



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

建筑与建材行业更新报告

前景展望：乐观

2025年5月21日

分析部

分析师：吴妙玲

邮箱：linhnd@gtjas.com.vn – ext: 705

建筑行业

- 宏观背景
- 2025年行业展望
- 投资建议: **CTD、HHV、VCG**

钢铁行业

- 全球钢铁生产现状
- 钢材及主要原材料价格走势
- 2025年行业展望
- 钢铁企业经营情况分析
- 投资建议: **HPG、HSG**

1

2025年建筑与建材行业展望：公共投资提速与民用地产回暖驱动增长

2025年，越南建筑行业将迎来强劲复苏，主要得益于公共投资的快速推进。全年公共投资拨款进度有望超过95%，约为876.5万亿越盾，成为带动经济增长的核心动力，助力实现GDP增长8%的目标。

包括南北高速公路、龙城国际机场在内的一系列重点基础设施项目，以及政府推出的各类基建刺激计划，将持续推高对建材，特别是钢铁、水泥与建筑用石料的市场需求。

与此同时，得益于低利率环境和政策支持，民用房地产市场预计将从2025年下半年开始逐步复苏，进一步释放建材消费潜力。

然而，我们认为建材行业，尤其是钢铁板块，仍将面临一定挑战。其中，来自中国的全球产能过剩问题持续压制国际钢价，中国本土房地产市场复苏乏力亦加剧供需失衡，导致钢价长期处于低位。

尽管如此，我们预计从2025年第三季度起，越南国内钢价有望出现回升。叠加越南对来自中国、韩国等国家的进口钢材实施反倾销税政策，本土钢铁企业如和发集团（Hoa Phat）、莲花集团（Hoa Sen）有望受益，市场竞争力将得到有效提升。

总体而言，随着公共投资加码与房地产市场复苏双轮驱动，钢铁与建筑相关个股具备良好的上涨空间，预计2025年股价有望实现15%至20%的升幅。

建议关注的股票：CTD、VCG、HHV、HPG、HSG

2





基础设施建设

优先考虑具备大型设计能力和良好法律关系的企业（如 **VCG**、**HHV**、**C4G**、**CII**、**HUT**）。

BOT企业通常需大量贷款用于**BOT**项目建设（如2024年**HHV**负债/资本达174%，**VCG**为79%）。

- 位于平阳省和同奈省的石矿（如 **KSB**、**VLB**、**DHA**）凭借靠近龙城机场与南北高速公路的区位优势及丰富的储量，显著受益。临近河流、水路运输便利，进一步降低运输成本，构成其核心竞争力。
- 铁路项目将推动钢材需求增长，预计消耗达1000万吨钢。

BOT运营管理、基础设施（道路、港口、机场、地铁）管理

（如**HHV**、**CII**、**ACV**）

民用建设

如**CTD**等企业具备优势，2024年民用建筑业务占公司总收入45%。

CTD具有财务优势，2024年负债/股东权益为 0.31 倍，现金为 2.478万亿越盾）。

原材料：**HPG**提供约35%至38%的建筑用钢，**HSG**占约31%，受益于住宅房地产市场复苏。

准时验收交付提升大型客户重复订单率；**CTD**通常被优先用于交付要求高的大项目。

工业园区建设

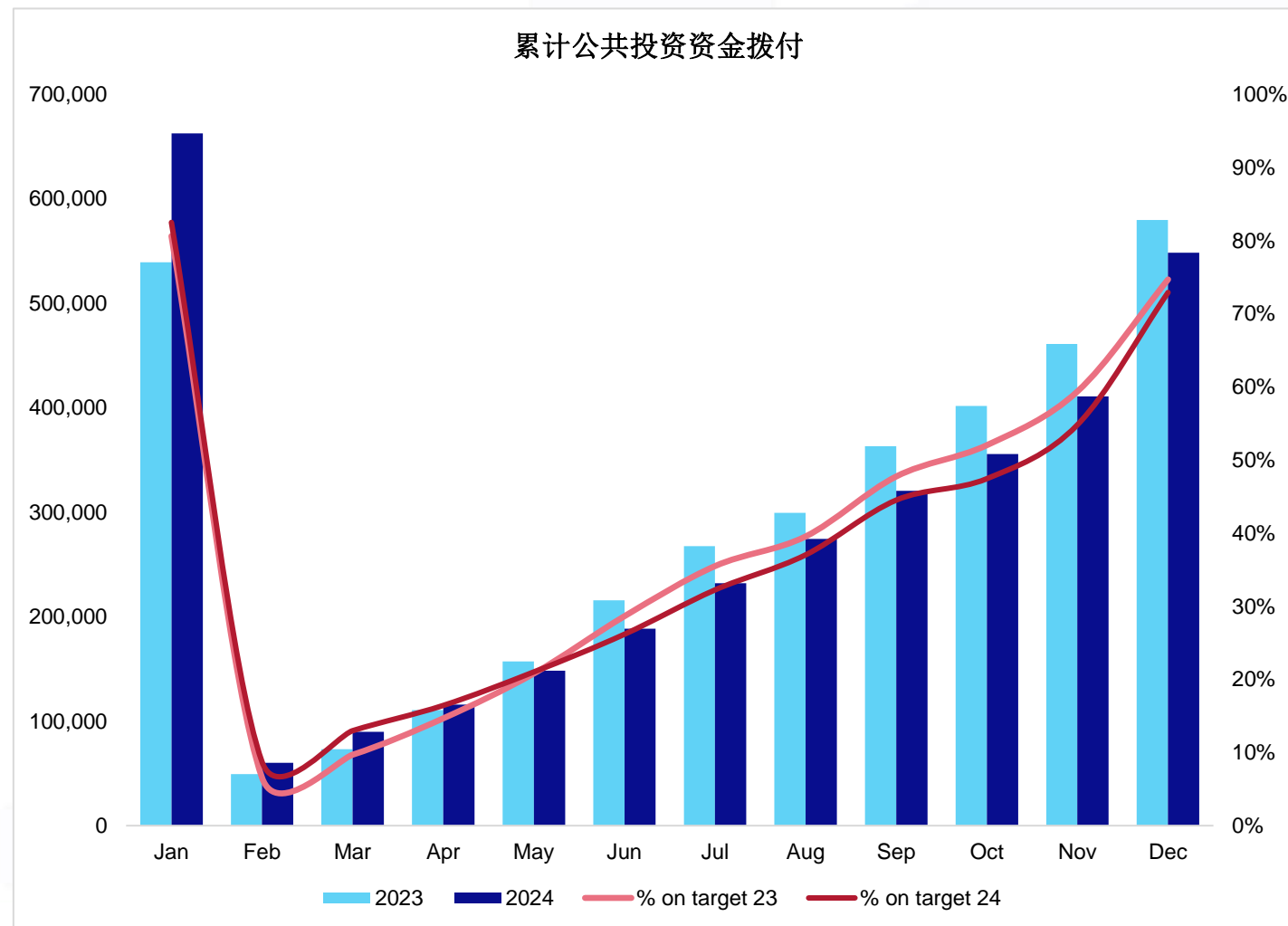
拥有大型土地储备、地理位置优越的企业具优势。

外资流入制造厂及工业园区（如三星、**LG**、**富士康**），**FCN**和**LCG**等承包商间接受益于外资流入。

FCN、**LCG**专注于大型工业园区（如**VSIP**、**Deep C**等）的地基施工、基础设施与厂房建设，受益于外资产业链加速向越南转移的浪潮。

准时交付有助于吸引大型客户，工业区投资商如**KBC**、**BCM**，有助于提高客户留存率

整体背景：基础设施建设领域——2025年增长的主要动力来自于公共投资支出



根据越南财政部的数据，2024年公共投资资金拨付金额为548.56万亿越盾，占全年计划（752.476万亿越盾）的72.9%。然而，国家级项目及交通基础设施的拨款进度仍不均衡，河内和胡志明市的拨付比例偏低，分别为44.62%和19.63%。造成拨付进度缓慢的主要原因包括：征地补偿地价缺乏明确规定、砂石资源开采手续繁琐；投资项目审批程序缓慢、相关法规尚不健全；房地产市场波动影响土地拍卖及财政收入；ODA（官方发展援助）资金拨付困难，主要因越南国内要求与国际标准存在差异，叠加管理能力有限；此外，自然灾害如台风、洪水和干旱亦严重影响施工进度。针对土地和砂石资源紧缺的问题，相关部委正督促地方政府加快资源开采进度，以避免项目延误。

展望2025年，预计公共投资资金拨付将实现越南政府总理设定的目标计划，较2024年增长约24%至31%。作为2021年至2025年中期投资计划的最后一年，政府制定雄心勃勃的目标——拨付总额达876.5万亿越盾。

2021年至2025年通基础设施建设受到特别重视，占国家预算总额的**43.7%**，约为**732.206**万亿越盾。

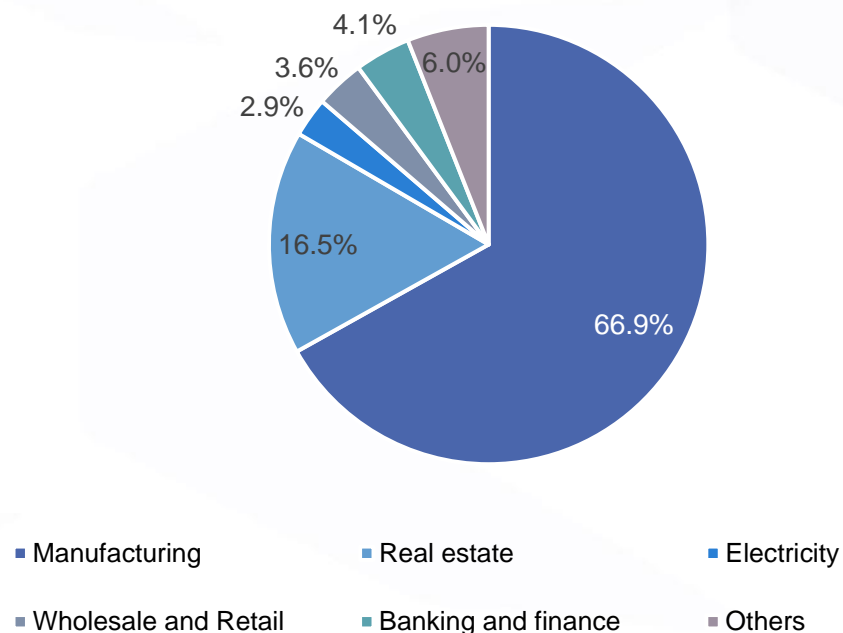
越南重点基础设施项目汇总表

项目名称	资本规模 (十亿越南盾)	进度	材料需求
东部北南高速公路（2021–2025阶段）	147,000	预计2025年完成	包括12个子项目，总长729公里。基本原材料开采已满足要求： - 建筑石料：2000万立方米 - 建筑用沙：1000万立方米
隆城机场（一期）	109,717	预计2026年完成	- 建筑石料：500万立方米 - 建筑用沙：450万立方米
胡志明市3号环城路	75,000	预计2026年完成	根据对同奈省已获许可开采资源的审查，目前仅有石料可满足需求，其他如建筑用砂、填海砂等材料尚未能满足施工需求。
河内首都地区4号环城路	85,000	预计2027年完成	- 建筑石料：400万立方米 - 建筑用沙：250万立方米
老街-河内-海防铁路	194,929	2025–2030年	- 建筑钢材：约1000万吨
北南高速铁路	1,713,548	预计2027年开工	
新山一机场T3航站楼	11,000	预计2025年完成	设计年吞吐量为2000万名旅客，已于2022年12月开工，目前正处于施工阶段

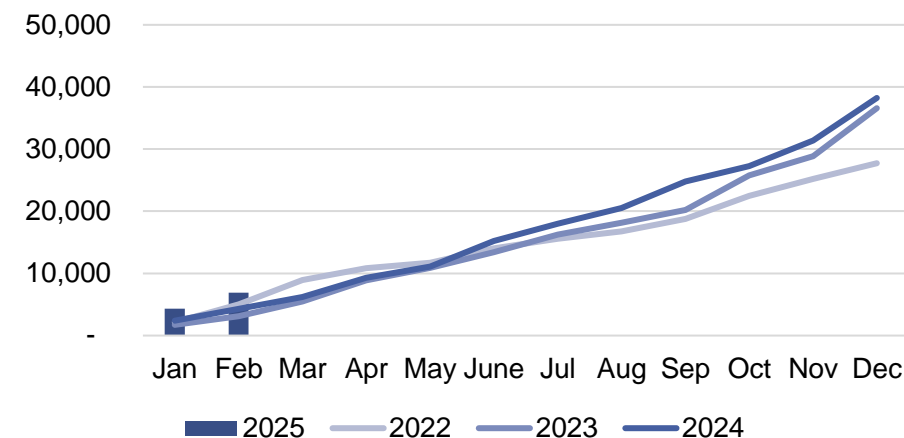
外资直接投资（FDI）继续作为引领方向，不仅推动基础设施发展，也为工业园厂房建设领域带来新机遇。

根据越南统计总局数据，截至2024年12月31日，越南累计吸引外资总额达382.3亿美元。其中，有 3375 个新项目获得投资注册证书，注册资本总额为197.3亿美元，项目数量同比增长1.8%，但注册资本同比下降7.6%。来自新加坡、韩国等传统投资伙伴继续扩大在基础设施完善、政策优惠良好的地区如北宁省、海防市、胡志明市的投资，这些地区在吸引外资方面处于领先地位。

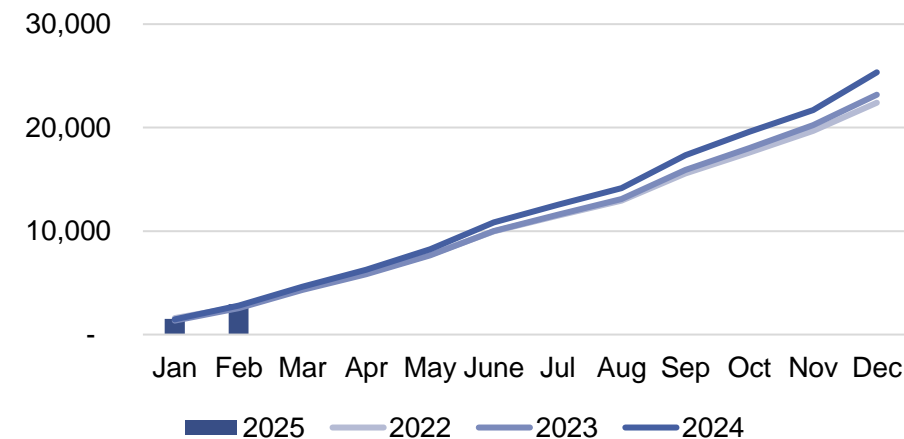
2024年各领域FDI到位资金占比



年度累计外商直接投资注册额（百万美元）



年度累计到位FDI（百万美元）





预计住宅房地产市场将继续复苏趋势，投资商加快项目推进进度。

2024年8月1日，《2024年土地法》、《2023年住房法》和《2023年房地产经营法》三部新法正式生效，较原计划的2025年1月1日提前5个月实施。这有助于消除法律重叠，营造更为清晰畅通的民用房地产法律环境。

自2024年年中以来，房地产市场出现积极信号，供应量显著增加，交易状况也有所改善。

胡志明市2024年前11个月房地产市场同比增长约9%，而2023年同期则下降6.38%。

据越南房地产经纪人协会（VARs）数据显示，2024年初级市场共推出产品5.6万个，整体市场公开发售产品达8.1万个，同比增长超40%。其中，新推出产品达到65376个，是2023年的三倍。此增长主要得益于新法的出台，解决项目法律障碍，尤其促进商品房和社会住房领域的发展。

工业建设领域也受益于公共投资的推进。

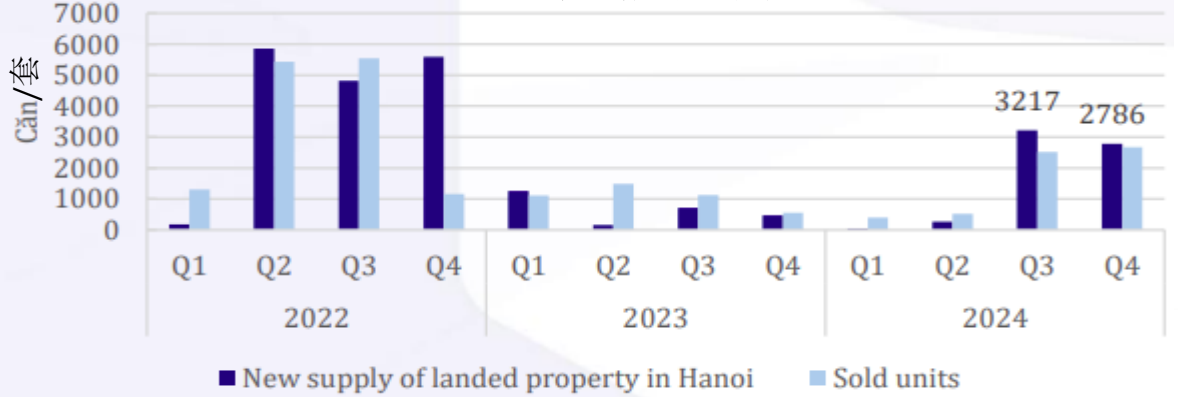
《公共投资法》修订版将于2025年1月1日生效，带来两项重要改革：一是通过分级授权机制缩短行政审批时间，简化流程，提高审批效率；二是将国家重点项目的最低资本门槛由10万亿越盾提升至30万亿越盾，为吸引私人资本参与大型项目创造更有利条件。这些措施有望在2025年进一步推动工业建设的发展。

源: CBRE, VARs, GTJASVN Research

根据CBRE数据，2024年河内市场的新建可售公寓总供应量将超过3万套，几乎是2023年全年开盘数量的三倍，创下五年来的最高水平。



河内联排别墅/低层住宅供应在2024年下半年强劲增长，主要来自Vinhomes Global Gate（位于东英古螺）的大型城市低层住宅产品，以及Vinhomes Ocean Park 2&3（河内嘉林）后续阶段的开盘。



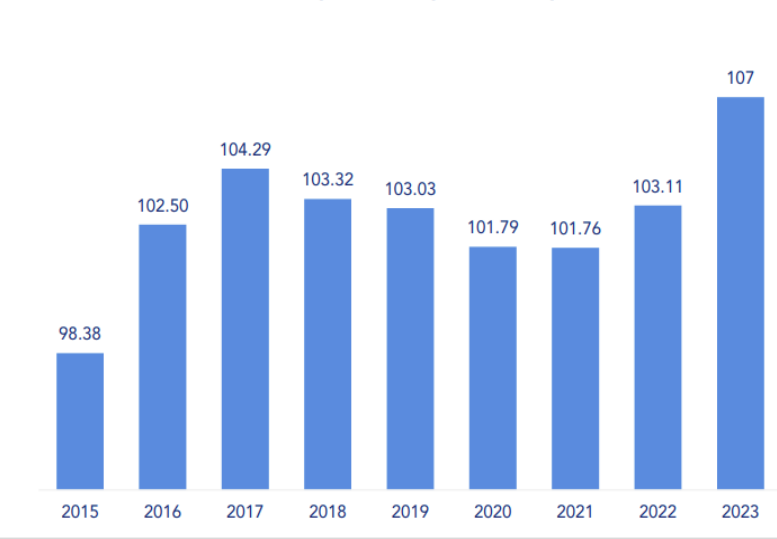


2025年建筑材料价格预计将小幅上涨，涨幅约为5%至15%。

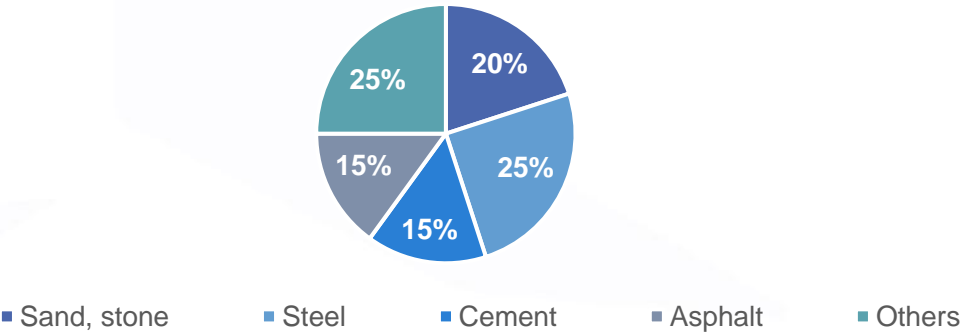
建筑材料	2025年4月当前价格	2025年价格预测	主要原因
钢铁	1.4万-1.5万越盾/公斤	1.45万-1.6万越盾/公斤 (上涨5-10%)	建设需求上升、铁矿石价格上涨、 与中国进口钢材竞争加剧
水泥	120万至150万越盾/吨	130万至160万越盾 (上涨3%至5%)	因煤炭和电力等投入成本上升，价 格小幅上涨
沙子	20万-30万越盾/立方米	22万-35万越盾/立方米 (上涨10-15%)	供应短缺，高速公路建设需求旺盛
石子	25万-35万越盾/m³	27万-38万越盾/立方米 (上涨5-10%)	求增加，运输成本上升

2025年建筑材料价格预计将小幅上涨（涨幅约为5%至15%），主要原因是越南国内对公共投资和房地产复苏带动的需求增长，以及铁矿石、煤炭、燃油等投入成本的上升。然而，来自低价进口钢材的竞争压力以及水泥供应充足，将在一定程度上抑制价格涨幅。建筑企业将面临施工成本上升的挑战，但由于涨幅有限，我们认为其影响相对可控。

AVERAGE CONSUMER PRICE INDEX (CPI) OF HOUSING AND CONSTRUCTION MATERIALS, IN UNITS, VIETNAM, 2015 - 2023



桥路工程建设中的材料结构



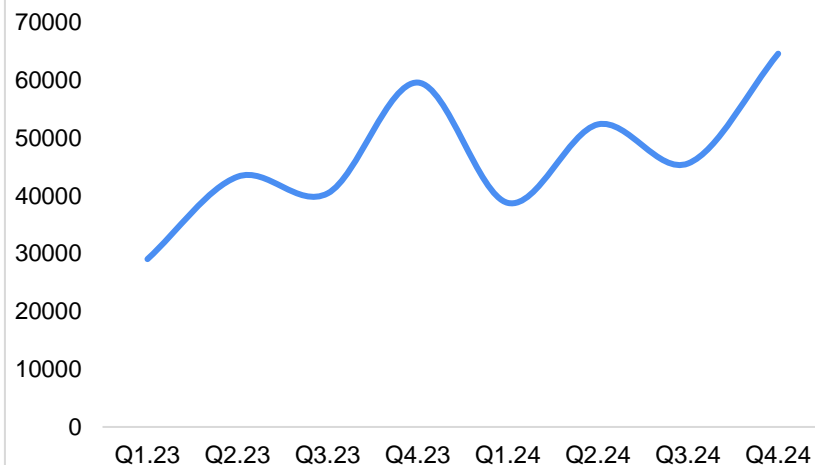


该行业企业的重点项目主要集中在交通基础设施（如南北高速公路、龙城机场）以及工业区和城市区（如CaraWorld、富美兴The Horizon、美福工业区）等领域。

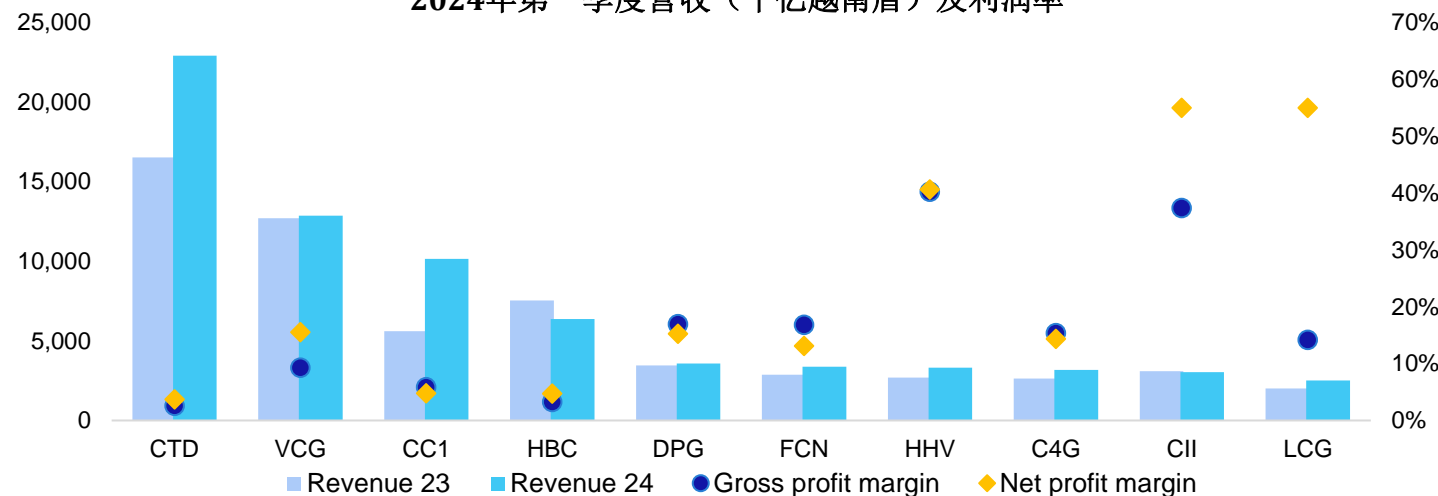
企业	预估在手订单 (单位：十亿越南盾)	重点项目	2025年经营计划
Vietnam Construction and Import-Export Corporation (VCG)	18200	Vung Ang – Bung、Bai Vot – Ham Nghi；边和 – 头顿高速公路；河南省新城市区项目（2023年5月动工）；龙城机场T3航站楼；	营收预计达到14万亿越南盾，增长12%，净利润增长 8%，达到 1.2万亿越南盾。
Deo Ca Group Corporation (HHV)	9500	广义 – 会仁高速公路、会仁高速公路、东登 – 茶岭高速公路（2024年初动工，总投资约14万亿越南盾）	HHV计划实现营收3.584万亿越南盾，净利润5550亿越南盾，分别同比增长8%和12%。
Cienco4 Group Corporation (C4G)	12000	后江 – 金瓯高速公路、胡志明市三环路和龙城机场；白藤桥2号项目（总投资超过2万亿越南盾）	CIENCO4制定业务计划：总营收4万亿越南盾，净利润超过2000亿越南盾，分别同比增长19%和12%。
Licogi Joint Stock Company (LCG)	6500	Vung Ang – Bung、芽庄 – 云峰、边和 – 头顿高速公路；美福工业区项目（平阳省）	营收3万亿越南盾，增长6.5%，净利润1400亿越南盾，增长15%。
Fecon Joint Stock Company (FCN)	5000	仁泽3&4号电厂、龙城机场、Vung Ang港；	营收5万亿越南盾，增长48%，净利润2000亿越南盾，增长565%。
Coteccons Joint Stock Company (CTD)	10500	龙城机场；富美兴The Horizon高端公寓项目（采用设计与施工一体化模式）；北宁省安峰CN14.1物流园项目；庆和省CaraWorld滨海城市项目，总投资20.6亿美元。	营收24.5万亿越南盾，增长15%，净利润4000亿越南盾，增长30%。

2024年，建筑企业集团建筑板块的净营业收入和毛利润分别达到201万亿越南盾，同比增长17%和27万亿越南盾，同比增长29%）。

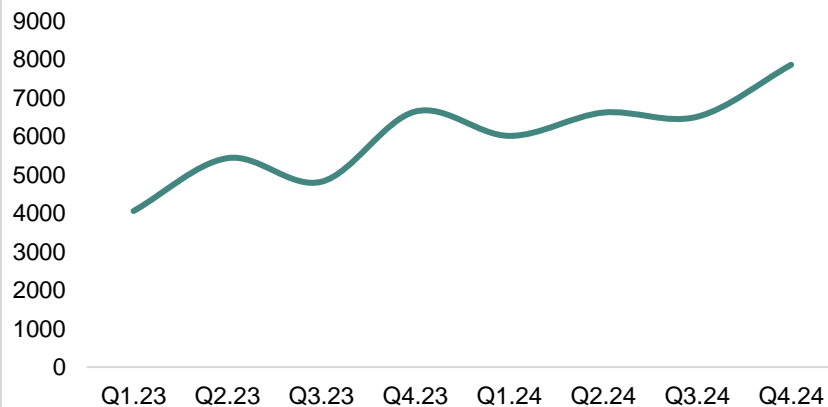
全行业收入（十亿越南盾）



2024年第一季度营收（十亿越南盾）及利润率



全行业利润（十亿越南盾）



2024年最后一个季度，全行业实现强劲增长，显示出建筑行业正受益于公共投资政策的推动以及外资投资资金拨付的加快，后者同比增长达8.8%。

CTD凭借专注于外资投资项目的战略、高中标率、庞大的在手订单和高效的管理能力，在行业内率先实现收入和利润的双重领先。此外，VCG和CC1也录得较高的收入和良好的增长表现。与此同时，部分行业龙头企业的收入与去年基本持平。利润率在5%至15%之间波动，其中CII和LCG的利润率最高，这主要得益于它们聚焦于利润率更高的业务板块，如特许经营项目、房地产开发和公共投资工程；同时，较小的营收规模有助于控制成本，企业重组也带来效率提升。

随着建筑需求的回暖以及部分建材如土石等供应趋紧，预计今年原材料价格将小幅上涨5%至10%。



投资建议：CTD – Coteccons建筑股份公司 – 目标价 83500越南盾/股



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

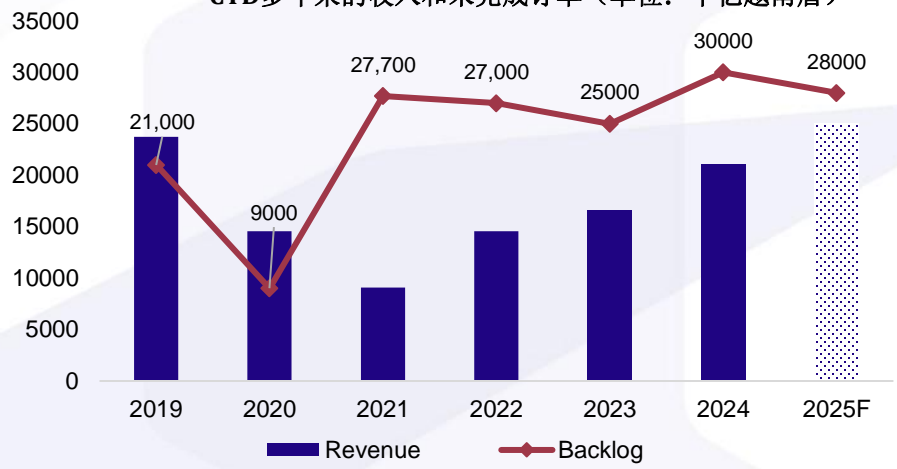
股票数据

当前股价（越南盾）	78800
52周最高交易价格	96000
52周最低交易价格	58126
流通股数 (百万股)	99.93
外资持股比例	49%
当前外资持股限额	22583
市值 (十亿越南盾)	8673
股息	1.15%

大股东

Kustocem Pte Ltd	17.9%
Thanh Cong Business and Investment One Member Co., Ltd.	14.2%
The 8 th Pte, Ltd	10.6%

CTD多年来的收入和未完成订单（单位：十亿越南盾）

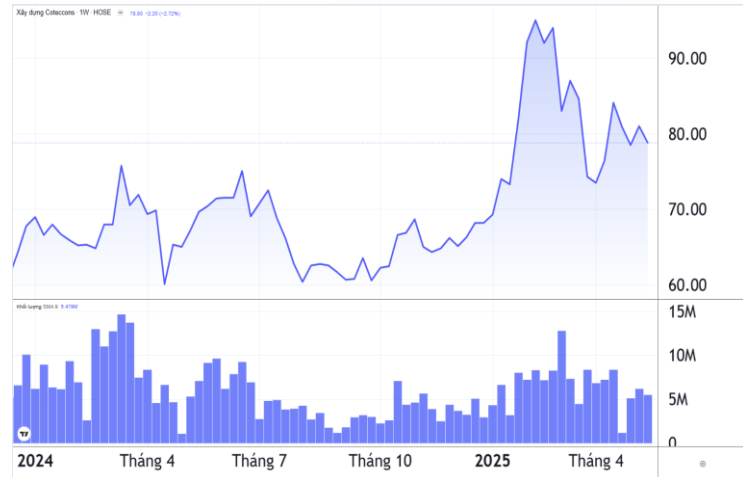


投资要点

- 一、Coteccons的收入增长速度显著优于行业水平：2024财年，越南国内建筑行业收入增长约为7.5%，而Coteccons的增长率高达31%。公司设定未来5年每年增长30%的目标。
- 二、未完成订单（backlog）持续保持积极增长，2024年前10个月新签订单价值达到10.3万亿越南盾，推动未完成订单量增加至2025年预计的28万亿越南盾：这得益于民用房地产市场逐渐回暖及公司重复销售策略的有效实施，新签项目占比达到69%。
- 三、利润率改善至4.3%，主要由于公司集中推进利润更优的外资项目（FDI），并预计通过收购Sinh Nam和UGVN进一步推动，这有助于完善供应链。
- 四、财务状况健康：公司首次未增加新项目坏账准备金的拨备，主要因为外资项目较少产生坏账。投资建议采用自由现金流权益法（FCFE），我们维持对CTD股票的目标价为**83500越南盾/股**（较2025年5月21日收盘价有8.0%的上升空间），建议投资者“持有”CTD股票。

投资风险

- 一、房地产市场恢复不及预期。
- 二、坏账增加，若签订低价合同且风险管理不当，将导致拨备成本上升。
- 三、建筑原材料价格大幅上涨，影响利润率。



源: FiinX, tradingview, GTJASVN Research



股票数据

当前股价（越南盾）	23350
52周最高交易价格	23081
52周最低交易价格	16400
流通股数 (百万股)	598.6
外资持股比例	6.08%
当前外资持股限额	256,924,426
市值 (十亿越南盾)	12600
股息	0%



大股东

Pacific Holdings Investment JSC	45%
Vietnam Enterprise Investment Ltd	2.02%

企业概况

VCG成立于1988年。公司主要业务涵盖民用、工业、交通建设以及水电工程等领域。Vinaconex是越南股市市值最高的建筑施工企业之一。公司参与的国家重点工程包括Buon Tur Srah水电站、内排机场T2航站楼、日新桥、国家会议中心等。

投资观点

- 一、大量未完工程订单支撑收入增长：截至2025年3月，VCG拥有未完工程订单（backlog）达19万亿越南盾，涵盖北-南高速公路（Vung Ang - Bung、Bai Vot – Ham Nghi、边和 – 头顿高速公路段）及龙城机场T3航站楼等重点项目，确保未来2年到3年收入稳定。
- 二、资本重组及财务效率提升：2024年VCG实现营业收入12.873万亿越南盾，同比增长1.3%，得益于资本重组及财务成本下降。
- 三、房地产市场复苏带来的潜力：Cat Ba Amatina、Green Diamond（河内）及河南新区等项目将于2025年以后带来可观收入，随着房地产市场逐步复苏。

投资建议

我们对VCG股票的合理估值为**24000越南盾/股**（较2025年5月21日收盘价上涨2.8% ），建议投资者“持有” VCG股票。

投资风险

- 一、房地产市场仍存在诸多挑战。
- 二、开发商进度缓慢导致建筑业务收入未达预期。
- 三、原材料价格波动推高成本。



股票数据

当前股价（越南盾）	12450
52周最高交易价格	16857
52周最低交易价格	11893
流通股数 (百万股)	411.68
外资持股比例	8.26%
当前外资持股限额	167,726,810
市值 (十亿越南盾)	5228.34
股息	0%



大股东

Hai Thach BOT Investment Joint Stock Company	16.1%
Northern Infrastructure Investment Joint Stock Company	8.6%
Mr. Pham Dinh Thang	4.95%

企业概况

HHV是越南交通基础设施投资领域的领先企业，拥有北江—凉山高速公路、金蓝—永好高速公路以及多个隧道工程（如海云隧道、Deo Ca隧道）等BOT项目。HHV的发展战略聚焦于通过PPP模式投资交通基础设施，承担施工建设及收费站管理运营。

投资观点

一、**BOT业务稳定增长**：HHV目前运营7个BOT收费站，位于重要交通干线如Deo Ca、Hai Van、Cu Mong以及北江—凉山高速公路等。这是主要收入来源，占2024年总收入约58%，达到1.9万亿越南盾，同比增长21%，收费期限延续至2039-2045年，确保现金流稳定。预计车流量保持稳定。

二、除了BOT业务外，HHV还参与总承包施工和公路隧道管理运营，带来辅助收入并提升毛利率。2025年目标收入约为3.6万亿越南盾，同比增长8%，税后利润5550亿越南盾，同比增长12%。2025年第一季度，HHV实现合并收入7350亿越南盾，税后利润近1730亿越南盾，同比分别增长6.5%和51.8%。其中BOT收费站收入仍占最大比重，达到5260亿越南盾，同比增长10%。HHV正推进多个项目，涉及近400公里高速公路，总投资超100万亿越南盾。重点项目如同登—茶岭、友谊—支棱、广义—怀仁高速公路正加快施工，预计今年年底通车。长期来看，HHV期望参与重大公共投资项目，如北—南高铁项目，总投资约673.4亿美元。集团评估铁路基础设施建设与公路类似，包括桥梁和隧道，其中桥梁约占70%，隧道约占10%，铁路隧道可能比现有公路隧道更长，为HHV未来提供就业机会。

三、尽管前景积极，HHV面临较大债务压力，截至2024年12月31日，长期贷款达24.3万亿越南盾，主要用于BOT项目。利率上升压力可能削弱利润，若管理不善风险加大。

投资建议

建议投资者“观察”HHV。

投资风险

- 一、施工进度可能慢于预期。
- 二、高额财务成本，BOT企业如HHV偿债风险较高。
- 三、建筑原材料价格上涨影响利润率。



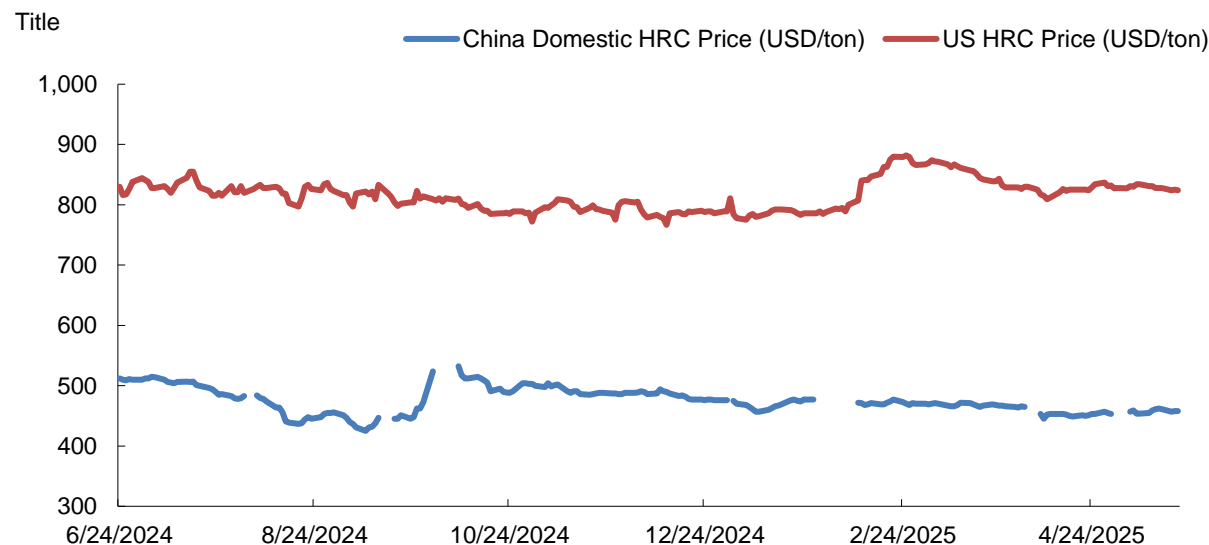
2025年建筑材 料行业展望

钢材：中立

2024世界钢铁协会（WSA）对2025年全球钢铁需求的复苏持乐观但谨慎的预测，预计需求将达到17.715亿吨，同比增长1.2%。

- 作为全球最大钢铁生产国的中国，预计2025年仍将面临疲软的越南国内需求，主要原因是房地产市场尚未强劲复苏。世界钢铁协会预测，中国2025年钢铁需求将下降约1%，继2024年下降3%之后。2024年中国粗钢产量估计约为10亿吨，2025年可能小幅下降至9.8亿至9.9亿吨，原因包括产能过剩控制政策以及全球贸易保护措施带来的压力。中国钢铁出口在2024年达到1.1亿吨，同比增长25.1%，但由于美国的关税以及越南、欧盟等国的反倾销调查，2025年出口可能受到抑制。
- 美国预计2025年粗钢产量将保持稳定在8000万至8500万吨之间。不过，自2025年3月4日起（特朗普政府期间生效）对美国钢铁征收25%关税的政策，将对全球钢铁贸易流动产生重大影响。美国钢铁需求预计将因公共基础设施项目而略微增长2%至3%。2024年前9个月，越南对美钢铁出口占总出口14.4%，将面临挑战，迫使企业寻找替代市场，如欧盟或东盟。由于供应过剩，中国国内钢价持续下跌，而美国2025年第一季度热轧卷（HRC）价格因贸易保护措施大幅上涨。

全球钢铁的供需情况（百万吨）



关税消息发布后，钢价的复苏前景不太乐观，同时还需要更长时间才能缓解来自中国进口钢材的大量冲击压力。

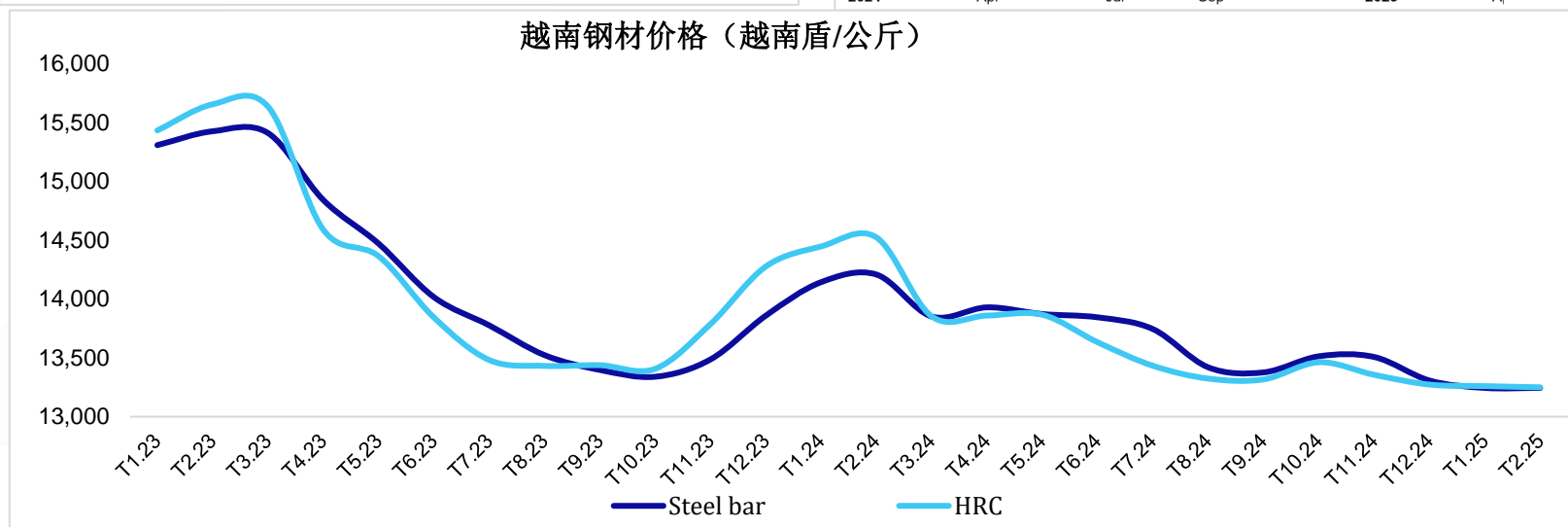
矿石价格



煤炭价格



越南钢材价格（越南盾/公斤）



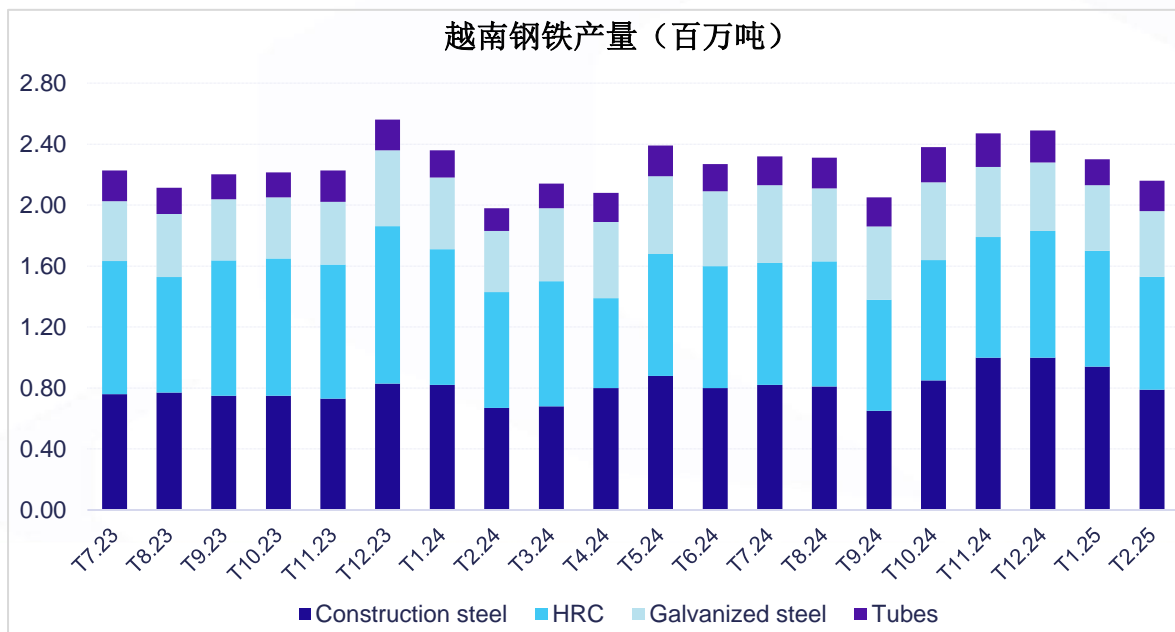
- 2025年1月，铁矿石62%品位的平均价格为101.9美元每吨，同比下降24.6%。主要原因是澳大利亚和巴西供应保持稳定，而中国需求疲软。预计全年铁矿石价格将在95至110美元每吨之间波动，具体受中国经济刺激政策和全球钢铁产量变化的影响。炼焦煤价格也大幅回落，1月价格降至192美元每吨，同比下降42.1%。预计全年焦煤价格将保持在180至200美元每吨之间。
- 由于全球钢铁需求疲软，尤其是中国市场预计下降1%，加之原材料价格下跌，越南国内钢价预计将维持低位震荡。
- 钢价走势预测显示，2025年第二季度到第三季度，随着房地产市场复苏，商品房供应预计增长21%，钢价有望小幅上涨至每公斤1.4万越盾。进入第四季度，钢价预计可能进一步攀升至每公斤1.45万至1.5万越盾，原因在于建筑旺季来临，多项基础设施项目如高速公路和机场将在年底前集中完工，带动钢材需求显著增加。

钢铁市场在2025年年初面临诸多困难，预计将在下半年实现增长恢复，产量预计增长5%，消费增长8%

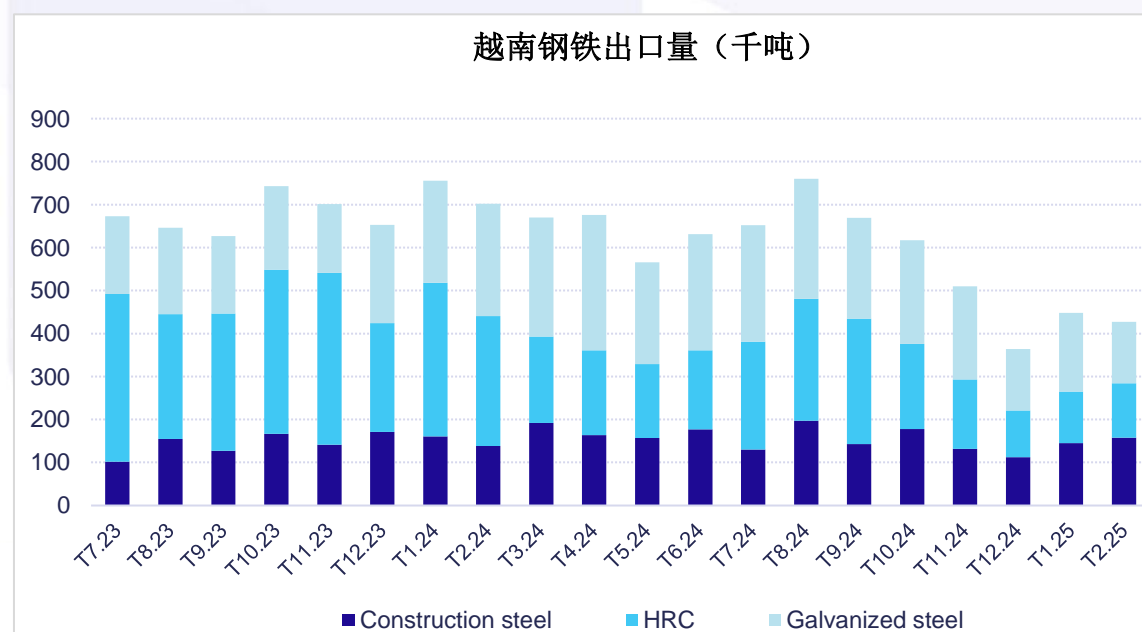
- 2024年，越南钢铁行业已出现明显复苏迹象，全年总消费量达2900万吨，同比增长10.4%，其中：建筑钢材1190万吨、热轧卷（HRC）650万吨、冷轧卷260万吨、镀层钢540万吨、钢管250万吨。
- 钢铁出口总量达1260万吨，同比增长13.5%，增长显著的品类包括：钢坯（+30%）镀层钢（+34.7%）冷轧钢（+18.8%）钢管（+16%）建筑钢材（+11.8%）。
- 与此同时，钢材进口大幅增长，达1770万吨，同比增长32.9%，对越南国内市场形成较大压力。

进入2025年，我们预测推动行业增长的主要动力将来自热轧卷（HRC），这得益于和发集团新增的产能投入（280万吨，占总设计产能850万吨的一部分）。整个东盟钢铁市场，尤其是越南，将不仅面临成品钢需求增长放缓的挑战，还将持续承受来自中国出口钢材的压力。此外，东南亚多国陆续投产新建钢厂，加剧区域市场的竞争。美国的钢铁关税政策也将对全球钢铁贸易格局，尤其是越南市场产生深远影响。另一方面，2025年房地产市场有望出现积极转变，并可能步入新一轮发展周期，但复苏的趋势与速度预计要到2025年下半年才会逐步明朗。与此同时，由于全球贸易保护主义抬头，2025年的出口市场环境将不再像此前那样有利。

越南钢铁产量（百万吨）



越南钢铁出口量（千吨）





一、越南国内前景：因公共投资与房地产复苏而保持积极态势

2025年，越南计划投入高达876.5万亿越南盾用于公共投资，推动多个大型基础设施项目的实施，如北南高速公路第二阶段（总投资146.99万亿越盾）、龙城机场、河内与胡志明市的环线交通工程等。这些项目对钢材，特别是建筑钢材的需求极为庞大，钢材成本预计占项目总投资的20%至25%。根据越南钢铁协会的数据，2025年越南国内钢材需求预计将**增长8%**，从2024年的3000万吨提升至3200万吨。

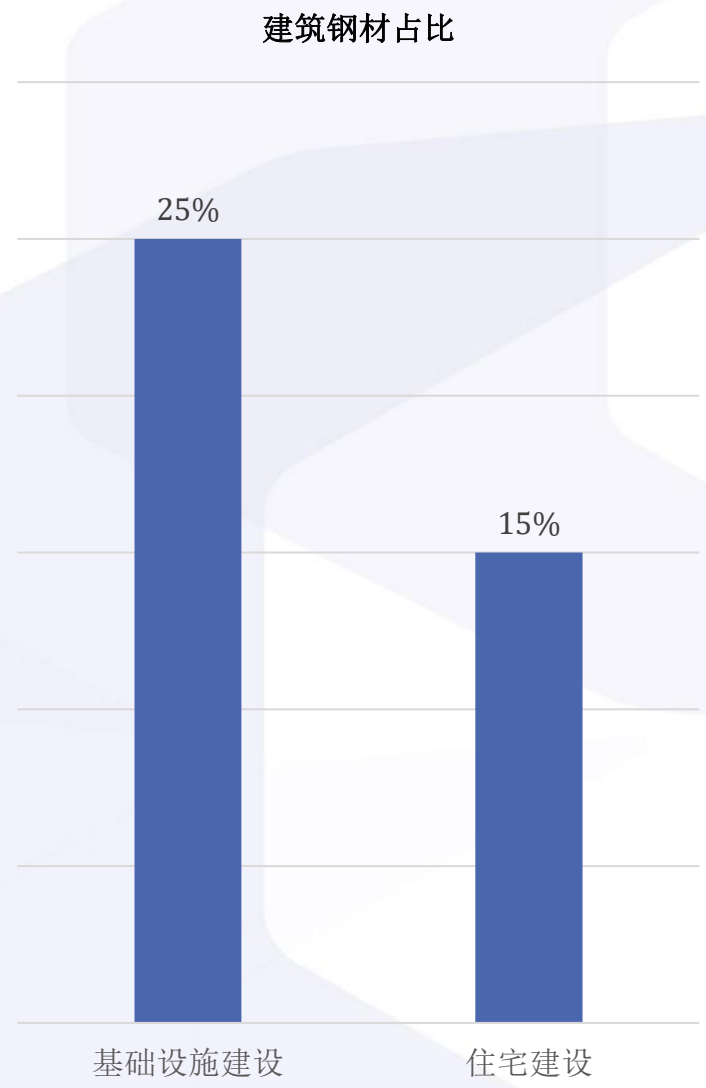
房地产市场正逐步复苏，2024年公寓供应量增长15%，这一趋势有望在2025年持续，主要得益于土地法修订的推动以及低利率环境的延续。住房建设，尤其是公寓类项目，对钢材需求较高，主要包括钢筋和结构用钢。预计到2025年，住宅房地产板块将额外拉动钢材需求300万至400万吨。

二、出口前景：因关税与市场多元化压力而趋于负面

越南钢铁在主要出口市场如美国和欧盟正面临较高的反倾销税压力。美国对越南冷轧钢征收25%的反倾销税，欧盟则对越南镀层钢征收7.9%至19.9%的税率。因此，预计2025年越南钢铁出口将减少5%至7%，从2024年的1200万吨降至约1100万至1150万吨。为应对出口受限，越南钢铁企业正积极拓展至税负较低的新兴市场，包括东南亚（占越南钢铁出口总额25%）、印度和中东等地区。

三、反倾销税为越南本土钢企提供有力保护

2024年，越南钢材进口量大幅增长32.88%，达到1771万吨，其中来自中国的进口激增48.4%，占总进口量的68%，对越南国内钢铁行业造成显著冲击。Formosa和和发等企业的产量和市场份额受到侵蚀，热轧卷市场份额从2021年的45%降至2023年的30%。为应对冲击，越南对中国钢材实施反倾销税，其中热轧钢征收19.38%至27.83%，镀层钢征收37.13%。这些税率有效遏制进口激增，减缓本土产能下滑与就业压力，同时支撑越南国内钢价，助力企业收复市场份额：和发的市场占比已回升至35%至38%，Hoa Sen Group在镀层钢市场的份额稳定在31%，2024年毛利率保持在12%至15%的区间。

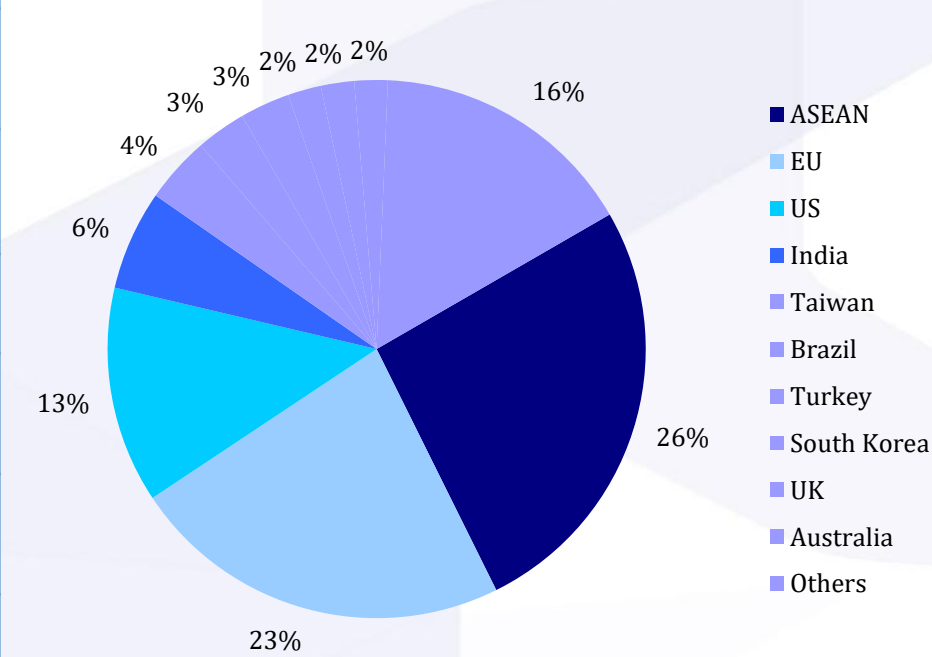




关税对出口活动构成重大障碍

国家/地区	产品	反倾销税率	状态
美国	防腐蚀钢	195.23%	等待最终结论
欧盟	HRC	12.1%	正在征收临时关税
印度	HRC	46%	于2024年8月18日立案，听证会尚未重启
美国	镀层钢板	39.84%至88.12%	等待2025年10月的最终结论
加拿大	钢丝	13%-17%	正在征税
墨西哥	钢丝	36.23%	正在征税

2024年十大出口市场



部分国家目前仅启动反倾销调查，尚未公布具体税率。美国对越南钢铁征收的反倾销税率高达40至88%，对行业造成了较大压力，削弱出口竞争力。然而，欧盟和印度的调查尚未得出最终征税结论，越南钢铁行业仍有机会通过法律途径或外交手段，缓解贸易壁垒带来的不利影响。

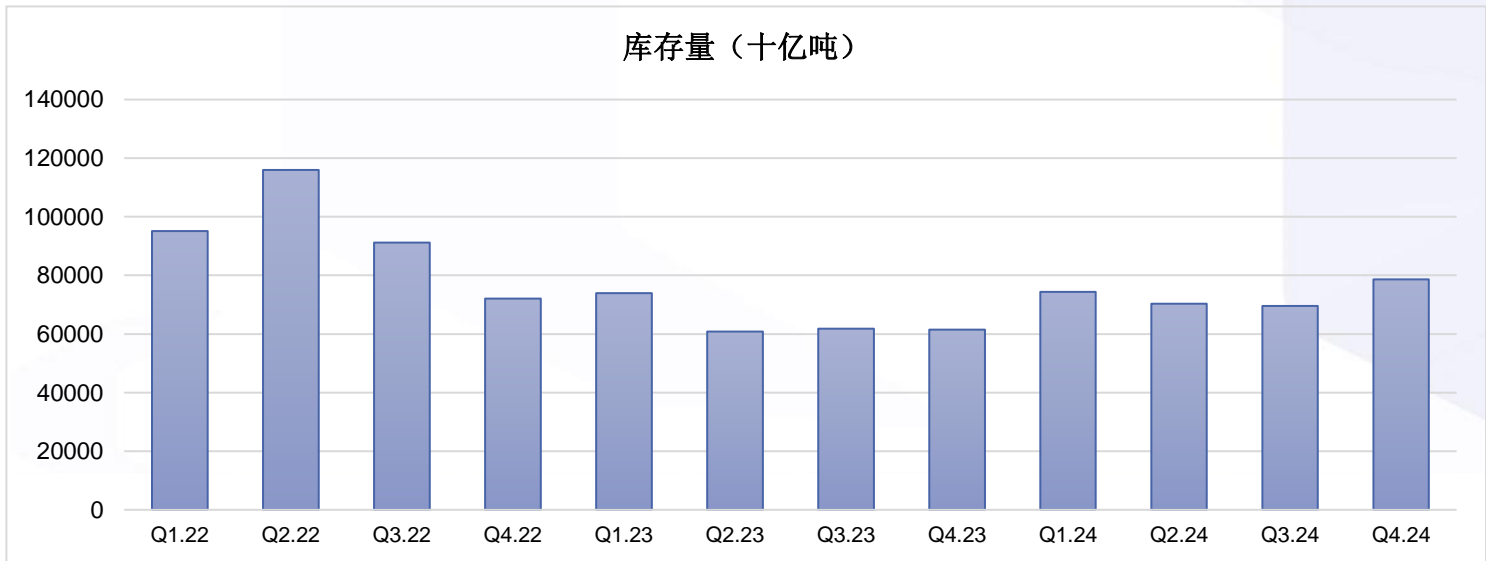
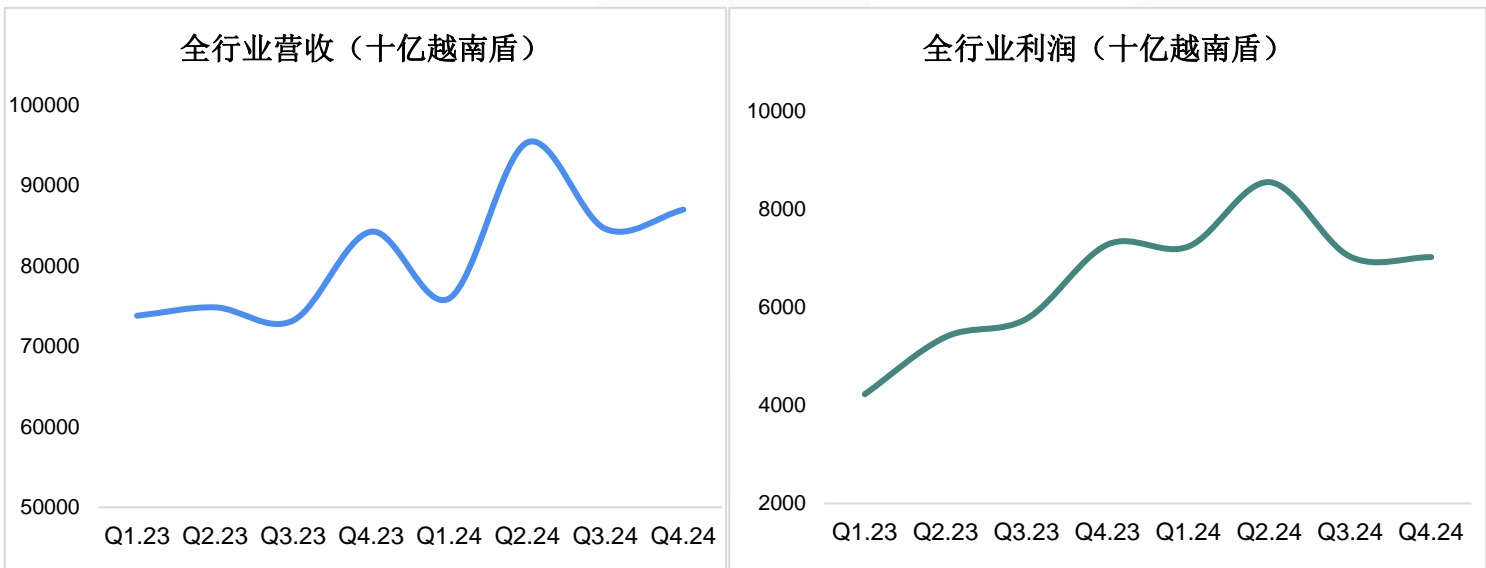


越南对从各国进口的钢铁产品征收的反倾销税

国家/地区	征税产品	反倾销税税率	生效日期/期限	状态	文件
中国	热轧钢卷 (HRC)	19.38% – 27.83%	自2025年03月08日起	临时性 (120天)	第460/QĐ-BCT号决定
中国	压花钢 (压花镀锌板)	最高37.13%	自2025年04月16日起	临时性 (120天)	第914/QĐ-BCT号决定
韩国	压花钢 (压花镀锌板)	最高15.67%	自2025年04月16日起	临时性 (120天)	第3023/QĐ-BCT号决定
中国	彩涂钢 (彩涂板)	2.53% – 34.27%	延长至2029年10月23日	正式	第2822/QĐ-BCT号决定
中国	冷轧钢卷/板	4.43% – 25.22%	延长至2025年12月20日	正式	第3390/QĐ-BCT号决定
中国	H型钢	22.09% – 33.51%	延长至2027年	正式	第1640/QĐ-BCT号决定
中国、马来西亚、印尼、 中国台湾	合金钢及不锈钢	3.07% – 37.29%	延长至2029年10月23日	正式	第3162/QĐ-BCT号决定
中国, 韩国	镀锌钢	4.02% – 19.25%	延长至2029年10月23日	正式	第3198/QĐ-BCT号决定

对钢铁产品实施反倾销措施，有助于支持本土钢企如和发、福米萨的发展，但也给依赖进口钢材的企业如HSG和NKG带来成本压力，因原材料价格随之上涨。然而，对进口镀锌产品征收反倾销税，也为越南国内镀锌生产企业带来发展机遇，不仅扩大其在国内市场的份额，还增强出口能力，从而提升整个镀锌行业的综合竞争力。

2024年，钢铁行业整体营收实现12%的小幅增长，毛利润同比上升31%，主要受益于原材料价格的大幅回落。

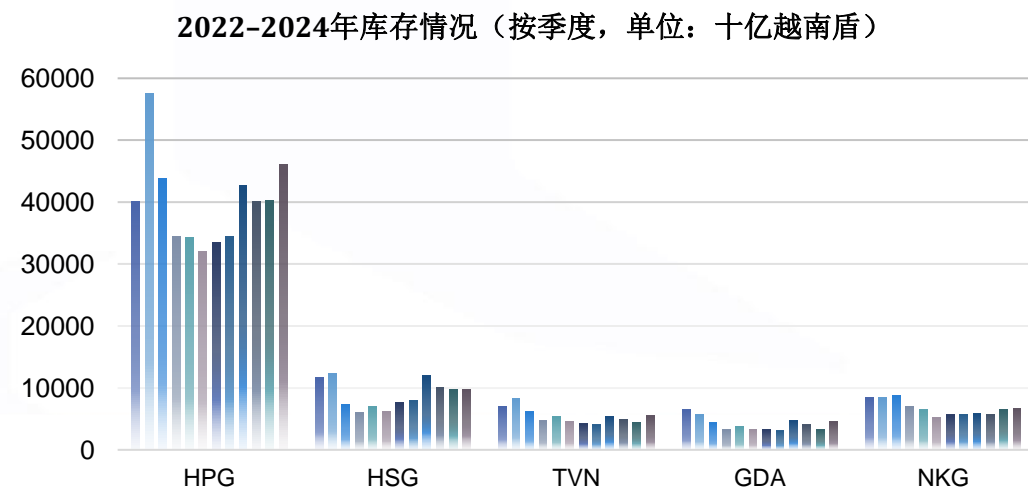
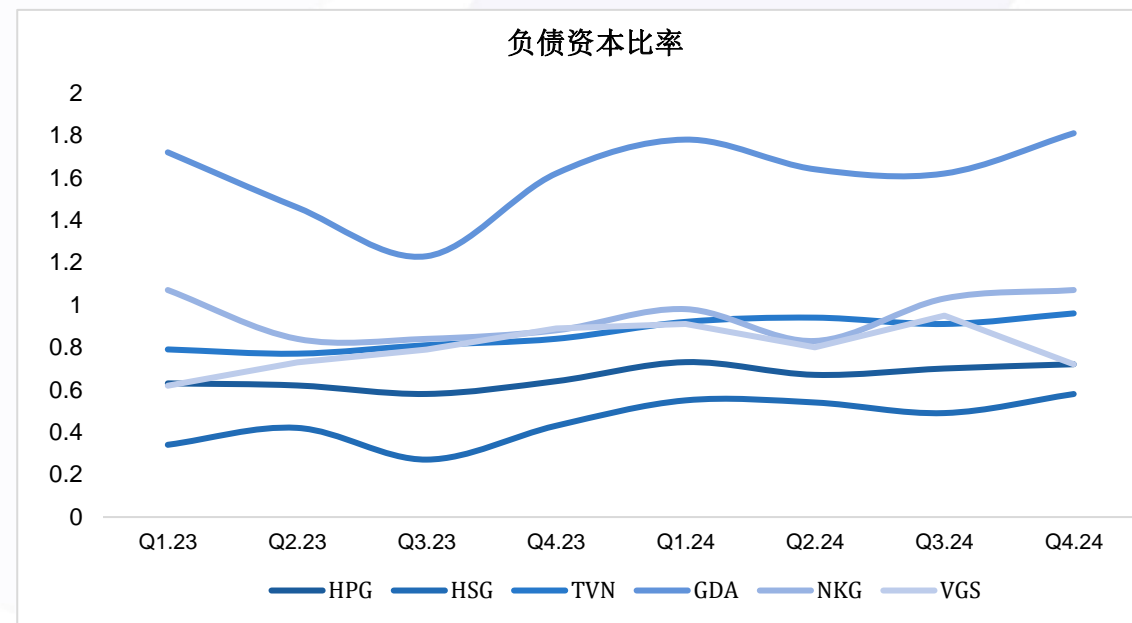
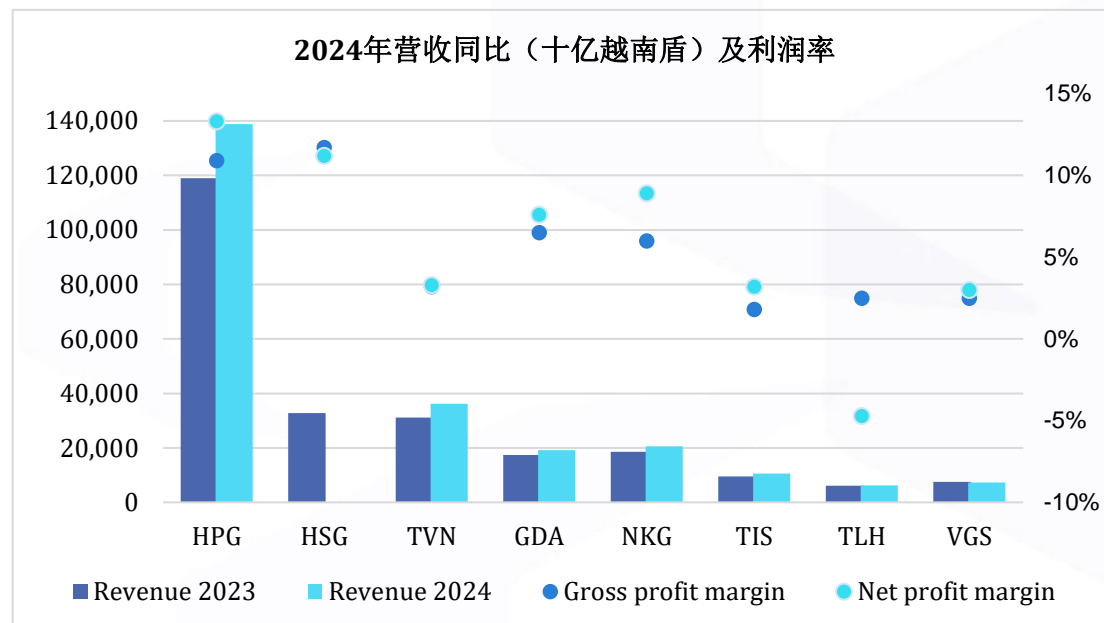


2024年，原材料价格自2022至2023年的高位大幅回落。与此同时，成品钢材售价降幅相对有限，例如建筑钢价格由每公斤15500越盾降至13500越盾，推动行业整体毛利率提升。此外，受益于中国为实现碳排放目标而压减产能，越南钢铁出口需求上升。2024年，越南钢材出口同比增长13.5%，主要出口市场包括欧盟和美国，分别占出口总量的22.4%和14.4%。这类高端市场的销售单价通常高于东盟市场，占比为25.2%。尽管全球钢价整体走弱，但对高端市场的出口有助于维持收入并提升毛利率。在成本控制方面，多数企业有效管理固定支出，如工资、折旧与利息，同时逐步退出低效业务，使得过去一年利润表现良好。

受越南国内建筑业复苏带动，2024年钢材需求逐步回暖，企业在提升产量的同时，也缓解高库存压力。年内多数企业维持在安全库存水平，未大规模扩张产能，整体对市场复苏仍持谨慎态度。

展望2025年：我们预计钢材产量将增长5%，消费量增长8%原因是越南国内需求持续上升，而库存水平目前处于较低状态。

同行业部分企业比较

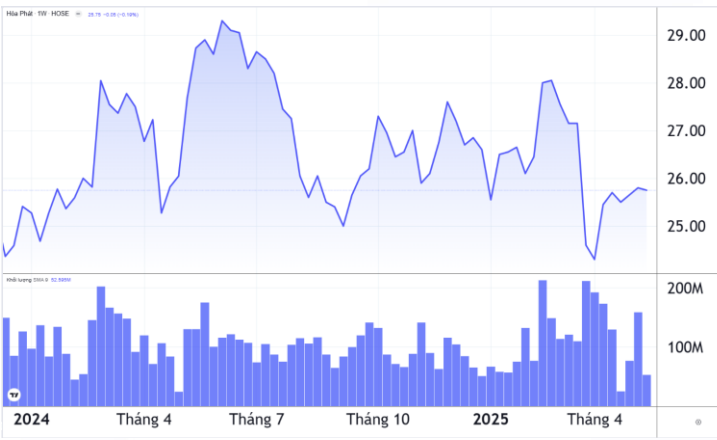


代码	毛利率	净利率	ROA	ROE
HPG	13.32%	8.66%	5.83%	11.07%
HSG	11.18%	1.43%	2.99%	5.25%
NKG	8.89%	2.20%	3.52%	8.02%
GDA	7.57%	1.79%	2.79%	9.20%
TVN	3.26%	0.86%	1.18%	3.49%
VGS	3.03%	1.50%	4.60%	10.64%
平均	7.88%	2.74%	3.48%	7.95%



股票数据

当前股价（越南盾）	25750
52周最高交易价格	29600
52周最低交易价格	22900
流通股数 (百万股)	6396.25
外资持股比例	21.22%
当前外资持股限额	1,777,014,341
市值 (十亿越南盾)	146474.13
股息	0%



投资论点

- 一、**第2榕桔**：第2榕桔是和发集团未来营收增长的主要动力。该项目投产后，预计将在今年以50%的产能运行，使（HRC）产量从约300万吨提升至450万吨，预计将贡献约25%的总收入。
 - 二、**越南国内需求**：北南高速公路和龙城机场等重大基础设施项目是推动钢材消费的关键因素，随着政府加快公共投资资金的拨付，各项目正在加速推进以确保按期完工。同时，房地产供应开始回暖，带动越南国内钢材消费增长。HPG在建筑钢材市场中占据领先地位，市占率约为38%。
 - 三、**运营效率**：HPG通过优化成本结构和降低库存水平，实现毛利率小幅上升，提升整体盈利能力。
 - 四、**营收计划**：170万亿越盾，与2024年增长21%；预计税后利润为15万亿越南盾，与2024年增长 24.7%。
- 风险**：进口钢材的竞争：中国廉价钢材（2024年进口量为1770万吨，增长32.9%，其中中国钢材占总进口量的68%）对越南国内价格构成压力；各国关税政策的压力。

第2号榕桔项目进度：

2024年12月，第2好榕桔生产出首批HRC。第2榕桔号的1号高炉预计在2025年产能利用率将达到50%-60%，预计HRC生产量为150万吨。到2026年，该项目将分别达到1号高炉80%和2号高炉50%的产能比率。

投资建议

我们建议“持有”HPG股票，并维持HPG的目标价为32500越南盾/股。

（2024年3月28日首次买入建议价为27700越南盾/股）





股票数据

当前股价（越南盾）	16400
52周最高交易价格	24630
52周最低交易价格	14200
流通股数 (百万股)	620.98
外资持股比例	7.20%
当前外资持股限额	259,596,500
市值 (十亿越南盾)	8817.95
股息	3.52%

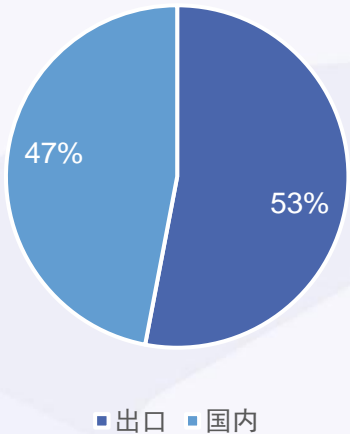


HSG是越南涂镀钢板和钢管领域的领先企业之一，截至2024年，其在涂镀钢板市场的占有率为30%，在钢管市场的占有率为20%。公司拥有覆盖全国的广泛分销网络，设有超过500家分公司和门店，这一分销体系为其钢铁产品的销售提供强有力的支持，并持续巩固其在市场中的竞争优势。

企业更新

- 在2024年-2025年财年第一季度，HSG实现收入10.211万亿越南盾，同比增长13%；税后利润为1660 亿越南盾，同比增长60%，主要得益于平均售价上涨和运营成本优化。HSG为2024-2025财政年度提出两种经营方案：
 - 方案一：产量达到180万吨，净营收35万亿越南盾，净利润为4000亿越南盾；
 - 方案二：产量达到195万吨，净营收38万亿越南盾，净利润为5000亿越南盾。
- 扩大产能：HSG正在富美（巴地-头顿）投资新工厂，预计将于2025年底竣工，产能将增加120万吨/年（总产能达到500万吨/年）。
- 和森富美一有限公司已转型为和森钢管股份公司（HSG持股99%），计划在未来1-5年内上市。该公司计划在2025-2026年期间成立和森家居股份公司（HSG持股99%以上），并计划在未来5年内上市。

2024年HSG镀锌钢收入结构





投资建议：HSG – 荷花集团 – 目标价：19000越南盾/股



股票数据

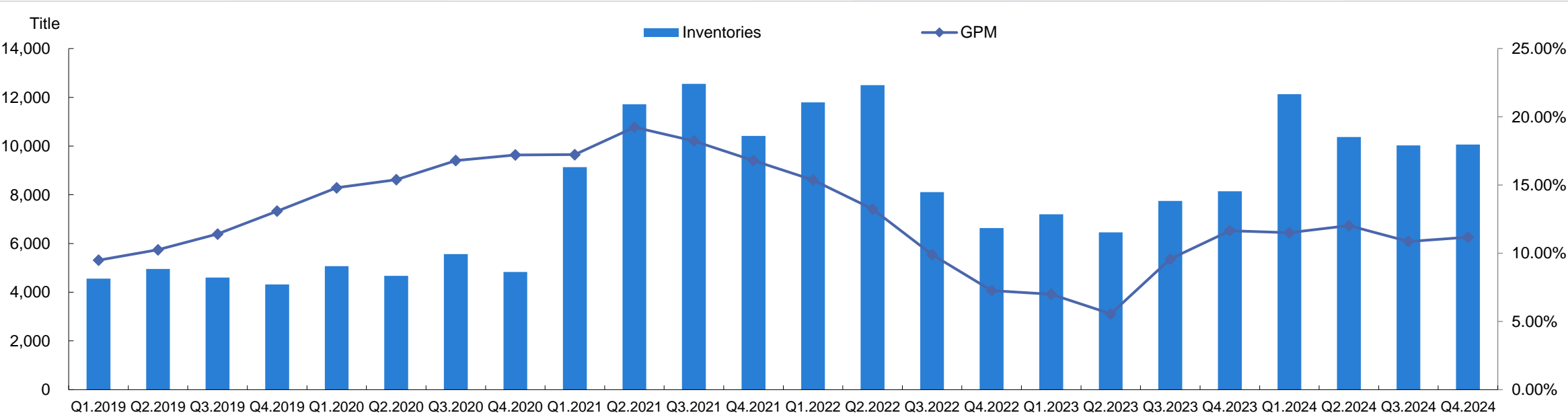
当前股价（越南盾）	16400
52周最高交易价格	24630
52周最低交易价格	14200
流通股数 (百万股)	620.98
外资持股比例	7.20%
当前外资持股限额	259,596,500
市值 (十亿越南盾)	8817.95
股息	3.52%

此外，我们预计大量库存将有助于提高 HSG 的利润率。

风险：汇率风险：HSG外币贷款占总债务的25%，容易受到越南盾兑美元汇率波动的影响（2024年汇率上升3%）；出口业务占比较大，约占总收入的53%，因此当其他国家对钢铁和镀锌钢进口的关税政策愈发严厉时，企业可能面临风险。

投资建议

我们建议“关注”HSG股票，并维持HSG的目标价为19000越南盾/股。



源: FiinX, GTJASVN Research



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

吴妙玲

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

陈氏红绒, CFA

Deputy Director

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703





GTJA证券（越南）– 客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist
and translator

trangth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:118

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





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: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	传真: (024) 35.730.088	传真: (028) 38.239.696

