



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

# 2025年住宅房地产展望 轻微复苏



Guotai Junan (VN) Research  
26, February 2025

Research Analyst  
武琼如  
[nhuvq@gtjas.com.vn](mailto:nhuvq@gtjas.com.vn) - Ext: 702

## 2025年展望

随着三部新法律的出台，房地产相关法律框架逐步完善，助力2024年房地产市场复苏。明晰的法律体系有助于企业加速推进未完成项目，并推出新房地产项目。

展望2025年，我们预计房地产市场将进一步回暖，主要得益于政策支持及购房与投资需求的持续增长。此外，基础设施的快速发展也将带来显著利好。一系列重点基础设施项目正在实施，加强各地区之间的连通性，包括胡志明市环路3号、河内环路4号、地铁线路等。这些项目有助于扩展城市发展空间，并提升郊区与市中心的连接性，从而推动周边区域的发展。

尽管如此，高企的房价仍是市场流动性的主要障碍。由于房价持续处于高位，我们认为短期内房地产市场的复苏将较为温和，且企业之间的分化趋势将更加明显。

于利率，我们预计下调空间有限，但2025年利率仍将维持在低位，或仅小幅上升。这将在一定程度上支撑房地产市场，尽管高端市场及大额交易仍将承受一定压力。

**2025年房地产股票投资展望：我们建议投资以下房地产股票：KDH（目标价：40300 越南盾，上涨空间：20.8%）、NLG（目标价：42600 越南盾，上涨空间：29.7%），由以下原因：**

即将推出短期和中期开售项目；实施多项重叠项目，不分散，在适用新土地价格表前完成法律和财务义务；地块位于黄金地段及经济高速发展省份，确保价格上涨潜力，吸引实际居住需求；良好的项目开发能力，项目开发与销售周期短，多年来打造良好市场口碑；稳健的财务实力有助于企业在新法规实施阶段保持稳健发展。





源: GTJAS VN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)





## 推动经济发展

- 根据越南国家统计局的报告，房地产行业直接贡献全国GDP的15%，并对建筑、银行和金融、证券、保险、旅游、农业等40个经济关键行业产生溢出效应。

## 影响波及多个行业

- 越南房地产协会的研究也显示，当房地产行业增加1万亿越南盾时，将刺激其余行业群体的产值增加1.192万亿越南盾，并带动增加值达到3110亿越南盾。
- 至于就业方面，2021年官方统计数据显示，有454.5万人从事与房地产项目相关的建筑业，有30.8万人从事房地产业务。
- 上述数字表明，越南建筑和房地产行业的就业人数占总就业人数的近10%（2021年为4900万人）。

## 吸引强劲的国内外资本流入

- 外商直接投资 (FDI) 流入：从2014年到2024年，房地产行业持续位列吸引新增FDI资本最多的前三大行业之一，占新增FDI总额的10%至15%。尽管外国投资企业在房地产经营方面受到法律限制，该行业仍然是资本流入的热门选择。
- 信贷资金：根据商业银行的统计数据，截至2024年9月，房地产贷款总额达到3.15万亿越南盾，同比增长15%；年初至今增长9.15%。该数字约占整个经济体系信贷总额的21%，并且在房地产行业投资信贷和消费信贷的界限较为清晰。

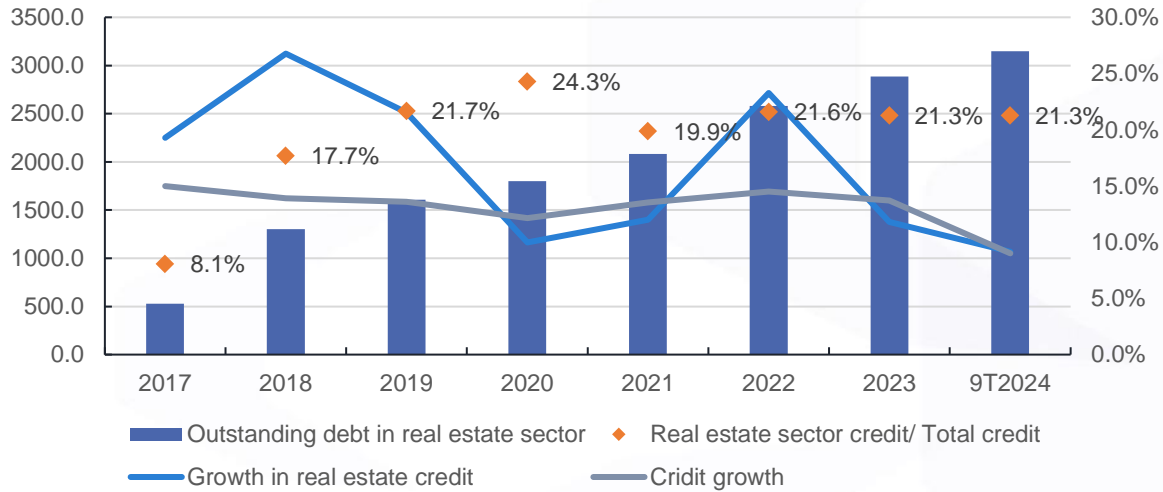
## 占据股票市场的重要份额

- 截至2024年11月，房地产行业在股票市场市值排名中位列第二，总市值超过830万亿越南盾，占HOSE、HNX 和 UPCoM 交易所总市值的12%。该行业仅次于银行业（占总市值的30%）。

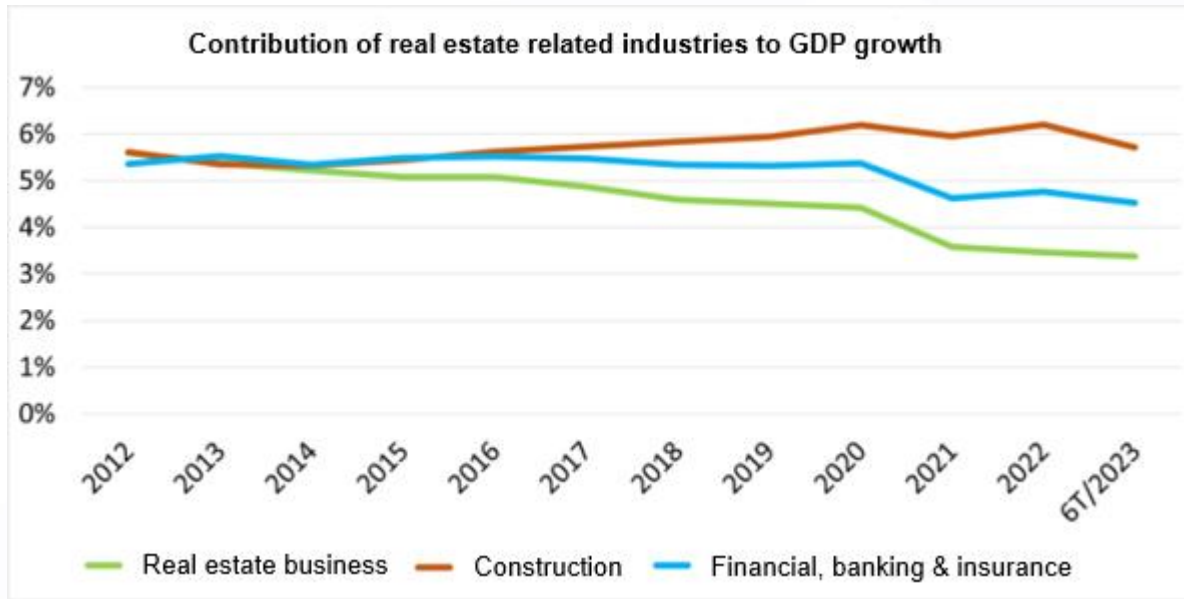
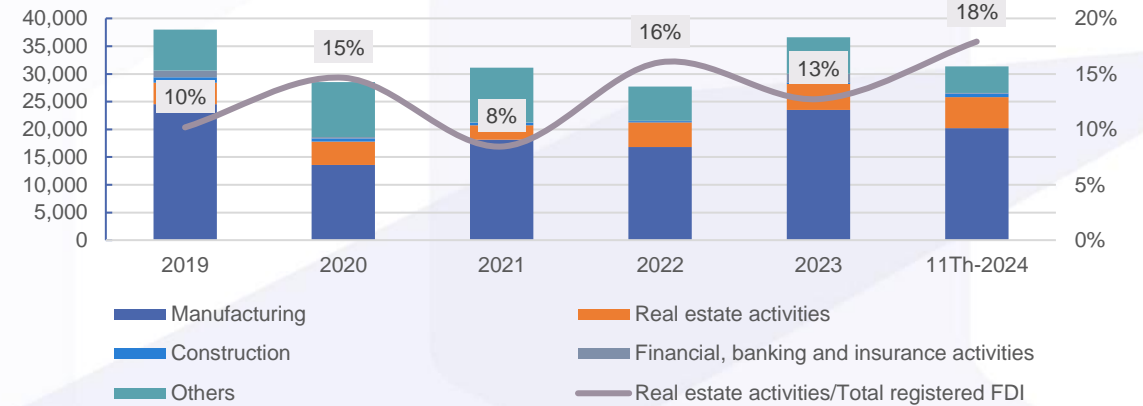
源: GSO, VARs, GTJAS VN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)



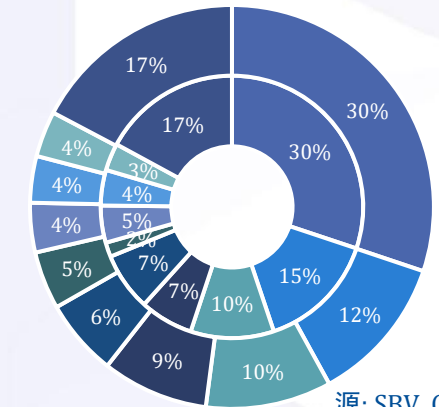


房地产行业新注册外商直接投资规模逐步扩大，在总注册外商直接投资资本结构中占比较高。



各行业市值按交易所划分 (HOSE、HNX、UPCOM)  
(内圈: 2023年底; 外圈: 截至2024年11月29日)  
截至2024年11月29日, 总市值: 7.02万亿越南盾

- Banks
- Real Estate
- Food & Beverage
- Industrial Goods & Services
- Utilities
- Telecommunications
- Basic Resources
- Financial Services
- Chemicals



源: SBV, GSO, GTJAS VN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)



法律、规划、基础设施状况和资金来源是决定房地产市场发展或受抑制的四个关键因素。在经历2020年至2022年初的局部土地热潮后，从2022年下半年开始，市场进入低迷状态，住房供应、购房需求和交易量大幅下降，其主要原因来自以下四大障碍：

## 项目法律

- 房地产开发手续受多部法律规范，不同法律出台时间不同，导致法规之间存在重叠和相互矛盾。此外，政府管理部门协调不畅，进一步延长房地产项目的法律审批时间。
- 自2019年以来，政府加大对房地产行业的监察和检查力度，持续时间较长，导致众多违规项目停工，项目法律审批受阻。此外，大量违规行为被查处，使管理机构在审批项目时更加谨慎，担心承担责任，尤其是在部分地区，过去的项目开发流程可能未严格遵循法律规定，使得审批进程更加迟缓。
- 采用旧版地价清单进行土地回收补偿，未能反映市场实际价格，导致土地回收过程存在不合理之处，被征收土地的居民利益受损，难以达成共识。

## 规划

- 规划不合理：中央规划与地方各级规划之间缺乏一致性和同步性。
- 缺乏用于保障性住房开发的土地。

## 基础设施

- 基础设施落后，缺乏连接性。
- 大城市中心的基础设施超负荷，缺乏新的发展空间，缺乏向心式城市连接。
- 缺乏辅助基础设施。

## 资金来源

- 项目的法律问题仍然对房地产企业造成阻碍，具体表现为：限制从银行贷款融资；影响企业的财务状况和现金流。
- 自2022年起，由于一系列违规行为被查处，企业债券发行条件被收紧。

鉴于上述对房地产市场及整体经济发展的主要阻碍已被识别，自2022年底至2023年，政府和国会不断出台政策和法律导向，以缓解市场困难。这些政策虽然短期内对房地产市场产生局部影响，但无法完全解决法律重叠问题，也未能对整个市场产生广泛且长期的影响。

源: GTJASVN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)



2023年第四季度到2024年底，房地产市场的障碍逐步被厘清，并集中解决以下核心问题：

## 1. 法律障碍清理

- 2023年第四季度至2024年1月：三部重要的房地产相关法律相继获得批准。
- 自2024年8月1日起：三部修订法律正式生效，比原计划提前5个月，加快完善法律框架，助力解决供应端障碍。
- 发布一系列执法指导文件，为市场提供明确的执行指引。
- 2024年内，政府成立专门工作组，并多次组织与各部委及企业的会议，以加快房地产项目的法律审批进程。

## 2. 省级规划方案审批

截至2024年底，全国63个省市中已有61个已完成2021年至2030年省级规划的审批与公布，并明确2050年的发展方向。

→ 这为投资审批、1/500详细规划的批准以及项目用地性质转换手续的办理提供有利条件，同时指引区域空间发展方向，并推动当地交通基础设施与公共服务系统的规划与实施。

## 3. 基础设施改善

- 加快公共基础设施投资投入：北南高速公路第一期的11个路段已建成并投入运营，实现互联互通，使全国高速公路总里程提升至2021公里。
- 加速推进并投入使用大型城市的放射性基础设施项目：胡志明市地铁项目；河内即将开工建设的6座大桥等。

## 4. 资金来源

- 自2023年初以来，越南国家银行已四次下调基准利率，将当前再融资利率降至4.5%，低于2020年疫情期间的水平。因此，中长期贷款利率已从2023年中期的9.3% - 11.4%降至目前的6.7% - 9.1%。
- 2024年，尽管汇率压力依然存在，低利率政策仍得以维持。

在历次房地产市场发展周期中，经过一段规律性的调整后，每年市场都会逐渐恢复。我们期待到2025年，房地产市场将进入新的复苏阶段，这主要基于三大驱动因素：低利率、基础设施升级和法律体系完善。

源: GTJASVN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)





# 越南房地产行业的回顾

法律法规：修订后的各项法律获批，并加大力度解决项目法律障碍，成为过去一年的亮点。

供需情况：供应有所改善但仍较分散，北部市场繁荣发展，而南部市场则保持平稳。

价格水平：河内房价大幅上涨，而南部市场价格仅呈现个位数增长。

资金来源：企业集中重组资金结构，融资渠道逐步多样化。

源：MOC, CBRE, project websites, GTJAS

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)





## 一、2024年年初，三部与房地产领域相关的重要法律相继获得通过。

新增和修订的内容预计将解决许多法律重叠及缺乏具体指导的问题，这些问题曾是导致项目供应受阻的主要原因。与此同时，这些变化也旨在保护购房者权益，有助于缓解市场担忧并增强消费者信心。

## 二、在三部重要法律通过后，相关的实施指导文件也相继出台。

法律/政策	内容
第43/2024/QH15号法案（修订法），2024年6月29日	对与房地产相关的三部法律进行补充和修订。自2024年8月1日起实施《土地法》、《住房法》和《房地产经营法》，而非2025年。
第71/2024/NĐ-CP号法令，2024年6月27日	关于确定土地价格的方法，指导采用四种评估方法：比较法、收益法、剩余法和调整系数法。
第88/2024/NĐ-CP号法令，2024年7月13日	国家征收土地的补偿、补助和安置政策的规定。
第103/2024/NĐ-CP号法令，2024年7月30日	土地使用费和土地租金的计算、征收和缴纳的规定。
第79/2024/QĐ-UBND号决定（修订和补充第02/2020/QĐ-UBND号决定），2024年10月21日	胡志明市的土地价格表更新和调整，以反映市场价格。
第100/2024/NĐ-CP号法令，2024年7月26日	详细规定《住房法》中关于保障性住房发展的若干条款，鼓励投资者参与保障性住房项目，包括在商品房项目中提供保障性住房区域，并享受土地使用费减免等优惠政策。
第94/2024/NĐ-CP号法令，2024年7月24日	详细规定《房地产经营法》中关于房地产市场信息系统、住房和房地产数据库的建设和管理。
第04/2024/TT-BXD号通函，2024年7月30日	指导房地产经纪人培训计划以及房地产交易市场的运作。
第79/2024/CD-TTg号总理指令，2024年8月13日	指示各部门和地方政府有效实施《土地法》、《住房法》和《房地产经营法》，以促进经济社会发展，并为企业和个人创造便利的投资环境。

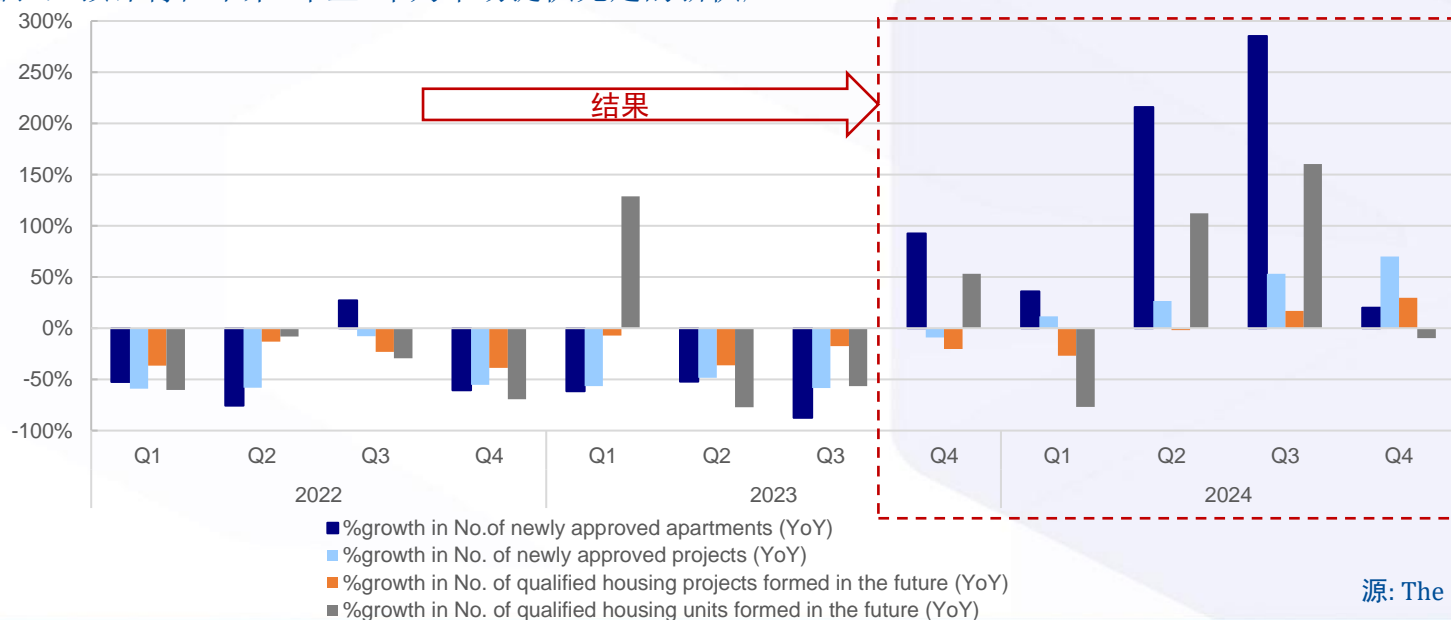
源: GTJA VN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)



## 三、加快解决积压项目的法律障碍

- 过去一年，政府大力推动解决房地产项目的法律障碍，为市场提供了积极支持。
- 仅在2024年，除了出台一系列法律指导文件外，政府还成立专门团队，并与各部委、企业多次召开会议，集中推进房地产项目的法律障碍清理进程。
- 2024年各季度获批项目数量和法律障碍得到解决的项目数量逐步增加，尤其是在8月1日后，随着制度瓶颈的突破，进度明显加快。据越南建设部统计，2024年共有400多个项目获得法律审批，其中210多个房地产项目已完全解决法律问题，主要集中在河内和胡志明市。其中，仅在胡志明市，143个受阻项目中有77个得到解决，占54%。
- 根据越南建设部的综合数据，我们观察到，自2023年第四季度起，新获批项目数量及项目内的公寓数量均实现同比正增长，尤其是公寓数量的增长速度超过获批项目数量的增长速度。这表明新获批项目的规模较大、房源储备充足，反映出近期多个大型郊区综合体的推出。同时，自2024年第三季度起，符合未来可销售条件的项目及公寓数量均实现正增长，预计将在未来1年至2年为市场提供充足的新供应。



新获批并符合完成法律手续条件的项目数量自重要房地产法通过以来，每季度均呈积极增长趋势。

源: The Ministry of Construction quarterly updates, GTJAS VN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)





## ... 在实施新法律和政策的过程中仍然存在障碍

尽管在实施各项法律方面的努力已得到认可，但在地方层面的执行过程中仍然存在一些障碍，同时在项目开发的某些方面也面临挑战：

### 问题一：许多地方政府指导文件尚未出台或未能及时出台：

- 许多地方政府指导文件尚未出台，对法律的实施产生重大影响，因为许多关键内容已被下放至地方政府管理。
- 尤其是在土地定价问题上，许多地方政府未能及时调整土地价格，未能统一新的土地价格表，导致一系列后果：
- 第一，数千份涉及土地用途转换、转让、权证颁发等的申请因未履行财务义务而暂缓受理。税务机关因缺乏新的土地价格计算标准，尚未出台相关执行细则，导致相关税务手续无法受理。
- 第二，由于地方政府仍沿用旧版土地价格表作为拍卖土地使用权的起拍价，导致起拍价与实际的地价状况不相符。在土地拍卖中，最终成交价与起拍价之间的巨大差距引发市场价格剧烈波动，影响市场预期，并可能导致国家预算损失。

### 问题 2：缺乏针对保障性住房建设的实施细则，导致：

- 直接执法机构缺乏具体指导，导致住房状况和收入条件的核查困难。
- 保障性住房购房或租赁贷款的审批与放款进度延迟，即使购房合同已签订，仍需等待银行获得政府拨付资金后才能处理，导致社会政策性银行积压大量待审贷款申请。

### 问题 3：不动产登记机构的变更导致无证土地的土地使用权及附属财产所有权证书办理受阻

- 受理部门已从土地登记办公室调整至县级自然资源与环境局。然而，由于自然资源与环境局尚未收到来自中央及省级机构的指导文件，且数据库未能及时更新，导致大量首次办理土地使用权证书的申请被暂缓处理。

源: GTJASVN

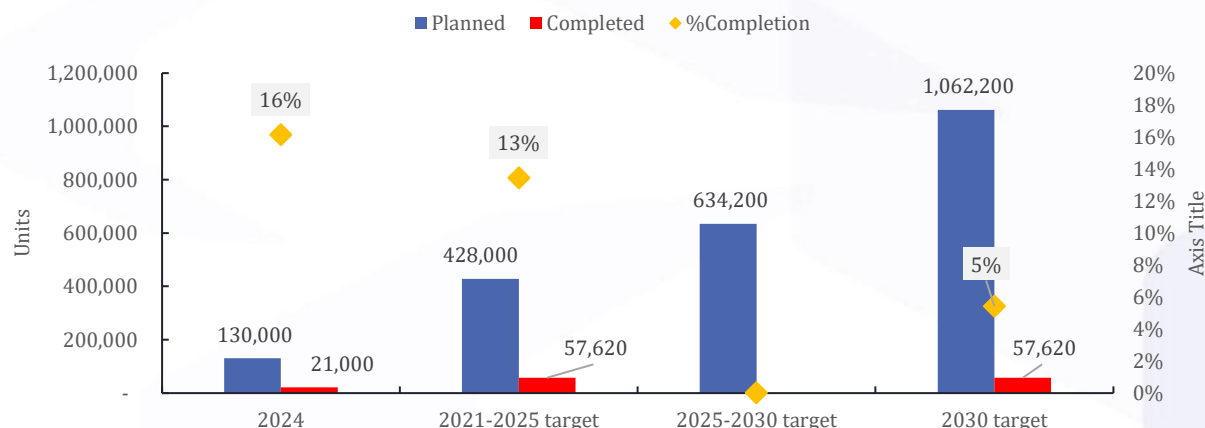


# 保障性住房支持政策尚未取得成效

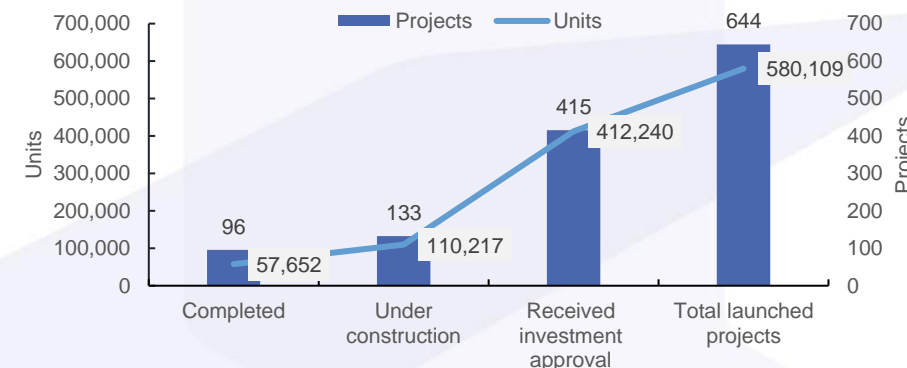


保障性住房被视为2023年至2024年政策支持的重点，旨在满足民众住房需求，尤其是在低价房源逐渐从市场消失的背景下。然而，推动保障性住房供应的新政策实施效果仍然较为有限：

截至2024年底，仅完成2021年至2025年目标的13%。保障性住房项目未能真正惠及有需求的群体，因供应严重短缺而被推高价格。



尽管多个项目已启动，但64%的项目仍停留在投资主张获批阶段，21%的项目已动工但尚未完工。造成这一情况的主要原因是法律法规、资金来源及促进项目发展的激励政策仍存在障碍。



截至2024年底，越南全国63个省市中有36个省级人民委员会发布文件，并在政府门户网站上公布符合优惠贷款条件的项目。其中，有83个项目符合贷款条件，16个项目已签署贷款合同。



源: MoC, GTJAS VN

总体来看，新通过的法律和政策通常需要6个月至1年的时间才能逐步落地，主要原因包括：

- 需要一段时间让相关官员、监管机构和企业熟悉并根据新法律体系完善项目的法律手续；
- 一系列实施细则陆续出台，以指导地方具体执行；
- 2013年至2014年期间新法的出台，有力促进随后几年的项目供应和市场交易活动。

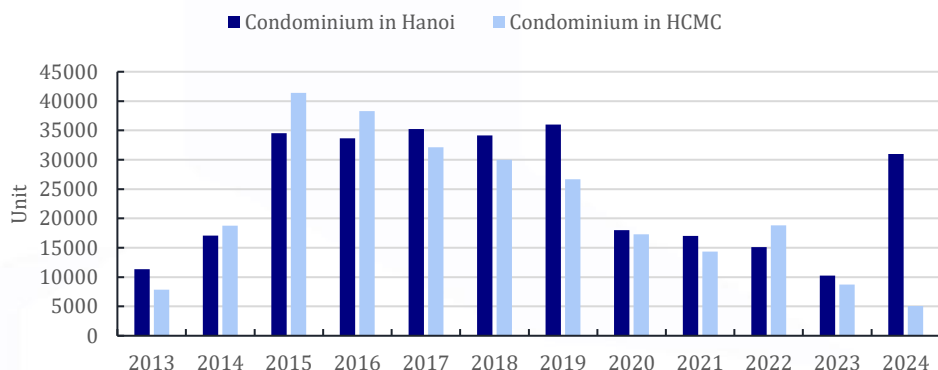




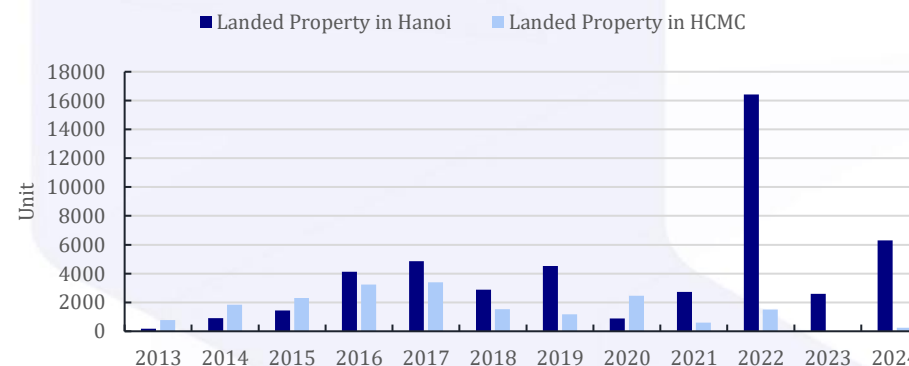
## 2024年，市场新增供应将在本地恢复，并呈现以下特点：

- 一、 新开盘项目主要集中在北部市场，包括河内及周边省份。
- 二、 新增公寓供应主要来自：大型城市综合体中的子项目；现有项目的后续开发阶段，或之前已开放项目的剩余库存；由于法律问题而暂缓施工的项目，近期得以集中解决并重新启动，甚至以远高于此前开盘价的水平重新开售。此类项目具有法律手续已完善、配套设施齐全且封闭式管理的优势。
- 三、 对于独立住宅区中的新开盘项目，这些项目通常位于核心地段，交通便利，可快速通往市中心，并具备较高的建筑质量。
- 四、 这些项目均由信誉良好的开发商推出，这些开发商此前已成功交付多个项目，确保高质量的建设、完善的法律手续以及雄厚的资金实力。
- 五、 这些项目在开盘前及开盘期间均进行大规模市场推广，并推出多项优惠政策，如提前付款的大幅折扣、租金承诺等，为购房者带来稳定的现金流。

河内和胡志明市的新公寓供应



河内和胡志明市联排别墅新增供应



源: CBRE, GTJASVN



## 新房供应主要来自此前已具备法律手续的项目

### 公寓类型:

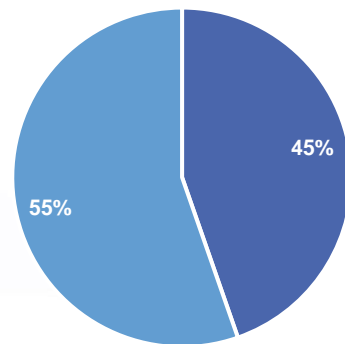
- 过去一年，市场迎来市中心黄金地段住宅项目的回归，此前这些项目因法律障碍而长期缺席。其中，典型的高端住宅项目，如The Ninety Complex（位于市中心、临近四岔路口）、The Noble Crystal（西湖）和The Nelson Private Residence（29栋多朗夏）。这些项目因能够同时满足自住需求和投资出租需求，销售表现良好。
- 开发商在项目推出前积极进行市场推广，并推出多项优惠政策和灵活的付款折扣，有效促进销售。此外，市中心住房需求本已强劲，但受长期供应短缺影响而被抑制，再加上当前较低的住房贷款利率，共同推动购房者加快决策进程。

### 别墅与地块类型:

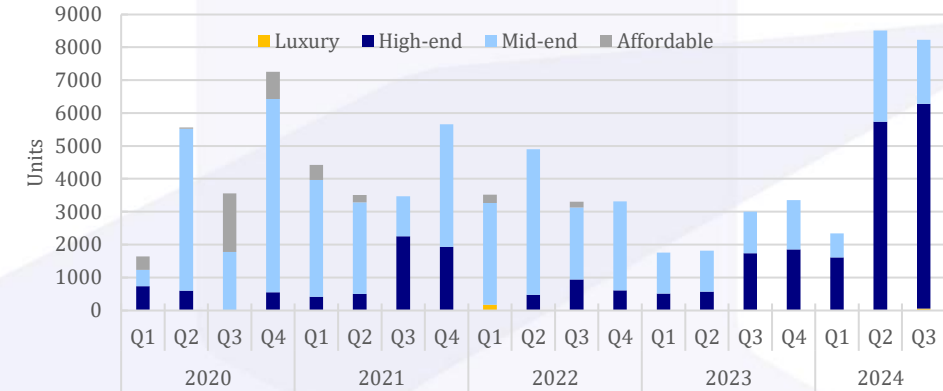
- 市场的积极情绪也蔓延至别墅与地块房屋，促使开发商加快销售进度。一些项目已开放新楼栋的预约，甚至提前启动2024年的销售计划。2024年，河内新供应的低层住宅总量超过6300套，创下近五年来的最高水平。

45%的新推出公寓来自城市东部和西部的大型综合社区，主要由VinGroup作为主开发商，并通过批量供应模式向次级开发商销售，从而在法律合规性上占据明显优势。

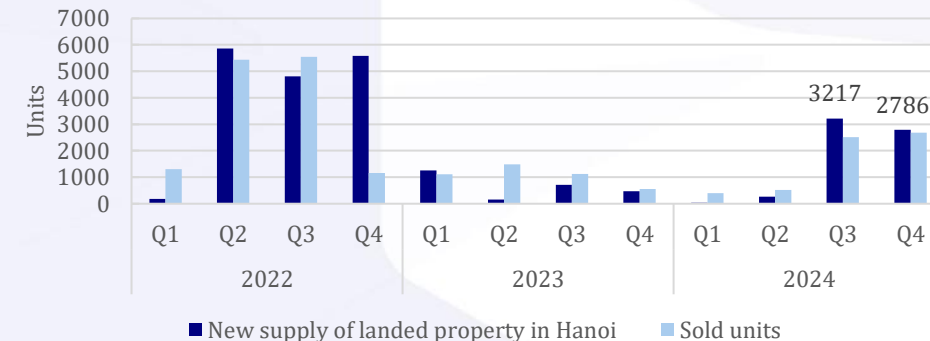
- Supply comes from projects within VinGroup's mega-urban developments
- From other developers



根据CBRE数据，2024年河内新推出的公寓供应总量超过3万套，接近2023年开盘数量的三倍，创下近五年来的最高水平。



2024年下半年，河内低密度住宅市场供应大幅增长，主要来自东英古螺Vinhomes Global Gate的低层住宅，以及河内嘉林Vinhomes Ocean Park 2&3后续阶段的开盘。



源: CBRE, VARS, GTJAVN



相比河内市场的强劲复苏，胡志明市的房地产市场显得较为平静。

## 公寓类型：

- 胡志明市公寓供应量触底的原因部分是许多开发商仍在观望市场走势，因此推迟项目推出计划，部分项目延后至未来几年开售。此外，符合预售条件的期房项目数量较少，也导致市场供应紧缩。
- 预计2025年胡志明市将有约9000套新公寓开盘，虽然较2024年增长近两倍，但与2023年相比仅小幅上涨，仍处于自2013年以来的最低供应水平。

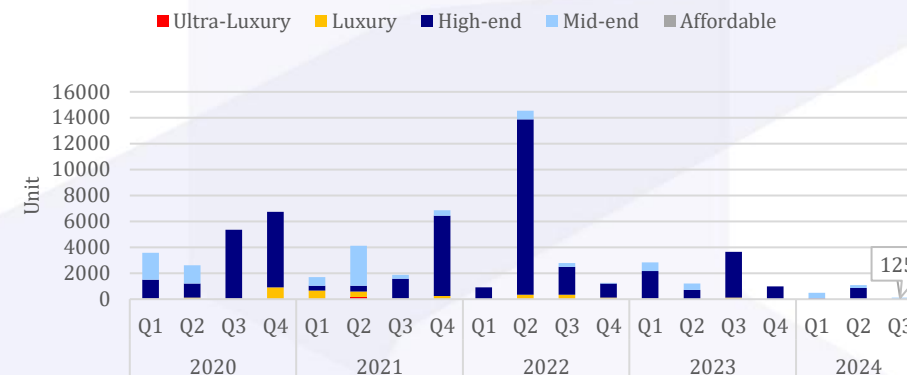
## 别墅与联排别墅类型：

- 继2023年供应极度短缺后，2024年胡志明市新推出的联排别墅供应量约230套，虽是2023年的8倍，但相比2016年至2022年的供应规模仍然有限。
- 与河内市场不同，胡志明市过去两年的低层住宅供应并未来自大型城市综合体，因此2024年的新增供应仅为上述时期的10%至20%。
- 今年供应量最大的项目位于平政县西部，在第三季度初推出超过130套房。其他新开盘项目规模较小，每次仅推出约10至50套。尽管供应有限，但市场需求依然旺盛，2024年新开盘项目的销售率普遍接近 80%。

## 未来三年供应将主要来自周边新城：

- 预计2025年胡志明市低层住宅新增供应量将超过2000套，较2024年增长8倍。未来几年，随着东部和南部新区的大型城市开发项目推进，土地型房地产供应将持续改善。
- 这些新项目规模多样，从10多公顷到300多公顷不等，其中部分项目规模高达900公顷甚至近3000公顷，预计将为市场提供数万套低层住宅产品。

2024年胡志明市市场仅售出5050套新开业公寓，同比下降40%，为2013年至2024年期间的最低水平



Launch time	Projects	City	Units	Price (m/m2)
Jan-24	The Privia	HCMC	-	50
Jun-24	Eaton Park	HCMC	2,000	120-142
Jun-24	The Aurora	HCMC	-	90
Jul-24	Khai Hoang Prime	HCMC	-	49
Aug-24	The Opus One	HCMC	-	82
Jul-24	Fiato Uptown	HCMC	-	55
Aug-24	King Crown Infinity	HCMC	-	99-125
Oct-24	The Global City	HCMC	-	188
Oct-24	Lavida Plus	HCMC	400	50
Nov-24	CC5 Mizuki Park	HCMC	824	55
Nov-24	MT Eastmark City	HCMC	350	45-46

源: CBRE, VARS, GTJAVN

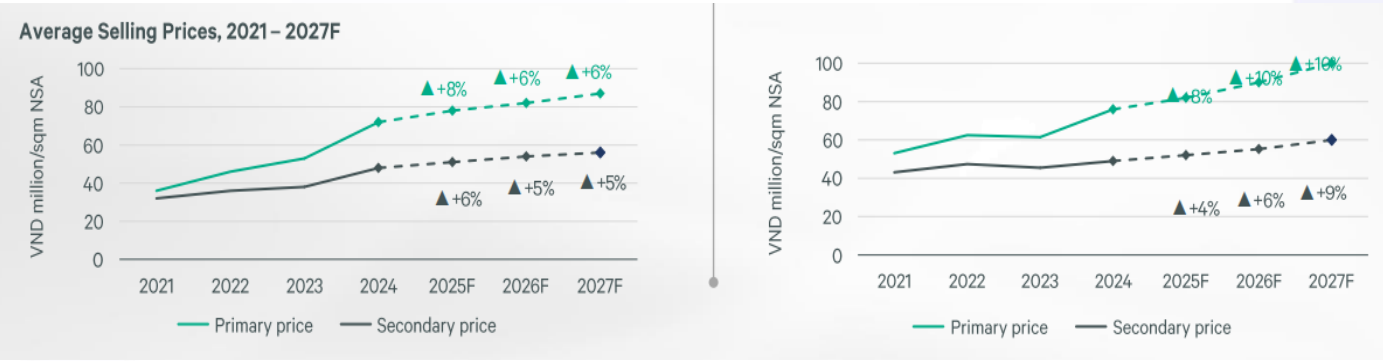


# 河内房价飙升，而南部保持稳定

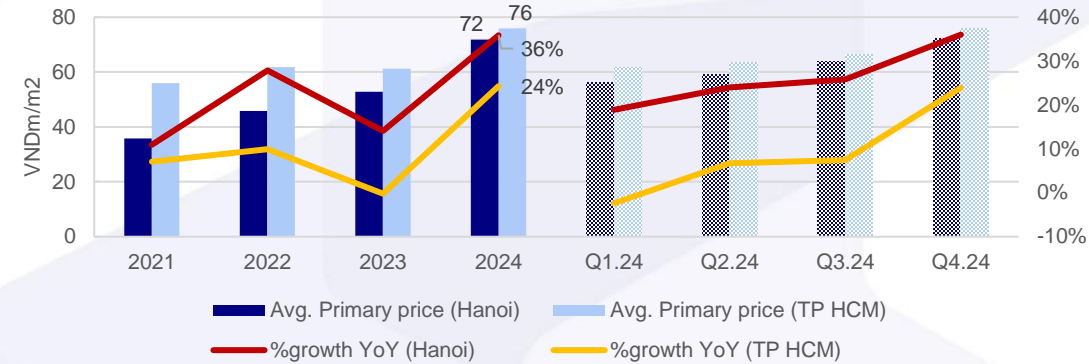


## 缩小河内与胡志明市两大市场的价格差距

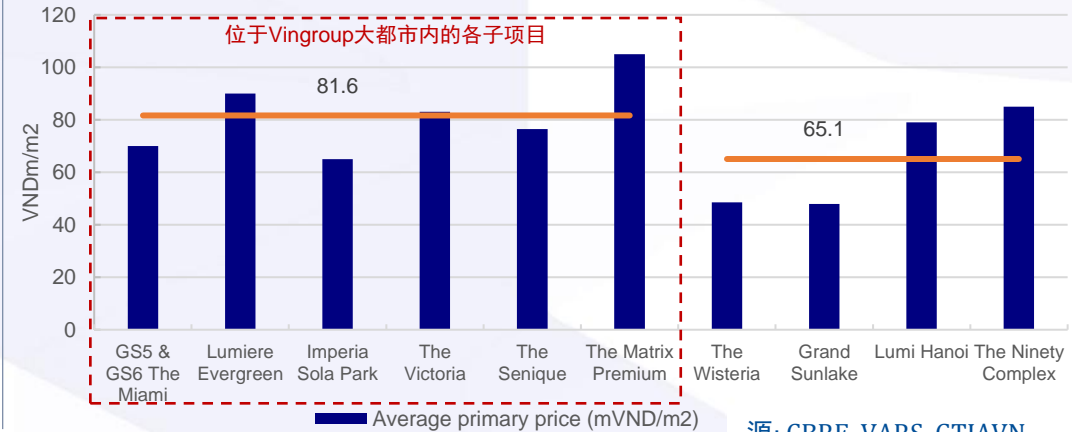
- 造成这一差异的主要原因在于：河内市场的高端产品占据主导地位，占新供应量的75%，推动房价上涨。新楼盘吸引那些在低利率环境下寻求资本收益的投机投资者。
- 中端市场的新房供应短缺，促使需求向已开盘多年的项目转移，而这些项目通常建筑质量较高、地理位置优越、法律手续完善。此外，交通基础设施的改善，包括新地铁线路开通、新建环城公路等，使沿线项目更具吸引力。
- 相反，胡志明市市场正面临法律审批方面的障碍，导致新项目供应严重受限。与此同时，由于经济和人口因素的波动，该市的房地产需求较低，使得房价上涨放缓。自2023年初以来，胡志明市的公寓价格仅上涨17%，而土地、联排别墅和独栋别墅的涨幅仅为2%至3%，甚至部分类型的房产价格下降2%至8%。
- 在2024年，由于供应短缺和持续高需求，房价经历两位数的增长。然而，我们预计2025年至2027年期间，两大市场的房价增幅将放缓至单位数，主要由于当前房价已相对较高，与居民收入水平的匹配度下降以及供应短缺问题预计在未来几年内得到缓解。



经过近十年的价格热涨期，且始终比河内市场高出至少30%，到2024年，两个市场的价格差距迅速缩小，甚至一度出现胡志明市的平均售价低于河内20%的情况



Vingroup 大都市项目的一级售价显著高于同类细分市场其他开发商项目，间接推动一级市场形成新的价格基准。



源: CBRE, VARS, GTJAVN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)





在贷款利率仍处于合理水平且银行积极推动放贷的背景下，房地产企业加大对信贷资金的获取力度。

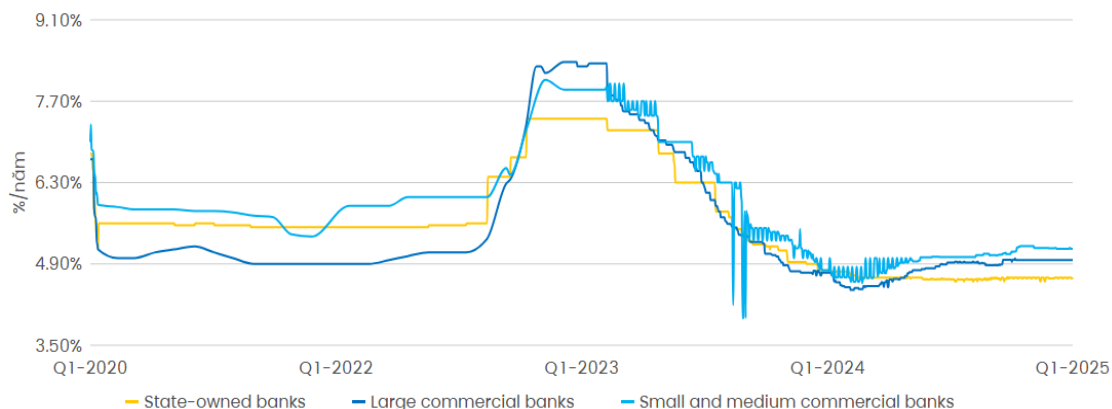
截至2024年9月底，全市场房地产信贷较2023年底增长9.15%，超出全行业信贷增长率（9% YTD）。信贷需求自2024年第二季度末开始回暖，主要集中在建筑和房地产行业，尤其是北部市场。其中，房地产经营性信贷规模达到1270万亿越南盾，同比增长16%，而消费类房地产信贷包括个人购房及房屋装修贷款仅小幅增长4.62%，至1880万亿越南盾。

在利率环境保持稳定的情况下，银行加大贷款投放力度，使信贷资金募集更加活跃。然而，部分企业仍面临融资困境，主要由于项目法律手续不完善；未达杠杆率要求，财务规划及还款方案未能满足贷款审批标准。

预计未来信贷融资监管将更加严格，银行将强化对企业债务比率、项目合规性、抵押资产及资金用途的审核。财务稳健的企业将在融资过程中占据优势。这一趋势在2024年已充分显现——随着第08/2023号法令到期，第65/2022号法令重新实施，仅有VHM、NLG、DXG、VPI等少数大型上市房地产企业成功发行新债券。

贷款利率全年维持在低位，为房地产行业的融资与消费提供主要动力

Average 12-month individual deposit interest rate

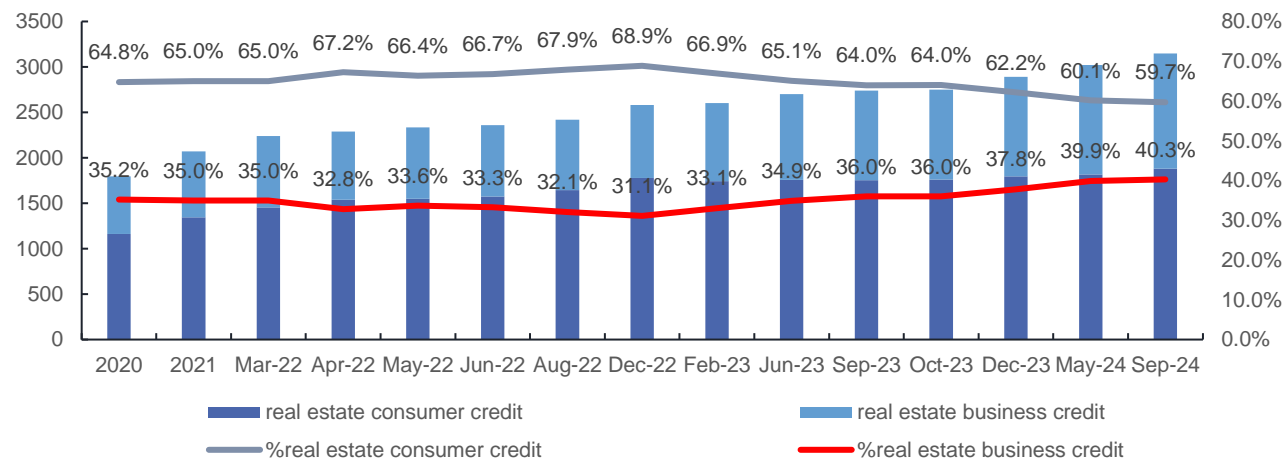


国有银行: VCB、BID、CTG

大型私人银行: MBB、VPB、TCB、STB、ACB、SHB

中小型私人银行: EIB、HDB、LPB、MSB、NAB、OCB、SSB、TPB、VIB

房地产消费信贷在房地产总信贷余额中的占比已从过去几年65%下降至60%，而房地产经营性信贷的占比则从35%上升至40%



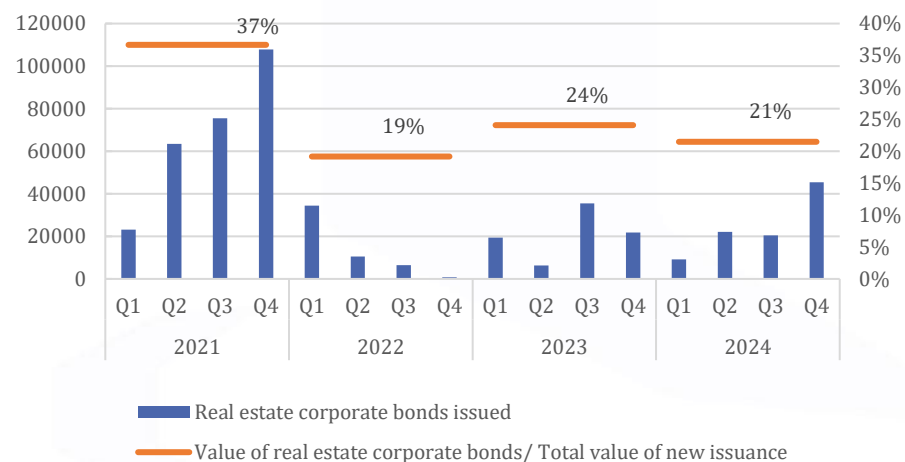
2024年，房地产行业新发行企业债券规模超过97万亿越南盾，同比增长17%，涉及38家房地产企业，共计73次发行。其中，仅VHM和VIC已进行14次发行，总额达35万亿越南盾，占全年企业债发行总额的7%，以及房地产债发行总额的36%。房地产行业债券发行占比降至21%，远低于2021年的37%。这一变化反映投资者的谨慎态度以及房地产企业在融资方面面临的挑战。

房地产企业债券的发行活动依然较为低迷，具有以下特点：

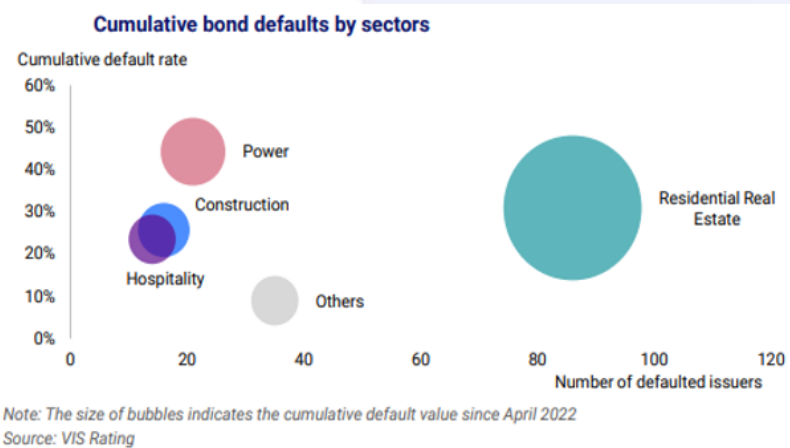
- 成功发行的债券主要集中在信誉良好、拥有明确项目法律手续及抵押资产的企业，如NLG、BCM、PDR。
- 房地产债券利率较高，介于9%至12.5%之间，平均达11.6%/年，明显高于其他行业。同时，平均期限仅2.6年，未来到期偿付压力较大。
- VHM和VIC发行的债券利率最高，为12%至12.5%/年，且多数无抵押资产。

根据第08/2023号法令的指引，允许债权人和企业协商债务延期最多两年，2025年6月将是多批企业债券的到期节点。预计2025年到期债券总额约334万亿越南盾，其中房地产行业约135万亿越南盾，占比45%。在这些即将到期的债券中，预计约21万亿越南盾存在延迟偿还本金的风险。然而，相较于2023年，2025年的债券压力相对可控，市场状况已有所改善，房地产企业的销售回暖，现金流状况有所提升，违约风险较低。

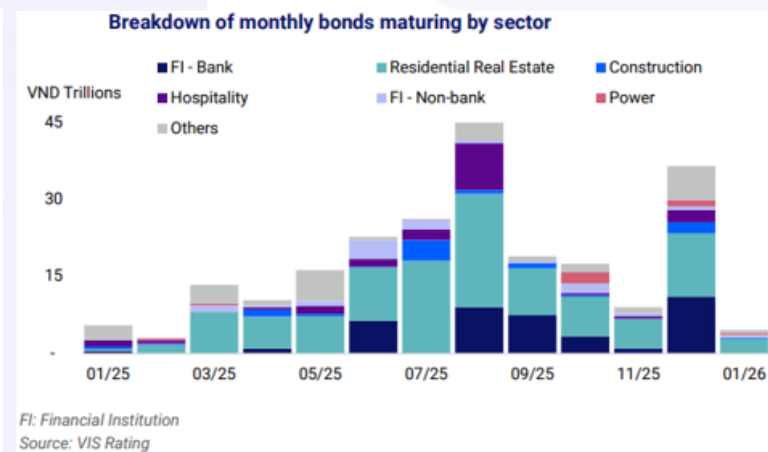
2022年至2023年期间新发行公司债券的价值将从低基数水平上升



2024年，逾期未能按时履行支付义务的企业债券总额约为204.4万亿越南盾，其中住宅房地产行业占比高达62%



债券到期压力集中在2025年第三季度



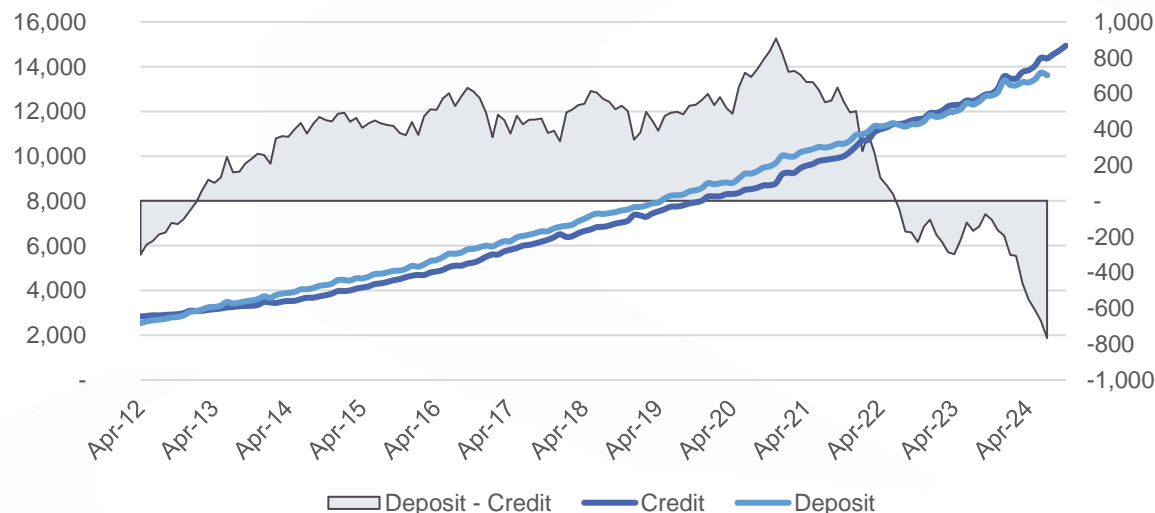
我们认为，2025年汇率压力仍将持续，尤其是在美联储降息步伐可能放缓的背景下。然而，加息将对房地产企业的经营活动产生不利影响，主要体现在：

- 债券融资和银行贷款成本上升
- 贷款利率上涨抑制购房需求

因此，我们预计整体利率水平仍将保持在相对低位，尤其是与2022年至2023年相比。利率仍将是2025年房地产市场的重要支撑因素。

在基准情境下，我们预测利率仅会小幅上调**0.25%**。

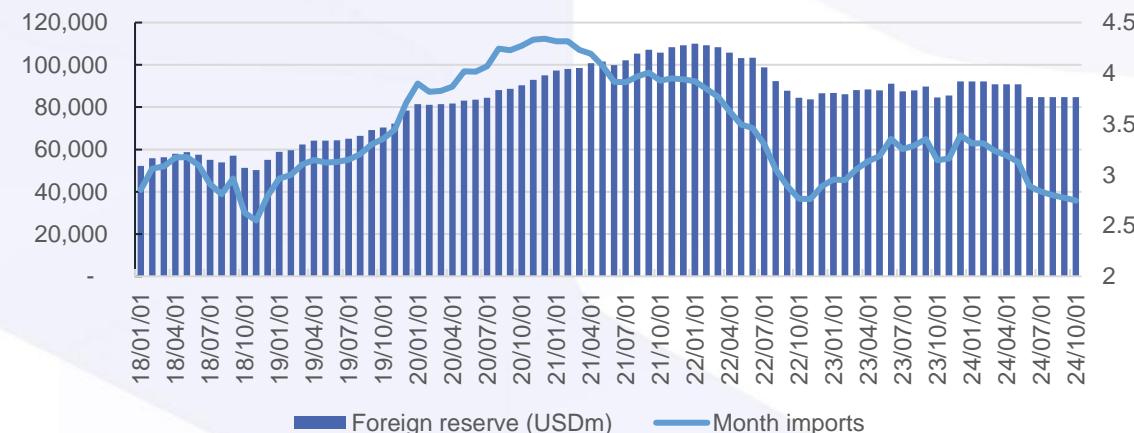
商业银行存贷款余额（万亿越南盾）



持续的汇率压力——越南盾贬值趋势与美元走强同步



尽管低利率政策对经济增长至关重要，但由于外汇储备大幅下降（美元储备已低于3个月进口额），利率进一步下调的空间已经十分有限



# 2025年房地产行业展望

供应前景：  
高端公寓  
占据优势  
地位

需求旺盛：  
中端市场  
需求较高

房地产价格：  
价格持续小  
幅上涨，受  
高端项目影  
响

基础设施  
发展：基  
础设施建  
设带动郊  
区项目的  
发展





展望2025年，我们认为房地产供应复苏的支撑因素正变得更加稳固，具体体现在政府和商业银行加快解决商业房地产项目的法律瓶颈，并承诺加快资金拨付，推动保障性住房发展；各省及城市规划的完善将为项目发展提供动力；促进公共投资、增加信贷增长，以实现8%的GDP增长目标。

此外，未来阶段的房地产供应主要来自外资开发商和行业内的上市公司，并将集中在大城市地区。

**河内市场：** 预计2025年河内公寓供应量将达到30100套，其中高端公寓占主导地位。仅Vinhomes在郊区的大型城市综合体项目，其预售供应量就占到总新房供应量的30%。预计新项目的初始销售价格仍将维持在较高水平，并且不同开发商的供应将出现分化。与此同时，2025年河内及周边省份的低层住宅供应预计达到7800套，同比下降8.2%，主要受2024年高基数的影响，这些供应仍然主要集中在Vinhomes的大型城市综合体。

**胡志明市市场：** 2025年胡志明市预计新增9500套公寓，同比增长90%，主要来自已开发项目的后续阶段，集中在高端和豪华公寓市场。低层住宅方面，2025年预计新增1100套，同比增长100%，主要来自新开发项目。

由于市中心土地资源日益稀缺，新供应将更多地集中在东部和南部区域，尤其是守德市、郊区及邻近省份，以匹配南部地区的基础设施发展规划。这些区域将在未来继续主导市场。

河内重点项目	城市区域	位置	投资商	价格	产品
				(百万越南盾/平米)	(套)
<b>公寓类型</b>					
Masteri Grand Avenue	VH Global Gate	河内东英	Masterise Homes	100-120	1640套
The Matrix One (GD 2)		河内南慈康	MIK Group	120-140	2栋44层公寓楼
Vinhomes Wonder Park	VH Wonder Park	河内丹凤	Vinhomes	从100	
SkyVillas Noble Crystal		河内龙编	Sunshine Group	150-180	403套SkyVillas
The Metropolitan	VH Ocean Park 1	河内嘉林	Mitsubishi & Vinhomes	55 - 65	1000套
Masteri Lakeside	VH Ocean Park 1	河内嘉林	Masterise Homes	从80	3栋公寓楼, 2350套
Masteri Waterfront	VH Ocean Park 1	河内嘉林	Masterise Homes	60 - 75	
The Continental Imperia Signature	VH Global Gate	河内东英	MIK GROUP	80 - 110	2栋公寓楼, 1706套
Lumiere SpringBay	VH Ocean Park 2	兴安文江	Masterise Homes	70 - 80	1600套
The Fibonan	Ecopark	兴安文江	An Phu Invest		656套

<b>低层住宅类型</b>					
Vinhomes Wonder Park	VH Wonder Park	河内丹凤	Vinhomes		2356产品
Nobel Place Long Bien		河内龙编	Sunshine Group	高端	172产品
Nobel Capital		河内西北慈康	Sunshine Group	从500	100产品
Vinhomes Ocean Park 3	VH Ocean Park 3	兴安文江	Vinhomes	从100	3500栋联排别墅和别墅
Vinhomes Vu Yen	VH Royal Island	海防武安	Vinhomes	从120	2900栋联排别墅和别墅
Vinhomes Ha Long Bay		广宁	Vinhomes	高端	-

胡志明市重点项目	位置	投资商	价格	产品
			(百万越南盾/平米)	(套)
<b>公寓类型</b>				
Lotte Eco Smart City	胡志明市守德	Lotte Group	>250	1200套
Vinhomes Grand Park (位于市区)	胡志明市守德	Vinhomes	70-90	733套
The Global City	胡志明市守德	Masterise Homes		9400套
East Valley	胡志明市守德	Refico	95-135	3200套
Eaton Park GD2	胡志明市守德	Gamuda Land	从150	400套
Mizuki Park	胡志明市平正	Nam Long	55	450套
Elysian	胡志明市第九郡	Gamuda Land	65-70	700套
Gem Riverside (DXH Riverside)	胡志明市守德	Dat Xanh - DXG	从90	3175套
The Emerald 68	平阳	Le Phong		700套

<b>低层住宅类型</b>				
The Global City	胡志明市守德	Masterise Homes	>330	600栋联排别墅、300栋别墅
The Foresta (Emeria & Clarita)	胡志明市守德	Khang Dien - KDH & Kepple Land	220-250	200产品
Solina	胡志明市平正	Khang Dien - KDH	~180	200产品
LA Home Long An	隆安	Prodezi Long An	中端	3750产品
Izumi City - 后阶段	同奈	Nam Long - NLG	75	180产品



尽管郊区城镇、卫星城和新都市区多年来得到大力发展，但在吸引实际居住需求方面仍表现低效，主要原因包括：交通基础设施不同步：放射性道路网络及公共交通包括地铁、有轨电车、快速公交等尚未全面发展，导致居民仍主要依赖私人交通工具，尤其是摩托车。医院、大学和行政机构未有效搬迁出市中心。郊区房地产价格被推高，超出实际居住价值和投资回报水平。

**中长期来看**，大城市的实际住房需求仍主要集中在内城区，尤其是河内的2.5号和3号环路沿线以及胡志明市的2号环路。然而，受土地资源稀缺和融资成本高企的影响，房价远超购房者的可承受范围。二级市场交易需求有所上升，局部地区房价出现泡沫化趋势，但整体成交量仍然较低。市中心住宅发展的主要趋势包括：优化公寓面积以提高售价竞争力，积极参与旧公寓、集体住房的改造，以及改善现有居住区环境，以提升城市基础设施水平，更好地满足住房需求。

**长远来看**，城市扩张、郊区城市化以及卫星城的发展仍是缓解城市人口过度集中和缓解市内交通压力的必然趋势。然而，要真正吸引居民，这些新兴区域需要科学规划，确保良好的生活质量，并配套完善的基础设施和公共服务，如学校、医院、商业中心等。同时，房价需合理定价，与购房者的收入水平相匹配，以提高市场可负担性。此外，便利的交通网络是关键，新兴区域应优先布局在主要道路沿线，并配备高效的公共交通系统，如公交、高铁，以便居民能够便捷通勤至市中心。

趋势	推动动力	发展潜力
开发商缩小公寓面积以降低售价；迷你公寓类型可能会兴起。	《2023年住房法》第57条规定迷你公寓获得产权证的条件。 《2023年住房法》第58条规定商品房的使用年限。城市核心道路的完善，高速铁路的建设。	市中心土地资源枯竭，土地被分割，建筑高度和密度受限，需适应现有基础设施条件 => 难以推进大规模市中心项目。
参与老旧公寓改造，翻新现有公寓	<ul style="list-style-type: none"> <li>《2023年住房法》第五章规定老旧公寓改造和重建问题；新法律明确公寓使用年限到期后的处理方式：若房屋结构仍然安全，可继续使用；若不安全，必须拆除重建。</li> <li>政府颁布第98/2024/ND-CP号法令：详细规定投资者选择及公寓改造补偿方式。</li> <li>第1569/QĐ-TTg号：决定于2024年12月12日批准2021年至2030年河内总体规划。</li> </ul>	<p><b>河内</b>：约1579栋老旧公寓，经过筛查分类，其中200栋被评定为C级危楼，137栋为B级，7栋为D级（最危险）需尽快改造。</p> <p><b>胡志明市</b>：约1521栋老旧公寓，其中237栋已列入翻新改造计划。</p>
拓展城市，发展郊区新城和卫星城市	完成河内3.5号环路、4号环路和胡志明市3号环路的建设。 放射状交通系统得到合理布局，以有效发挥环线道路在扩大城市半径中的作用。	



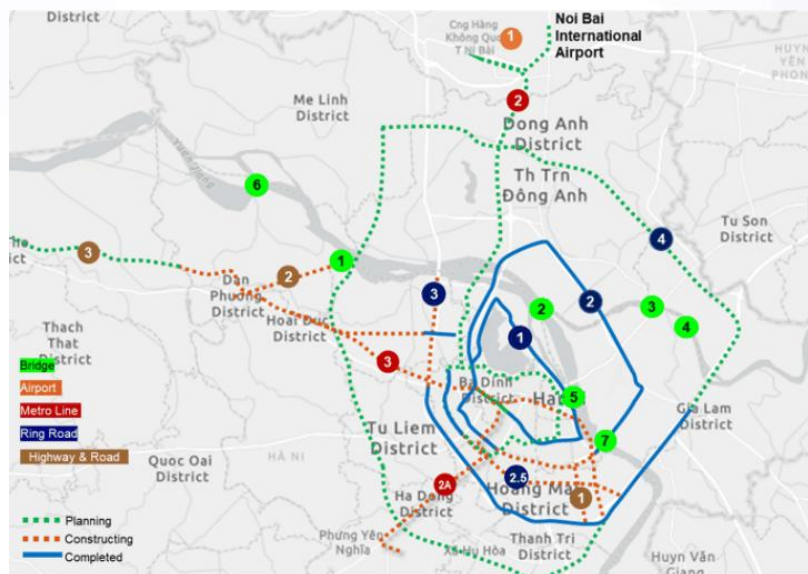


# 基础设施发展是吸引购房者的重要杠杆

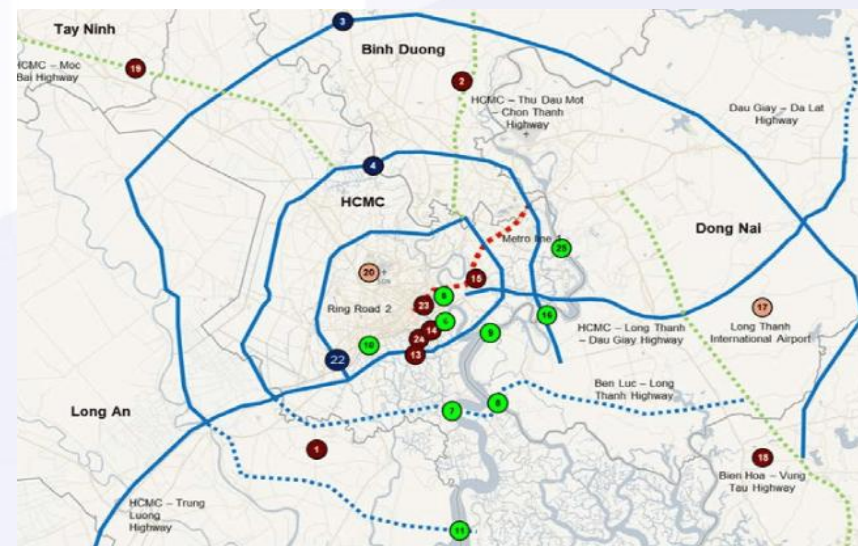


在2021年至2025年期间，河内的公共投资总额预计将达到340.153万亿越南盾，比2016年至2020期间年增长 36%。今年的公共投资主要集中在重点交通项目，如4号环路和3.5号环路，旨在连接市中心与河内东部、西部及周边省份。我们认为，基础设施的发展将提升大型郊区城市相较于市中心的竞争优势，缩短不同区域间的通勤时间。

2025年，胡志明市将优先推进59个交通项目，总预算高达231万亿越南盾，相当于约94亿美元。对交通基础设施的大力投资将有效缓解市中心的拥堵压力。同奈省的龙城国际机场和边和-头顿高速公路等重点项目的推进，将为头顿、同奈、平阳、平福等越南南部省份的住宅房地产项目带来广阔的发展前景。



- |  |  |  |  |
|--|--|--|--|
| <b>2020</b><br>3 Ring Road 3<br>2A Metro Line 2A<br><b>2021</b><br>1 Tam Trinh Expansion<br>1 Ring Road 1<br>3 Tay Thang Long Street | <b>2022</b><br>2 Ring Road 2<br>1 Metro Line 3<br>2 Road connecting Thuong Cat Bridge to Highway 32<br>7 Vinh Tuy Bridge (Phase 2) | <b>2025</b><br>1 Noi Bai Airport Expansion<br>4 Ring Road 4<br>2.5 Ring Road 2.5<br>2 Metro Line 2 | <b>2030 Onward</b><br>1 Thuong Cat Bridge<br>2 Tu Lien Bridge<br>3 Cau Duong 2 Bridge<br>4 Giang Bien Bridge<br>5 Tran Hung Dao Bridge<br>6 Hong Ha Bridge |
|--|--|--|--|



- |  |   |  |
|--|---|--|
| <b>2020</b><br>7 Binh Khanh Bridge<br>6 Phuoc Khanh Bridge<br>10 Binh Tien Bridge<br>11 Vam Sat 2 Bridge<br>14 Ven song Saigon Street<br><b>2021</b><br>23 Nguyen Huu Canh Street Upgrades<br>24 Nguyen Thi Thap Street Upgrades<br>5 Thu Thiem 2<br>12 Metro Line 1 | <b>2022</b><br>2 HCMC - Thu Dau Mot - Chon Thanh Highway<br>6 Thu Thiem 4<br>11 Intersection Nguyen Van Linh - Nguyen Huu Tho<br>18 Bien Hoa - Vung Tau Highway<br>22 Ring Road 2<br><b>2023</b><br>4 Ring Road 3<br>15 Xa lo Hanoi Highway Expansion<br>16 Nhon Trach Bridge<br>1 Ben Luc - Long Thanh Highway | <b>2024</b><br>3 Ring Road 4<br>9 Cat Lai Bridge<br>25 Vam Cai Sut Bridge<br><b>2025</b><br>19 HCMC - Moc Bai Highway<br>20 Tan San Nhat Airport Expansion |
|--|---|--|

源: GTJAS VN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)





# 2025年投资展望— 2025年房地产股票 投资展望

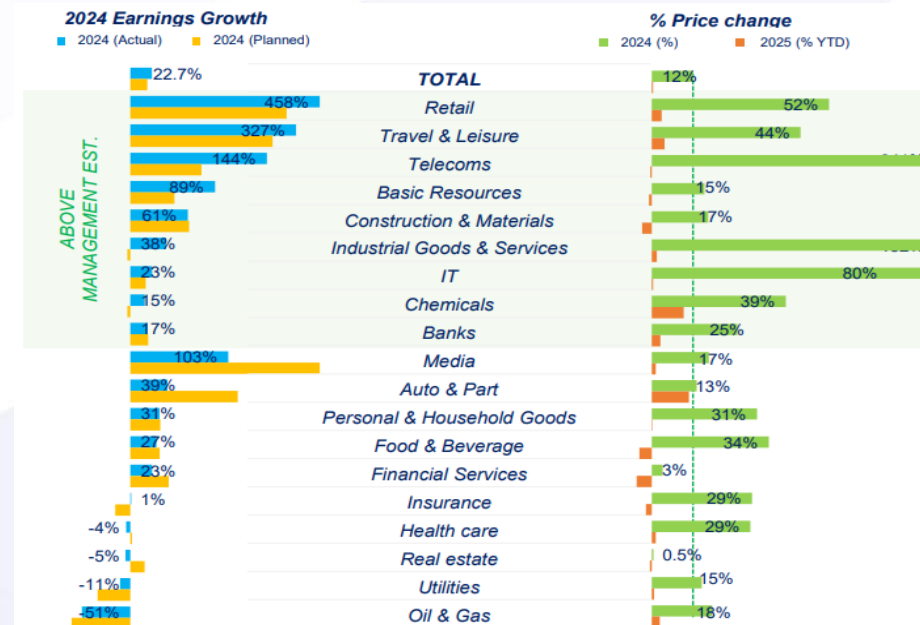
## 个股推荐:

- KDH: 目标价为**40300越南盾/股 (+20.8%)**
- NLG: 目标价为**42600越南盾/股 (+29.7%)**





- 根据Fiin Ratings的数据，2024年第四季度住宅房地产行业的净利润大幅改善，同比增长155.5%，主要受VHM增长1482.3%的推动，得益于其加快交付海防Royal Island大型项目，以及KDH、PDR、DXG、NLG、VPI等企业的积极贡献。然而，2024年累计净利润未达预期，同比下降6.7%，而原计划增长14.2%。
- 然而，由于房地产行业的收入确认特殊性，仅在项目交付时才计入收入，这一高增长率并未真实反映整个行业的复苏情况。事实上，截至2024年底，预收款项较2024年9月30日下降8.2%，而此前在第三季度和第二季度分别增长1.8%和5.7%。其预收款项被视为房地产企业未来收入的可用资金来源。这一变化在一定程度上表明销售及回款速度的放缓，市场需求仍然疲弱，投资者信心尚未完全恢复，行业流动性压力仍然存在。



Source: FiinPro-X Platform. Notes: Data is calculated for 1,087/1,652 companies and banks (representing 99.1% of total marcap)

Figure 7: Earnings saw first increase in 6 quarters, but full-year dropped by 6.7%

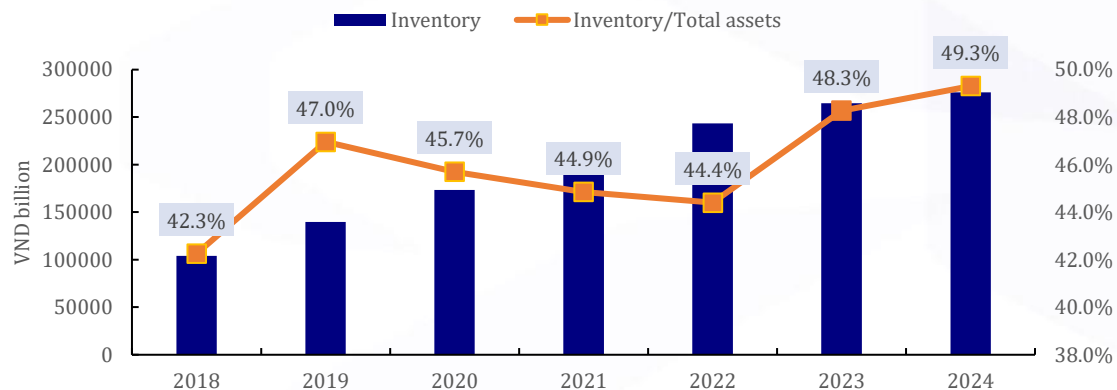


Source: FiinPro-X Platform. Notes: Data is calculated for 66/87 residential real estate developers (representing 98.9% of marcap of the sector and 5.4% of marcap of the total market)

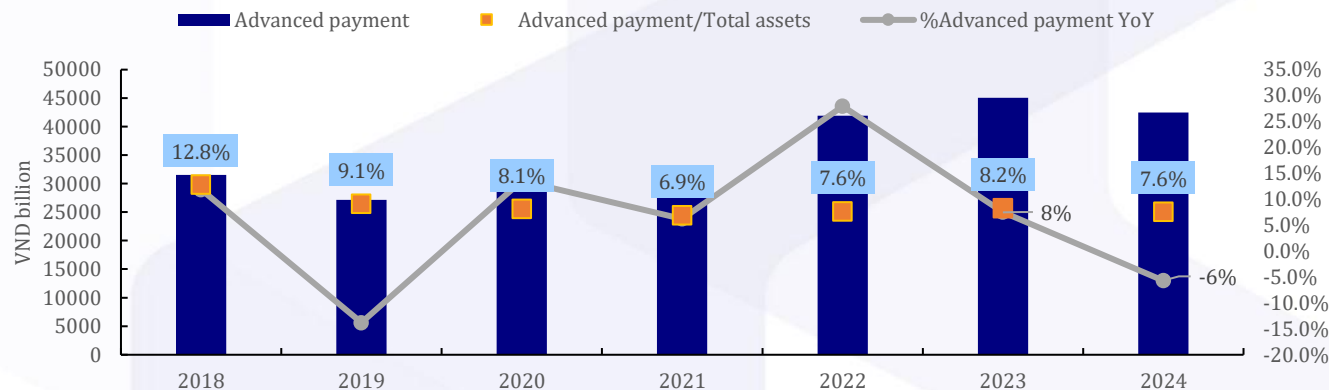


2024年，虽然新增供给充足，但主要来自外商项目。除Vinhomes集团外，大部分上市房地产开发商仍集中于资产重组、法律障碍清理及项目并购（M&A）；同时，同时推进此前已开盘项目的建设及交付。部分开发商正在通过出售项目的一小部分（HDG）来探索市场，并将主要销售计划推迟至2025年。

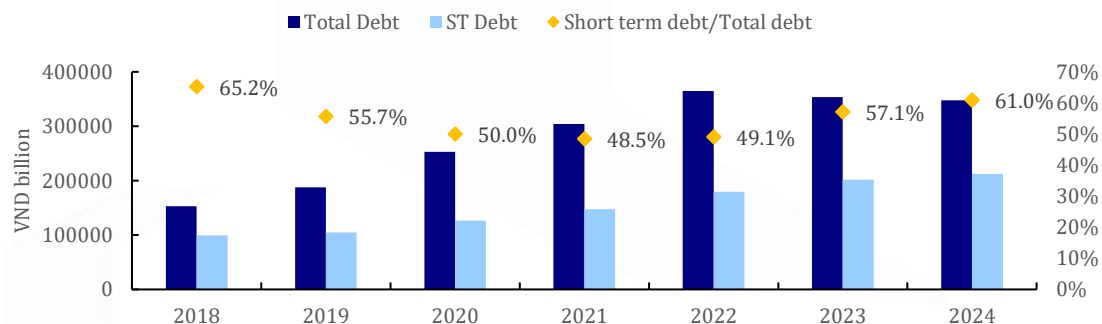
上市房企的开盘销售活动低迷。存货规模基本持平，平均占总资产的49%，这将在未来阶段对开发商造成较大的流动性压力



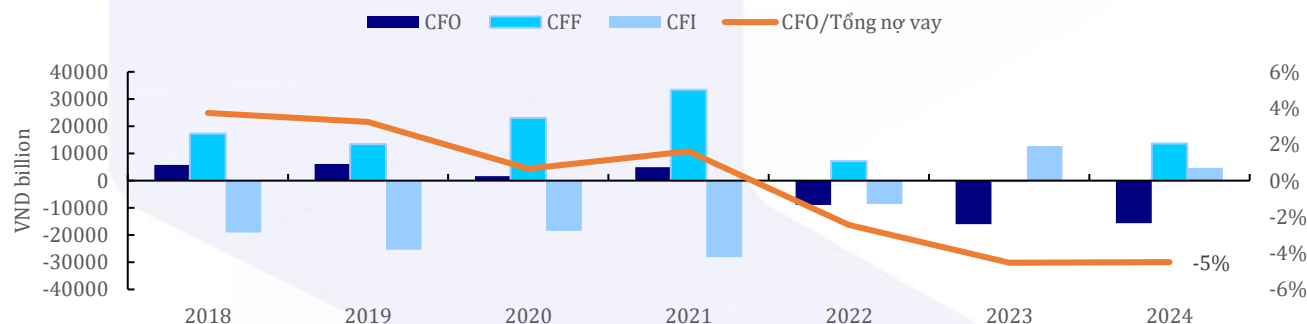
预收款项在第二、三季度实现正增长，但全年整体较2023年底下降6%，反映出销售速度放缓、客户回款减少，流动性压力依然存在



债务规模同比小幅下降1.6%，其中短期债务/总债务比例自2022年以来持续上升。在此背景下，各企业加快偿还债务，同时增加短期债务以维持运营。



经营活动现金流在2024年仍录得负值；亮点在于来自融资活动的现金流达到13.6万亿越南盾，相比2023年的负值有所改善，这主要得益于股票发行和项目并购的资金流入



\*数据来源于HNX和HSX上市的48家房地产开发商的财务报告（不包括VHM和VIC）。



我们认为，房地产企业的流动性压力依然存在，主要体现在过去一年购房者预付款略有下降，经营活动现金流持续为负，这反映出房地产企业不盈利的经营状况。在此背景下，2024年股票发行、项目并购（M&A）及部分股权转让已成为主要融资方式。总体而言，具备完善法律手续、销售前景良好且具备较大升值潜力的项目更有机会成功吸引新的资本流入。2024年，KDH、PDR和HDC等部分开发商已成功通过定向增发股票募集资金。股票发行作为融资渠道的优势在于降低企业财务杠杆，并加速完成土地使用费或租赁义务。

企业	2024年部分房地产项目转让并购的典型交易	价值
Van Phu Invest – VPI	2024年第一季度，Van Phu Invest已转让Hung Son投资一成员有限责任公司——该公司是清化省岑山市Vlasta项目的开发商。	Van Phu在2024年第一季度录得700亿越南盾税后利润的主要因素。
	2024年8月，Van Phu Invest将位于北江省北江市郢计坊坊的北江The Terra项目的部分股权转让给New Goldsun股份公司。	
Nam Long – NLG	2024年6月，Nam Long已完成向日本战略合作伙伴Nishi Nippon Railroad转让Paragon Dai Phuoc项目项目25%的股权，该项目占地45公顷。	交易金额为6620亿越南盾，相当于2600万美元，预计为Nam Long带来约2000亿越南盾的利润。
Dat Xanh Group – DXG	公司已于2024年12月20日获得越南国家证券委员会颁发的批文，批准其向公众额外发行超过1.5亿股股票。DXG将按照24:5的比例，以每股12000越南盾的价格向现有股东配售股票。认购权登记截止日期为2025年1月7日。此外，公司计划通过定向增发方式向战略股东发行9340万股，发行价格最低为每股18600越南盾。	预计盈利超过1.8万亿越南盾，使注册资本从7.2万亿越南盾增至9万亿越南盾。此外，公司可能通过额外融资筹集近1.74万亿越南盾，将注册资本从9万亿越南盾增至近10.74万亿越南盾。
VinGroup – VIC	截至2024年第三季度，VinGroup已完成将其在SDI投资与贸易发展有限责任公司的100%股权出售。SDI持有商业贸易Sado股份公司的99%以上股权，而Sado是Vincom Retail（VRE）的最大股东，持股比例达41.5%。交易完成后，VinGroup仍持有Vincom Retail超过18%的股份。	使VinGroup获得约39.1万亿越南盾，相当于约15.4亿美元的现金流入。
	2024年11月，VIC转让其在VYHT公司的全部99.93%股权，该公司是为实施海防Vinhomes Royal Island项目的一部分而成立的法人实体。其中，80%股权转让给外国投资者，剩余19.93%股权转让给Vinhomes（VHM）。	-
Khang Dien House-KDH	公司通过定向增发方式向19位战略股东发行1.1009亿股，发行价格为每股27250越南盾，共募集超过3万亿越南盾，该交易于2024年前8个月内完成。	公司的注册资本由7.9931万亿越南盾增至超过9.094万亿越南盾。





进入2025年，我们预计房地产投资者的经营现金流将逐步改善，来自明年项目销售的前景，以及通过成功发行股票筹集资金、2024年项目转让的并购（M&A）所带来的财务现金流，将帮助企业缓解与到期债务和到期债券相关的流动性压力。

企业	预计2025年开售的部分典型项目	进展
<b>Vinhomes - VHM</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>隆安福永西Vinhomes</li> </ul>	正在进行补偿、支持和安置工作，项目总成本约10.678万亿越盾，预计2025年底开售。
	<ul style="list-style-type: none"> <li>海防建瑞阳京的项目（240公顷）</li> </ul>	正在进行场地平整，项目预计第一期将在2025年第二季度开售。
	<ul style="list-style-type: none"> <li>在河内丹芳开售Vinhomes Wonder Park</li> </ul>	2024年11月，河内市人民委员会正式签署文件，将该项目剩余土地全部移交给Vingroup集团。 2025年2月：兴东和平明两个分区均正在完成基础设施建设和重要项目建设中。预计2025年3月开始首次开售。
	<ul style="list-style-type: none"> <li>持续开售Vinhomes Royal Island和Vinhomes Ocean Park 2 &amp; 3等项目</li> </ul>	
<b>Nam Long – NLG</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>重新开售同奈省的Izumi City项目</li> </ul>	边和市规划已调整，使得Izumi City（170公顷）项目可在2025年至2026年投放市场。
<b>Khang Dien House– KDH</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>胡志明市Foresta是Clarita和Emeria两个项目的结合</li> </ul>	正在完善基础设施并申请销售许可证。
<b>Dat Xanh Group – DXG</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>胡志明市Gems Riverside项目</li> </ul>	已于2024年第三季度获得建筑许可证。
<b>Ha Do Group– HDG</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>开售Hado Charm Villa项目的108 栋别墅</li> </ul>	已完全





2025年至2034年预计将是房地产市场的新增长周期，市场逐步复苏，并受到以下诸多积极因素的支持：

- 新法律框架付诸实践，推动市场供给：2023年的《住房法》、《房地产经营法》的政策，2024年的《土地法》及其相关指导性法规的出台，将为房地产企业提供有利的发展条件，使市场运行更加透明、高效。
- 购房者信心改善：经过一段时间的谨慎，购房者和投资者都开始重返市场，甚至愿意接受风险更高的产品。
- 房地产企业重新启动项目：许多企业已完成财务和法律结构的重组，准备恢复建设和销售活动，进一步增加市场供应。
- 黄金的人口结构、快速城市化以及不断增长的住房需求将为可持续发展奠定坚实基础。
- 此外，城市扩张、基础设施改善以及迁往郊区的趋势也将在长期内继续推动市场发展。

尽管市场前景乐观，但我们评估仅在2025年，市场仅会出现温和复苏，并呈现明显的企业分化：

- 优势将属于那些法律合规、建设完善并计划尽早开盘的开发商。同时，已完成土地清理并履行财务义务的企业将在未来几年内具备显著的成本和盈利能力优势。
- 相反，尚未完成重组或缺乏可立即开发土地储备的企业可能仍面临困难。
- 尽管购房者信心回升，但利率上升趋势及短期内收入增长乏力可能影响购房决策，尤其是对高端或大额产品购买。



受房地产法修订的影响，我们基于以下因素筛选上市房地产开发企业：

## 法律合规及土地储备

- 相较于土地储备规模，拥有净地、法律障碍较少且能快速推进项目的企业更具优势。
- 在土地成本逐渐接近市场价格的背景下，合理的规划有助于提升产品附加值。
- 项目需满足市场需求，并具备吸引真实居住群体的能力。
- 项目位置位于交通基础设施便利、增值潜力高且符合城市发展规划的区域。

## 财政状况

- 企业需具备稳健的财务结构，债务水平保持在合理范围内，并且不过度依赖预售收入来支撑尚未具备销售条件的项目。
- 加强有效现金流管理，确保债务流动性。
- 项目开发与销售周期应保持适度，以防项目规模过大超出企业自身承受能力，或与市场需求不匹配。

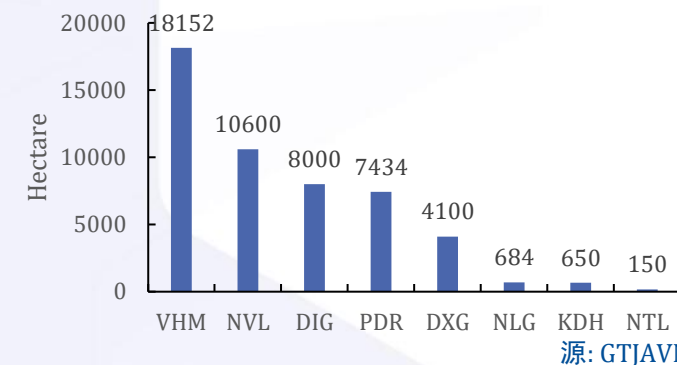
## 产品开发能力

- 严格遵循最新法律法规，确保合规运营。
- 具备投标与项目开发能力，打造高质量产品。
- 应用技术有效管理施工，并与专业承包商合作。
- 从长期来看，企业需提升项目开发与管理的专业化水平，并具备优化土地价值的能力，以在新的法律环境和市场条件下实现可持续盈利。

我们推荐以下股票：**KDH** (目标价为**40300**越南盾/股, 上涨空间: **20.8%**), **NLG** (标价为**42600**上涨空间: **29.7%**)，原因如下：

- 具备短期和中期内即将开盘的项目。
- 实施多项重叠项目，不分散，在适用新土地价格表前完成法律和财务义务。
- 拥有大规模优质净地，位于核心地段或经济快速发展的省市，确保价格上涨的潜力并吸引项目的实际住房需求。
- 具备优秀的项目开发能力，项目开发和销售周期短，多年来积累良好市场口碑。
- 财务实力雄厚，有助于企业在新法规实施阶段保持良好适应能力。

上市住宅房地产投资者的土地储备





股票代码	企业名称	推荐	目标价 (越南盾)	交易所	市值 (31/12/2024) 2024年12月31日 (十亿越南盾)	存货/总资产	债务/所有者权益	EBITDA/ 利息	P/B (TTM) (20/02/2025)	现金/总资产	预付款/ 资产 (%)
KDH	Khang Dien House	买入	40300 (+20.8%)	HOSE	34581	72%	0.58-		1.99	10%	-19%
NLG	Nam Long Investment	买入	42600 (+29.7%)	HOSE	12669	60%	1.08	8.13	1.31	18%	-21%
VHM	Vinhomes	关注	-	HOSE	166556	9%	1.54	3.47	0.82	5%	-15%
DXG	Dat Xanh Real Estate	关注	-	HOSE	13324	46%	0.92	2.88	1.27	4%	-35%
PDR	Phat Dat Real Estate	关注	-	HOSE	16939	56%	1.11	2.15	1.49	1%	0%
HDC	BR-VT House Development	中立	-	HOSE	4334	28%	1.15	3.22	1.93	0%	65%
VPI	Van Phu Invest	中立	-	HOSE	18755	27%	1.19	1.06	3.86	4%	-92%
NTL	Tu Liem Urban Development	中立	-	HOSE	2190	23%	0.25	506.99	1.25	26%	-79%
TCH	Hoang Huy Investment Financial Services	中立	-	HOSE	11293	57%	0.16	-18250.3	1.18	2%	-68%
KSF	Sunshine Group	不推荐	-	HNX	12300	4%	1.99	6.66	2.45	2%	118%
DIG	DIC Corp	不推荐	-	HOSE	11709	44%	1.30	7.08	1.51	5%	37%
CEO	CEO Group	不推荐	-	HNX	7674	15%	0.42	9.65	1.26	11%	-26%
HPX	Hai Phat Investment	不推荐	-	HOSE	1,411	35%	1.12	3.19	0.41	0%	24%
NVL	Novaland	不推荐	-	HOSE	19696	62%	3.99	-2.28	0.52	2%	-1%



建议: 买入  
 目标价: 40300  
 上涨空间: +20.8%  
 收盘价: 33350越南盾  
 (2025年2月25日)

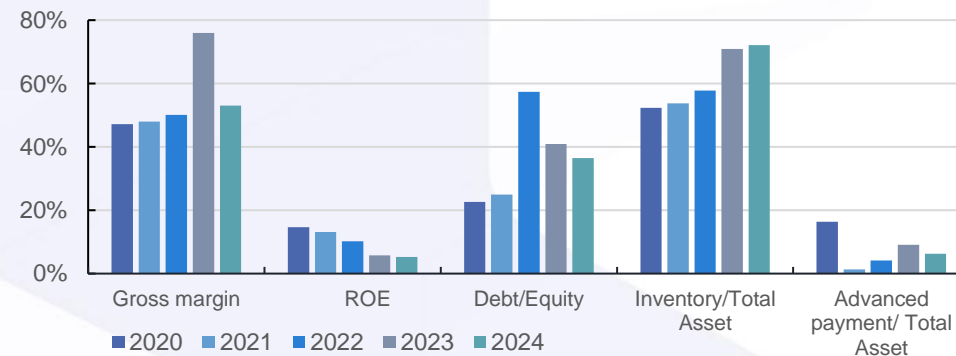
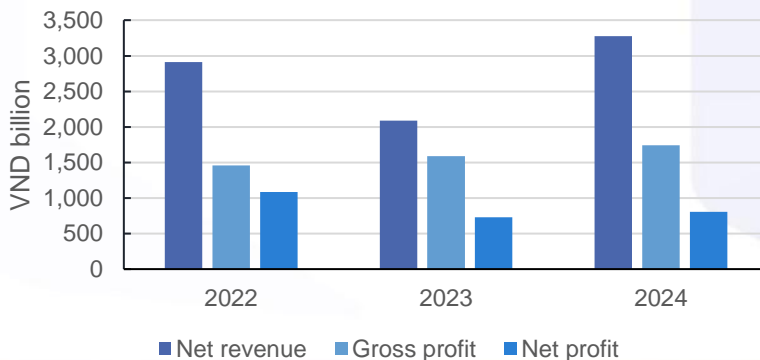


Price (VND)	33,600
Highest 52W (VND)	36,150
Lowest 52W (VND)	30,000
Outstanding Share (mn Shares)	1,011.14
% Foreign Owned	36.61%
Foreign Current Room (Shares)	135,384,596
Marketcap (billion VND)	33,974.39
Dividend Yield	0.00%

**企业概括:** KDH成立于2001年, 最初名为康田 (Khang Dien) 房屋投资与贸易有限责任公司。成立初期, 公司主要专注于低密度住宅市场。凭借可持续发展战略与不断创新, KDH逐步转型为股份公司, 并通过持续增资扩大业务规模, 专注于多元化房地产产品及高质量项目的开发。目前, KDH已成为胡志明市领先的房地产开发商之一, 凭借Safira - Mega - Classia、Mega Village - Melosa、Phong Phú住宅区等项目, 在产品品质、交付进度及法律合规性方面建立卓越声誉。公司致力于开发胡志明市核心城区的项目, 以充分发挥土地储备优势并加快销售速度, 同时积极推进平新郡新造住宅区 (330公顷) 的大型城市综合体开发。

## 一、2024年第四季度业绩更新:

- 2024年公司销售业绩仅达到2023年的约20%至22%, 主要由于本年度未有新项目开盘, 公司继续销售The Classia和The Privia两个此前已开盘的项目。
- 业绩集中在2024年第四季度, KDH实现营收2.063万亿越南盾, 同比增长4.3倍; 母公司净利润 (NPATMI) 3976亿越南盾, 同比增长6.2倍。全年累计, KDH实现营收3.279万亿越南盾, 同比增长57%, 母公司净利润 (NPATMI) 8090亿越南盾, 同比增长11%。这也是自2020年以来, KDH首次实现收入增长。房地产转让仍是核心业务, 贡献98%以上的净收入 (超过3.2万亿越南盾), 主要来自The Classia (交付剩余20%) 和The Privia (预计已交付约60%)。
- 2024年毛利率下降至53%, 低于2023年, 主要因本期交付的The Privia高层公寓毛利率低于2023年交付的The Classia低密度住宅。但该毛利率仍高于2018年至2022年水平。销售与运营成本仍保持在较低水平。





## 二、投资展望

2024年至2026年将是KDH现金流和收入释放的关键时期，多个项目预计陆续开盘。

### ➤ 位于胡志明市守德市的The Foresta综合项目计划于2025年第一季度开盘

该项目包括Emeria和Clarita两个子项目，由KDH与Keppel Land合资开发。

目前，该项目的主体结构及基础设施已完工，正筹备开盘销售首批230套别墅，预计售价为2亿至2.5亿越南盾/平方米。随着胡志明市低密度住宅市场的复苏，该项目预计吸收率可达65%以上，并将在2025年至2026年为KDH贡献超过9万亿越南盾的收入。

### ➤ 位于胡志明市平政县The Solina项目及面积为110公顷的黎明春工业园区取得积极进展

- **The Solina项目：**KDH已完成该项目第一期（13.4公顷）的财务义务，并获得基础设施建设许可证，现已启动基础设施施工。预计在The Foresta销售完毕后，于2026年开盘。低密度住宅部分预计在2025年至2027年为KDH带来约5.5万亿越南盾的销售现金流。

- **黎明春工业园区：**该项目位于胡志明市，面积为110公顷。KDH已于2025年第一季度获得基础设施建设许可证，并计划在2025年第二季度启动建设，预计2026年开始工业用地租赁业务。

**长期增长潜力KDH是少数仍然拥有大量胡志明市核心城区土地储备的房地产企业之一。**

KDH是少数拥有大量胡志明市现有城区土地储备的房地产企业之一，而胡志明市的住宅开发用地供应已逐渐枯竭，位于二号环路以内，距离市中心10至14公里。

- 在房地产行业新法规的影响下，开发商面临更加严格的监管要求，项目开发成本如场地清理费用、土地使用费等不断上升。然而，凭借稳健的财务状况和优越的土地储备，KDH依然具备强劲的增长潜力。

➡ 根据业务前景和估值结果，我们建议**买入**，目标价为**40300越南盾/股**，比2025年2月25日的收盘价高**20.8%**。



## 投资风险

- 房地产行业周期性风险可能影响项目实施进度及吸收率。
- 项目交接进度和法律程序比预期慢。

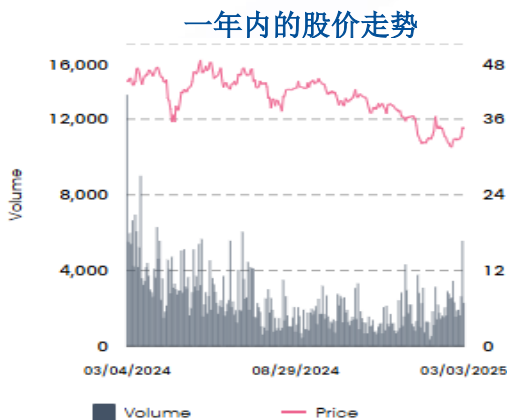
源: Company financial report, IR, GTJAVN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)





建议: 买入  
 目标价: 42600  
 上涨空间: +29.7%  
 收盘价: 32850越南盾  
 (2025年2月25日)



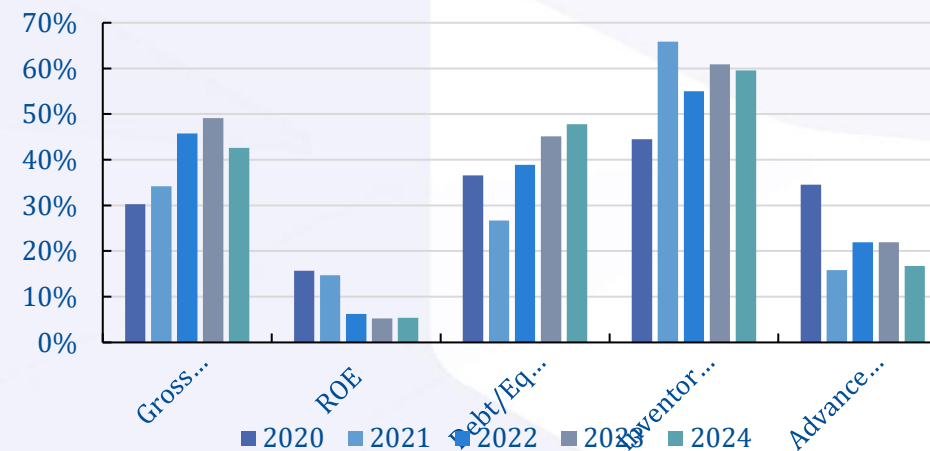
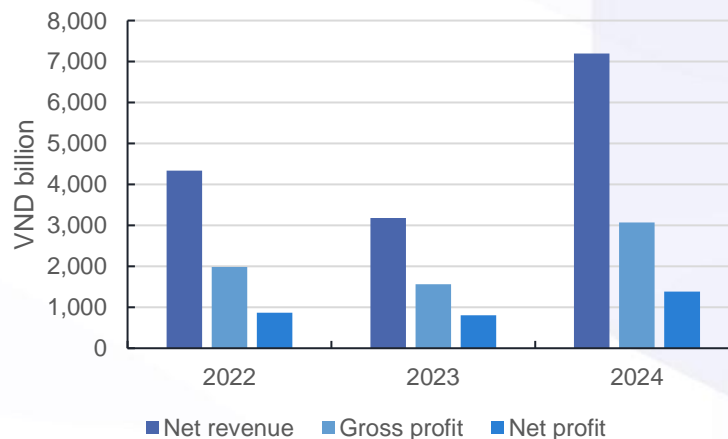
### Stock Data

Price (VND)	34,450
Highest 52W (VND)	45,381
Lowest 52W (VND)	31,600
Outstanding Share (mn Shares)	385.08
% Foreign Owned	41.25%
Foreign Current Room (Shares)	33,708,002
Marketcap (billion VND)	13,265.84
Dividend Yield	0.00%

**公司概况:** 南龙投资股份公司 (NLG) 前身为南龙有限责任公司, 成立于1992年。公司主要从事房地产项目的投资、开发和经营, 涵盖住宅及城市区域。目前, NLG拥有684公顷的净地, 分布在越南南部多个省市, 主要集中于胡志明市、芹苴、隆安和海防等重点城市及居民区。公司主要从事住宅房地产项目和城市地区的投资、开发和经营。NLG目前在越南南部省份拥有684公顷的净地, 主要集中在胡志明市、芹苴、隆安和海防等主要城市和住宅区。南隆参与房地产投资、开发和交易的一些典型项目: 胡志明市平政县 Mizuki Park 市区 (26公顷)、胡志明市第九郡 Kikyo Residences 市区 (18公顷)、胡志明市第九郡 Fuji Residences 市区 (5公顷)、胡志明市第九郡西宫草原别墅区 (7.7公顷)、芹苴市 Dalia Garden 住宅区 (15公顷)。

### 一、2024年经营业绩更新

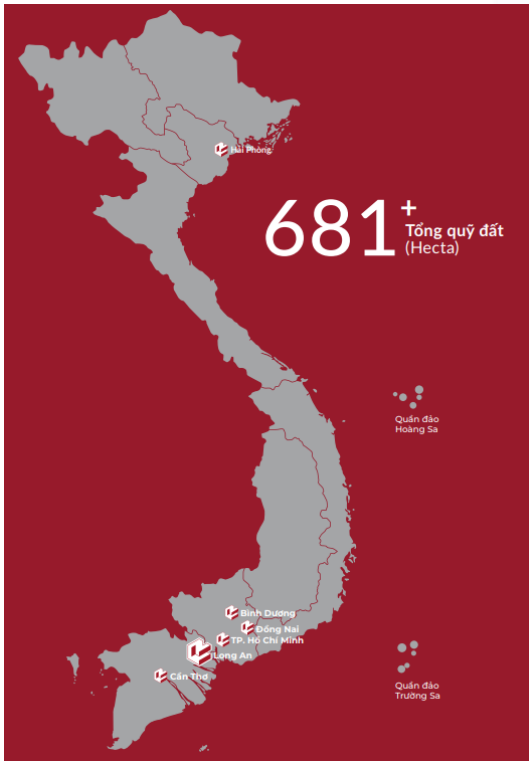
2024年第四季度收入6.369万亿越南盾, 同比增长3.9倍; 税后利润达1.327万亿越南盾, 同比增长276%。截至2024年, 公司净收入达 7.196万亿越南盾, 同比增长262%。税后利润达到1.382万亿越南盾, 创三年来最高水平, 超过2024年股东大会制定的利润计划的68%, 其中母公司股东税后利润达到5120亿越南盾。NLG的代表人表示, 2024年业务业绩的爆发式增长得益于Akari City第二期项目的提前交付, 带来5.178万亿越南盾的收入, 占收入结构的72%。此外, 其他项目也贡献巨大: 芹苴Central Lake II第二期项目、Valora Southgate项目、Ehome Southgate项目、Izumi City项目的收入分别为8390亿越南盾、2790亿越南盾、4200亿越南盾、2160亿越南盾, 其他收入共贡献2640亿越南盾。受益于重点项目的移交及上述项目产生的现金流, 公司目前的现金余额较2023年翻一番, 达到5.443万亿越南盾。



源: Company financial report, IR, GTJAVN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)





## 投资风险

- 房地产行业周期性风险影响项目实施进度和吸收率。项目移交进度及法律手续较预期有所延迟。
- 管理层内部交易信息对股价造成负面影响。

## 二、投资论点:

**短期展望:** 稳定的现金流来源于大量未交付订单, 并受益于房地产市场的复苏, 尤其是中端市场的回暖。

- 截至2024年12月31日, 南龙的库存资产达18.061万亿越南盾, 较年初小幅增长3.7%, 占总资产的60%。其中, 公司核心项目占据主要比例, 包括: Izumi (8.685万亿越南盾)、Waterpoint第一期 (3.833万亿越南盾)、Waterpoint第二期 (2.595万亿越南盾)、芹苴 (1.806万亿越南盾) 等。这些项目已完成相关土地法律手续, 为南龙提供稳定的市场供应。
- 2025年, 公司计划推出Paragon、Izumi等新项目, 同时继续销售芹苴、Waterpoint、Akari、Mizuki等项目。尤其是NLG的170公顷重点项目Izumi City (位于同奈) 的1/10000总体规划最近已获得批准, 为2025年至2026年阶段的下一步销售奠定基础。该项目位于越南核心经济区, 靠近胡志明市、边和市、龙城国际机场, 预计将在2025年至2027年为公司带来良好的销售业绩与稳定现金流。

**长期展望:** 大规模净地储备, 清晰的法律手续, 以及符合市场需求的业务战略, 使公司具备稳健的财务结构。

- NLG拥有超过681公顷的净地, 主要分布在胡志明市、同奈、隆安、海防、芹苴等重点城市及住宅区, 并拥有多元化的产品组合, 包括面向真实需求的项目储备, 完善的法律手续, 以及在项目开发方面的良好信誉与专业能力。
  - 依托当前的净地储备, NLG预计在未来五年内能够持续向市场提供产品。
  - 我们认为, 在行业监管日益严格、项目开发成本上升 (包括土地清理费用、土地使用费等), 以及房地产新法规带来的影响下, NLG凭借其大规模净地储备, 并已完成财务义务, 仍具备良好的增长潜力与市场竞争优势。
- ➔ 根据业务前景和估值结果, 我们建议**买入**, 目标价为**42600越南盾/股**, 比2025年2月25日的收盘价高29.7%。

源: Company financial report, IR, GTJAVN



## 筹备阶段

目的	条款-内容	影响
提高对开发商在投标、谈判及项目法律完善方面的能力要求	《2024年土地法》第125条 参与竞标的组织必须具备项目开发的能力和经历。	→ 开发商需具备自主开发项目的能力
	《2024年土地法》第79条、第86条 企业需直接与土地所有者就项目实施的征地事宜进行协商。	→ 政府支持减少，项目开发成本增加
提高对开发商财务能力的要求，因为项目准备成本增加	《2024年土地法》第159条、第160条 调整土地定价方法，使其更贴近市场价值。 提高土地价格表的调整频率，由每5年一次改为每年一次。	(-) 土地征收和补偿成本增加 (+) 补偿及项目审批手续更为快捷
	《2023年房地产经营法》第9条 确保信贷余额、债券余额的比例； 面积<20公顷的项目：自有资金≥总资金的20%； 面积≥20公顷的项目：自有资金≥总资金的15%； 确保融资能力以实施项目。	提高项目实施的自有资金比例要求  ⇒ 限制企业分散投资，避免同时推进多个项目或承接超出自身资源的项目。
	第65/2022/ND-CP号法令 提高企业在债券发行中的信息透明度要求 信贷借款受多项贷款条件限制	
减少外国资本低于50%的投资者的手续	《2023年房地产经营法》第25条 外资占比低于50%的投资企业享有与越南本土企业相同的权利与义务；	减少外资开发商的审批手续，鼓励外资企业参与房地产项目开发及并购（M&A）。







开发阶段		
目的	条款-内容	影响
加快项目建设进度的压力; 限制囤地与项目投机行为	<p>《2024年土地法》第153条、第156条</p> <p>对进度缓慢的企业适用更高的土地使用费和税收。</p>	<p>⇒ (+) 限制部分开发商低价囤地行为。</p> <p>⇒ (-) 增加开发能力较弱企业的额外成本。</p>
	<p>《2024年土地法》第81条</p> <p>对于进度缓慢或未使用的项目, 最多可延长24个月。若仍未改善, 国家有权无偿收回土地。</p>	
	<p>《2023年不动产经营法》第40条、第41条</p> <p>必须履行财政义务, 包括土地使用费、税收和交易成本; 在转让整个或部分项目之前, 需要获得地方政府而非中央政府的批准。</p>	减少与关联方的投机交易。
开盘阶段		
提高项目信息透明度和建筑质量要求	<p>《2023年房地产经营法》第6条</p> <p>在开盘前, 开发商必须全面、真实、准确地公开项目相关信息。</p>	
限制项目预售的资金流	<p>《2023年房地产经营法》第23条、第24条</p> <p>必须先满足土地使用费义务, 才能获得商业资格;</p> <p><b>存款规定及付款时间表</b></p> <p>在满足所有商业条件的情况下, 定金收取不得超过销售价格的5%;</p> <p>押金购买或租赁未来住房的首付款≤30% (含押金);</p> <p>对于租购的分期付款, 后续付款总额≤50% (之前付款总额≤70%)。</p>	
对开发保障性住房的投资者优惠	<p>《2023年住房法》第85条</p> <p>在经济适用房建设区域, 利润不得超过10%; 允许未能建设保障性住房的投资者提供替代方案, 使其能够履行该地块的财务义务。</p>	





序号	股票代码	公司名称	交易所
1	<b>AAV</b>	Viet Tien Son Real Estate	HNX
2	<b>AGG</b>	An Gia Real Estate	HOSE
3	<b>API</b>	Asia - Pacific Investment	HNX
4	<b>BCE</b>	Binh Duong Construction	HOSE
5	<b>CDC</b>	Chuong Duong Corp	HOSE
6	<b>CEO</b>	CEO Group	HNX
7	<b>CIG</b>	COMA 18	HOSE
8	<b>CKG</b>	Kien Giang Construction	HOSE
9	<b>CSC</b>	COTANA GROUP	HNX
10	<b>D11</b>	Real Estate 11	HNX
11	<b>D2D</b>	Industrial Urban Development No.2	HOSE
12	<b>DIG</b>	DIC Corp	HOSE
13	<b>DTA</b>	De Tam Land	HOSE
14	<b>DTD</b>	Thanh Dat Investment Development	HNX
15	<b>DXG</b>	Dat xanh real estate	HOSE
16	<b>FIR</b>	First Real	HOSE
17	<b>HDC</b>	BR-VT House Development	HOSE
18	<b>HDG</b>	HA DO Construction	HOSE
19	<b>HLD</b>	HUDLAND Real Estate	HNX
20	<b>HPX</b>	Hai Phat Investment	HOSE
21	<b>HQC</b>	Hoang Quan Real Estate	HOSE
22	<b>IDJ</b>	IDJ Investment., JSC	HNX
23	<b>IJC</b>	Becamex IJC	HOSE
24	<b>ITC</b>	Investment and Trading of Real Estate	HOSE
25	<b>KDH</b>	Khang Dien House	HOSE

序号	代码	公司名称	交易所
26	<b>KSF</b>	Sunshine Group	HNX
27	<b>NBB</b>	577 CORP	HOSE
28	<b>NDN</b>	Danang Housing Investment	HNX
29	<b>NLG</b>	Nam Long Investment	HOSE
30	<b>NRC</b>	Danh Khoi Group	HNX
31	<b>NTL</b>	Tu Liem Urban Development	HOSE
32	<b>NVL</b>	Novaland	HOSE
33	<b>PDR</b>	Phat Dat Real Estate	HOSE
34	<b>QCG</b>	Quoc Cuong Gia Lai	HOSE
35	<b>RCL</b>	Cho Lon Real Estates	HNX
36	<b>SCR</b>	TTC Land	HOSE
37	<b>TCH</b>	Hoang Huy Investment Financial Services	HOSE
38	<b>TDC</b>	Becamex TDC	HOSE
39	<b>TDH</b>	Thu Duc House	HOSE
40	<b>V21</b>	Vinaconex 21	HNX
41	<b>VC3</b>	Nam MeKong Group	HNX
42	<b>VPH</b>	Van Phat Hung	HOSE
43	<b>VPI</b>	Van Phu - Invest	HOSE
44	<b>EVG</b>	Everland Group	HOSE
45	<b>HU1</b>	HUD1.,JSC	HOSE
46	<b>ICG</b>	Song Hong Construction	HNX
47	<b>NHA</b>	HaNoi South Housing & Urban Development	HOSE
48	<b>VC7</b>	BGI Group	HNX
49	<b>VHM</b>	Vinhomes	HOSE
50	<b>VIC</b>	VinGroup	HOSE

源: Fiiipro, GTJAVN

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)





重点项目	大都会	投资商	价格 (百万越南盾/ 平米)	产品 (套)
<b>公寓房地产</b>				
GS5 & GS6 The Miami	Vinhomes Smart City	MIK Group	70	1149
The Wisteria	Hinode Royal Park	Trading Construction Works Organization	37-60	840
Grand Sunlake	Van Quan Urban Area	HESCO	37-48	-
Lumiere Evergreen	Vinhomes Smart City	Masterise Homes	90	2294
Lumi Hanoi	-	CapitaLand Development	79	3974
Imperia Sola Park	Vinhomes Smart City	MIK Group	65	5000
The Ninety Complex	-	Capita Land Development	85	480
QMS Top Tower	-	Quang Minh Joint Stock Company	90-95	-
The Victoria	Vinhomes Smart City	MIK Group	80-85	1836
Noble Crystal	Ciputra Hanoi International City	Sunshine Group	165-270	955套公寓和60栋低层住宅
The Nelson Private Residence	-	HDMon and Indochina Capital	从135	175
The Matrix Premium	Vinhomes Smart City	MIK Group	90-120	990
The Senique	Vinhomes Ocean Park	CapitaLand Development	68-85	2150
<b>低层房地产</b>				
	Vinhomes Global Gate	Vietnam Exhibition Fair Centre JSC (a member company of Vingroup)		4147栋低层住宅
Van Thuan - Tay Thang Long luxury residential area	Tay Tuu urban functional area	Xuan Truong Hoanh Bo Company Limited		90栋低层住宅
Co Bi Green Little Town	-	Petrolimex Construction Group Corporation 1		134栋低层住宅
Van Xuan NOTM	-	Investment and Construction Joint Stock Company No. 4 - Van Xuan		37栋低层住宅
LKV-21, LKV-22A, LKV-22B	KĐT HUD – Son Tay	HUD		84栋低层住宅

源: GTJAVN收集

Open account in 3 minutes  
(Hotline: 024 3577 9999)





## 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

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

