较大。
- 风能装机容量为4745MW，主要分布区域为南中部沿海、西南部（从槟榔到金瓯）、广治、嘉莱等地。目前，风电占全国电力结构比例较小，主要由于发电波动大以及越南电力集团（EVN）对风电的电价收购机制不稳定。

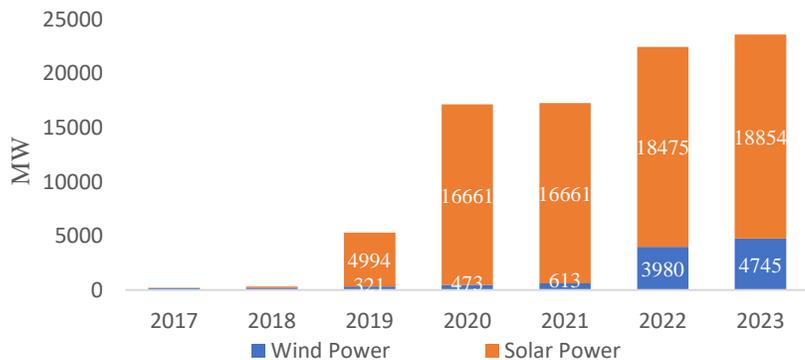
**风能和太阳能输入源的输出不稳定。**风能和太阳能的发电量分别取决于风向、风速和太阳辐射，因此这两种能源的发电量难以预测。风力发电没有固定的规律，会随着季风季节而波动。风力发电也分为陆上风力发电（Onshore）和海上风力发电（Offshore），而每种的安装地点对发电效率影响显著。对于太阳能来说，输出主要集中在白天，尤其是中午，在炎热季节和厄尔尼诺时期的月份输出量最高。

**可再生能源项目短期面临困难。**当固定购电价格机制（FIT价格）到期后，加上第19号通告（TT19/BCT）关于可再生能源电价框架的规定尚未给出正式电价，导致可再生能源项目融资困难，难以确保投资者的利润，阻碍可再生能源项目的进展。

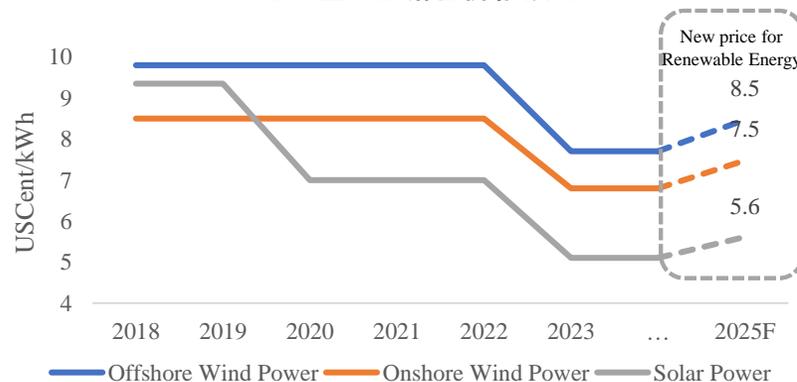
然而，我们认为，新的电价框架将保持不变或略有上调，由于许多地区电力短缺，导致电力需求旺盛；水电、火电开发空间有限，推动能源结构向可再生能源转型，符合《电力规划VIII》的目标。

2010年至2015年期间，受政府优惠电价政策（FIT）支持，太阳能企业毛利率长期维持在50%左右，并在2019年后迎来快速增长。尽管目前由于FIT价格机制的取消，尤其是过渡性项目的不确定性，增长势头有所放缓，但得益于发电量的大幅提升，可再生能源企业的经营表现依然稳健。其中，BCG、GEG和PC1的收入同比增长11%至15%。

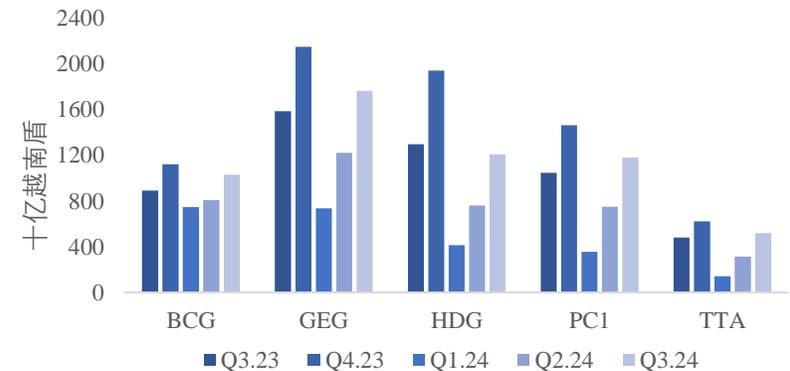
2017年至2023年可再生能源装机容量



可再生能源销售价格预测



可再生能源业务收入



长期前景来自于在向可再生能源转型和直接电力销售机制 (DPPA) 中发挥关键作用。

随着政府批准2021年至2030年《国家电力规划VIII》，并展望至2050年，到2050年可再生能源比例的目标将占到63%，其中包括：

- **陆上风电**：到2030年，总装机容量预计达到12.9GW，年均增长55%。在2030年至2035年期间，陆上风电预计将继续以 7%/年的速度增长。
- **海上风电**：到2030年，总装机容量6GW，到2035年增加至18GW。
- **太阳能发电**：到2030年，总装机容量预计达到20.6GW。在2030年至2035年期间，太阳能发电将以每年约 23%的复合年增长率增长。因此，根据政府的政策，太阳能仍被视为电力开发结构中的重要能源组成部分。

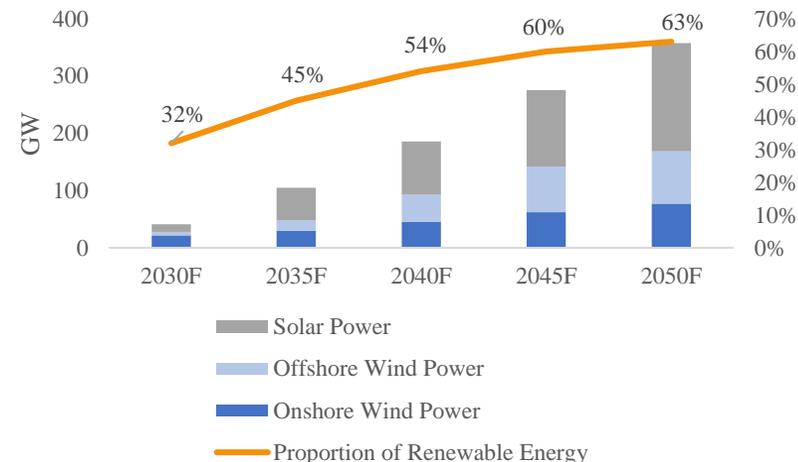
除了加快可再生能源电力的开发，2024年10月，越南工贸部已批准老挝进口电力的优惠价格框架，该政策适用于2025年12月31日起的5年内，并设定最高电价上限为6.4UScent/kWh，这一价格明显低于越南FIT 2价格机制的平均水平7.25UScent/kWh。

根据第80/2024/ND-CP号法令，直接购电机制 (DPPA) 不仅是批发电力市场 (VWEM) 发展的关键一步，并将进一步迈向竞争性零售电力市场 (VREM)。此外，DPPA 机制鼓励投资可再生能源项目，同时确保电力供应的稳定性，并通过差价合约 (CfD) 机制降低市场价格波动的风险。在越南，DPPA 机制主要包括以下两种模式：

### 模式1：通过专线购买和销售电力

可再生能源发电企业可直接与大型电力用户（过去12个月平均月用电量  $\geq 20$  万kWh）签订购电合同。双方可自由协商电力供应量和售电价格，通常基于国家规定的零售电价进行谈判。

根据《电力规划VIII》的可再生能源装机容量

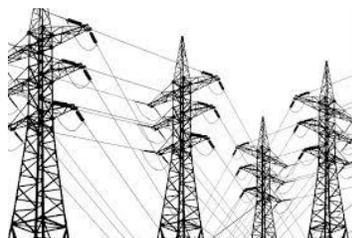


源: 电力规划VIII

直接电力连接模式的输电示意图



可再生能源发电单位



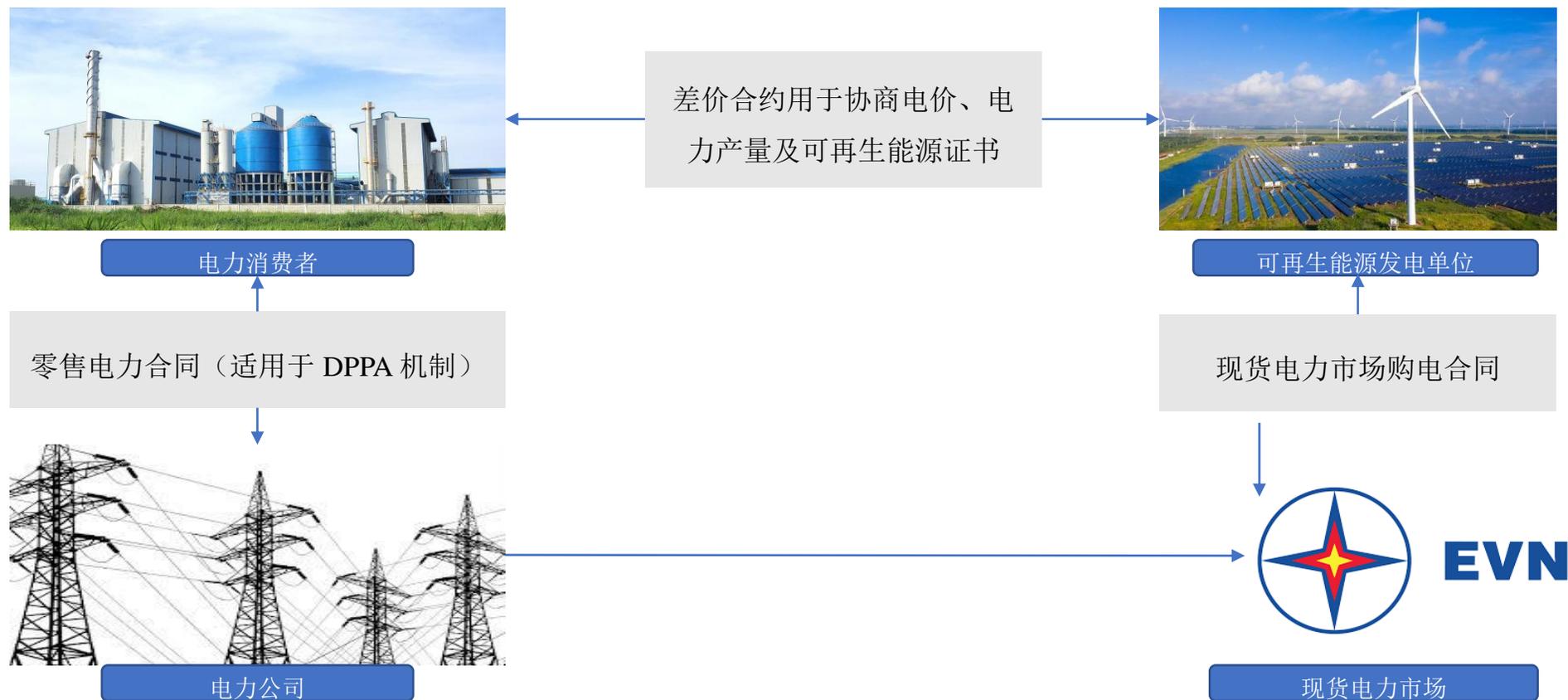
具有直接电力连接线路的DPPA



电力消费者

## 模式 2：通过国家电网购买和销售电力

- 该模式允许大型电力客户或授权电力零售商（每月购电量达20万kWh 及以上，并接入电压等级为22kV及以上的国家电网）通过国家电网从可再生能源发电企业购电，前提是参与该模式的可再生能源发电企业装机容量需达到10MW及以上。
- 对于经调整的电力消费量，其计算基于购电方的实际用电量与可再生能源发电企业的实际发电量两者之间的最小值。购电方需向越南电力集团（EVN）额外支付电力市场价格的电能费用、电网系统使用服务费及差额清算费用。



源: VEA, GTJASVN Research

因此，我们预计可再生能源发电企业，具备丰富风电和太阳能项目经验且度电成本（LCOE）较低的企业，将受益于电价机制的支持，从而提升电力产出，并逐步巩固可再生能源在未来能源结构中的核心地位。

## 电力板块股票及投资论点

### 我们将电力板块股票的投资前景分为两个类别：

❖ **水电企业：**在能源板块中，拥有众多水电站的企业将受益于拉尼娜阶段带来的降水增加，尤其是那些在雨季集中且降水充沛的中部地区设有电站的企业，以及具备深水库储水优势的企业

❖ **太阳能与风电企业：**拥有太阳能和风电电站组合的企业将受益于《电力规划VIII》推动能源结构向可再生能源转型。同时，地理位置优越、具备较高发电能力的企业更具优势。此外，我们更倾向于投资那些具备多元化发展能力，并且在电站资产之外拥有多个拓展项目的企业。

### 投资建议

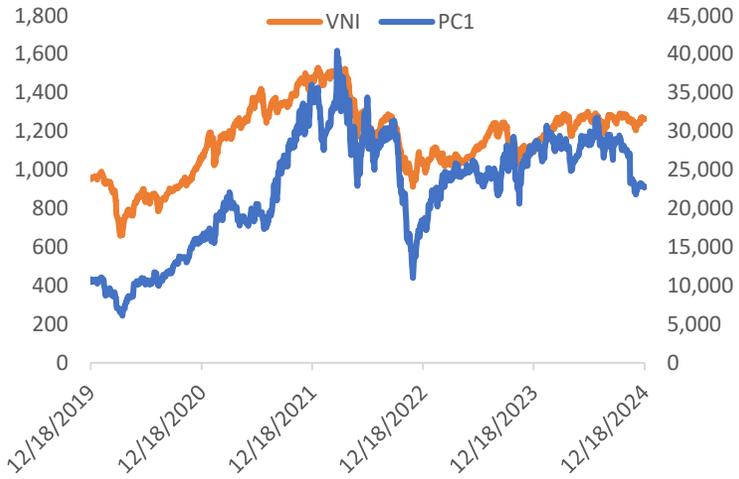
**PC1 – 买入 – 30,130 VND (+31.86%)**

**VSH – 中立 – 52,300 VND (+6.52%)**

**HDG – 买入 – 34,300 VND (+20.4%)**



## 股价走势



## 股票信息 (2024年12月18日)

目前价 (VND) **22,850**

52周价格波动 21,630 – 27,680

52周平均交易量 3,855,616

市值 (十亿越南盾) 8,172.12

P/E 18.61

P/B 0.93

**PC1集团股份有限公司是越南电力建设安装行业的龙头企业**，具有实施多项国家输变电工程的经验，尤其是500KV电压等级以下的EPC和PC总承包项目。PC1在电气建设咨询领域站稳脚跟后，业务进一步拓展至工业生产、能源投资和房地产投资。

**2024年第三季度业务业绩更新：电气建设板块是主要增长动力，为全年利润增长提供支撑。**

2024年前9个月，PC1集团累计实现营业收入7.538万亿越南盾（同比增长47%），税后利润达5780亿越南盾（同比增长超6倍，完成年度目标的110%），超额完成全年利润计划。其中：

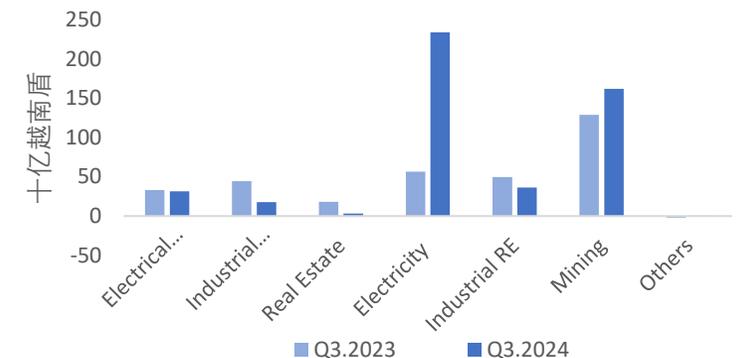
电力安装业务仍是PC1的核心收入来源，第三季度营收7050亿越南盾，同比增长48%，主要得益于500kV三3号线项目规模的增加，使得前9个月累计营收2.457万亿越南盾，同比增长66%。

- 矿业业务，主要为镍精矿销售在2024年前9个月收入1.431万亿越南盾，同比增长2.6倍。尽管工业生产业务在2024年第三季度营收大幅下降60%，至1610亿越南盾，但前9个月累计收入仍达1.23万亿越南盾，同比增长65%。
- 成本控制显著优化，其中销售费用减少164亿越南盾，同比下降26%，财务费用达982亿越南盾，同比下降70%，原因是2024年第三季度末以来汇率大幅下降，有助于大幅减少PC1旗下3个风电场美元贷款的汇率差异。因此，PC1第三季度税后利润达2590亿越南盾，同比增长2.6倍。

## 2024年第三季度收入结构



## 2024年第三季度毛利结构



### 1. 电力建设板块将从2023年的低基数和正积压订单中复苏。

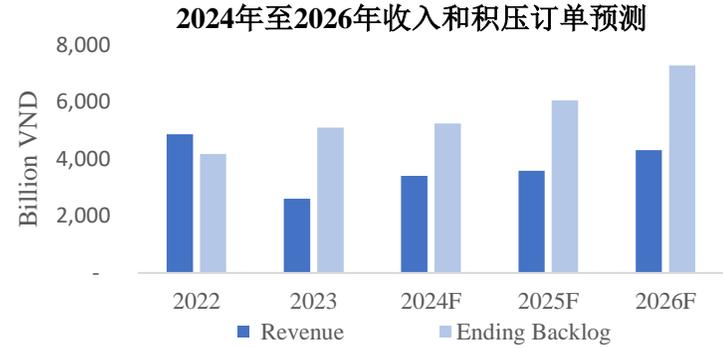
电力安装业务将继续成为公司稳定营收的支柱和其他业务板块发展的基础。2024年10月，PC1签署菲律宾Camarines Sur风电场58.5MW项目EPC总承包合同。预计2025年至2026年期间PC1的记录工作量将达到1.2万亿越南盾，因此，我们预计2025年PC1的积压量将达到约4.95万亿越南盾，因为预计2025年至2030年将根据第8号电力计划签署许多新的稳定合同，涉及电源开发建设，以及扩展到菲律宾、老挝和澳大利亚的国际建设市场。因此，我们预测2024F/2025FPC1电气建设部门的收入将分别达到3.8440万亿和4.279万亿越南盾，分别同比增长47.4%和11.4%。

### 2. 能源板块短期内受益于拉尼娜气候现象

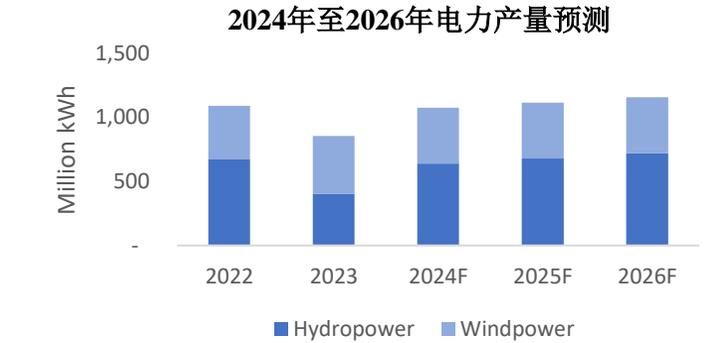
2024年前9个月，水电业务的发电量达到5.09亿千瓦时，完成年度计划的97%，主要得益于第三季度的有利天气条件。我们预计拉尼娜气候可能会持续至2025年3月，因此2024年PC1水电业务的发电量有望达到6.383亿千瓦时，同比增长59%。此外，PC1正在推进2024年至2025年期间的水电项目建设，包括宝乐A水电站（30MW）和上河水电站（13MW）。预计到2026年，PC1旗下水电装机容量将达212MW，同比增长25%。关于风电方面，我们预计2024年保持稳定，2025年受益于USD/VND汇率上升，电价上涨，业务增长将有所提升。基于此，我们预计2024年和2025年PC1能源板块的收入将分别达到1.732万亿和1.823万亿越南盾，分别同比增长18.6%和5.3%。

### 3. 中期镍矿业务增长潜力——“镍矿宝藏”开发

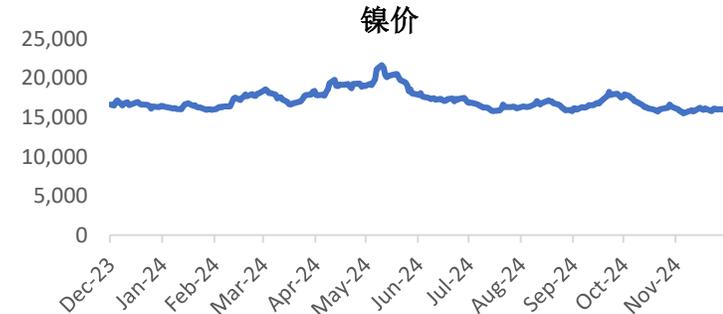
截至2024年12月，镍价仍处于低位，年初至今下降4.7%，预计2025年将保持持平，主要受印尼（全球最大镍生产国）及菲律宾的镍矿供应持续增长，而中国市场需求低迷的影响。我们认为，短期内过剩的供应将抑制镍价上涨，但从中期来看，全球，尤其是越南，向电动车转型的趋势将有助于镍价回升。PC1是越南唯一一家具有镍矿开采和生产能力的上市公司，其子公司Tan Phat矿产股份公司（PC1持股57.27%）负责镍矿开采。此外，PC1与全球第二大有色金属贸易公司Trafigura签署合作协议，这将确保公司未来几年的镍矿订单稳定。我们预计，矿产开采将成为PC1的新业务板块，毛利率为30%，其中我们预测，随着镍价与2023年相比略有下降，由于2023年基数较低，仅在去年最后6个月运营，2024年的收入将达到2.057万亿越南盾，同比增长191.7%，而2025年的收入将保持不变，同比增长0%。



源: PC1, GTJASVN Research



源: PC1, GTJASVN Research

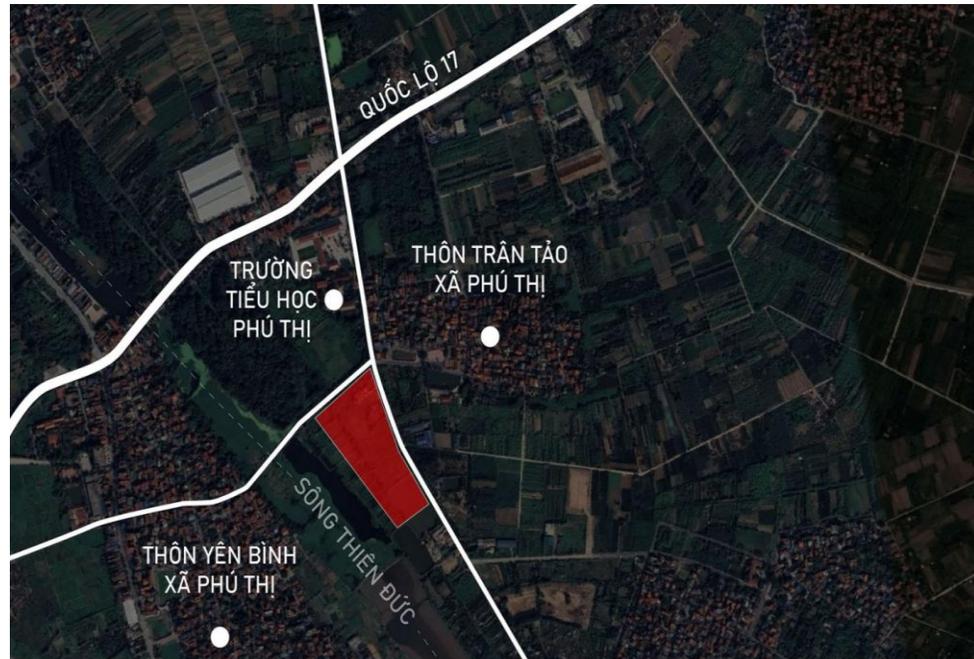


源: Bloomberg

## 4. 长期前景——住宅和工业房地产市场的扩展

- **住宅房地产：** PCI计划于2024年第四季度在嘉林县Thap Vang住宅区启动一个占地 1.5 公顷的项目，总投资约 1.536 万亿越南盾，预计于 2025 年实现全部收入。
- **工业园区房地产方面：** PCI表示，除已 100% 出租的 Nomura 工业园区一期外，Nomura 工业园区二期项目已完成设计，并获批 1/2000 规划，此外，公司正计划投资头顿的富美工业园区。PCI 参股的 Western Pacific 公司（PCI 持股 30%）旗下工业园项目中，安丰 2A 工业园已交付 14% 商业土地，预计 2025 年将加快交付进度，同时推进安令工业园的开发。我们预计安丰2A和安令2A工业园区的入住率将达到30%，租金分别为165美元/平方米和85美元/平方米。预计Western Pacific 2025年净利润可达3000亿越南盾，其中PCI将确认联营公司的投资收益900亿越南盾，同比增长 4%。从长远来看， Western Pacific的目标是到2025年将其工业土地基金总额扩大到1000公顷，到2030年扩大到2000至3000公顷，预计将从2026年起为PCI贡献大量利润。

Thap Vang住宅项目位置



PCI工业园地产项目正在实施中

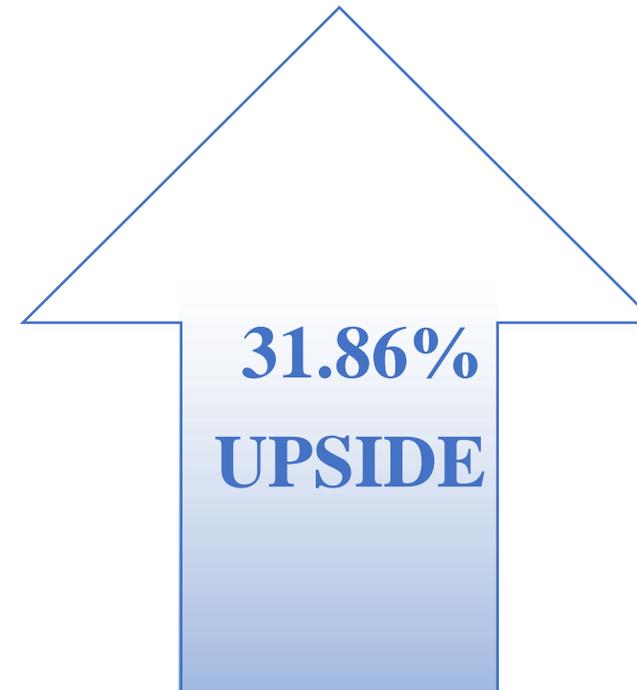
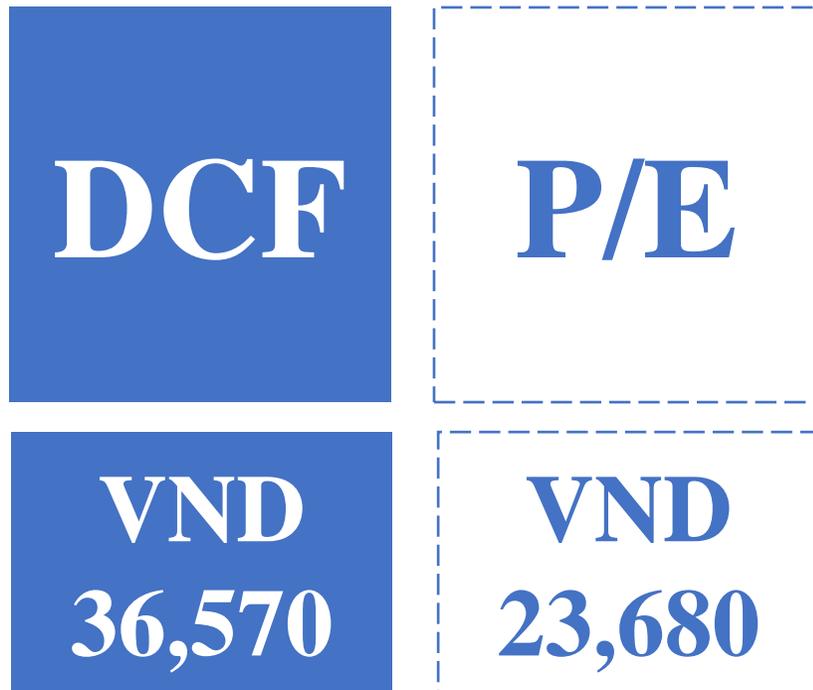
工业区	持股比例	面积	租金 (美元/平方米)	项目更新
Nomura GD1	70%	123	120	出租，入住率100%
Nomura GD2	100%	123	120	等投资政策
安丰IIA (An Phong)	18.6%	151	165	入住率14%
安令 (Yen Lệnh)	30%	49	83	施工中
安闰 (Yen Lu)	30%	66	115	2024年第三季度授予的投资政策
同文5 (Dong Van 5)	30%	166	90	2024年第三季度授予的投资政策

我们建议买入PC1股票，目标价为**30130越南盾/股**，相当于较2024年12月18日的收盘价上涨31.86%，基于两种主要估值方法：市盈率和FCFF，每种方法的权重为50%/50%。

对于FCFF折现现金流估值模型，2024年至2025年的预计收入分别为10.251万亿越南盾，同比增长31.8%和10.932万亿越南盾，同比增长6.6%，这得益于2025年电力建设积压量大、天气有利导致水电产量提高和矿产开采领域的突破前景。预计毛利率接近20%和21%。因此，我们预计母公司的合并净利润在2024年和2025年将分别达到约5750亿越南盾，同比增长311%和8480亿越南盾，同比增长47%。

关于投资风险，我们关注以下风险：

- **汇率波动风险：**由于企业持有大量外币贷款，可能面临汇率波动带来的财务压力。
- **电力建设订单执行风险：**实际执行情况可能低于预期，未能达到过去的表现水平。





# 越南永山-馨江水电股份公司 (HOSE:VSH)

股价走势



越南永山-馨江水电股份公司前身为隶属于越南电力公司III的永山水电厂。VSH主要从事水电相关业务，包括水电项目的物资贸易、施工咨询、工程管理和监理服务，核心业务是水电的生产和销售。目前，公司稳定运营3座水电站，总装机容量达356MW，每年向国家电网供应约18亿kWh的电量。

## 2024年第三季度业绩更新：财务活动助推利润同比增长三倍

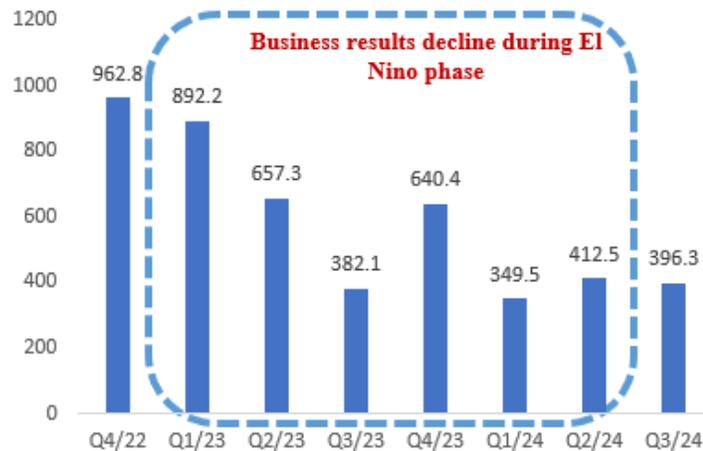
尽管VSH在2024年前9个月的营业收入仅达1.158万亿越南盾，同比下降40%，但2024年第三季度的收入已显现复苏迹象，达3963亿越南盾，同比增长3.7%。这一增长主要归因于水电生产恢复，第三季度发电量达到3.923亿kWh，同比增长5.38%，受益于气候向拉尼娜阶段转变所带来的有利水文条件。

此外，VSH本期财务收入超过60亿越南盾，同比增长4.6倍，主要得益于高利率定期存款的利息收入。同时，财务费用同比下降41%，降至652亿越南盾，得益于公司成功重组高利率银行贷款，以及市场利率在第三季度下降的影响。因此，公司2024年第三季度净利润接近780亿越南盾，同比大增3倍。

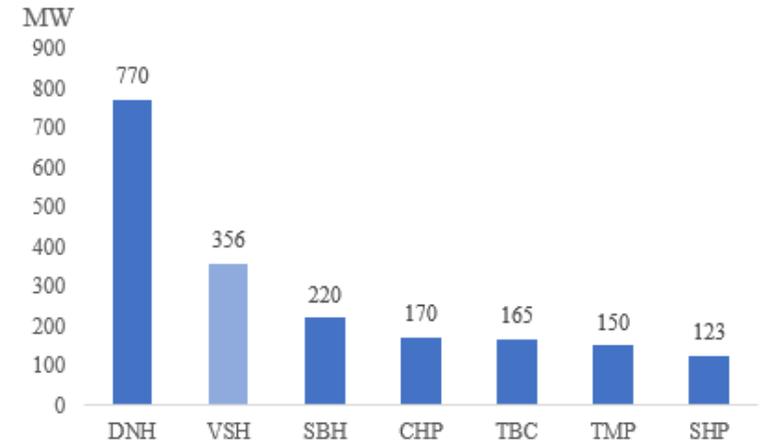
## 股票信息 (2024年12月18日)

目前价 (VND)	50,100
52周价格波动	40,530 - 53,400
52周平均交易量	18,377
市值 (十亿越南盾)	11,835.69
P/E	31.41
P/B	2.5

Business Results Q3/2024



Design capacity of Hydropower enterprises



Source: BCTC VSH, GTJASVN Research



# 企业展望

## 1. 受益于工业用电需求增长

南部地区，尤其是胡志明市和同奈，是越南吸收外商直接投资最多的省份之一。2024年第三季度，中南地区GDP增长率达到8%，高于全国平均水平5.5%，主要贡献领域来自旅游业和工业，尤其是宜山的化工和石油天然气工业园区项目以及归仁的海港区。我们预测2025年南方地区电力消费需求同比增长12%。因此，VSH的水电站，位于中南部地区的平定省和富安省的永山水电站和馨江水电站将满足该地区工厂和工业园区的电力输出，尤其是在燃煤火电和燃气火电电力来源逐渐得到充分挖掘的背景下。

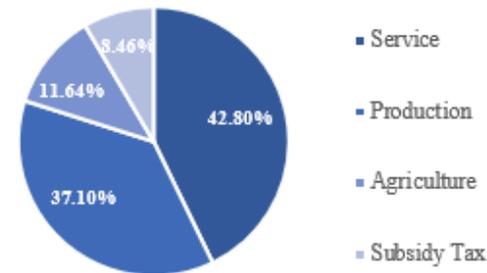
## 2. 天气条件有利，水电发电量恢复

截至2024年前10个月，全国商品电量预计达到2068.6亿kWh，同比增长11.6%，其中水电发电量达到763.1亿kWh，同比增长14.34%，占全国总发电量的近30%。在2024年上半年，由于厄尔尼诺气候影响，水电企业的发电量较低，但随着进入水电高峰期，以及从2024年第四季度开始拉尼娜现象的明显转变，将大幅推动水电发电量的增长。VSH是全国水电装机容量最大的企业之一，在水电开发成本仅为400至600越南盾/kWh的情况下，这将显著提高VSH的经营业绩。尤其是VSH的水电站具有较高的蓄水能力，与南中部和西原地区的其他水电站相比占据明显优势。因此，我们认为，在当前有利的水电条件下，VSH可以积累更多的水资源，为未来发电提供保障。

## 3. 2024年至2025年水电站扩容升级的前景

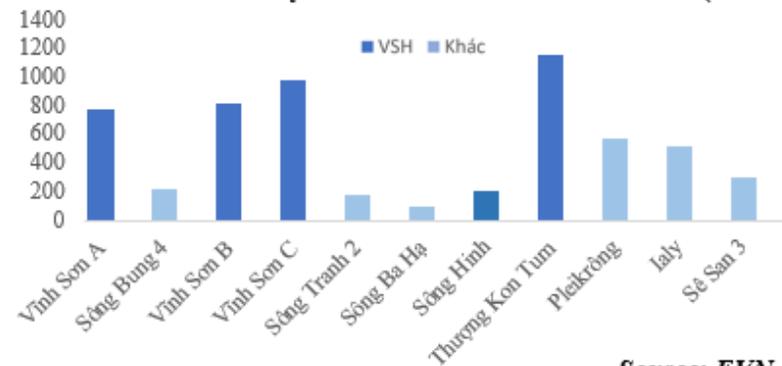
根据《电力规划VII》，到2030年，水电仍将是解决电网负荷过剩与短缺问题的重要能源。尤其是在当前水电开发潜力逐渐下降、装机容量已接近最大化的背景下，扩建水电站是最具成本效益且能够确保发电量增长的解决方案。在2024年，VSH计划扩建永山水电站40MW和馨江水电站70MW，预计将在2026年完工。此外，VSH还受益于购电协议（PPA）电价的调整，其母公司REE成功谈判，将VSH水电站的售电价格提升至1310越南盾/ kWh，较此前合同价格上涨19.5%。因此，我们认为，在有利的天气条件以及政府支持水电发展的政策推动下，VSH将凭借水电站扩容的优势，实现电力产量和收入的突破性增长。

GDP structure by industry in South Central Coast Q3/24



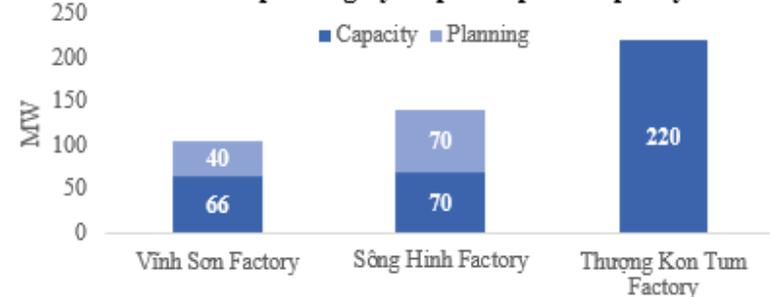
Source: GSO

Water level rise of hydroelectric reservoirs in the area (meters)



Source: EVN

Expanding hydropower plant capacity



Source: VSH, GTJA, EVN Research



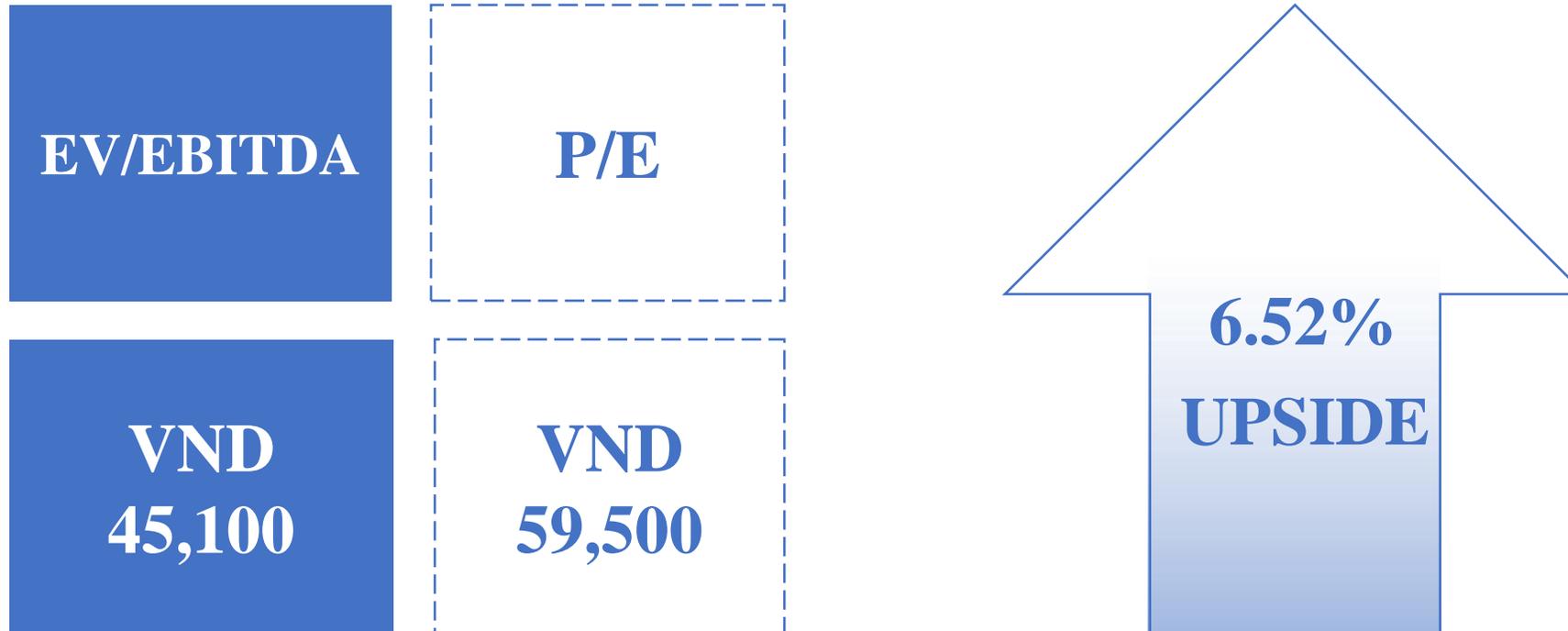
# 预测与估值

我们建议“持有”VSH股票，并估算2025年合理股价为**52300越南盾**，对应上涨空间6.52%。基于两种主要估值方法：EV/EBITDA和P/E，每种方法的权重为50%/50%，与过去一年内收入和规模相近的水电企业进行比较。我们预测，由于2024年发电量持平+1%，2025年增加11%至24.64亿kWh，2024年至2025年的预计收入分别为2.164万亿越南盾，同比下降15.9%和2.470万亿越南盾，同比增长14.1%。2024年和2025年的净利润预计分别达到1.094万亿越南盾，同比增长17.4%。

由于从母公司REE借入3500 亿越南盾偿还长期债务导致利息支出降低，净利润率从38.6%提高到39.23%。因此，公司2024年至2025年的预计每股收益分别为2810越南盾和3130越南盾。

关于投资风险，我们关注以下风险：

- 电价谈判进度风险
- 天气条件不利风险



股价走势



股票信息 (2024年12月31日)

目前价 (VND)	28,500
52周价格波动	21,630 – 27,680
52周平均交易量	3,979,076
市值 (十亿越南盾)	10,157.21
P/E	13.1
P/B	1.28

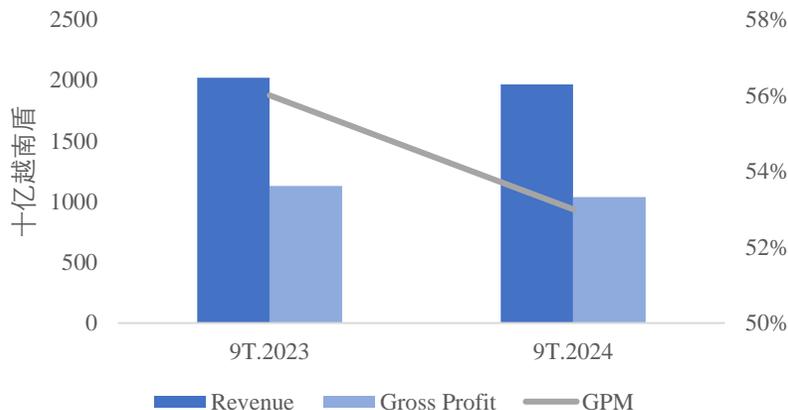
河都集团股份有限公司前身为国防部直属建筑公司，成立于1990年，主营业务包括房地产投资、水电生产及可再生能源如太阳能和风能的开发。截至目前，公司已拥有15个城市综合体及公寓项目、8个办公楼及酒店项目、5座水电站和3座可再生能源电站。

2024年第三季度业绩更新：保持稳定增长

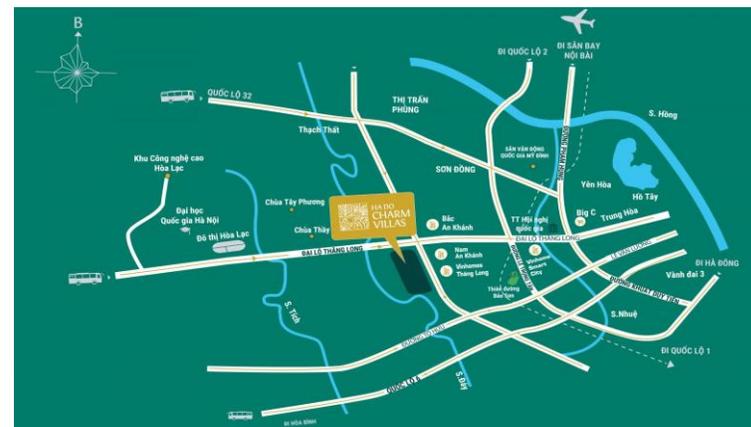
2024年前9个月，河都集团（HDG）实现营业收入1.965万亿越南盾，同比下降3%，净利润5450亿越南盾，同比增长2%，分别完成全年收入目标的68%和利润目标的56%。然而，在2024年第三季度，HDG表现亮眼，实现5670亿越南盾的收入，同比+23%，净利润1820亿越南盾，同比+83%。主要增长驱动因素包括：

- 电力业务：第三季度营收4450亿越南盾，同比增长24.1%，由于气候从厄尔尼诺向中位状态过渡，使得水电发电量大幅增长至3.41亿kWh，同比+32%。
- 房地产：第三季度未确认任何新项目销售收入，但累计2024年前9个月，房地产收入仍达近4000亿越南盾，同比增长117%。
- 办公楼及酒店租赁：需求逐步复苏，收入和毛利润同比增长15%和12%。

2024年第三季度业务业绩



Hado Charm Villas项目透视图



## 1. 水电板块将在2025年第一季度因拉尼娜天气现象强势反弹

根据气象水文中心的预测，从2024年11月至2025年1月，ENSO（厄尔尼诺-南方涛动）可能转变为拉尼娜状态（以强降雨为特征），这将推动整个水电系统的发电量回升，尤其是在中部地区的义安省和广南省（HDG水电站所在地）。据此，我们预计HDG的水电发电量将在2024年达到11.92亿MW，同比增长2%，并在2025年增长至13.16亿MW，同比增长10.4%。从长期来看，HDG计划在2026年成功并购山灵-山炎（Son Linh – Son Nham）两座水电站，装机容量24MW，预计该项目将贡献6400万的电量，使总发电量增至14.02亿MW，同比增长6.5%。

## 2. 2025年房地产板块的收入将因Hado Charm Villas第三期销售而强劲复苏

在2024年，HDG一直推迟Hado Charm Villas项目的销售，以期在剩余部分（528套中的108套）的销售中获得最大利益。这一决定基于以下两个因素：（一）北部地区的住房需求强劲，截至2024年前九个月，该类型房地产的吸纳率已接近65%；（二）由于住宅供应短缺，怀德地区别墅或联排别墅项目的售价大幅上涨，达到1.887亿越南盾/平方米，同比增长58.3%，远高于Charm Villas项目的售价为1.58亿越南盾/平方米。

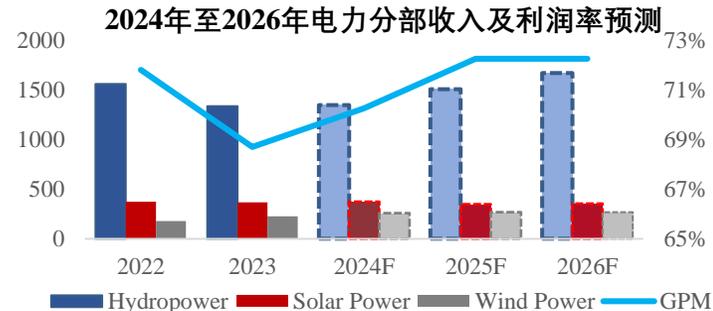
我们预计，第三期的销售价格将在1.3亿至1.4亿越南盾/平方米之间，并且HDG将在2025年至2026年确认该项目剩余部分的收入，总额预计达2.306万亿越南盾。由于这些产品已完工，仅等待市场复苏的最佳时机。

此外，预计在2026年至2028年期间，HDG将获得Green Lane和Minh Long两个项目的预售现金流。这两个项目位于胡志明市，属于公寓开发类型，总占地面积2.3至2.7公顷。我们预测，河都集团的房地产业务收入将在2025年达到1.222万亿越南盾，同比增长144%，并在2026年增长至1.786万亿越南盾，同比增长46%。

## 3. 维持健康的财务结构，为多元化集团的可持续发展奠定安全基础

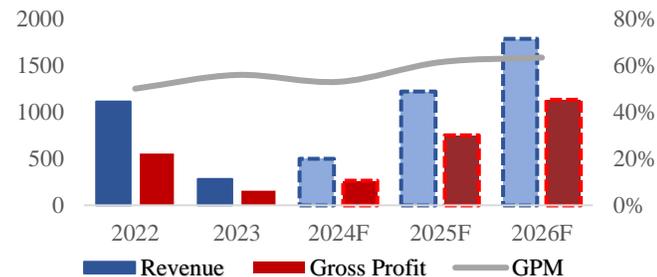
自2019年以来，由于对电力能源板块的巨额投资，公司负债水平显著上升。然而，企业的贷款余额已逐渐下降，目前约为5.4万亿越南盾，主要用于可再生能源项目的投资，占总资本的37.5%，确保稳健的财务结构，并预计未来债务占比将继续下降。

此外，企业的利息支出在2019年至2023年期间翻倍，达到4866亿越南盾。然而，凭借来自能源板块的稳定现金流，HDG具备良好的偿债能力。我们估算，电力业务的年均经营现金流可达9500至1.1万亿越南盾，足以覆盖企业的长期债务偿还需求。此外，其他经营活动也能带来正向现金流，有助于进一步降低债务负担，确保HDG的财务稳定。



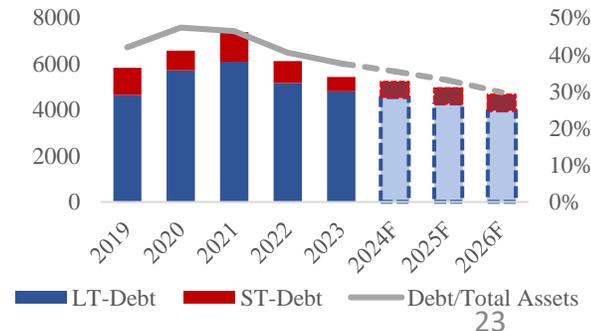
源: HDG, GTJASVN Research

## 2024年至2026年房地产收入和毛利率预测



源: HDG, GTJASVN Research

## 债务/股权比率预测



源: HDG, GTJASVN Research

我们建议“买入”**HDG**股票，并估算2025年合理股价为34300越南盾/股，较2024年12月31日收盘价上涨20.4%。基于分部估值法（SO TP），其中主要贡献包括：能源板块（水电、风电和太阳能发电）、房地产收入（2025年至2026年来自Hado Charm Villas第三阶段的收入，2026年至2028年来自Hado Green Lane 和 Linh Trung项目的现金流）以及办公租赁和酒店业务（2024年和2025年预计分别增长8%和15%）。我们使用以下方法：一、电力部门采用DCF方法，WACC折现率为11.96%，假设长期增长率为0.5%/年；二、住宅房地产部门采用RNAV方法，折现率为13%；三、办公室和酒店租赁部门采用资本化率折现率为8.5%；四、建筑和其他服务部门按2024年第三季度末的账面价值进行估值。

关于投资风险，我们关注以下风险：

- 法律风险：涉及Hado Green Lane和Minh Long项目的法律审批问题。
- 电价政策风险：SP Infra 1电厂的FIT电价机制取消风险。

WACC		业务板块	方法	折现率	NPV 2025F
Beta (Adjusted)	1.25	电力	DCF	11.96%	10,243
Risk Premium	11%	房地产业务	RNAV	13%	3,052
Risk free rate	3.1%	办公室及酒店出租	Capitalization Rate	8.5%	1,370
<b>Ke</b>	<b>14.4%</b>	建筑和其他服务	Book Value		64
<b>Kd</b>	<b>8.3%</b>	<b>总价值</b>			<b>14,729</b>
E/A	34%	(+) 现金及现金等价物			1,993
D/A	66%	(-) 贷款负债			4,947
<b>WACC</b>	<b>11.96%</b>	(-) 少数股东权益			239
		<b>企业价值 (十亿越南盾)</b>			<b>11,536</b>
		流通股总数			336,331,529
		<b>目标价</b>			<b>34,301</b>
		<b>上涨空间</b>			<b>20.4%</b>



## 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

武琼如

Research Analyst

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

(024) 35.730.073- ext:702

吴妙玲

Research Analyst

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

(024) 35.730.073- ext:705

郑庆玲

Research Analyst

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

(024) 35.730.073- ext:707

阮德平

Senior Research Analyst

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

(024) 35.730.073 - ext: 704

阮岐明

Chief Economist

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

(024) 35.730.073- ext:706

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

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





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	河内市纸桥区陈维兴路 117 号 Charm Vit 大厦一楼	胡志明市第三郡国际工厂路第二 号 BIS 三楼
挂单电话: (024) 35.779.999	电话: (024) 35.730.073	电话: (028) 38.239.966
Email: <a href="mailto:info@gtjas.com.vn">info@gtjas.com.vn</a> Website: <a href="http://www.gtjai.com.vn">www.gtjai.com.vn</a>	传真: (024) 35.730.088	传真: (028) 38.239.696

