



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

2025年下半年投资策略 在逆境中乘风破浪

摘要

在全球市场因资本流动、政策和地缘政治而呈现两极分化的背景下，保护国内市场的趋势日益明显。在汇率和股市动荡、外资流向难以预测的同时，越南受到了双层影响——但越南自身仍然相当独立，并受到灵活监管政策的支持。2025年上半年的股市走势也体现了这一点。

2025年下半年市场净情景

我们预测，在基准情景下2025年下半年越南指数或将向 **1380** 点迈进；在积极情景下，越指可能会上涨至**1450**点。

- 长期上看，越南指数仍继续保持上涨趋势。但在指数上涨的过程中，市场或将出现短期震荡整理，主要是因为受到关税政策，地缘政治风险等因素的影响。
- 灵活的货币政策、GDP高速增长背景下企业利润的增长以及政府同步出台的政策，将推动金融市场发展，并最终实现升级目标，这些将成为股市繁荣的杠杆。
- 越南指数已于6月底连续创下三年新高。从行业板块和龙头股的表现来看，越南指数的上涨空间已经不多了（许多蓝筹股已创下新高，于企业增长前景相比，股票估值已经处于高位）。此阶段，市场升级将有望成为市场的催化剂，但越南证券市场能否成功升级仍然是个谜。
- 与之前的建议类似，正确的策略不是跟随指数走势，而是投资者应该对每个行业板块和股票进行独立分析，以做出适当的决策。

建议板块：银行，建筑，房地产，海运

关注名单：[Watchlist](#)

源: GTIASVN Research

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





内容

2025年下半年越南市场展望及策略	4-8
值得注意的重要信息	9-19
世界宏观：全球范围内出现分化趋势	10-12
越南宏观：增长、通胀与汇率	13-14
7月9日公布对等关税措施	15
越南股市升级进展	16-18
第二季度经营业绩报告公布	19
板块更新	20
房地产	21-23
建筑及建材	24-27
消费	28-30
银行	31-34
港口 - 海运	35
化学品	36-37
能力	
电力	38
油气	39
GTJA WATCHLIST	40-41

源: GTJASVN Research



上半年证券市场概况

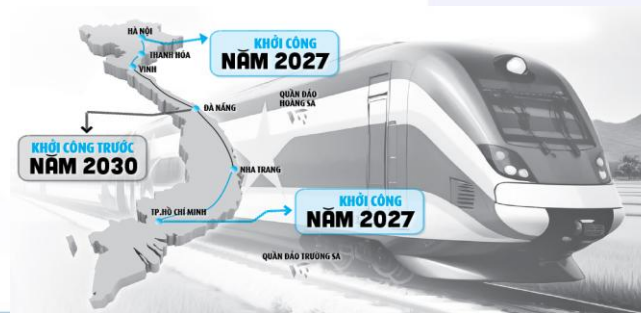
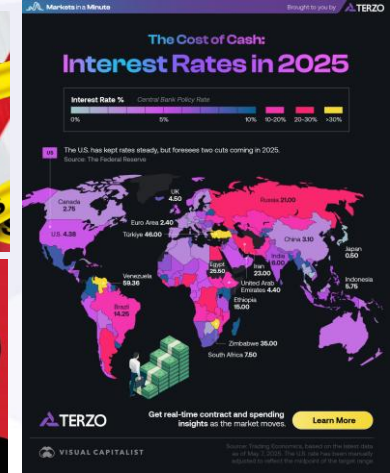
越南指数腾

及

越南强势崛起

于

全球大分化



源: GTIASVN Research

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



今年前六个月市场走势

1,366.75 BÁN 0.00 1,366.75 MUA

AAVP Auto 14 !
Khối lượng

^





2025年下半年投资前景

2025年下半年，越南指数情景--向1450点迈进

- 我们预测，到2025年底越南指数将在基准情景下达到1380点，并且在积极情景下达到1450点。
- 自6月底以来，越南指数已经持续创下三年新高。
- 与之前的建议类似，正确的策略不是跟随指数走势，而是投资者应该对每个行业板块和股票进行独立分析，以做出适当的决策。
- 从行业板块和龙头股的表现来看，越南指数的上涨空间已经不多了（许多蓝筹股已创下新高，于企业增长前景相比，股票估值已经处于高位）。此阶段，市场升级将有望成为市场的催化剂，但越南证券市场能否成功升级仍然是个谜。

房地产板块（由VIC和VHM股票领涨）与银行板块共同对VNINDEX的上涨作出了重要贡献

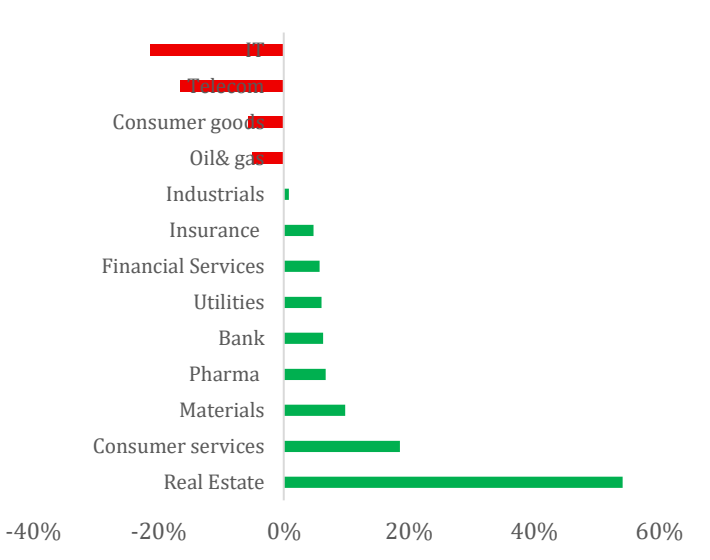
Top 10 leaders

VIC VM Equity, 49.48	VHM VM Equity, 34.74	TCB VM Equity, 16.11	MBB VM Equity, 6.25	GEE VM Equity, 6.21
			HVN VM Equity, 4.87	GEX VM Equity, ...
			SHB VM Equity, ...	VRE VM Equity, ...

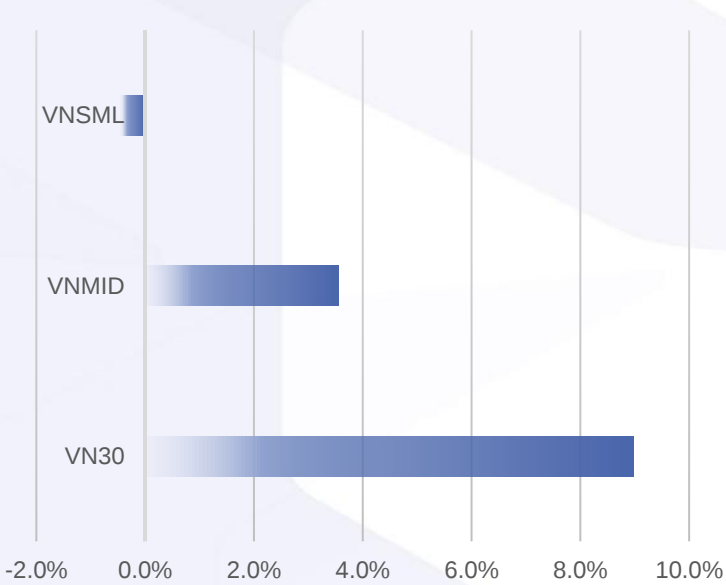
Top 10 Laggards

FPT VM Equity, 11.48	VCB VM Equity, 10.25	HDB VM Equity, 4.21	BSR VM Equity, 2.81	VNM VM Equity, 2.46
			BCM VM Equity, 1.91	DGC VM Equity, ...
			KDH VM Equity, 1.79	SAB VM Equity, ...

上半年各行业表现 - 年初至今涨跌幅 (%)



指数年初至今变动 (%)



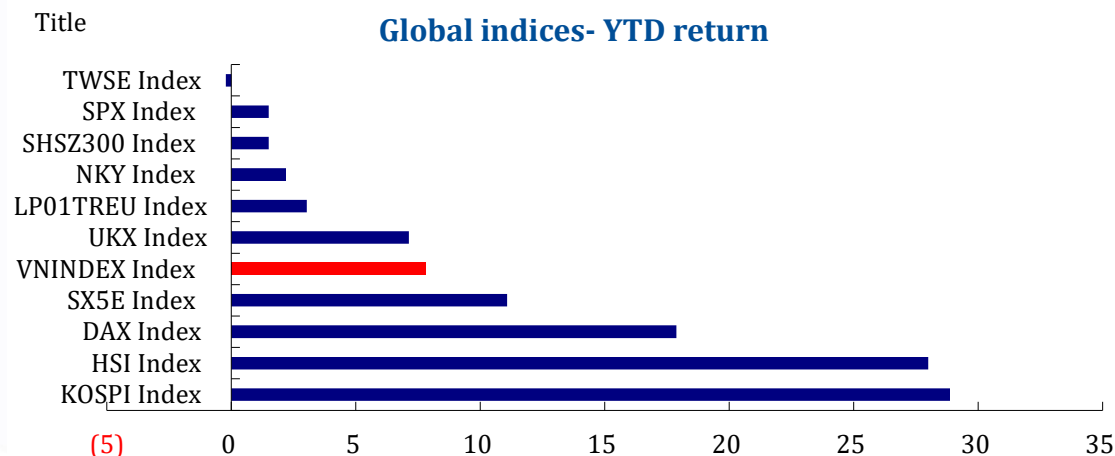
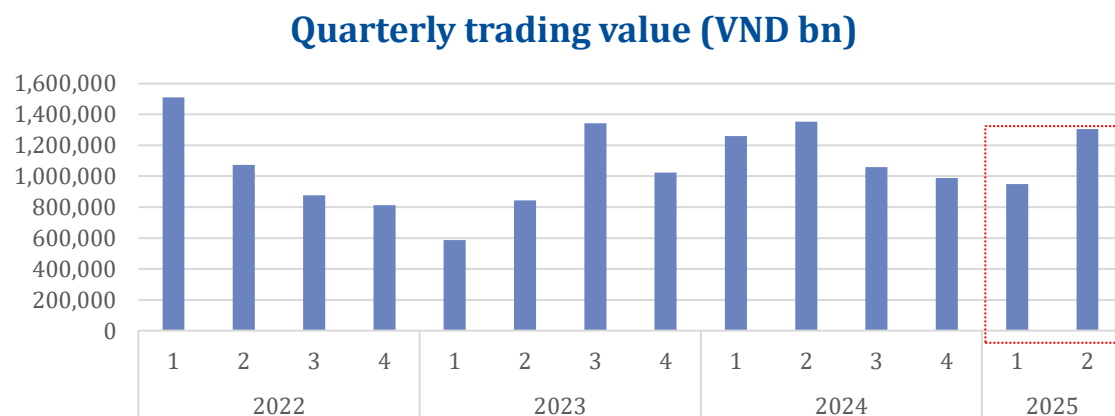
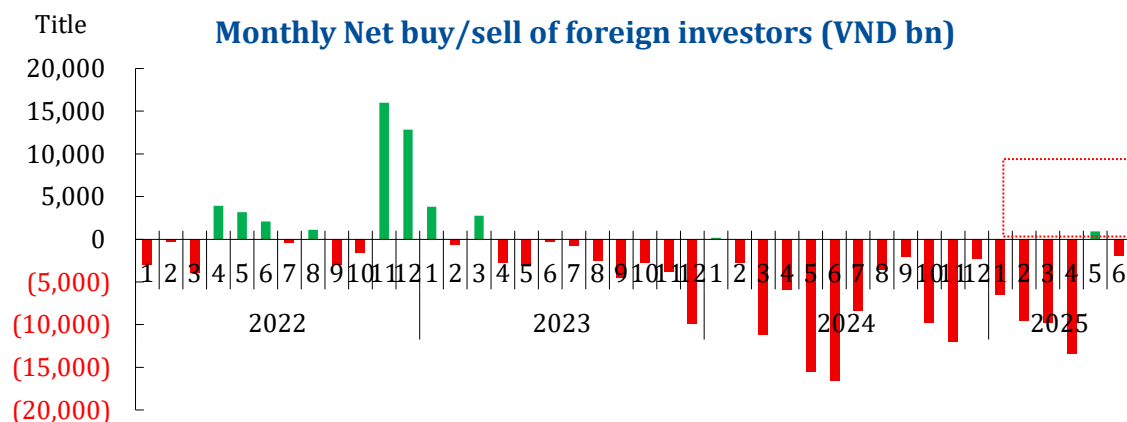
源: 25/6/2025, FiinproX, Bloomberg, GTJASVN Research

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

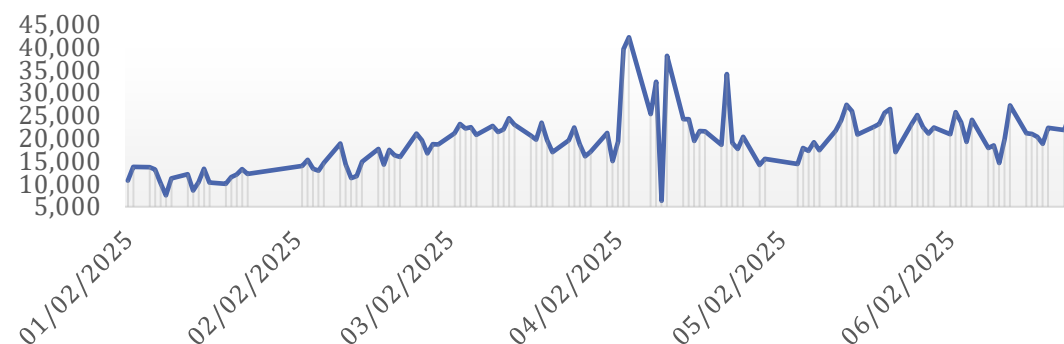


2025年下半年越南指数情景预测——迈向1450点大关

- 年初至今，外资累计净卖出超40万亿越南盾，仅5月单月净买入9140亿越南盾。当前市场的主要支撑仍来自国内个人投资者的资金流入。此外，自营交易也呈现年初以来的净卖出趋势（累计净卖出5.5万亿越南盾）。



今年上半年日均成交金额超过19万亿越南盾，较年初大幅增长



源: 25/6/2025, FiinproX, Bloomberg, GTJASVN Research

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





需要关注的关键信息



源: GTIASVN Research

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



世界宏观：全球两极分化

一、货币政策两极分化：

- 美国维持利率不变，欧洲央行在6月会议上维持利率不变；瑞士因低通胀将利率降至0%，瑞郎走强。
 - 尽管日本正处于货币政策正常化的进程中，但其近期就债券市场失衡风险发出了“罕见警告”，指出如果过快撤出日本国债，可能会扰乱供需，推高长期利率。与此同时，日本央行已决定放缓缩表步伐，以“避免引发”日本国债市场的“动荡”。
 - 中国人民银行继续通过低利率政策和金融市场改革来支持经济。最近，6月18日，中国人民银行行长潘功胜先生还概述了中国的金融改革和目标。
- => 许多央行降息/维持低利率，可能导致资金流向回报更高（风险也更高）的市场或资产类别，例如股票和加密货币。

二、“金融碎片化”趋势日益明显

- 各国正在寻求构建自身的支付系统，减少对SWIFT等平台的依赖，并推动战略共识选择。国际货币基金组织警告称，地缘政治紧张时期，外资可能强势逃离新兴市场，给汇率和金融体系带来压力。

三、股市走向两极分化

- 目前，热门资本流动波动剧烈，对政策变化敏感，导致市场频繁波动。国际货币基金组织和主要金融机构表示，当地区间货币政策不同步时，投资流向容易发生强烈转向，这取决于利差和利润预期。一个鲜明的例子是2025年上半年的“大轮动”浪潮，当时资本从美国市场撤出，转向国际市场——欧洲指数上涨近19%，而标准普尔500指数仅上涨约2%。

在汇率和股市动荡、外资流向难以预测的同时，越南受到了双层影响——但越南自身仍然相当独立，并受到灵活监管政策的支持。2025年上半年的股市走势也体现了这一点。

源: Bloomberg, GTJASVN Research





世界宏观：全球范围内出现分化趋势

四、“保护国内市场”趋势抬头

在上述分化背景下，全球资本流动也变得更加难以预测。历史经验似乎已无法完全适用于这一“新常态”。最典型的例子莫过于美元走势——这一传统避险资产在2025年上半年意外大幅贬值。美元近期走弱可归因于多重因素：美国信用评级下调、国债规模突破警戒线、美联储独立性受质疑，以及中日等主要资本持续撤离美国国债市场。然而，美元此番波动仍超出了此前专家预测的范畴。

正因如此，当前各国正优先维护国内市场稳定：通过保持金融与汇率稳定，避免国际资本流动带来的剧烈冲击。越南同样采取强力干预措施，包括汇率调控、外资流动管理及债券市场重组，以降低全球资本流动引发的风险。

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, June 2025
Percent

Variable	Median ¹			Longer run	Central Tendency ²				Range ²		
	2025	2026	2027		2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027
Change in real GDP	1.4	1.6	1.8	1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0	1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5
March projection	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5
Unemployment rate	4.5	4.5	4.4	4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7
March projection	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7
PCE inflation	3.0	2.4	2.1	2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8
March projection	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8
Core PCE inflation*	3.1	2.4	2.1		2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9
March projection	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9
Memo: Projected appropriate policy path											
Federal funds rate	3.9	3.6	3.4	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9
March projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9

US risk: deficit, debt and USD lose the status off reserve currency



源: Bloomberg, GTJASVN Research

各国央行的政策利率

OECD & G20 COUNTRIES:			
	29.00 %	- 3.00	Argentina Leliq Policy Rate 30 Jan 2025
	3.85 %	- 0.25	Australia Cash Rate 20 May 2025
	14.75 %	+ 0.50	Brazil Selic Rate 07 May 2025
	2.75 %	- 0.25	Canada Target ON Rate 12 Mar 2025
	5.00 %	- 0.25	Chile Monetary Policy Rate 17 Dec 2024
	3.10 %	- 0.25	China Loan Prime Rate, LPR 21 Oct 2024
	9.25 %	- 0.25	Colombia Key Policy Rate 30 Apr 2025
	4.00 %	- 0.25	Costa Rica Policy Rate 17 Oct 2024
	3.50 %	- 0.25	Czech Republic Repo Rate 07 May 2025
	1.75 %	- 0.25	Denmark Lending Rate 05 Jun 2025
	2.00 %	- 0.25	Eurozone Deposit Facility Rate 05 Jun 2025
	6.50 %	- 0.25	Hungary Base Rate 24 Sep 2024
	7.50 %	- 0.25	Iceland 7-d Deposit Rate 21 May 2025
	6.00 %	- 0.25	India Policy Repo Rate 09 Apr 2025
	5.50 %	- 0.25	Indonesia Repo Rate 21 May 2025
	4.50 %	- 0.25	Israel Benchmark Rate 01 Jan 2024
	0.50 %	+ 0.25	Japan Key Policy Rate 24 Jan 2025
	8.50 %	- 0.50	Mexico Benchmark Rate 15 May 2025
	3.25 %	- 0.25	New Zealand Cash Rate 28 May 2025
	4.50 %	+ 0.25	Norway Key Policy Rate 14 Dec 2023
	5.25 %	- 0.50	Poland Reference Rate 07 May 2025
	20.00 %	- 1.00	Russia Key Rate 06 Jun 2025
	5.00 %	- 0.25	Saudi Arabia Repo Rate 18 Dec 2024
	2.50 %	- 0.25	South Korea Base Rate 29 May 2025
	7.25 %	- 0.25	South Africa Repurchase Rate 29 May 2025
	2.25 %	- 0.25	Sweden Repo Rate 29 Jan 2025
	0.25 %	- 0.25	Switzerland SNB Policy Rate 20 Mar 2025
	46.00 %	+ 3.50	Türkiye 1 Week Repo Rate 17 Apr 2025
	4.25 %	- 0.25	United Kingdom Bank Rate 08 May 2025

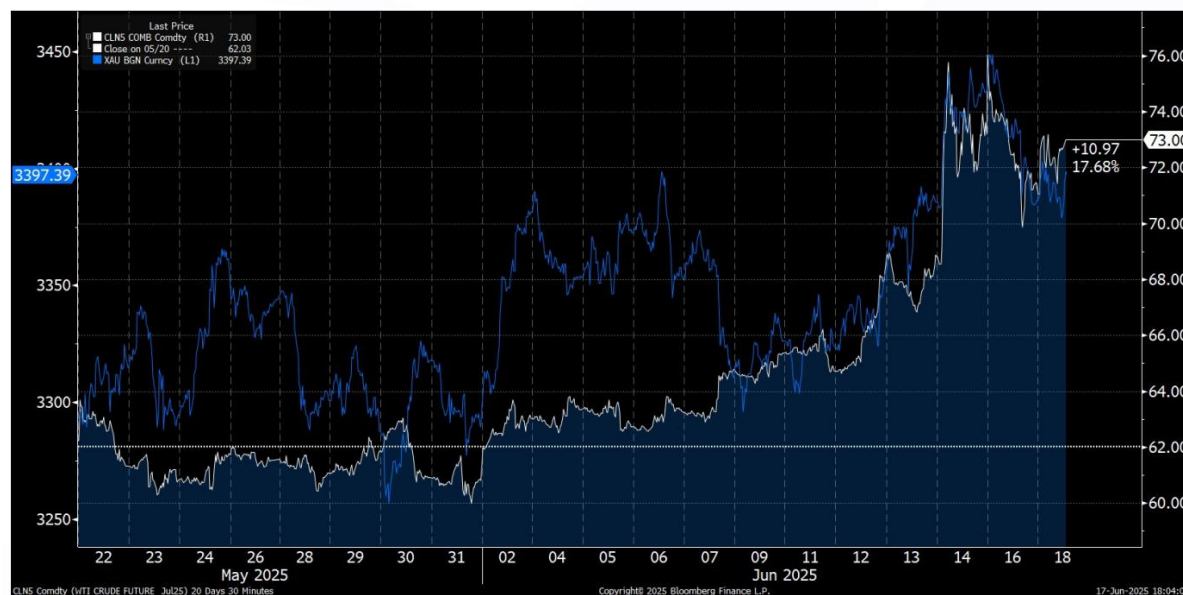
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



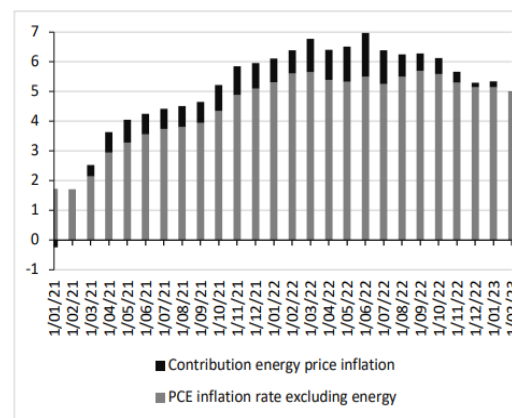
地缘政治风险 – 增长与通胀

- 以色列-伊朗冲突爆发：中东地区地缘政治冲突的深刻变革
- 俄乌冲突持续胶着
- 泰国-柬埔寨紧张局势升级：最新动态显示，泰国宣布自6月24日起关闭所有与柬埔寨的口岸，并加强7个边境省份的管制

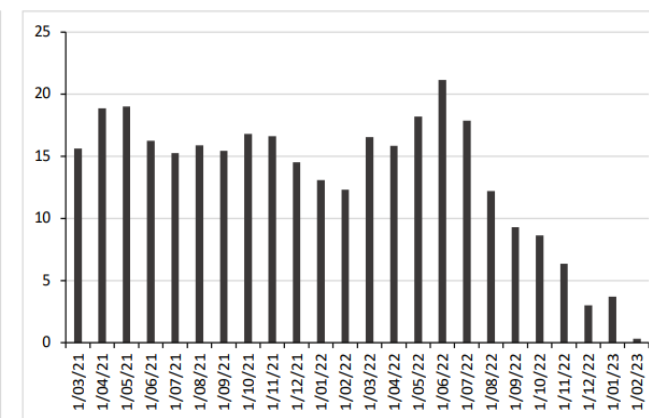
6月中旬以来，以色列与伊朗冲突升级对全球油价走势产生重大冲击。在悲观情景下，若冲突长期化并蔓延至整个中东地区，甚至引发全球盟友参战，油价可能突破100美元/桶。油价上涨亦将推高多国通胀水平，影响全球经济增长前景与货币政策走向。尽管近日冲突局势有所降温，但我们仍需警惕其潜在风险。关于伊以冲突升级的深度分析，[请点击此处](#)详见GTJA的专题报告。



The contribution of energy price inflation to the PCE inflation rate, January 2020-February 2023



Panel a: The monthly PCE inflation rate, decomposed into energy price inflation (black bar) and all other sources of inflation (grey bar).



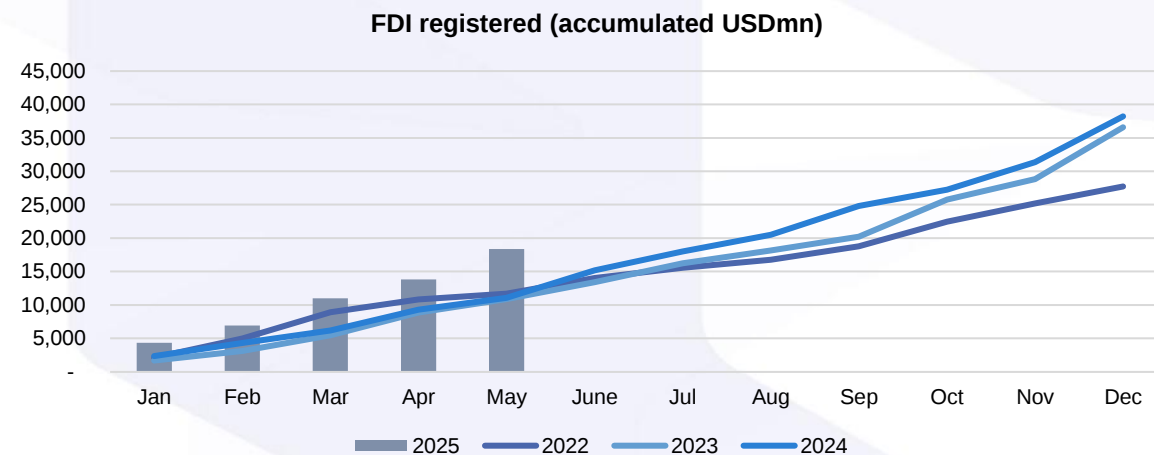
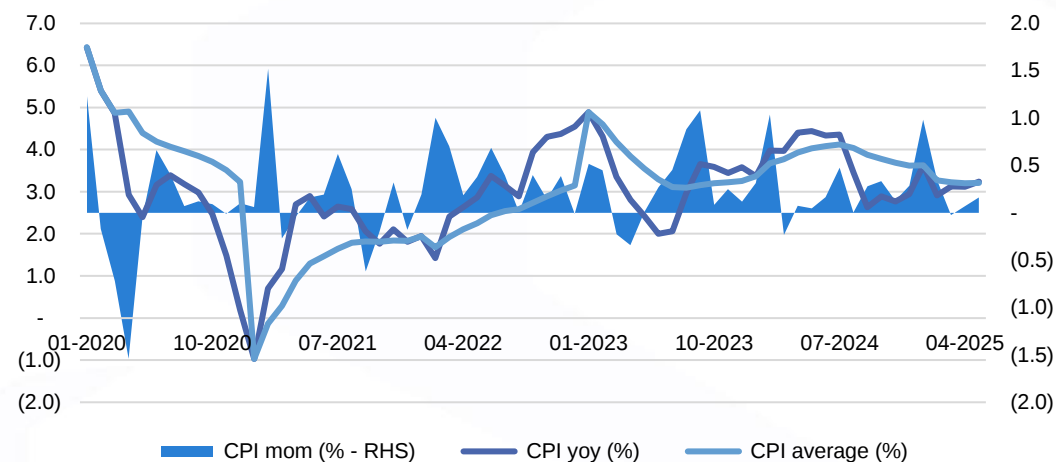
Panel b: The contribution (per cent) of energy price rises to the PCE inflation rate.

源: Bloomberg, NET

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



越南上半年宏观经济展望：GDP增长目标：上半年7.3%、第二季度7.6%



源: FiinproX, GSO, GTIASVN Research

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



汇率担忧

近期美元的强势似乎有所减弱。

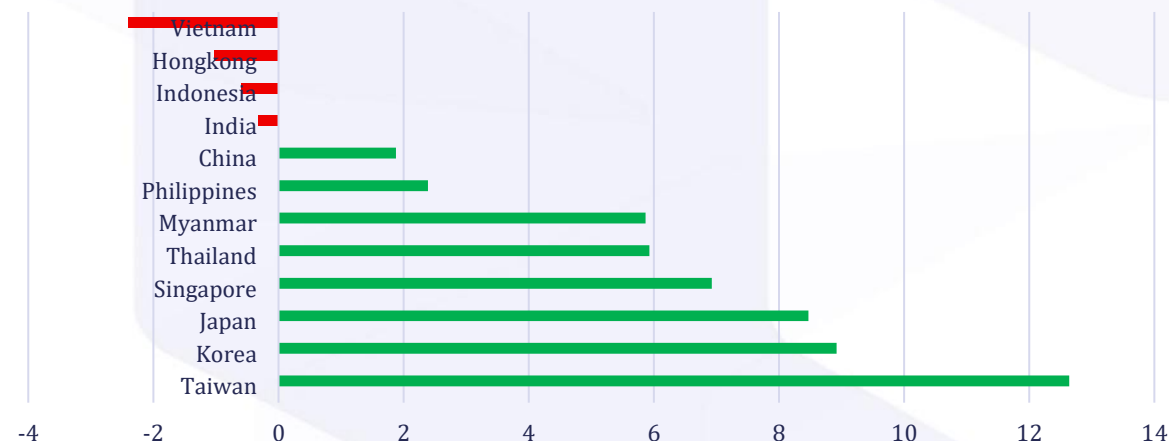
与此同时，越南盾兑该地区其他货币的表现参差不齐，尽管自年初以来仅贬值了2.4%。在迄今为止外资仍持续净流出的背景下，越南仍在灵活调节货币政策。

截至2025年6月26日亚洲各国汇率走势更新						
	Country	Price	1M%	3M%	6M%	YTD%
USDVND	Vietnam	26114	-0.766	-2.068	-2.615	-2.409
USDTWD	Taiwan	29.112	2.971	13.658	12.459	12.641
USDTHB	Thailand	32.429	0.552	4.777	5.298	5.927
USDSGD	Singapore	1.2772	0.548	4.98	6.405	6.929
USDPHP	Philippines	56.627	-2.124	1.874	2.386	2.388
USDMYR	Myanmar	4.224	-0.123	4.87	5.805	5.866
USDKRW	Korea	1357.46	0.952	8.139	8.156	8.924
USDJPY	Japan	144.92	-1.428	3.899	9.019	8.474
USDINR	India	85.8875	-0.927	-0.201	-0.72	-0.32
USDIDR	Indonesia	16230	0.117	2.206	-0.246	-0.604
USDHKD	Hongkong	7.8497	-0.171	-0.936	-1.043	-1.033
USDCNY	China	7.1646	0.304	1.449	1.861	1.88

DXI index



年初至今货币兑美元汇率 (%)



源: Bloomberg, GTIASVN Research

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





与9日7日公布对等关税

与GTJA此前的观点一样，许多机构预测美国将对越南征收**20%至30%**的关税。最近，野村证券预测关税将达到**24.3%**。

然而，深入研究后，我们认为特朗普总统任期内的关税水平仍存在不确定性，因为我们还需要**关注美国对华关税水平的相关性**。6月中旬，有消息称中美将达成谈判协议，但迄今为止，尚未有关于两国领导人签署协议的官方消息。此外，除了7月9日的截止日期（美国对所有国家延长**90天**关税的截止日期）外，我们还需要关注8月12日的截止日期，即美国对华关税延期决定生效后的**90天**。

根据普华永道的一项调查，越南企业正在面临着重大挑战，预计主要因素将来自于成本增加（**23%**）和市场变化（**15%**）。

现有忧担

美国的关税政策令生产商和服务供应商担心什么？

86% 的企业表示非常担心美国关税对其业务运营带来的潜在影响。

23% 的企业预测，成本上升将是美国加征关税的主要影响，随后是**市场转移**和**美国客户需求减少**（均为**15%**）。

应对方式

企业正在采取哪些措施来准备和减少美国关税的影响？

企业目前正在实施的具体应对措施可分为三个主要战略方向：

减少对贸易的依赖并控制成本上升	提高运营效率	保持长期竞争力
44% 正在将供应来源多元化至其他国家	40% 正在自动化和简化流程	41% 正在寻找新市场以实现市场多元化
34% 正在与现有供应商重新谈判条款	32% 正在提升效率以降低成本	25% 正在调整定价战略

源: PWC关税评估报告





越南证券市场升级路线图

越南时间6月25日，MSCI公布了2025年市场分类结果。据此，报告中并未提及越南股市，这意味着其未能被列入由前沿市场升级为新兴市场的国家名单。

这一结果对市场而言并不意外，因为越南仍有许多标准需要改进。不过，MSCI在今年6月发布的市场准入评估报告中，将越南评为过去12个月中在政策和市场基础设施方面取得显著进步的国家之一。报告中指出了一些具体的改进，表明越南正逐步向国际标准靠拢，其中包括：（i）外国机构投资者无需充足的资金即可进行股票交易；（ii）制定了以英文披露信息的路线图。

富时指数 (FTSE) 升级和MSCI列入观察名单的可能性？

目前，越南已满足富时指数 (FTSE) 9 项标准中的 7 项，还有 2 项标准尚未满足，即预融资（DvP 货银对付）和失败交易处理成本标准。这 2 项标准目前正在通过第 68/2024 号通函实施，并需要时间来评估实施后的数据。

对于富时指数 (FTSE) 和 MSCI 升级流程相关的问题，两个关键解决方案是 OTA（综合交易账户）和 CCP预计将于 2025 年底完成，从而帮助越南更接近升级决策。

MSCI在6月评估期中的评价与上一期保持不变

	Frontier Markets - Asia Pacific			
	Bangladesh	Pakistan	Sri Lanka	Vietnam
Openness to foreign ownership				
Investor qualification requirement	++	++	+	++
Foreign ownership limit (FOL) level	++	++	++	-
Foreign room level	++	++	++	-
Equal rights to foreign investors	++	++	++	-
Ease of capital inflows / outflows				
Capital flow restriction level	+	++	++	++
Foreign exchange market liberalization level	-	-	-	-
Efficiency of the operational framework				
Market entry				
Investor registration & account set up	-	+	-	+
Market organization				
Market regulations	+	+	++	+
Information flow	++	++	++	-
Market infrastructure				
Clearing and Settlement	-	-	+	-
Custody	++	++	++	++
Registry / Depository	++	++	++	++
Trading	-	++	-	++
Transferability	+	++	-	+
Stock lending	-	-	-	-
Short selling	-	-	-	-
Availability of Investment Instruments	++	++	++	++
Stability of institutional framework	-	-	+	+

源: MSCI, GTJASVN Research



越南证券市场升级进度

在最乐观的情景下，越南股市有望在**2025年9月**升级为“二级新兴市场”。

越南股票目前是富时前沿指数的最大成分股，越南股票约占该指数总市值的34.8%，到2025年5月达到1.076亿美元。

预测越南在富时新兴指数中的权重：升级为“二级新兴市场”后，越南在富时新兴市场指数中的权重预计将显著低于在前沿指数中的权重，但将处于更大规模的资金源。越南在富时新兴市场指数中的初始权重估计约为0.3%至0.5%。到2025年5月，富时新兴市场指数的总市值达到81亿美元，约为富时前沿指数的76倍。

然而，越南的具体权重将取决于其纳入时的相对表现和投资可行性。由于外资持股限制或流通股比例较低，并非所有越南大型股票都能立即满足条件。

被动资金流：

初步预计约为5亿至6亿美元（摩根大通）。主动资金流包括新兴市场共同基金、对冲基金和其他机构投资者，他们将调整投资组合，为此次升级做好准备（被动资金流入之前）。预计该类资金流入规模在25亿美元至75亿美元之间（多年累计支出）。

前沿指数的资本流出：当越南被纳入新兴市场（EM）指数时，该指数将不再处于前沿指数，这可能导致前沿市场基金的资本外流，迫使外国投资者出售其在越南的投资（估计数亿美元）。

市场效应：

流动性增强：交易量和交易频率增加。
市场重估：外国投资者的更多参与以及被纳入新兴市场（EM）指数，有助于改变人们对越南股市的看法：被纳入指数可以降低资本成本（折现率），降低升级时的市场风险感知；在市场受到更密切的监控和评估时，获得国际分析师和机构的更多信任。

受益板块：银行、消费、房地产、大盘股（VN30）。然而，需要评估每只股票的前景，并考虑其潜在的外资持股空间。



越南证券市场升级进度--市场重估



FTSE Frontier Countries

	ERP
Bahrain	11.67%
Bangladesh	11.67%
Croatia	5.93%
Estonia	5.27%
Macedonia	9.13%
Ivory Coast	-
Jordan	9.13%
Kazakhstan	6.46%
Kenya	14.34%
Lithuania	5.46%
Morocco	7.67%
Palestinian	-
Oman	7.67%
Pakistan	16.35%
Peru	6.46%
Slovenia	5.93%
Pakistan	16.35%
Tunisia	16.35%
Vietnam	8.35%

FTSE EM countries

	ERP
Brazil	7.67%
Chile	5.46%
China	5.27%
Colombia	6.87%
Czech Republic	5.13%
Egypt	14.34%
Hungary	6.87%
Iceland	5.27%
India	7.26%
Indonesia	6.87%
Kuwait	5.27%
Malaysia	5.93%
Mexico	6.87%
Philippines	6.87%
Qatar	4.99%
Romania	7.26%
Saudi Arabia	5.13%
South Africa	8.35%
Taiwan	5.13%
Thailand	6.46%
Turkey	10.34%
United Arab Emirates	4.99%

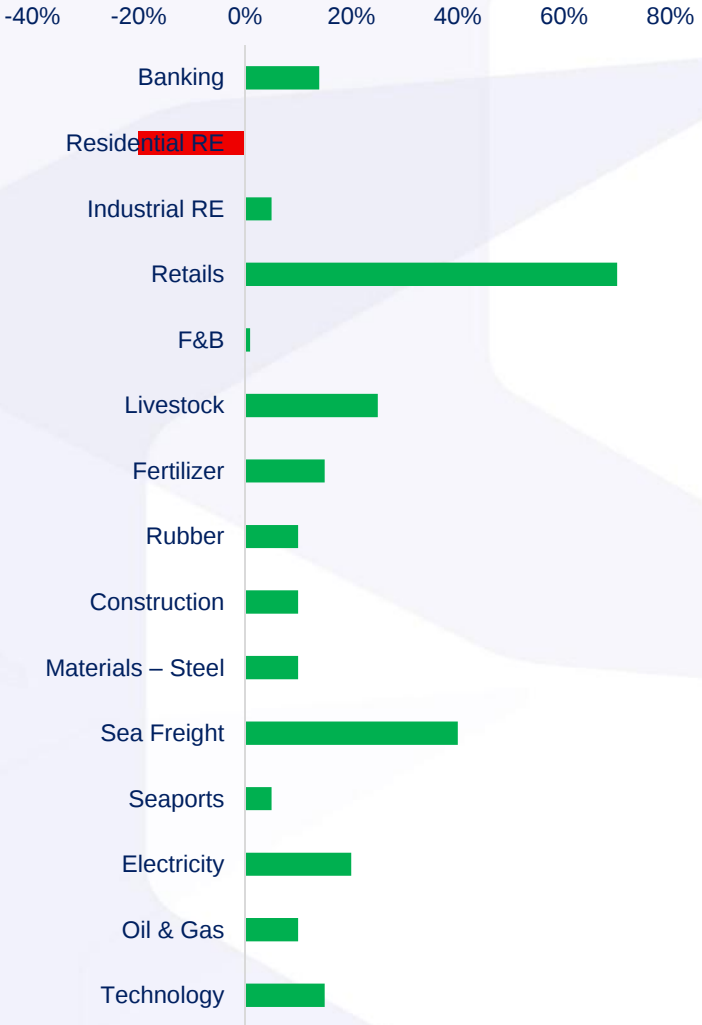
源: Gurufocus.com, NYU, GTJASVN Research





财报季——第二季度利润增长预测

板块	细分板块	具体
银行		2024年上半年信贷规模同比增长一倍，但受净息差（NIM）收窄影响，利润增速相对平缓。
房地产	民用房地产	当前处于“淡季”，因大部分项目交付周期集中在每年第三、四季度。
	工业区房地产	受关税政策影响，多数项目出现售价停滞与新租赁活动放缓
消费	零售	MSN：税前利润同比增长60%（子公司MSR、MML、MCW均增长良好）。FRT、MWG进入电子产品旺季，而同期利润率基数较去年仍处于低位。
	F&B	乳制品行业趋于饱和，啤酒行业（如SAB）竞争激烈且面临特别消费税调整，而食品出口行业则受关税政策与订单积压的双重压力。
	畜牧	猪肉价格高涨（同比上涨40%），推动行业内企业营收与利润双双改善。
化工-橡胶	化肥	化肥价格得以改善
	橡胶	橡胶板块受益于周期性有利因素带来的售价上涨，但另一方面，多数橡胶企业经营的另一个业务板块——工业区房地产正面临关税问题带来的困境。
建筑与建材	建筑	该板块的平均利润增长主要得益于非建筑安装业务的突发性收入（如CTD、VCG企业）。而就主营业务而言，企业普遍仅实现5%-10%的增长。
	建材 - 钢铁	国内市场（房地产与公共投资）成为增长的主要驱动力，而钢材价格仍低于去年同期水平。
物流 - 运输 - 海港	海运	第二季度海运运费同比大幅上涨，平均涨幅达+60%。与此同时，期租船租金价格小幅上涨约5%。值得关注的股票（HAH）
	海港	上半年港口吞吐量仍保持两位数增长（+15%）。
能量（电力 - 油气）	电力	第二季度是电力系统的用电高峰期，特别是燃煤发电企业受益于低煤价。
	邮寄	上游板块表现强劲（如PVD、PVB），而下游板块因成本高企导致利润大幅下滑（如PLX、BSR）。
信息技术		FPT作为行业龙头持续领跑，营收增速维持在18%-20%；电信基建板块需求稳健，同比增长约10%。



源： GTJASVN Research

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





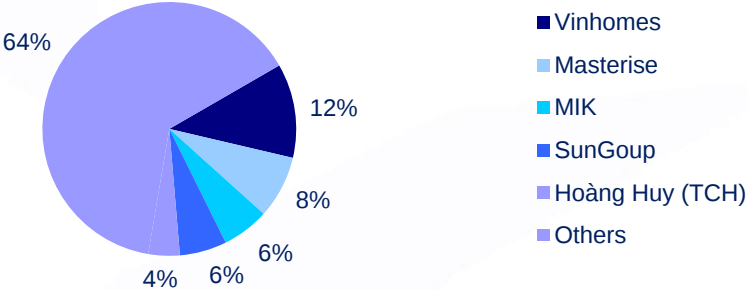
板块更新



房地产板块起舞

- 南方房地产市场蓬勃发展
- 项目并购趋势持续
- 开发商和购房者的信贷杠杆都在上升。

2025年第一季度住房新增供应结构



改善法制环境	公共投资和基础设施建设	财务支持
住房法、房地产商业法、土地法和建筑法，第75号和第76号/2025/ND-CP法令 2025年新开工项目数量猛增。 值得注意的是，近期，Novaland的Aquacity项目已获1/500规划批准，这体现了房地产项目在法律文件审批方面的努力和进展。	2025年公共投资将达到创纪录的8783.16亿越南盾，包括南北高速公路、隆城机场、河内和胡志明市地铁线路，建设高速铁路等重大项目的计划=>促进城市化，增加对工业地产和邻近地区（巴地头顿、西宁、平福等地区）的需求。	购房和社会住房支持计划持续向市场注入。 房地产企业的财务指标有所改善（债务/EBITDA比率下降）。与此同时，许多企业增加债务以为项目筹集资金。今年债券到期的风险仍然很高，尤其是在非上市房地产企业群体中（由于企业之间的关联，仍然会影响到相关上市公司）。

2025 年第一季度，市场记录了超过12000笔住房交易，是 2024 年同期的两倍，但因季节性因素而低于前三个季度。流动性集中在位于河内、胡志明市、兴安、河南和海防等省市的新项目，这也是法律地位明确、基础设施良好的地方。公寓占总交易量的 72%，但河内的购买力在经历一段快速增长期后开始放缓。低层建筑的吸收率为 52%，主要由 Vinhomes Dan Phuong 和 Global Gate 项目贡献。土地部分也录得稳定的增长。总体而言，实际住房需求仍保持稳定，而由于新增供应、低利率和优惠政策，投资现金流已恢复40% 左右。投资现金流正逐渐转移到南部——主要得益于价格合理，和上涨空间仍然很大。

与上一季度相比，河内公寓价格在 2024 年强劲上涨之后有所放缓。平均一手房售价为每平方米 7500 万越南盾，比上一季度小幅上涨 3%，为 2023 年第二季度以来的最低涨幅。胡志明市一手房售价为每平方米 7700 万越南盾，与上一季度持平（据世邦魏理仕）。对于低层公寓市场，新开售的大型项目的价格继续小幅上涨。河内平均一手房售价达到 2.26 亿越南盾，较上个季度增长 3%，同比增长 17%，因为新项目都位于基础设施投资强劲的地区。胡志明市的售价为 3.05 亿越南盾，比上一季度下降 1.3%，因为待售公寓都位于远离市中心、以及是基础设施和公用设施尚未开发的地方。

源: CKG, GTJASVN Research



支持2025年供应复苏的因素正在变得更加稳固，具体表现在：（1）加快消除商业地产项目的法律瓶颈，以及政府和商业银行对推动社会住房拨款和开发的承诺；（2）加快完成省级/市级规划将为项目发展创造动力；（3）促进公共投资和信贷增长的政策，以实现GDP增长8%的目标。

此外，未来一段时间的供应将主要来自外资和大型上市房地产公司投资者，并集中在大城市地区。

预计2025年河内公寓供应量将达到30100套，主要来自高端细分市场。仅Vinhomes旗下郊区大都市的新增供应量就占据总新增公寓供应量的30%。预计项目平均售价将继续保持高位，且部分投资者的供应量将存在差异。同时，由于2024年的基准水平较高，预计2025年河内及周边省份的低层住宅供应量将达到7800套（同比下降8.2%），主要位于Vinhomes旗下的大都市地区。

Highlight projects in Ha Noi	Urban Area	District City	Developer	Price (mil/m2)	Type (Units)
Apartment Projects					
Masteri Grand Avenue	VH Global Gate	Đông Anh, HN	Masterise Homes	100-120	1640 units
The Matrix One (Phase 2)		Nam Từ Liêm, HN	MIK Group	120-140	2 towers with 44 floors
Vinhomes Wonder Park	VH Wonder Park	Đan Phượng, HN	Vinhomes	từ 100	
SkyVillas Noble Crystal		Long Biên, HN	Sunshine Group	150-180	403 SkyVillas apartments
The Metropolitan	VH Ocean Park 1	Gia Lâm, HN	Mitsubishi & Vinhomes	55 - 65	1000 units
Masteri Lakeside	VH Ocean Park 1	Gia Lâm, HN	Masterise Homes	Từ 80	3 towers, 2350 units
Masteri Waterfront	VH Ocean Park 1	Gia Lâm, HN	Masterise Homes	60 - 75	
The Continental Imperia Signature	VH Global Gate	Đông Anh, HN	MIK GROUP	80 - 110	2 towers, 1706 units
Lumiere SpringBay	VH Ocean Park 2	Văn Giang, Hưng Yên	Masterise Homes	70 - 80	1,600 units
The Fibonan	Ecopark	Văn Giang, Hưng Yên	Công ty TNHH Đầu tư Phát triển An Phú		656 units
Low-base Projects					
Vinhomes Wonder Park	VH Wonder Park	Đan Phượng, HN	Vinhomes		2356 apartments
Nobel Place Long Biên		Long Biên, HN	Sunshine Group	High-end	172 apartments
Nobel Capital		Tây Hồ, Bắc Từ Liêm, HN	Sunshine Group	từ 500	100 apartments
Vinhomes Ocean Park 3	VH Ocean Park 3	Văn Giang, Hưng Yên	Vinhomes	từ 100	3500 shop-houses, and villas
Vinhomes Vũ Yên	VH Royal Island	Vũ Yên, Hải Phòng	Vinhomes	từ 120	2900 3500 shop-houses, and villas
Vinhomes Hạ Long Bay		Quảng Ninh	Vinhomes	High-end	-

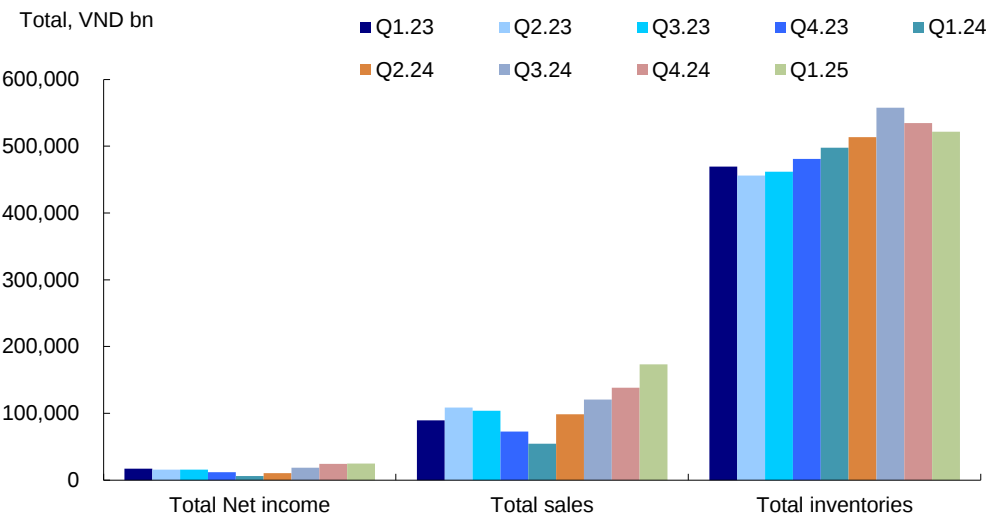
预计到2025年，胡志明市待售新公寓供应量将达到9500套（同比增长90%），主要来自自己开发项目的下一阶段，主要集中于高端和豪华住宅细分市场。胡志明市新建低层住宅供应量预计将达到1100套（同比增长100%），主要来自新开发项目。

随着市中心土地资金日益紧缺，新增供应将集中在东部和南部地区，尤其是守德市，以及郊区和邻近省份，这与南部地区的基础设施发展规划相一致。这些地区未来将继续主导市场。

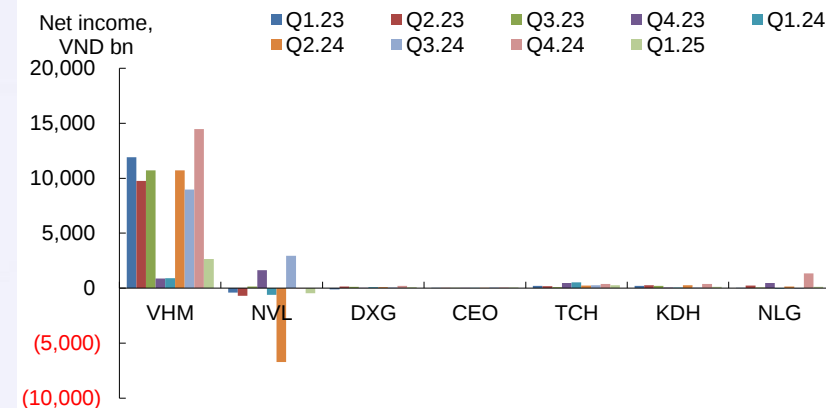
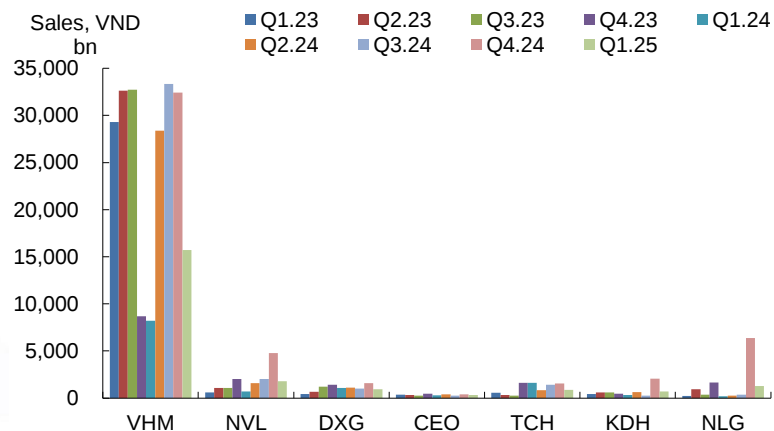
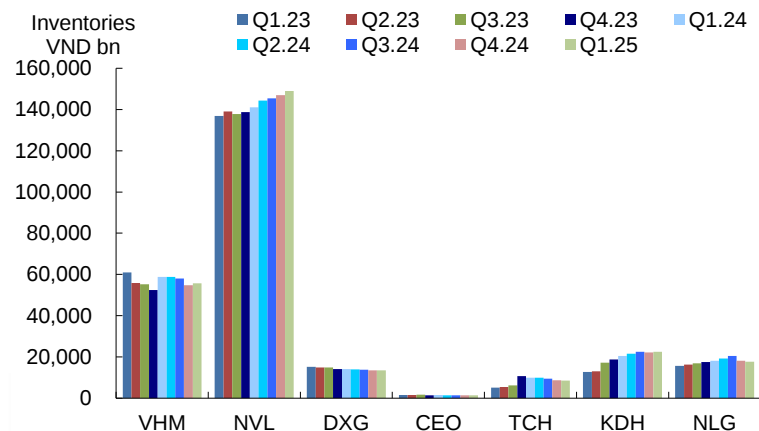
Highlight projects in HCMC	District City	Developer	Price (mil/m2)	Type (Units)
Apartment Projects				
Lotte Eco Smart City	Thủ Đức, TP HCM	Lotte Group	>250	1200 apartments
Vinhomes Grand Park (Nằm trong khu đô thị)	Thủ Đức, TP HCM	Vinhomes	70-90	733 apartments
The Global City	Thủ Đức, TP HCM	Masterise Homes		9400 apartments
East Valley	Thủ Đức, TP HCM	Refico	95-135	3200 apartments
Eaton Park GĐ2	Thủ Đức, TP HCM	Gamuda Land	từ 150	400 apartments
Mizuki Park	Bình Chánh, TP HCM	Nam Long	55	450 apartments
Elysian	Quận 9, TP HCM	Gamuda Land	65-70	700 apartments
Gem Riverside (DXH Riverside)	Thủ Đức, TP HCM	Đất Xanh - DXG	từ 90	3175 apartments
The Emerald 68	Bình Dương	Lê Phong		700 apartments
Low-base Projects				
The Global City	Thủ Đức, TP HCM	Masterise Homes	>330	600 shop-houses, 300 villas
The Foresta (Emeria & Clarita)	Thủ Đức, TP HCM	Khang Điền - KDH & Kepple Land	220-250	200 units
Solina	Bình Chánh, TP HCM	Khang Điền - KDH	~180	200 units
LA Home Long An	Long An	Prodezi Long An	Mid-tier	3750 units
Izumi City - GĐ sau	Đồng Nai	Nam Long - NLG	75 million	180 units



上述企业财务指标更新



EBITDA/ (短期借款 + 利息费用)	2023年第 一季度	2023年第 二季度	2023年第 三季度	2023年第 四季度	2024年第 一季度	2024年第 二季度	2024年第 三季度	2024年第 四季度	2025年第 一季度
VHM	1.40	1.96	2.77	1.38	0.93	0.71	0.51	0.63	0.66
NVL	0.08	0.07	0.04	0.02	0.02	(0.07)	(0.05)	(0.02)	-
DXG	0.10	0.03	0.07	0.26	0.37	0.39	0.37	0.33	0.26
CEO	0.76	1.42	1.47	0.52	1.13	1.10	1.54	1.32	1.66
TCH	3.92	4.70	3.15	0.57	17.33	40.03	58.68	(18,250.31)	1,434.80
KDH	1.25	2.90	2.30	0.84	0.77	0.63	0.75	1.20	1.27
NLG	0.40	0.53	0.28	0.24	0.23	0.06	0.08	0.54	0.60



源: FiinproX, GTJASVN Research

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

建筑业——伴随房地产市场复苏，促进公共投资

预计2025年前6个月，政府已支出264.8万亿越南盾，达到计划的32.06%。

越南重点基础设施项目

项目	投资规模 (十亿越南盾)	进展	原材料需求
南北高速东线 (2021-2025阶段)	147,000	预计2025年完工	包括12个子项目，总长729公里。开采活动基本满足需求 • 建筑用石料：2000万立方米 • 建筑用砂：1000万立方米
隆城机场 (一期)	109,717	预计2026年完工	• 建筑用石料：500万立方米 • 建筑用砂：450万立方米
胡志明市三环线	75,000	预计2026年完工	经审查同奈省境内已获许可开采的储量，仅石料能满足需求。其余材料如建筑用砂、回填砂未能满足施工需求。 • 建筑用石料：400万立方米 • 建筑用砂：250万立方米
河内首都区四环线	85,000	预计2027年完工	
老街-河内-海防铁路	194,929	2025-2030	工程用钢材：约1000万吨
南北高速铁路	1,713,548	计划2027年动工	
新山一机场T3航站楼	11,000	预计2025年完工	年旅客吞吐量2000万人次。已于2022年12月动工，目前处于施工阶段。

源: GTJASVN Research



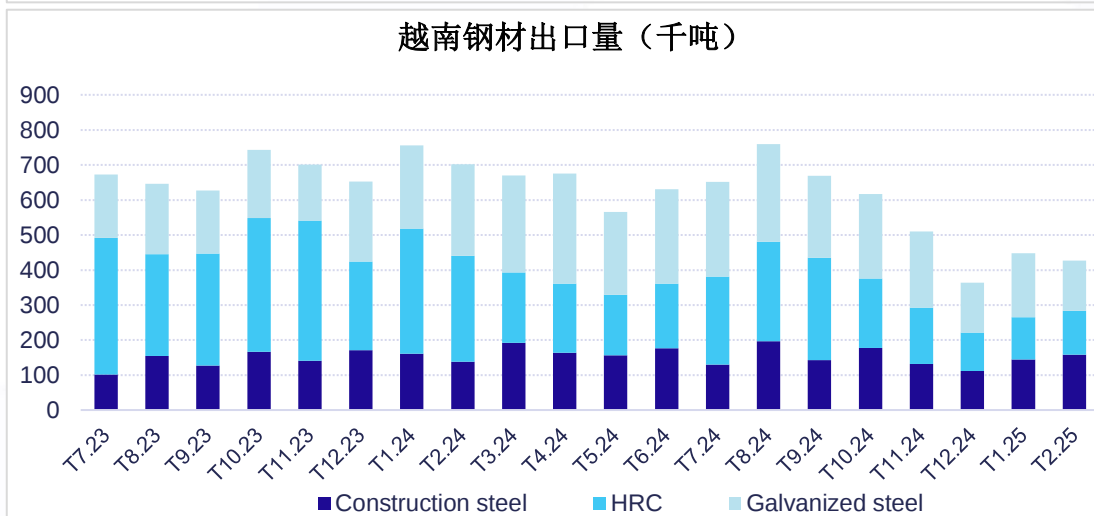
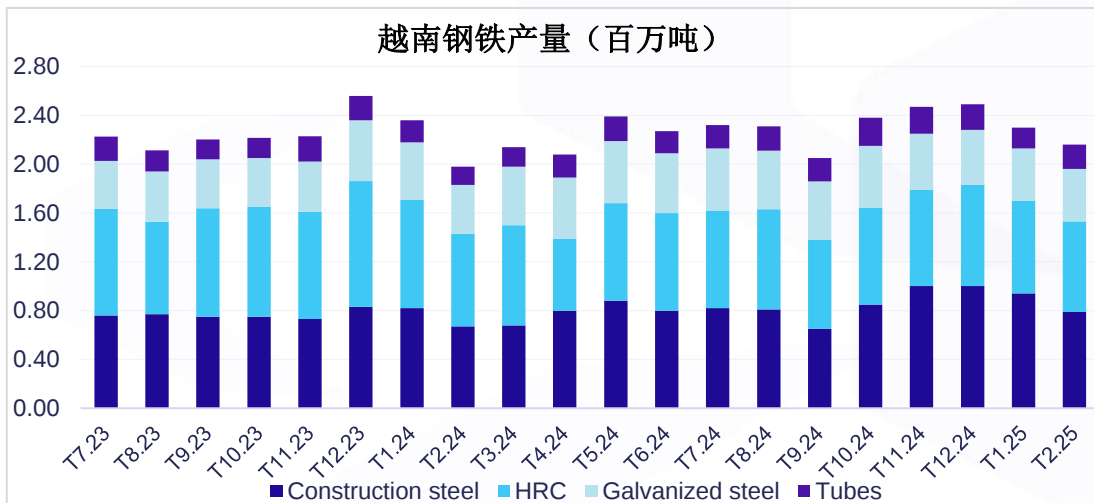


各行业企业的重点项目主要集中在交通基础设施（北南高速公路、龙城机场）以及工业园区和城市开发（CaraWorld、富美兴The Horizon、美福工业园）等领域。

企业	预计未完成订单 (十亿越南盾)	重点项目	2025年经营计划
越南进出口建设总公司 (VCG)	18200	Vung Ang - Bung、Bai Vot – Ham Nghi、边和 – 头顿；河南省新城区项目（2023年5月启动）；龙城机场 T3 航站楼	预计：营收14万亿越盾，增长12%；净利润增长8%，达1.2万亿越盾
Deo Ca集团股份公司 (HHV)	9500	广义 – 会仁、会仁 – 同登 – 茶岭高速公路；东登 – 茶岭高速公路（2024年初动工，总投资14万亿越盾）	HHV制定的营收和净利润目标分别为3.584万亿越盾和5550亿越盾，分别同比增长8%和12%
Cienco4集团股份公司 (C4G)	12000	后江 – 金瓯、胡志明市3号环线高速公路、龙城机场；第2大坝项目（总投资超过2万亿越盾）	CIENCO4计划总营收4万亿越盾，净利润超过2000亿越盾，分别增长19%和12%
Licogi股份公司 (LCG)	6500	Vung Ang - Bung、芽庄 – 云峰、边和 – 头顿高速公路；平阳美福工业区项目	营收3万亿越盾，增长6.5%；净利润1400亿越盾，增长15%
Fecon股份公司 (FCN)	5000	仁泽第3号和第4号电厂、龙城机场、永昂港	营收5万亿越盾，增长48%；净利润2000亿越盾，增长565%
Coteccons股份公司 (CTD)	10500	龙城机场；富美兴The Horizon豪华公寓项目（采用设计及施工模式）；北宁安风物流项目CN.141；CaraWorld沿海都市项目（庆和，总投资20.6亿美元）	营收24.5万亿越盾，增长15%；净利润4000亿越盾，增长30%



关税问题导致钢铁出口面临困难，但国内市场复苏以及针对中国进口钢铁的保障措施为其提供了支撑。在公共投资增加期间，当地库存出现短缺。

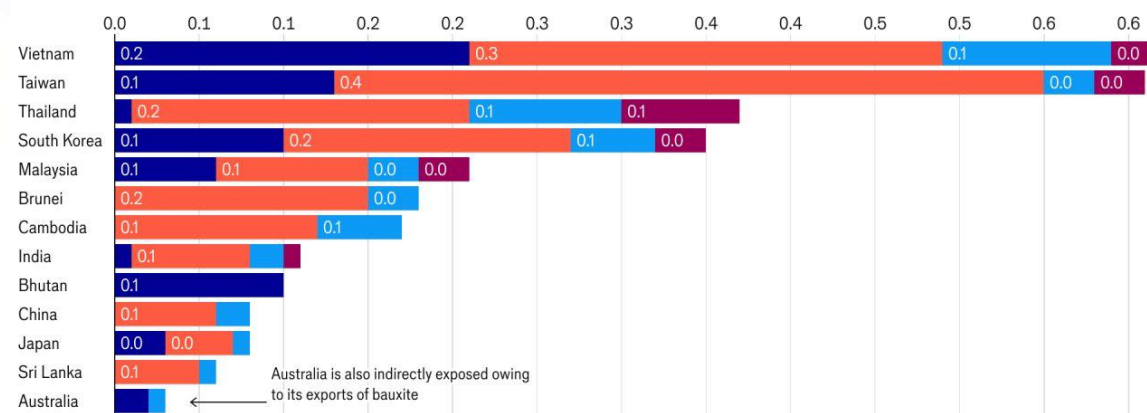


2025年5月30日，特朗普政府宣布将对进口钢铁和铝产品征收50%的关税，自2025年6月4日起生效。此前，美国已于2025年3月12日起对所有进口钢铁和铝产品征收25%的关税。此举遭到美国汽车行业的批评。加拿大立即采取报复措施，欧盟也宣布报复性措施，但后来又撤回了。

Vietnam and Taiwan are most exposed to metals tariffs

US imports; % of nominal source market GDP in US\$; 2024

■ Iron and steel ■ Articles of iron or steel ■ Aluminium and articles thereof ■ Copper and articles thereof



Source: US Census Bureau.

Note: Based on two-digit HS codes 72, 73, 76 & 74.
Copyright © The Economist Intelligence Unit 2025. All rights reserved.

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



越南反倾销税适用于从其他国家进口的钢铁产品

国家	征税产品	反倾销税率	生效时间	状态	文件依据
中国	热轧钢卷（HRC）	19.38% – 27.83%	自2025年3月8日起	临时（120天）	第460/QĐ-BCT号决定
中国	镀锌钢（涂镀钢）	最高至37.13%	自2025年4月16日起	临时（120天）	第914/QĐ-BCT号决定
韩国	镀锌钢（涂镀钢）	最高至15.67%	自2025年4月16日起	临时（120天）	第3023/QĐ-BCT号决定
中国	彩涂钢板（彩涂钢）	2.53% – 34.27%	延长至2029年10月23日	正式	第2822/QĐ号决定
中国	冷轧钢卷	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、台湾	合金钢 & 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

针对钢铁产品的反倾销措施对国内钢铁企业（HPG、Formosa）有利，但由于原材料成本上涨，这却给钢铁进口商（HSG、NKG）带来了压力。然而，对进口镀锌钢产品征收反倾销税也为国内镀锌钢制造商创造了扩大国内和出口市场份额的机会，从而增强了镀锌钢行业的竞争力。请点击[此处](#)参阅GTJA的《建筑与建材行业更新报告》。

源: truntamwto.vn, vneconomy.vn, GTJASVN Research



消费板块——新的法律走廊和市场改革仍然是亮点

2025年上半年本地消费市场的亮点:

- 2025年前5个月，商品和服务零售额预计达2851.4万亿越南盾，同比增长9.7%。
- 2025年6月17日，越南国会通过了第十五届国会第九次会议决议，其中包括将增值税税率降至8%。该减税措施将于2025年7月1日至2026年12月31日生效。
- 在与美国进行关税谈判期间，对食品安全和货物原产加强监管。
- 由于新的税收和原产地调查相关规定，小型经营商大规模暂时关门歇业，这可能导致零售额暴跌。如果这种情况持续下去，可能会导致系统内货币流通量下降。同时，从长远来看，上述政策将对经济产生积极影响，其中包括税收收入、产品质量控制、市场透明度等方面。6月19日，在支持纳税人解决方案会议上，税务局国际税收政策处处长阮氏清恒女士表示，从明年起，税务部门将把企业主和个体经营户划分为四类收入类别进行管理。这在一定程度上消除了近期经营户税务问题上的困惑。
- 标准化零售模式的趋势将不断发展，朝着更加透明和健康的市场方向发展，从而给消费者带来利好。

个体工商户 — 取消定额征税



食品安全调查



打击假货行动



消费板块——新的法律走廊和市场改革仍然是亮点

- 牛奶：国内市场饱和，乳制品企业寻求通过产品多元化和开拓新市场实现增长。
- 水产 - 纺织 - 关税担忧
- 零售 - 业绩强劲复苏
- 食品 - 食品安全大检查，打假

2025年前4个月，各单位和地方机关共查处超过3.4万起违法案件，其中立案近1400起，涉案人员2100余人。自2025年4月3日标志着第一起案件的开始，自此以来相关部门已查处多起涉及假牛奶、假保健食品以及来源不明商品的案件。由此，许多合规经营的企业将开始崛起，并赢得消费者信任 and 市场份额。

VNM 于 2025 年第一季度推出 20 款新产品，并于 2025 年 5 月开设第一家旗舰店。



许多纺织和木制家具企业受到美国关税的沉重打击：**MSH、TNG、VGT、TCM、SAV、PTB。**



2025年6月8日，美国商务部宣布对24家越南企业出口的虾类产品征收反倾销税，税率为35%。



消费板块——新的法律走廊和市场改革仍然是亮点

板块	股票代码	营收（十亿越南盾）						净利润（十亿越南盾）					
		1Q20	1Q21	1Q22	1Q23	1Q24	1Q25	1Q20	1Q21	1Q22	1Q23	1Q24	1Q25
奶制品	VNM	14,206	13,241	13,940	13,954	14,125	12,965	2,777	2,597	2,283	1,906	2,207	1,587
	QNS	1,431	1,648	1,830	2,139	2,542	2,287	117	161	176	317	532	392
	IDP	791	1,262	1,410	1,579	1,646	1,911	36	178	236	218	223	107
食品	MSN	18,004	20,321	18,219	18,715	18,942	18,946	-216	343	1,895	439	479	983
	KBC	556	2,002	692	2,223	152	3,117	94	715	523	1,056	-77	849
	NAF	291	304	314	407	312	359	16	12	8	13	14	13
啤酒	SAB	4,939	5,893	7,358	6,240	7,243	5,900	717	986	1,236	1,004	1,024	800
生猪养殖	DBC	2,467	2,572	2,921	2,402	3,343	3,750	349	365	9	-321	73	508
	BAF	-	2,485	1,539	817	1,292	1,124	-	93	88	4	119	134
	VSN	1,468	1,210	951	899	843	765	46	38	36	35	29	19
糖	SBT	2,981	3,189	3,534	5,721	6,172	7,304	96	192	207	153	188	215
	SLS	287	296	322	411	242	290	26	47	57	109	102	89
	LSS	509	519	479	406	726	595	7	5	7	9	35	25
零售	MWG	29,674	31,156	36,819	27,335	31,685	36,333	1,132	1,339	1,445	21	903	1,548
	FRT	4,141	4,692	7,813	7,787	9,068	11,700	36	31	169	2	61	213
	PNJ	5,047	7,235	10,229	9,890	12,703	9,760	408	513	721	749	738	678



银行业：信贷增长加速

截至2025年6月16日，信贷较年初增长6.99%，高于去年同期的3.75%。

银行股表现依然相对积极，利好因素包括：经济高增长计划将刺激信贷需求，今年信贷增长目标设定为16%；支持性政策调整，例如第69/2025号法令，将参与重组弱势信贷机构的银行（HDB、VPB、MBB、VCB）的外资持股比例扩大至49%，以及近期出台的政策建议，包括《关于资本重组的第15/2022/TT-NHNN号通函修正案草案》或将信贷机构抵押资产扣押合法化的提议。

然而，可以看出，强劲的增长势头集中在拥有自身故事的银行，例如STB或TCB，这帮助这些股票不断创新高。

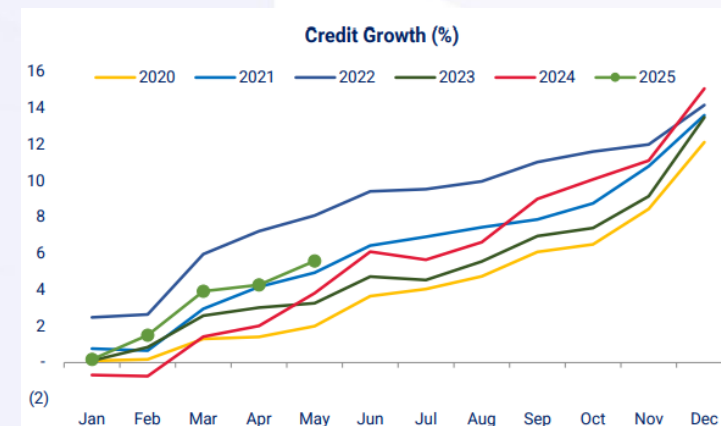
其余银行股的经营业绩大多未能实现突破性增长，尤其是净利息收入承压，原因是净息差收窄，以及新冠疫情债务延期通知（02/2023/NHNN）于2025年1月1日正式到期后受到拨备成本上升的压力，加上第一季度坏账增加的趋势。

面对存在不确定性的关税信息，银行股比其他行业板块吸引了更多现金流，因为该板块不受此类信息的直接影响。

另一方面，前景不明朗的宏观环境将在未来短期内给银行在平衡和选择信贷投放对象方面带来更多困难。净息差障碍和不断增加的坏账也使业务前景黯淡。不过，我们认为，银行业的信贷增长将从第三季度开始逐步加速，并与往年类似完成信贷增长目标。

推荐股票：VCB、CTG、BID、TCB、VPB、MBB。

请点击[此处](#)参阅GTJA的《2025年第一季度银行板块业绩更新报告》。



源: VBMA, GTJASVN Research



影响银行业的政策要点

一、合法化扣押担保资产的权利

提交日期：2025年5月20日 - 越南国家银行（SBV）向越南国会提交。

内容：合法化第42号决议中曾经提出的规定，旨在赋予信贷机构在客户违反债务义务时扣押担保资产的合法权利。

影响：提高坏账处理效率，缩短回收时间；降低银行信贷成本和法律风险。

支持改善资产质量和资本充足率（CAR）。

二、第69/2025/ND-CP号法令，自2025年5月19日起生效，旨在接受强制性合并的商业银行可将其外资持股比例扩大。具体而言，外国投资者的总持股比例可超过这些银行注册资本的30%，但不得超过49%，但国家持有注册资本50%以上的商业银行除外。

影响：为银行创造寻求海外合作伙伴的机会，改善资本来源，服务于增长目标（HDB, MBB, VPB, VCB）。

三、第02/2025/TT-NHNN 号通函 - 发行存款证

发布日期：2025 年 4 月 29 日 - 自 2025 年 6 月 16 日起生效。

内容：关于发行流程、利率以及购买存款证的主体的具体说明。

影响：拓展信贷机构的中长期资本筹集渠道；为更有效的流动性监管创造空间。

四、关于资本重组的第15/2022/TT-NHNN号通函的修订草案内容：调整越南国家银行对信贷机构的授信机制。

明确界定检查、监督和管理部门的职责。

影响：商业银行将更有利地获得资本重组资金，用于处理坏账。

五、关于债务交易和处理的通函草案内容：允许债务管理公司代表信贷机构处理经授权的担保资产。

影响：促进债务交易市场的规划；提高坏账回收能力，减轻信贷机构的压力。

六、终止第02/2023/TT-NHNN号通函（新冠债务延期）的有效性

失效期：自2025年1月1日起。

影响：信贷机构不再有为客户重组债务偿还期限的依据；2025年短期坏账率将上升。



当前银行趋势 —— 向“综合性银行”（Universal Bank）转型

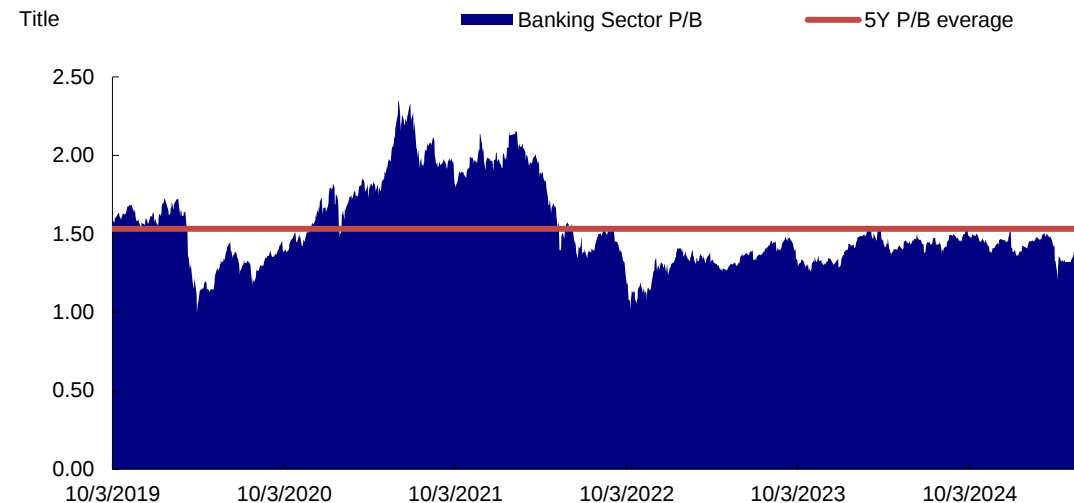
2025年，越南银行业向综合性银行（Universal Bank）转型的趋势日益明显，各家银行正在积极扩展其金融生态系统。

银行	资产管理公司	保险公司	消费金融	证券公司	备注
ACB				X	ACB证券公司持续强劲增资。
BID		X		X	
CTG	X	X		X	
HDB			X	X	
LPB				X	
MBB	X	X	X	X	已完成生态系统布局。
MSB			X		2025年，MSB公布计划将通过出资或收购证券公司和基金管理公司重返证券领域，每家公司预计注册资本在3000至5000亿越南盾之间。
OCB				X	OCB计划收购证券公司，目前与OCBS有战略合作关系。如市场条件允许，将考虑收购OCBS。
SHB		X	X	X	已完成出售SHBFinance。
SSB				X	SeABank计划收购ASEAN证券公司，持股比例达100%。
STB				X	
TCB	X	X	X	X	已完成生态系统布局。
TPB	X			X	
VCB	X			X	
VIB				X	
VPB		X	X	X	VPBank2025年股东大会通报将成立人寿保险公司，注册资本为2万亿越南盾。过去两年，VPB不断完善生态系统，通过收购和增资VPBankS证券公司，扩展保险和证券板块。

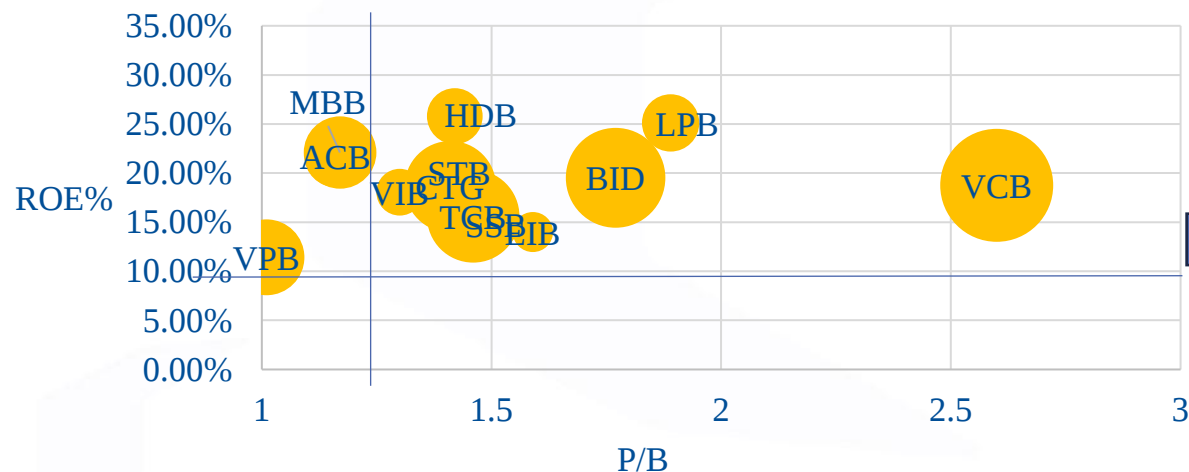


银行股创新高

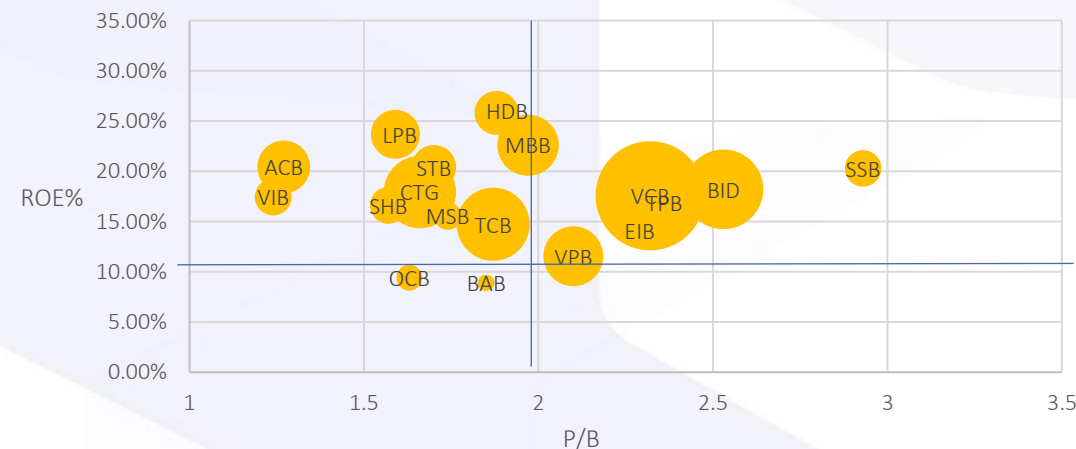
自年初以来，上市银行的平均市净率估值大幅上升。然而，涨幅仅集中在少数几只股票，包括STB、TCB、MBB、LPB.....而其他大多数股票在经历了第三季度末和第四季度初的回调后，股价基本维持在与年初相当的水平。值得注意的是，部分银行股创下新高，包括STB和TCB，主要是由于STB的坏账重组进程正逐渐结束，而TCB旗下的TCBS计划在明年上市。其估值目标为30-50亿美元，或将改变母银行的估值水平。



2024YE



2025年5月23日



源: FiinproX, GTJASVN Research

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



物流-海港-关税和贸易紧张局势下的前景

- 2025年起海事联盟变更
- 芹苴超级港口将于今年开工
- 关税影响进出口前景
- 海运费和集装箱租船费——中东冲突



Asia-Europe Carrier Alliances: 2015-2025					
	Number of Providers				
2015-2016	16	2M Maersk MSC	Ocean 3 CMA CGM CSCL UASC	CKYHE Alliance COSCO K Line Yangming Hanjin	GS APL Hapag-Lloyd HMM MOL NYK OOCL
2017	11	2M Maersk MSC	OCEAN Alliance CMA CGM COSCO Evergreen OOCL	The Alliance Hapag-Lloyd K Line MOL NYK Yang Ming	
2018-2024	10	2M Maersk MSC Hamburg Sud (owned by Maersk)	OCEAN Alliance (OA) CMA CGM COSCO OOCL Evergreen	The Alliance (OA) Hapag-Lloyd ONE (Ocean Network Express) Yang Ming HMM	
2025	10	MSC	Gemini Maersk Hapag-Lloyd	OCEAN Alliance OOCL CMA CGM COSCO Evergreen	Premier Alliance ONE Yang Ming HMM

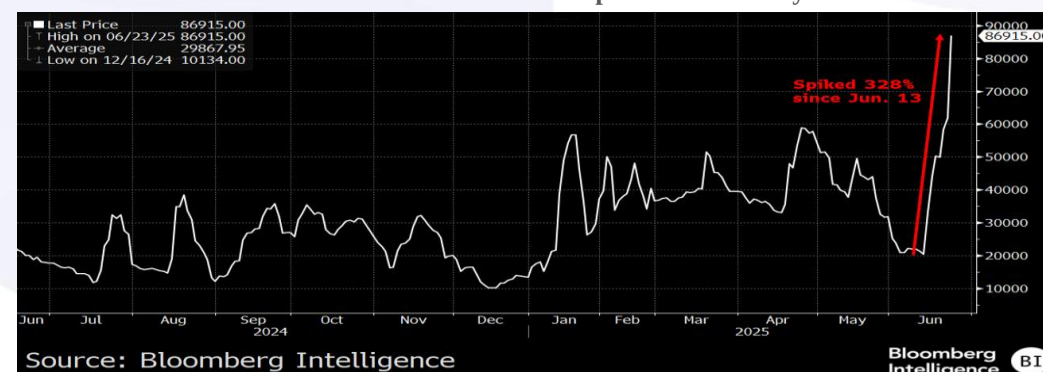


- 评估关税的影响尚需时日。今年前4个月，通过海港的货物吞吐量保持了两位数增长，这可能反映了美国在2025年7月关税生效前刺激出口活动的举措。
- 一些个体企业正受益于运费上涨的趋势，例如HAH和PVT。
- [请点击此处](#)GTJA的《港口与海运行业展望报告》。

Drewry World Container Index (WCI) - 19 Jun 25 (US\$/40ft)



VLCC Arab Gulf to China Spot Rate USD/Day



Source: Bloomberg Intelligence

Bloomberg Intelligence

源: Drewry, Bloomberg, GTJASVN Research

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

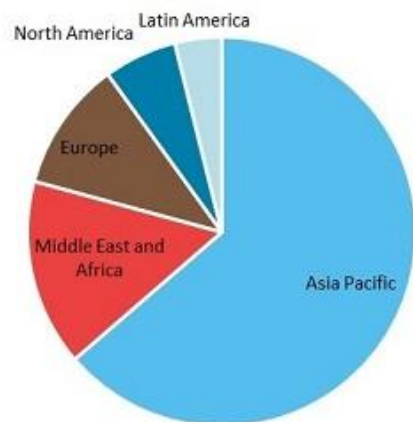


化工 - 化肥 - 上行周期

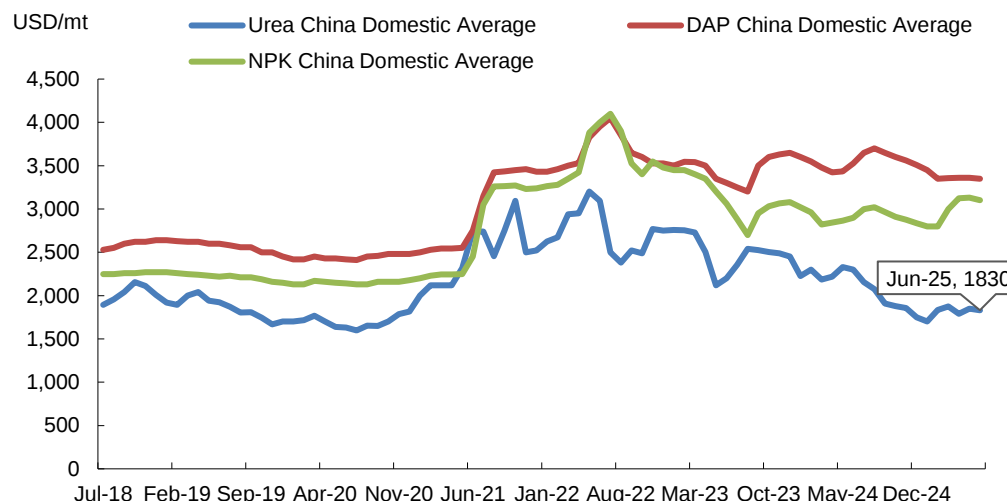
- 得益于前期低基数效应以及中东冲突导致全球尿素价格波动带来的短期利好，化肥企业经营业绩正重回增长周期。然而，同样需要注意的是，全球尿素供应仍处于高位，且若中国解除尿素出口限制，供应量可能进一步增加。因此，我们认为尿素价格虽有望回升，但难以重返2022年峰值水平。与此同时，磷酸二铵（DAP）和钾肥因出口国供应收紧导致价格上涨。
- 此外，自2025年7月1日起生效的5%增值税政策，本土企业相比进口企业的竞争力将得到提升。
- 另一方面，电价自2025年5月起上调4.8%对生产成本带来一定压力。

化肥价格走势

Global Urea Capacity by Region



源: mcgroup



源: Bloomberg, GTJASVN RS

Price change	1Day	1Month	1Year	Date
Urea	3.47%	-1.92%	43.20%	23-Jun
Di-ammoniu m (DAP)	0%	7.68%	33.64%	23-Jun

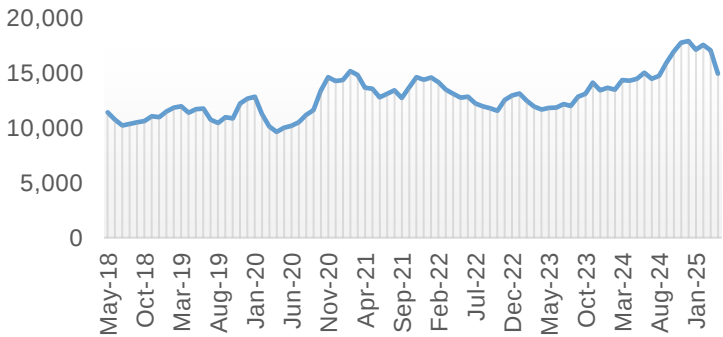
源: tradingeconomics





直到2027-2028年全球橡胶市场仍处于供应紧缩周期

Shanghai (China) RSS3 Generic
1st 'JN' Future



源: Bloomberg, caosu.com.vn

2025年第一季度，越南橡胶价格创下2022年以来最大涨幅。具体而言，出口均价达到1857美元/吨，同比上涨29%，自年初开始这一趋势已经显示非常明显：1月和2月，橡胶出口价格分别同比上涨25%和32%。然而，到3月底，橡胶价格的上涨趋势却出现放缓迹象。原因是作为越南最大橡胶消费市场的中国开始调整采购政策，导致需求略有下降。

到4月，美国宣布针对包括中国在内的多个国家进口商品实施新的关税措施，导致市场突然大幅下跌，橡胶原料市场也受此影响。

天然橡胶生产国协会（ANRPC）表示，2025年橡胶价格前景依然乐观。预计平均价格将在每吨1750美元至2000美元之间，具体取决于供求关系和宏观经济形势。如果中国实施其计划中的汽车、电动汽车和工业扶持计划，橡胶进口需求可能会在2025年第三季度和第四季度激增。

板块	股票代码	收入						净利润					
		1Q20	1Q21	1Q22	1Q23	1Q24	1Q25	1Q20	1Q21	1Q22	1Q23	1Q24	1Q25
化学板块	DPM	1,711	1,974	5,885	3,289	3,366	4,189	106	179	2,126	262	268	211
	DCM	1,393	1,932	4,283	2,830	2,885	3,572	92	152	1,518	230	350	412
	DDV	422	646	867	750	784	1,163	(6)	36	137	0	26	122
	BFC	900	1,799	2,630	1,364	1,969	2,589	5	68	86	(40)	74	111
	CSV	329	295	483	392	351	482	48	37	112	71	50	56
	LAS	538	785	1,096	1,253	1,492	1,648	4	24	31	33	52	72
橡胶	GVR	2,752	4,855	4,905	4,142	4,590	5,682	337	1,216	1,316	756	650	1,356
	DPR	102	202	204	180	187	203	27	52	47	62	62	76
	PHR	221	280	366	327	323	311	211	88	299	234	78	103
	DRI	53	125	134	126	118	205	(9)	16	21	15	21	56
	TRC	52	101	120	106	146	226	20	23	5	3	15	70
	DRC	831	998	1,354	1,152	1,003	1,222	37	64	66	25	49	9

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



电力——改善供应的压力

2025年前六个月，全国电力系统总发电量预计达到1564亿千瓦时，比2024年同期增长3.04%，达到2025年计划的45%。

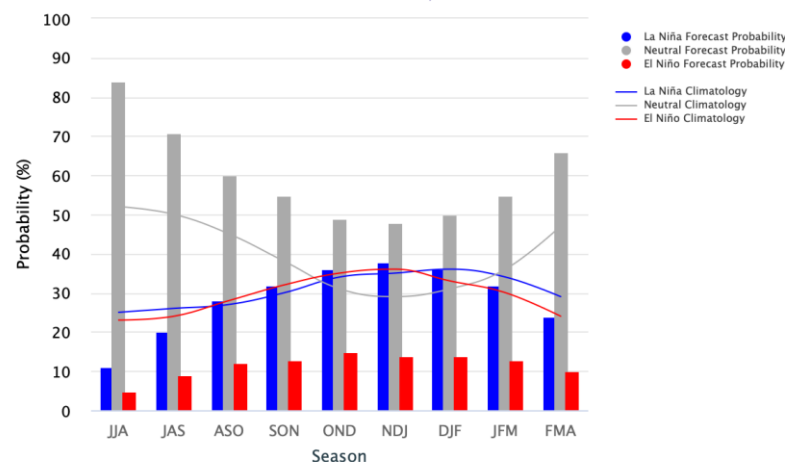
- 燃煤火电仍是电力调动的主要来源，并受益于低煤价。
- 由于两个液化天然气（LNG）发电项目（属于POW）投入运营，燃气火电供应量有所扩大。
- 水电：拉尼娜周期可能不如预期。此外，由于电价框架机制（第982/QD-BCT号决定，2025年4月），水电企业也面临困难。
- 可再生能源：根据国家电力规划，可再生能源是长期发展重点。然而，短期内仍面临诸多挑战，需要等待直接购电机制（DPPA）和新的风电价格框架的完善。目前，许多可再生能源发电企业正在推进新项目（REE, HDG, GEG等）的开发。
- 请点击[此处](#)参阅GTJA的《2025年电力板块报告》。

Asia Coking Coal Future Contract

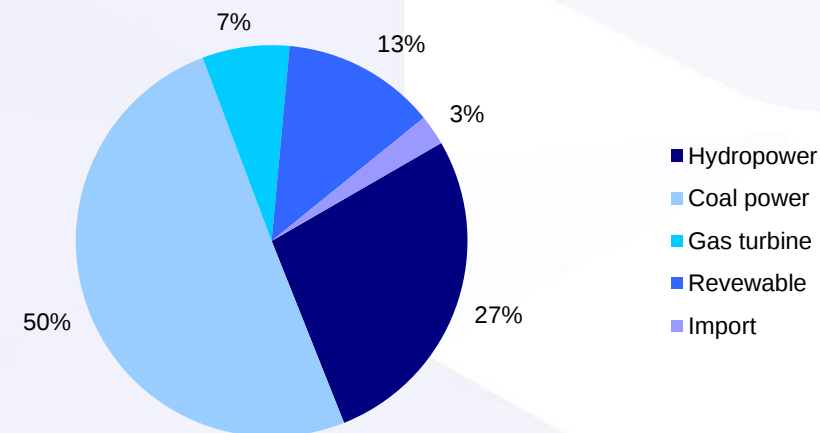


Mid-June 2025 IRI Model-Based Probabilistic ENSO Forecasts

ENSO state based on NINO3.4 SST Anomaly Neutral ENSO: -0.5°C to 0.5°C



2025年6个月电力动员率



源: Bloomberg, iri.columbia.edu, MoIT, GTJASVN Research



石油和天然气——诸多支撑因素

- 受中东战争消息影响，石油和天然气板块的股票在6月大幅波动。然而，投资者仍需要关注企业的实际业务活动将从上述信息受到怎样的受益或影响。
- 从根本上讲，石油和天然气行业（以及总体配套服务）将在中长期受益于大型项目。
- 在经历了2024年以来的中期调整后，这类股票的估值处于相对合理的区间。

股票	主营业务	前景展望/影响因素
PVS	油气工程安装-海上工程安装服务，港口服务	相较于同属"P"系的其它企业，PVS凭借贯穿油气项目全周期的服务特性，业务量更为稳定。此外，PVS正积极拓展海上工程安装业务，顺应区域风电项目扩张趋势。
PVD	油气钻井服务	PVD主要受益于钻井平台租金上涨及东南亚地区平台租赁效率提升。此外，O Mon B区块项目预计将为PVD增加收入（公司计划为此项目增租1-2座钻井平台）。
PVC	油气钻探及钻井液服务	受益于国内油气勘探和开采项目
PVB	油气管道包覆服	主要受益于油气管道项目
GAS	天然气的收集、运输和分销	受益于新天然气开采项目，收入实现增长
PLX	石油分销	经营活动受到油价波动、国内消费以及相关政策的影响。
BSR	炼油	受油价波动影响

源: GTJASVN Research

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



附录: GTJA WATCHLIST

股票	板块	目标价	年初至今回报率	2025年第一季度税前利润同比	ROA	ROE	D/E	P/E	P/B	最新相关报告
STB	银行	44000	27%	38%	1.49%	20.40%	12.08	8.11	1.52	
MBB	银行	28490	2%	45%	2.29%	22.60%	8.35	6.32	1.32	
VCB	银行	71325	-38%	1%	1.69%	17.57%	9.29	13.93	2.31	
TCB	银行	32000	37%	-7%	2.23%	14.73%	5.43	11.22	1.58	link
HDB	银行	28233	-15%	33%	2.09%	25.82%	10.65	5.47	1.3	link
LPB	银行		2%	10%	2.09%	23.67%	9.9	9.54	2.07	link
ACB	银行	23500	-18%	-6%	2.01%	20.44%	9.24	6.59	1.25	
CTG	银行	43000	10%	10%	1.12%	17.93%	15.04	8.68	1.46	
VHM	房地产		95%	171%	6.27%	16.80%	1.51	10.03	1.56	link
KDH	房地产	38000	-18%	54%	2.87%	5.31%	0.54	32.96	1.71	
NLG	房地产	42600	2%	406%	2.37%	7.43%	0.98	20.31	1.46	
PDR	房地产		-14%	-16%	0.66%	1.39%	1.08	98.56	1.45	
HDG	房地产	34300	-9%	-28%	2.03%	4.59%	0.83	33.91	1.53	
HDC	房地产		0%	14285%	1.56%	3.43%	1.14	56.72	1.98	
AGG	房地产	19000	8%	-94%	1.46%	3.50%	1.21	24.73	0.87	link
IDC	工业园区房地产	53000	-20%	-48%	8.90%	31.16%	1.72	8.91	2.68	
SZC	工业园区房地产	Underperform	-14%	89%	4.45%	11.78%	1.48	17.83	2.02	
BCM	工业园区房地产	Underperform	-13%	191%	4.27%	12.53%	1.82	26.35	3.21	
SIP	工业园区房地产	79200	-18%	58%	5.15%	29.72%	3.97	11.21	3.06	
CTD	建设	88000	21%	-54%	1.30%	3.73%	1.99	25.63	0.95	
VCG	建设	24000	19%	-68%	2.03%	7.36%	1.57	23.56	1.7	link
HHV	建设	13500	7%	48%	1.23%	5.24%	2.48	11.44	1.05	
HPG	钢材	32500	2%	18%	5.74%	11.05%	0.94	13.92	1.48	link
HSG	钢材	18000	-9%	-28%	2.42%	4.17%	0.55	22.37	0.92	link
NKG	钢材	15000	-7%	-57%	2.71%	5.89%	0.89	11.94	0.8	

源: 25/6/2025 FiinproX, GTJASVN Research

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

附录: GTJA WATCHLIST

股票	板块	目标价	年初至今回报率	2025年第一季度 税前利润同比	ROA	ROE	D/E	P/E	P/B	最新相关报告
MWG	零售	68000	7%	60%	6.33%	15.86%	1.45	21.83	3.28	
PNJ	零售	95000	-19%	-9%	13.13%	18.57%	0.48	13.04	2.29	
FRT	零售	191000	-7%	207%	3.01%	23.95%	6.13	52.61	11.3	link
SSI	证券		-6%	11%	3.95%	11.33%	2.03	15.86	1.75	
HCM	证券		-29%	-18%	3.24%	9.54%	1.95	15.08	2.19	
MBS	证券		-5%	48%	4.06%	12.93%	2.12	16.43	2.16	
FTS	证券		-11%	-10%	5.79%	13.65%	1.51	22.78	2.96	
VCI	证券		8%	56%	4.30%	9.37%	0.89	22.38	2.05	
HAH	海上运输	72000	34%	410%	11.91%	25.78%	0.74	9.81	2.32	link
BWE	公用事业	52000	0%	-4%	4.50%	11.77%	1.84	17.2	2.05	
MSR	基础资源		55%	71%	-3.47%	-9.36%	1.16	-17.53	1.68	link
DGC	化学	110000	-17%	27%	19.53%	23.08%	0.15	11.82	2.64	link
FPT	技术	130000	-23%	19%	11.81%	27.66%	0.95	20.86	5.41	
CTR	电信	120000	-21%	7%	7.69%	29.26%	2.84	20.74	5.62	
TTN	电信	21100	-27%	33%	11.54%	13.92%	0.19	9.54	1.26	link
PVS	石油天然气	40000	-4%	4%	3.56%	8.16%	1.34	14.11	1.12	
PVD	石油天然气		-14%	-9%	2.97%	4.43%	0.43	16.18	0.7	
GAS	石油天然气	80000	-1%	8%	12.13%	16.96%	0.28	14.86	2.51	
PLX	石油天然气		-1%	-75%	2.55%	7.57%	1.71	24.3	1.81	

源: 25/6/2025 FiinproX, GTJASVN Research

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



附录：股票股息组合

	股票代码	交易所	主要业务	2024年股息率 (股息/股价)	过去十二个月市盈率 (TTM)	2024年股价涨幅
组1	VEA	UPCOM	汽车	17%	7.08	30%
	QNS	UPCOM	豆奶与糖制品	10%	7.41	21%
组2	HTL	HOSE	卡车分销	96%	13.28	231%
	SMB	HOSE	中部分公司啤酒	11%	6.71	28%
	SED	HNX	出版	8%	4.22	30%
	CLC	HOSE	香烟包装	12%	8.87	51%
	SLS	HNX	糖	15%	3.82	42%
	TCW	UPCOM	货运代理	9%	6.58	24%
	NET	HNX	洗衣粉	8%	8.36	27%
组3	TLG	HOSE	文具	5%	9.2	47%
	INN	HNX	包装印刷	6%	9.26	28%

请点击[此处](#)参阅GTJA的2025年股票股息报告。





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

武琼如

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:702

吴妙玲

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

郑庆玲

Research Analyst

linhtk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:707

阮德平

Senior Research Analyst

binhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:704

阮岐明

Chief Economist

minhmk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:706

陈氏红绒

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

