



企业报告：西贡 VRG 投资股份公司（HOSE：SIP）

分析师

武琼如

邮箱: nhuvq@gtjas.com.vn – ext 702

2025年6月26日

第一期报告

投资论点

短期前景：

SIP 的短期经营前景乐观，主要得益于现有项目的支持以及大约 12 万亿越南盾的稳定积压订单（Backlog）所构成的收入结构。尽管工业园区土地出租活动受到关税政策的影响，但已签订的工业园区土地租赁活动以及工业园区内的电力和供水服务带来的稳定收入结构有助于确保整体营收的持续性。

中长期前景良：拥有大规模可出租土地资源，布局战略位置

从中长期看，我们认为 SIP 拥有稳健的资产基础，可在内外资投资强劲回流时把握机遇。具体而言，该企业目前拥有超过 1000 公顷且已完成法律手续的商业用地——在法律要求日益严格、新项目审批时间延长的背景下，这无疑是一项显著优势。凭借这一优势，SIP 可以在需求恢复后迅速重启开发和租赁活动，无需花费更多时间进行场地清理或申请新的许可证。SIP 财务状况良好，工业园区土地租赁活动带来了充足的现金流，几乎无需借款融资。

2025 年业绩预测与投资建议：

我们预测，SIP 在 2025 年将实现营收 8.667 万亿越南盾，同比增长 11%；税后利润为 1.335 万亿越南盾，同比增长 4.5%；每股收益（EPS）预计达到 6345 越南盾/股。

基于分部估值法（SOTP），我们将 SIP 的目标股价定为 79207 越南盾/股。

据此，我们建议“买入”SIP 股票，目标价为 79200 越南盾/股，相较于 2025 年 6 月 26 日的收盘价，具有 15% 的上涨空间。

建议

买入

目标价

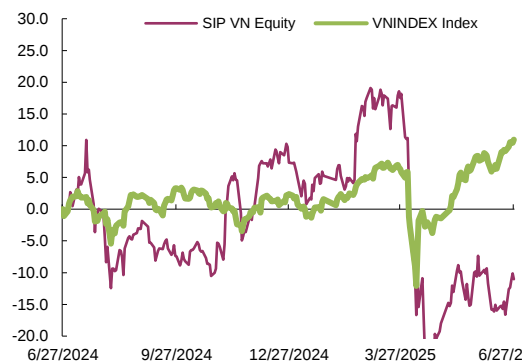
VND 79200
(+15%)

目前价

(2025年6月26日)

VND 68900

股价走势（1 年回报）



股价波动

1 M

3 M

1 Y

波动率%

-0.1%

-23.9%

-10.9%

与越南指数相比

2.3%

-20.3%

-2.6%

平均价（越盾）

66,900

67,280

76,499

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数（百万）

210.53

大股东（%）

An Loc JSC 19.79%

市值（十亿越南盾）

14,358.38

Free float (%)

51.59%

三个月平均成交量（‘000）

666.64

ROE 2024

29%

52 周最高/最低价（越盾）

94800 / 55900

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN).

一、企业概况

西贡 VRG 投资股份公司（HSX: SIP）是一家从事工业园区投资与开发的企业，主要业务集中在越南南部重点省份。目前，公司正在管理和出租 4 个工业园区，根据规划，总土地储备达到 3204 公顷。此外，公司还提供配套服务，如电力和供水服务、污水和垃圾处理管理服务，为工业园区租户提供全面保障；同时开展住宅区及安置区开发，并拥有若干子公司，经营物流服务、厂房建设、包装生产等业务。

成立历程

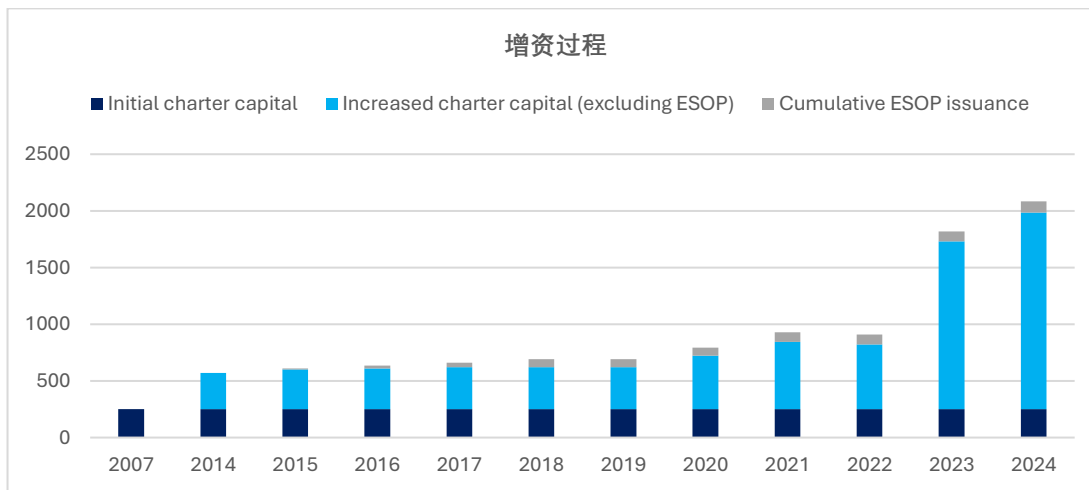
经过超过 17 年的建设与发展，西贡 VRG 逐步构建并完善了其闭环商业模式，以工业园区土地租赁为核心，结合多项辅助服务，打造出一个统一而可持续的生态体系。

在 2007 年至 2018 年阶段，公司专注于开发多个关键大型工业园区：



2019 年至今阶段：一、加快推进重组和增资，迈向股票上市；二、扩建和布局新的工业园区；发展预制厂房及按需定制厂房业务。





源: SIP, GTJASVN RS

股东结构

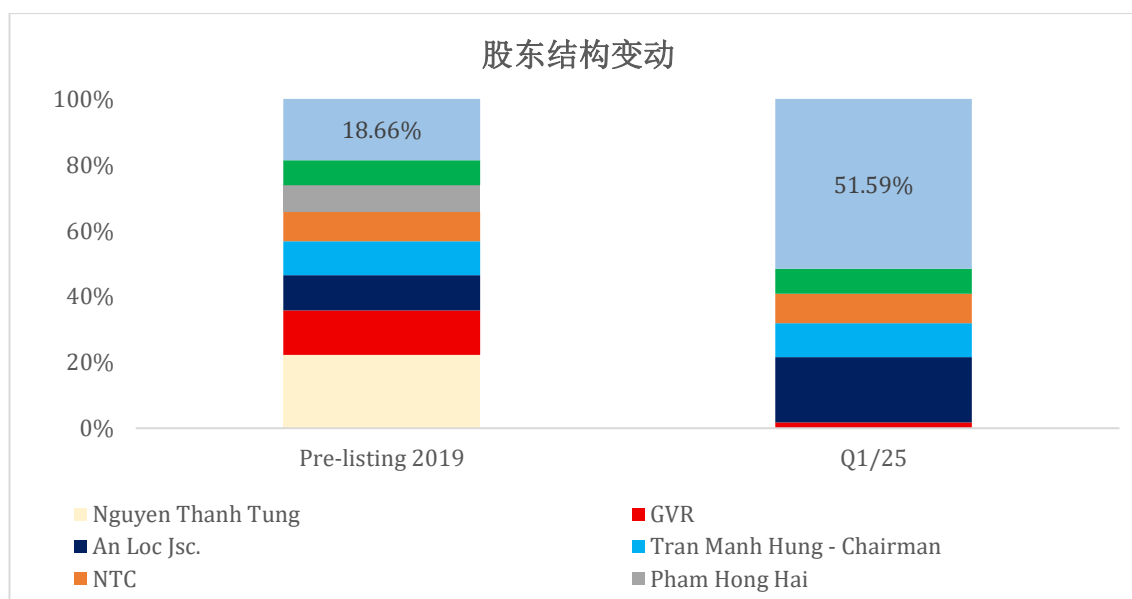
公司于 2007 年由三大创始股东成立，包括：

- 越南橡胶集团（HOSE: GVR）
- 橡胶投资与建设股份公司
- 福和橡胶股份公司（HOSE: PHR）以及若干个人股东。

在 2019 年上市之前，公司的股东结构相当集中，核心成员和创始机构合计持有约 81.3% 的公司注册资本。

截至 2025 年第一季度末，西贡 VRG 投资公司的股东结构发生了变化，目前仅剩 4 个主要股东，包括：

- 安禄城市投资与发展股份公司（持股 19.79%）；
- 董事会主席陈孟雄（Tran Manh Hung）先生（持股 10.3%）；



源: SIP, GTJASVN RS

管理层自公司创立初期便一路同行

公司管理团队自成立初期起便与企业共同成长。管理层成员在关键专业领域具有深厚的专业背景，专注于服务工业园区投资开发与企业运营的核心领域：法律、金融、工程与工业。

截至 2025 年第一季度，董事会与管理层合计持有 SIP 公司 25.7% 的股份。

值得一提的是，公司多位核心管理人员，包括董事长与首席执行官曾是 Sepzone Linh Trung I 合资公司的员工。该公司于 1992 年成立，是越南政府与台湾政府合作设立的合资企业，背景是在越南开始对外开放、积极吸引外资的关键时期。

Linh Trung 出口加工区是胡志明市最早设立的出口加工区之一，目的是推动出口，吸引在轻工业与加工业领域的企业投资与生产。

得益于在 Linh Trung I 出口加工区长期积累的管理与运营经验，西贡 VRG 投资股份公司（SIP）核心管理层已具备先进的产业园区管理理念与高效的开发执行能力。通过在基础设施建设、外资引入、劳动力管理及环保管控等方面的实操经验，SIP 不断优化园区开发模式，为规划新一代工业园区奠定坚实基础，契合越南政府推动工业化发展的战略方向。与此同时，公司充分发挥现有园区的区位优势，积极对接国家重点经济区域，推动现代化基础设施建设，持续吸引境内外优质企业入驻，为实现企业的可持续、高质量发展目标提供有力支撑。

成员公司生态体系

目前，公司直接管理 7 家子公司和 2 家间接子公司。

业务板块	子公司名称	持股比例 (%)	主要业务
建筑板块	Incontec Construction JSC	99.80%	铁路与公路工程建设
	Phu An Thanh Construction Investment and Consulting JSC	85.47%	提供民用与工业建筑设计、建筑咨询与施工服务
工业园区业务板块	VRG Long Thanh Investment and Development JSC	69.00%	工业园区基础设施与住宅区开发
	VRG Long Duc Investment JSC	57.95%	工业园区与城市区基础设施开发，负责隆德工业园区第二期推进
物流服务板块	VRG Thanh Phuoc Logistics Port and Services JSC	99.82%	为福东工业园区提供物流服务，运营清福港口
其他业务板块	Saigon VRG Services Development JSC	99.80%	内部服务提供商：提供矿泉水、建设电站与供水站，并销售光伏板及办公用品
	AT Investment One-Member Limited Liability Company	99.80%	房地产经营
	Dong Nam Investment and Development JSC	99.95%	高品质天然橡胶产品销售
	Saigon Packaging JSC	93.58%	包装制品与塑料制品生产

2 家联营公司（已于 2024 年从 VRG 撤资）

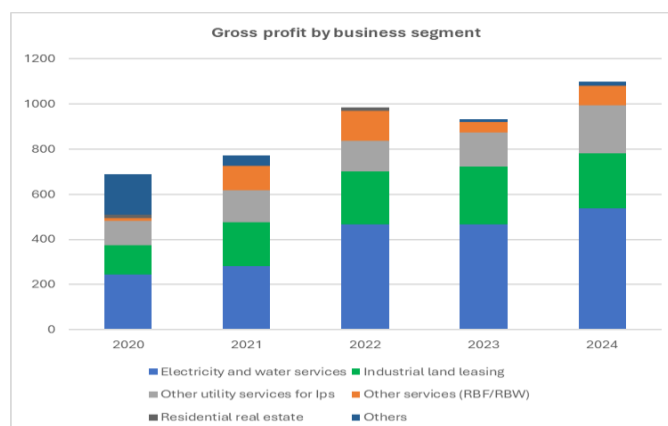
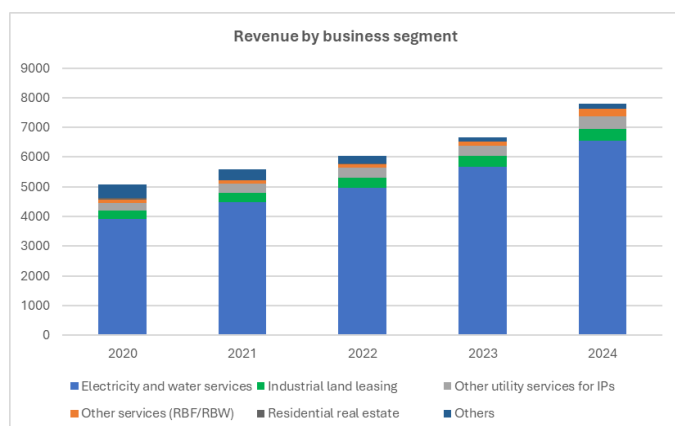
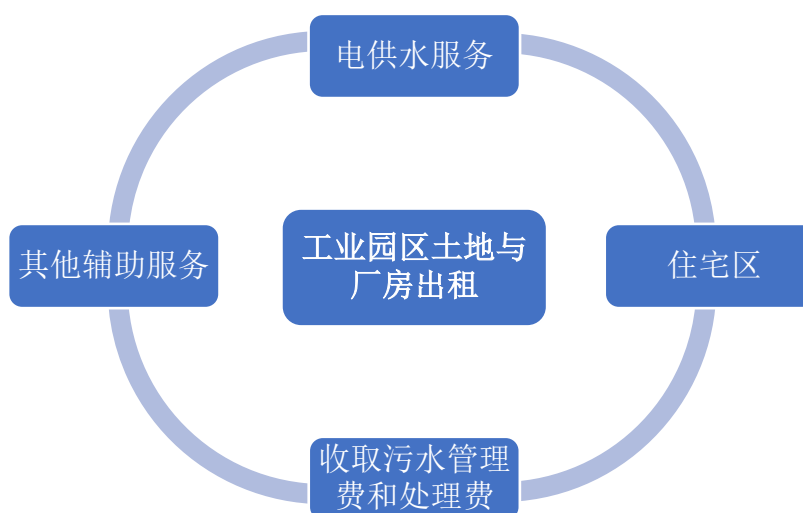
业务板块	子公司名称	持股比例 (%)	主要业务	注册资本 (百万越南盾)
工业园区业务板块	南新洲工业园股份公司 (Upcom: NTC)	24.87%	工业园区基础设施和住宅区的发展	239999
其他业务板块	FICO 西宁水泥股份公司	20.68%	矿产勘探和开采	48337

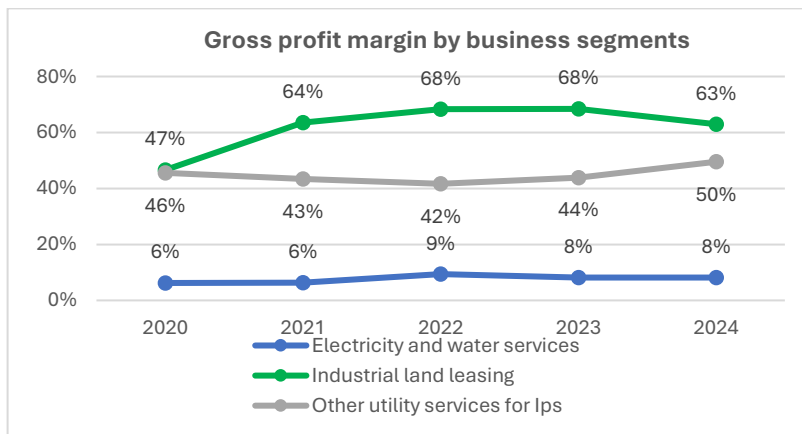
源: SIP, GTJASVN RS

二、经营活动分析

在公司整体的形成与发展过程中,始终坚持聚焦核心业务,即在工业园区内进行土地出租。与此同时,公司充分整合资源,在各园区内合理划分部分土地,用于改建仓库、建设标准化厂房,或根据客户需求定制厂房。

为更好地服务园区企业,公司逐步拓展并完善配套服务体系,建立了覆盖生产运营、生活居住与园区管理的综合服务网络。这些服务包括:为企业生产活动提供电力、水源等基础设施支持;在园区周边开发住宅区,满足员工居住需求;收取园区管理服务费、污水与垃圾处理费用等。



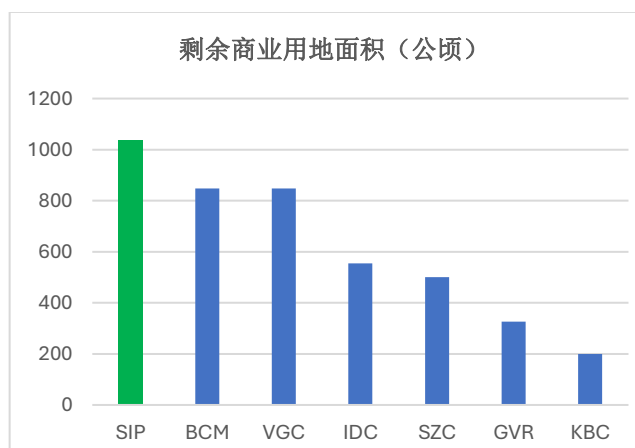
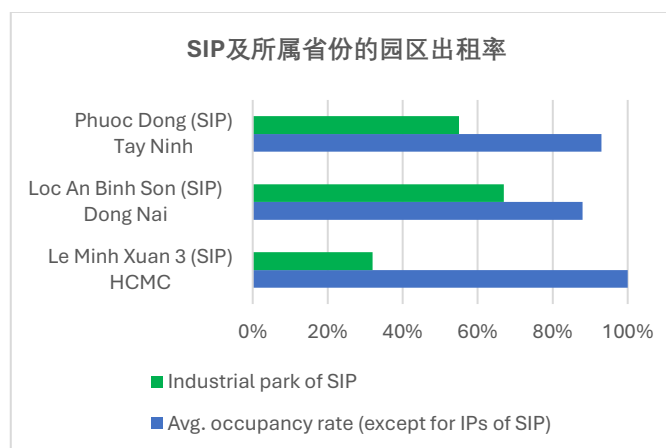


源: SIP, GTJASVN RS

- 工业地产板块在公司收入中占比较小，主要原因是公司采用直线法确认收入，这是一种客观因素所致的会计处理方法。因此，该板块的年度收入未能充分反映其实际经营表现。
- 相对而言，工业园区土地租赁板块毛利率较高，主要得益于企业在土地价格较低时期及时完成征地补偿，以及高效推进场地清理工作。SIP 所拥有的土地位于郊区，居民较少，地势平坦、土壤硬度高，从而显著节约了土地平整和场地清理成本。
- 电力和供水服务部门的利润率较低，因为其销售和采购价格依赖于 EVN 价格表；但较大的租赁规模有助于为企业的毛利润贡献较大的绝对值。

2.1. 工业园区土地租赁为核心业务

截至 2024 年底，SIP 已建成并管理位于西宁市、胡志明市和同奈省的 4 个工业园区，这些省份均为越南南部重点经济省份，在招商引资方面各具优势。



	福东一期 (A 区 - 工业 园)	福东二期 (B 区 - 工业 园)	福东三期 (B 区 - 工业 园)	东南工业园	黎明春 3 工业园	禄安-平山 工业园	隆成二期工 业园
位置	西宁市鹅油县	西宁市鹅油县	西宁市鹅油县	胡志明市古 芝	胡志明市 平政	同奈隆成	同奈隆成
所有权比例	100%	100%	100%	100%	100%	69%	57.95%
规划面积 (公 顷)	1014.07	1175.04		287	231.25	497.77	293.9
使用年限	2058	2058	2058	2058	2060	2064	2075
覆盖率	96%	43%	-	89%	32%	67%	-
剩余可租用工 业用地面积	28.32	290.95	394.33	19.22	100	117	尚未启动
租金 (美元/平 方米/租期)	85-100	85-100	85-100	220 – 230	250 – 300	170 – 200	N/A
主要招商行业	纺织、成衣、 轮胎、其他	纺织、成衣、 轮胎、其他	纺织、成衣、 轮胎、其他	消费品、电 子产品、电 池	仓储、消 费品生产	仓储、消 费品生产	综合行业
法律手续	已完成	已完成	正在清理场地	已完成	已完成	已完成	已获投资许 可

源: SIP, GTJASVN RS

- 福东 (Phuoc Dong) 工业园区位于西宁市的鹅油县 (Go Dau) 和盏盘市镇 (Trang Bang), 坐落在盏盘-福东-鹅油三角区的核心发展区域。该园区同时也是胡志明市与金边首都之间的重要连接枢纽, 这两座城市分别是越南和柬埔寨的经济与文化中心。
- 尽管福东工业园距离吉莱港 (Cat Lai) 和盖梅港 (Cai Mep) 等国际港口相对较远, 分别约为 80 公里和 120 公里, 但该园区仍具备多项独特优势: 距离木排国际口岸仅约 20 公里, 靠近清福内河港 (Thanh Phuoc), 仅约 10 公里 (由 SIP 自 2013 年起参与投资建设), 并拥有来自油汀湖 (Dau Tieng) 的丰富水资源, 非常适合染整、轮胎等高耗水产业的发展。这些产业也是西宁市重点鼓励发展的方向, 然而在其他地区往往因用水受限而发展受阻。
- 得益于连片土地资源充足、租金低廉以及聚焦特定产业的策略, 福东工业园一期迅速实现高入住率, 尤其在 2018 至 2019 年间已有超过 300 公顷土地成功出租。诸如 Gain Lucky、Billions 与 Luthai 等大型企业均租用 50 公顷以上的土地, 体现出园区强大的吸引力。
- 在陆路交通方面, 福东紧邻西宁市主干道 DT 782 号公路, 该路线直接连接 22B 国道, 是目前西宁通往胡志明市的唯一货运主动脉。

福东工业园区的大型项目

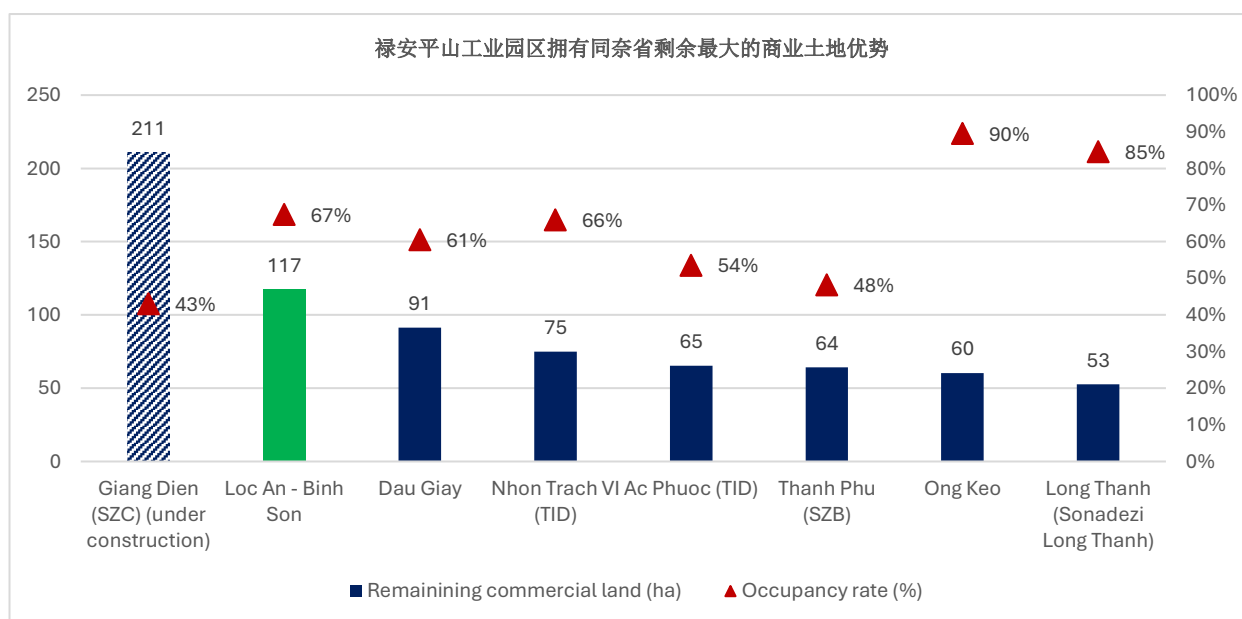
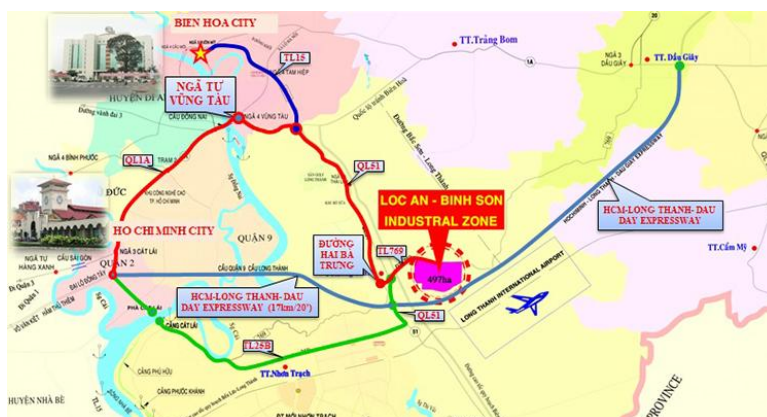
客户名称	投资资本	制造行业类别
BROS Eastern	8 亿美元	Brotex 彩色纤维生产工厂
Jinyu (中文)	6.12 亿美元 (2020 年越南前五大 FDI 项目之一)	TBR 大型轮胎生产工厂, 年产量达 200 万条
CCGrass (中文)	第一期: 5800 万美元; 第二期: 高达 1.5 亿美元	人工草坪生产工厂

源: SIP, GTJASVN RS

禄安-平山工业园区（SIP 持股 69%；GVR 持股 31%）地理位置优越，距离龙城国际机场仅约 20 公里，距离卡莱港约 20 公里，距离盖梅-氏布港约 60 公里，使该园区成为辅助产业、高新技术行业以及短期租赁用于仓储、物流活动的理想目的地。

此外，截至 2025 年 3 月，剩余商业用地面积达 117 公顷，覆盖率为 67%，是同奈省剩余土地面积最大的地区，平均覆盖率为 88%，禄安-平山工业园区将因应省政府要求，接收租户将工厂迁入边和一号工业园区而短期受益。

禄安-平山工业园区
位置图

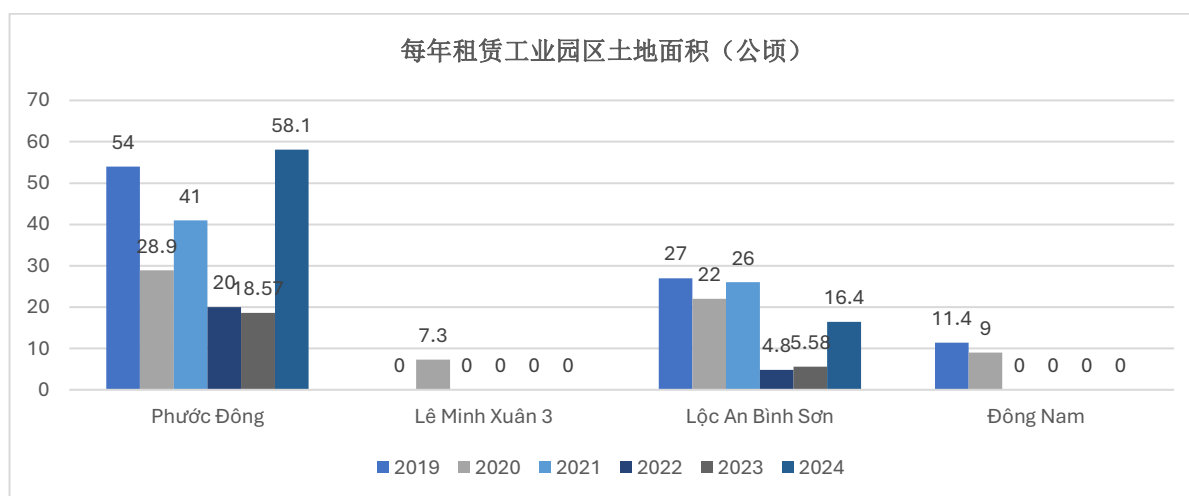


源: SIP, GTJASVN RS

东南工业园区是 SIP 自 2008 年起开发的首个工业园项目，位于胡志明市，拥有如 Vinamilk、First Solar 和 Worlodon 等大型租户。截至 2021 年底，该工业园区的覆盖率已达到约 88%。目前，SIP 正开发现有剩余部分的标准厂房（RBF）与标准仓库（RBW），以满足当前市场对这类物业的租赁需求。

黎明春 3 号工业园区则于 2014 年后成立，配备现代化基础设施，截至 2021 年底，覆盖率较低，仅约 32%，尚有超过 100 公顷的可销售土地已完成征地与清理工作。

SIP 各工业园区的土地租赁进展情况:



源: SIP, GTJASVN RS

在 2021 至 2024 年期间，SIP 的土地租赁活动主要集中于两个大型项目：**福东工业园（西宁市）**和**禄安一平山工业园（同奈省龙城）**。相反，位于胡志明市郊区的两个工业园——**东南工业园**和**黎明春 3 号工业园**，在此期间公司并未录得新的土地租赁交易，尽管仍维持每年约 5 公顷的租赁目标。造成这一现象的主要原因有两个：一、胡志明市区域的租金水平已维持在较高位置，每周期 250–300 美元/平方米； 剩余土地多为零散分割，难以满足制造商对大面积用地的租赁需求。

此外，胡志明市对老旧工业园区的重组方向，旨在提升土地使用效率，并聚焦于高新技术、物流和仓储服务等行业，这导致传统的工业用地租赁需求下降，逐渐被标准厂房与仓库（RBF/BTL）模式所取代。因此，预计在 2025 至 2030 年期间，东南工业园和黎明春 3 号工业园的土地租赁活动仍将趋于放缓。取而代之的，是通过建设厂房和仓库来开发剩余土地的策略，这不仅契合城市的发展方向，也更好地满足来自高新技术、电子、半导体等领域的外资企业（FDI）租户的实际需求——这些企业支付能力强，且受国际贸易波动影响较小。

根据管理层的分享，东南工业园与黎明春 3 号工业园均已完成全部法律手续，并位于胡志明市郊区——该区域在区域基础设施联通方面具有明显优势。同时，禄安一平山工业园临近龙城机场，构成了一个具有战略位置的工业园网络，适合发展成为东南部地区的物流与货物分拨中心。

SIP 管理层规划，在黎明春 3 号工业园开发 **32.81 公顷以上的土地**，在**禄安一平山工业园** **第一阶段开发 9.8 公顷土地**，用于建设可出租的标准厂房与仓库，以实现稳定现金流并提升现有工业园内碎片化土地的灵活开发能力。

2.2. 工业园区供电供水服务收入保障业绩稳定

SIP 是极少数获得越南工贸部许可建设 110kV 变电站的工业园区投资商之一，能够直接从越南电力集团（EVN）购电并向园区内租户进行再分配。目前，SIP 正在管理 4 座 110kV 变电站，总容量为 3×63 MVA，其中 3 座为福东工业园租户供电，1 座为禄安一平山工业园租户供电。

序号	变电站名称	安装容量	位置
	总容量	567 MVA	—
1	110kV 福东变电站	2×63 MVA	福东工业园，西宁市盎盎鹅油
2	110kV 福德变电站	2×63 MVA	西宁市鹅油（涉及福东工业园扩展区域）
3	110kV 嘉禄变电站	3×63 MVA	同奈隆城禄安一平山工业园区
4	110kV 顺利变电站	2×63 MVA	西宁市盎盎鹅油福东工业园区

源: SIP, GTJASVN RS

在该系统中，SIP 是最大的用电中心，因其园区规模较大且覆盖率高，贡献了约 70% 的电力销量和 81% 的售电收入。其余工业园如东南、黎明春 3 号和禄安一平山所占比重较小，但仍随着租地需求的增长而持续发展。为满足来自纺织、纱线、橡胶等高耗能行业日益增长的用电需求，SIP 正在扩建电力基础设施系统。在 2023 至 2026 年期间，公司将新建两座变电站（第 5 号和第 6 号），总装机容量为 126 MVA，服务于福东工业园第 2 和第 3 阶段的用电需求。特别是福东—Boi Loi 5 号 110kV 变电站目前正在建设中，预计将于 2025 年投入运营。根据 2025 年 5 月 9 日颁布的第 1279/QĐ-BCT 号决定，关于 EVN 电价销售规定，2025 年适用于 SIP 的购电和售电电价如下：

通过容量超过 100 MVA 的 110kV 变电站母线的批发电价；以及适用于 22kV 至 100kV 电压等级、用于生产行业的零售电价（适用于通过 SIP 各变电站进行的购电和销售）。

2025 年 5 月 9 日	买入价	卖出价	差额	差额百分比
正常时段	1744	1833	89	5.1%
低谷时段	1117	1190	73	6.5%
高峰时段	3197	3398	201	6.3%

来自中压侧的变电站批发电价（适用于使用由 EVN 投资建设的变电站供电，因 SIP 自身的变电站容量不足或尚未建设变电站的情况）。

适用于生产行业的电力零售价格 —— 适用于电压等级从 22kV 到 100kV 的用电。

2025 年 5 月 9 日	买入价	卖出价	差额	差额百分比
正常时段	1800	1833	33	1.8%
低谷时段	1168	1190	22	1.9%
高峰时段	3334	3398	64	1.9%

正常时段	从 4:00 到 9:30; 从 11:30 到 17:00; 从 20:00 到 22:00。
低谷时段	从 22:00 到 4:00。
高峰时段	从 9:30 到 11:30; 从 17:00 到 20:00。

源: EVN, GTJASVN RS

根据 EVN 的分时电价政策, SIP 可获得约 5%至 6%的电价差收益, 而通过中压线路供电的毛利率仅约为 1.9%。因此, 拥有并运营变电站不仅帮助 SIP 提升公用事业服务质量、提高利润率, 还能更好地服务园区租户, 实现每年稳定增长的收入。此外, 电价已于 2025 年 5 月进行调整, 平均较原价上涨 4.8%, SIP 的电力销售收入和绝对毛利润也将相应增长。

目前 SIP 已出租土地面积超过 1300 公顷, 尚有超过 1000 公顷待出租, 随着出租面积的持续扩大, 电力与供水收入也将不断提升, 尤其是位于福东工业园的橡胶、纺织、纱线、服装等高耗电企业, 对电力需求较大。

2.3. 住宅与配套服务地产板块 —— 吸引租户的重要因素

SIP 的住宅地产板块与其工业园生态体系协同发展, 仅在有新项目开盘时才会确认收入, 因此在损益表上属于非经常性业务。然而, 该业务是吸引大型租户的关键配套服务之一, 尤其是满足他们对专家、公工住宿的需求。

目前, 东南工业园与黎明春 3 号工业园同步开发的住宅区已完成基础设施建设, 包括园区道路、电站、Coop 配送中心等, **但法律手续推进尚无新进展**, 因城市尚未批准土地划拨。

近期, **SIP 推出了福东新城住宅区** (顺利二期住宅区), 项目位于西宁省鹅油县福东县, 属于福东工业 – 城市 – 服务综合体内。该项目已于 2025 年 6 月 4 日举行第一阶段的启动仪式 (kickoff event)。

该项目已完成必要的法律程序, 目前正在实施基础设施和住房项目的建设。第一阶段自 2025 年 6 月起, SIP 将与明富地产公司合作推出 205 套预建商业联排别墅, 这些联排别墅外观已完工, 内部装修为毛坯房, 确保建筑风格统一, 每套房屋均配拥有独立房产证, 可进行公证并立即过户, 售价为每套 12 亿至 20 亿越南盾。预计该项目将为该项目带来 2730 亿越南盾的收入, 2025 年将交付并入账 50%的收入, 2026 年将完成交付。

2.4. 辅助业务板块

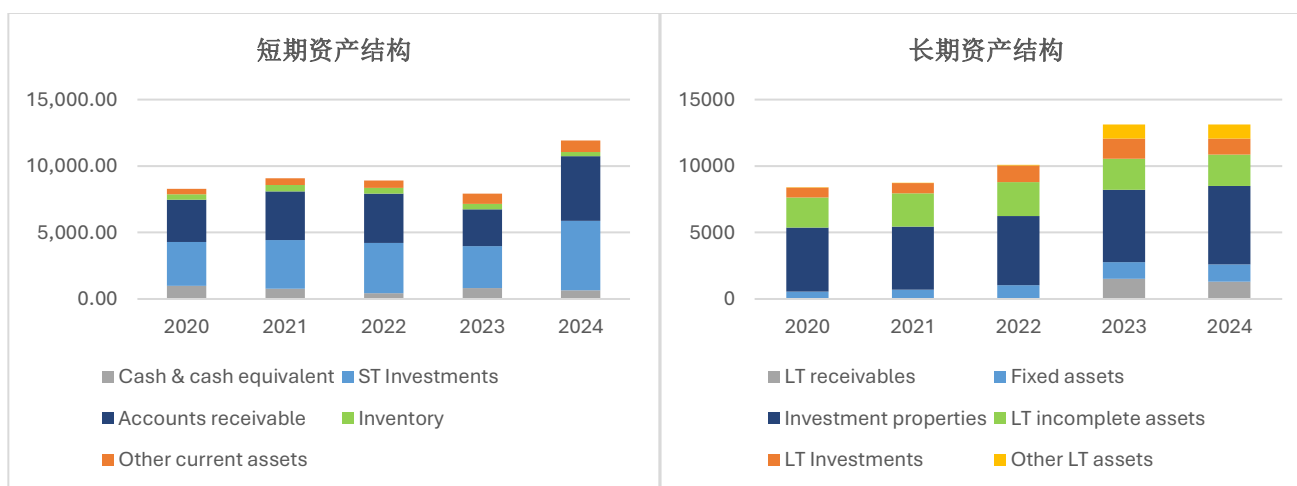
SIP 还涉足若干辅助领域, 包括通过清福河港口开展物流服务、通过子公司 Incotec 建设厂房、塑料包装生产 (西贡塑料包装股份公司)、太阳能电池贸易以及工业气体供应。然而, 这些业务目前对总营收的贡献仍非常有限, 约占每年 5%左右。其中, Incotec 虽为 SIP 的子公司, 具备厂房建设的市场潜力, 但由于施工能力和市场竞争力有限, 目前主要承担母公司的内部工程项目, 收入规模仍较小。总体而言, 我们认为这些辅助业务板块的发展前景较为有限,

预计在未来一段时间内将继续维持当前的业务规模。

三、财务状况分析

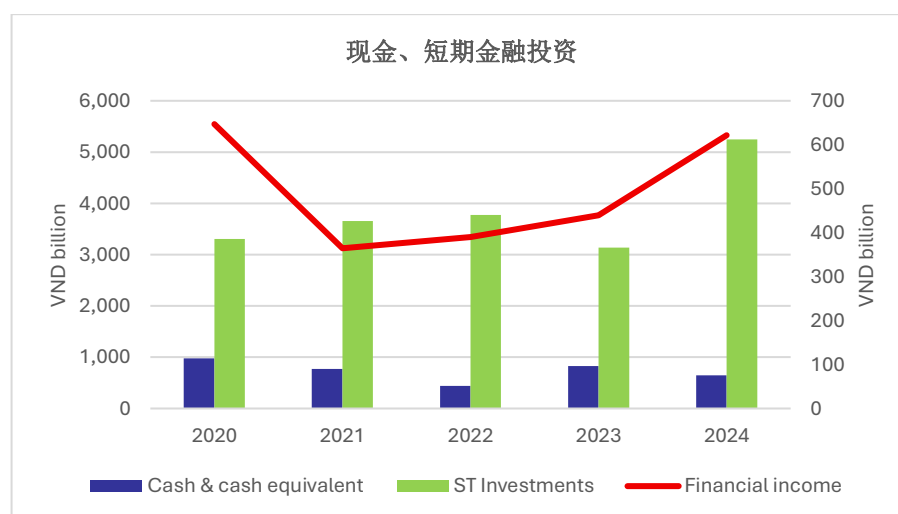
SIP 财务状况稳健，工业园区土地租赁业务带来充足的现金流，几乎无需依赖负债融资。

在资产结构方面，短期资产占总资产的比例高达 48%。现金流运用效率较高，现金及现金等价物仅占总资产约 3%，其余资金主要投向定期存款。截至 2024 年底，定期存款总额超过 5.052 万亿越南盾，占总资产的 21%。截至 2024 年底，短期贷款应收款项达 1.611 万亿越南盾，同比增长 27%。其中，VCBS 和 CTS 为 SIP 的两大主要借款方，适用年利率介于 5.2%至 7.4%。



源: SIP, GTJASVN RS

在 2020A 至 2024A 期间，SIP 的**财务收入**平均占总收入的 8%，主要得益于短期金融投资、子公司分红以及股权转让活动。这将成为 SIP 经营活动的重要稳定资金来源，用于支持公司运营，包括每年以现金形式派发股息，预计分红比例在 35%至 50%之间。

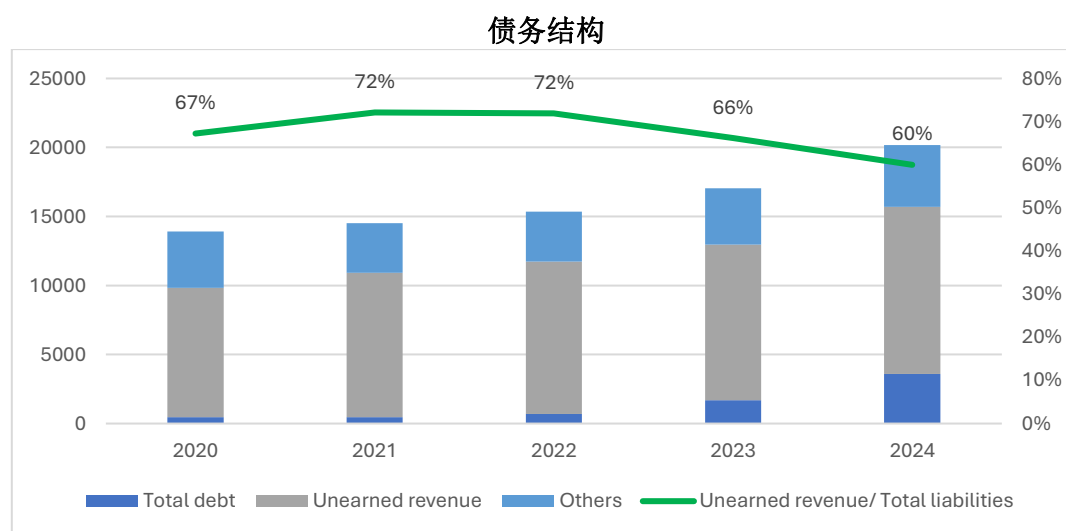


源: SIP, GTJASVN RS

应收客户款项仅占总资产的 2%，主要来自为大型租户在生产过程中提供的各类公用服务，如电力、水费、管理费所产生的应收款项。

同样，2020 年至 2024 年期间，存货仅占总资产的 1%至 3%，表明企业短期资金占用较少，资金周转效率较高。

2024 年，长期资产占总资产的 52%，其中主要包括：投资性房地产，占比 23%；在建长期投资项目，占比 9%；以及对子公司和联营公司的长期股权投资。



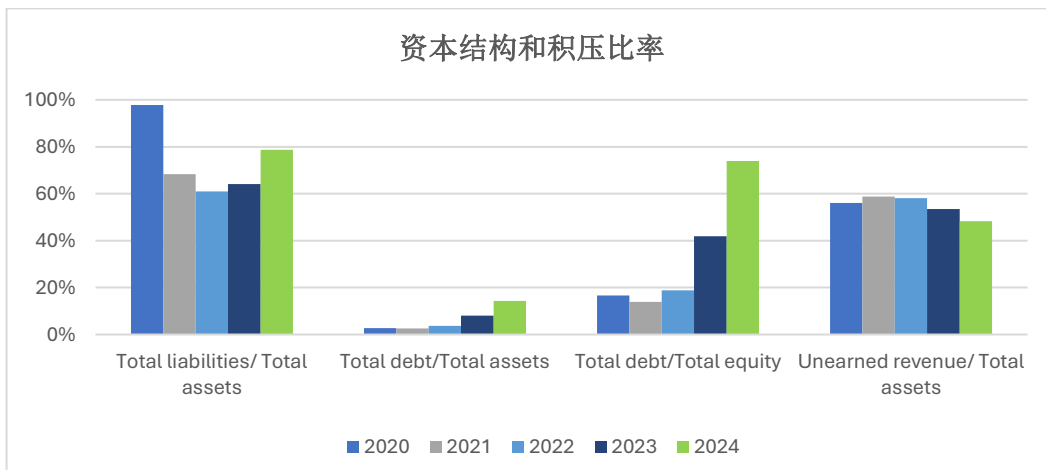
源: SIP, GTJASVN RS

企业将部分现金用于土地收购、土地储备扩张及征地拆迁工作。

2024 年，用于土地收储及拆迁补偿的预付款项增长至 3.12 倍，主要因公司在推进福东三号工业园的征地拆迁工作，预付款项达 2.085 万亿越南盾；同时，公司也对子公司、联营公司及合作方提供贷款，反映在“短期贷款应收款项”科目中。

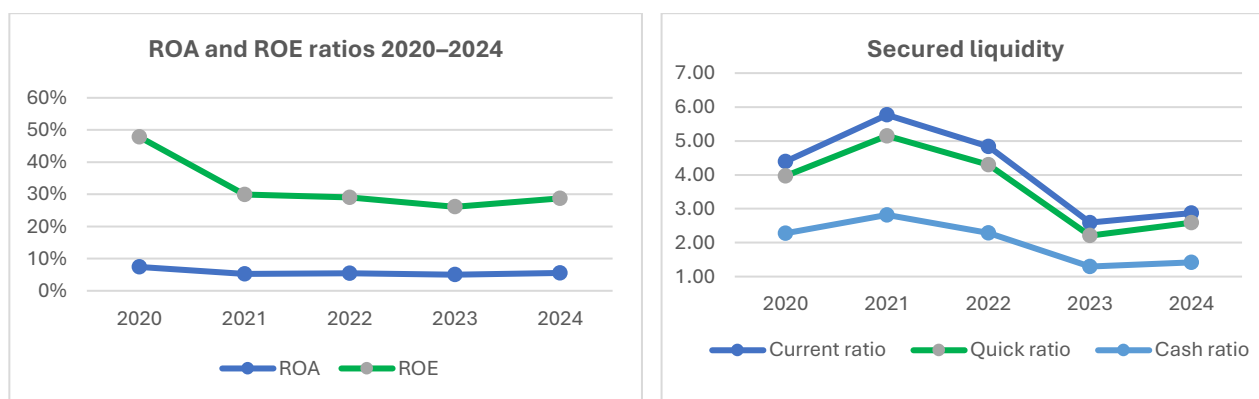
- 债务结构以长期递延收入为主，几乎不依赖有息负债

负债占总资产的 81%，主要来自工业园区土地租赁的积压，体现在未实现收入项目中。2020 年至 2022 年期间，企业负债率较低，仅占负债结构的 3%至 5%左右。2023 年，企业新增贷款 1000 亿越南盾用于工厂建设；2024 年，企业新增贷款 1.154 万亿越南盾用于福东三工业园区的场地清理。截至 2025 年第一季度末，公司公告该工业园的征地拆迁工作已基本完成。



源: SIP, GTJASVN RS

盈利能力稳定



源: SIP, GTJASVN RS

四、业务前景评估

在当前关税政策波动以及等待关税谈判结果的背景下，工业园区地产开发企业面临较大的经营风险，预计从 2026 年至 2029 年，土地租赁速度将放缓，主要由于租赁需求下降，资本流向关税更低但成本相当的其他市场。

我们将以审慎的态度对该企业的业务前景进行评估，具体如下：

4.1. 工业园区土地租赁业务

4.1.1. 行业普遍低迷时期的防御性收入结构

a. 大量土地租赁积压确保稳定的年度收入分配

截至 2025 年第一季度末，SIP 录得来自土地租赁的大额待确认收入，体现在“递延收入”科目，金额为 12.009 万亿越南盾。平均剩余租赁期限为 35 年，在公司无法吸引新租户

的不利情况下，上述积压订单可采用直线法分配至收入，平均每年收入约为 3430 亿越南盾。

b. 2025 年业绩有保障，预计交付面积高达 78 公顷

实际上，在 2025 年 4 月初关税政策公布前，公司已于福东工业园与 3 个新租户达成租赁协议，预计 2025 年交付面积近 65 公顷，具体如下：

- 已完成两个项目的土地交接：（1）Hailide Vietnam 合成纤维及面料工厂项目（投资额 9300 万美元，租赁面积 14.2 公顷）；（2）Beauty Linking Vietnam 化妆品项目（1.5 公顷）。
- 于 2025 年 3 月 7 日与承租方 Global Hantex 有限公司签署了土地租赁协议，用于实施针织面料工厂项目；租赁面积约 50 公顷，总投资额达 1.5 亿美元。2025 年 5 月 29 日，西宁市农业与环境厅发布报告，拟为上述项目颁发环境许可证。SIP 预计将于 2025 年第二季度在项目开始基本建设前交接土地。

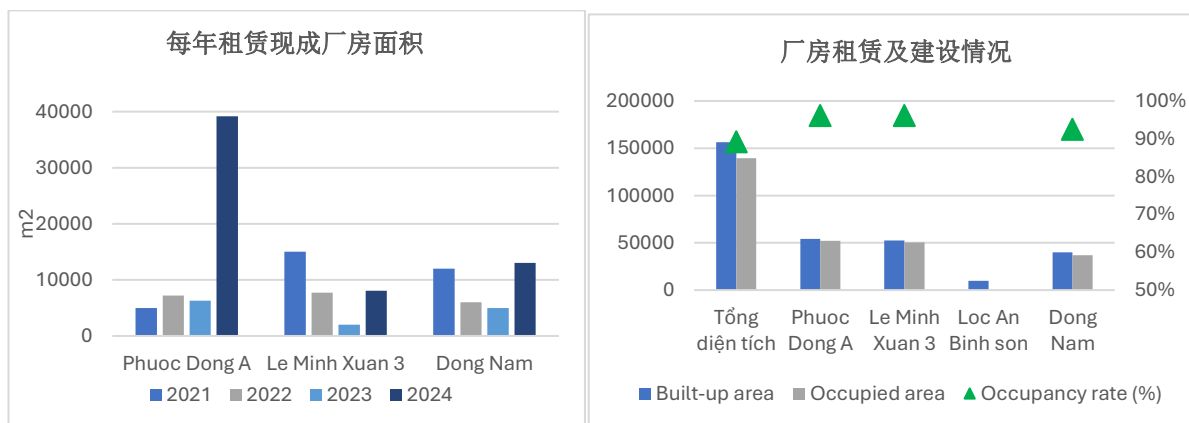
2025 年第一季度末，禄安-平山工业园区有两家新客户将工厂迁入边和一号工业园区，分别是 NET 洗涤剂股份公司（占地 6 公顷，已移交土地并投入使用）和边和包装股份公司（占地 6 公顷，正在办理建筑许可手续，预计 2025 年建设新厂房）。

因此，仅在 2025 年上半年，SIP 预计移交土地总面积就已达 78 公顷。我们预计土地交付进度将按计划推进，从而为租赁积压带来充裕的现金流，并确保 2025-2026 年的短期收入增长。

我们预计，工业园区土地租赁业务在 2025 年和 2026 年的收入将分别达到 4417.4 亿越南盾和 5065 亿越南盾，较上年分别增长 13%和 15%。这一增长主要来自于 2024 年和 2025 年已签约待交付的土地面积，分别为 74.5 公顷和 78 公顷所带来的收入分摊。预计 2025 年和 2026 年的毛利率将稳定在 65%和 66%。

c. 土地租赁模式重组：向标准化厂房与仓库方向转型

在贸易风险上升的背景下，企业更倾向于租赁标准化厂房或定制建设（Built-to-Suit）模式，而非从零开始进行基础设施投资。这有利于工业园区发展服务型工厂和仓库模式，从而创造比一次性土地租赁更稳定的现金流。



源: SIP, GTJASVN RS

4.1.2. 在 FDI 资本积极流入、租赁需求激增的情景下具备增长潜力

a. 加快扩展土地储备——在租赁需求上升时迅速投放市场

- **福东三号工业园新增 394.3 公顷可租赁土地：**公司已基本完成福东工业园第三阶段 B 区的征地拆迁工作，截至目前已完成赔偿面积 345.79 公顷，占总规划面积 568.5 公顷的 61%。资金支付进度达到 87.3%。该区域预计可新增 394.3 公顷可租赁商品土地。连同第二阶段尚未出租的 290 多公顷土地，福东工业园总可租赁土地将超过 784 公顷，能够为 SIP 工业园租赁业务提供长期稳定的土地供应。
- **通过龙德二期项目拓展新土地储备：**SIP 中长期土地扩张前景再次获得有力支撑，公司已获批投资龙德工业园二期项目，总规划面积为 293.9 公顷。其中约 202 公顷为可租赁商品土地，预计将在现有工业园逐步填满后，成为新的增长来源。该项目位于已完成橡胶林征地的区域，有助于缩短前期准备时间，预计自 2027 年起投入运营，为 SIP 带来中长期稳定现金流。

SIP 采取积极的扩张战略并在战略位置准备土地资金，为迎接工业园区投资资本流入的复苏周期奠定了坚实的基础。

b. 现有工业园区的省际交通连接能力有望提升，受益于重点公共投资项目的推进

首先，**福东工业园**的交通连接能力将因两项重点公共投资项目的完善而显著提升，分别是：

(1) 胡志明市—木排高速公路，以及 (2) 胡志明道路干线项目。

- **胡志明市—木排高速公路将连接南部经济中心与泛亚经济走廊。**

该高速起点为胡志明市三环路交汇处，沿国道 22 延伸，终点为木排口岸。高速建成后，胡志明市至木排的通行时间将缩短至约 60 分钟，相较目前走国道 22A 所需的 2 至 4 小时显著改善。此外，该路线也将便利西南部与西原地区的物流流通，并连接柬埔寨巴域—金边高速，形成一个涵盖港—胡志明市—木排—金边的跨境经济联动带。

2023 年 7 月 23 日，该高速项目已被越南政府根据第 817/QĐ-TTg 号决议列入国家重点项目清单。至 2025 年上半年，项目正集中进行征地拆迁与赔偿文件的完善工作。预计将在 2026 年初正式动工，2027 年底投入运营。

与此同时，胡志明道路项目（Chon Thanh – Duc Hoa 段）总长 72.75 公里，途经平福省、平阳省、西宁省和隆安省，目前也正在加紧施工。

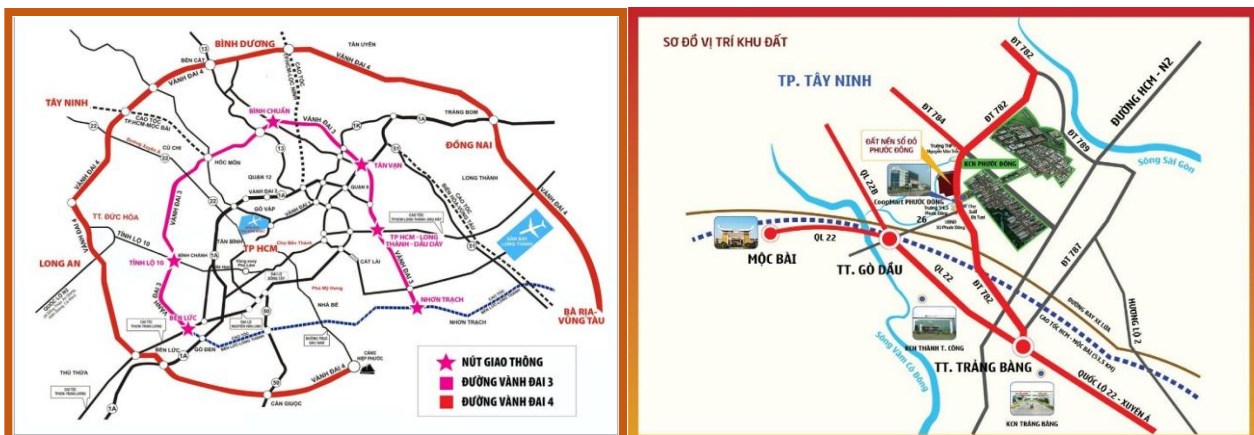
截至 2025 年 4 月，整体施工进度已完成 65.7%，其中经过西宁省的 XL2 标段完成 53.7%。各施工单位正全力以赴，力争在 2025 年底前全面竣工。

依托上述战略性基础设施项目，福东—Boi Loi 工业综合区的连接能力将得到全面提升，不仅在南北方向上更好地融入泛亚经济走廊，还将在东西方向上实现与南部重点经济区域的高效联通。由此，工业园区和加工出口区将大幅受益，吸引投资资金由周边地区向西宁省转移，尤其是当前加工制造业正逐步从胡志明市迁往邻近省份的大趋势下，西宁省具备巨大的承接潜力。未来胡志明市将重点发展贸易、服务和高科技产业，西宁将成为该产业转移的重要受益地之一。

在禄安—平山工业园区，其开发潜力也有望在隆城国际机场建成并投入运营后（预计于 2027 年）得到显著释放。在 2025–2026 年期间，我们预计该企业将维持每年 10–15 公顷的工业用地租赁进度。

自 2027 年起，随着基础设施完善、尤其是航空枢纽带动的辅助产业与物流业投资需求快速上升，禄安—平山工业园有望每年吸引 20–25 公顷的工业土地租赁，同时扩展标准化厂房建设，年均新增规模约为 8 千至 1 万平方米。

东南区域交通衔接方案图



c. 受益于 SIP 所管理工业园区所在地政府的发展战略

福东工业园——西宁市吸引 FDI 的核心园区：

福东—Boi Loi 工业园总面积达 2190 公顷，是西宁市面积最大的工业园区，占全省 6 个现有工业园区总面积 3493 公顷的 63%。值得注意的是，目前西宁市各现有工业园区的平均出租率已达到 90%；根据第 227/QĐ-TTg 号决议，该省至 2025 年的工业园土地使用规划为 3580 公顷，与现有园区总面积基本一致。因此，在短期内，**福东—Boi Loi 工业园将成为全省吸引新租户的唯一主力园区**。目前园区的平均出租率为 55%，一期与二期共约 300 公顷可出租商品土地已完成征地拆迁，可保障 2025 至 2027 年期间的土地供应。

2027 年至 2030 年期间，根据第 326/QĐ-TTg 号决议所制定的《至 2030 年国家土地利用规划》西宁市预计将新增 700 多公顷工业园区用地，相当于新增 2 个新工业园区的规模，进一步扩大土地供给，迎接未来投资需求：

	投资方	位置	规模	实施进度
协清工业园区	GVR	鹅油	574 公顷	完成土地手续、技术基础设施投资
西宫大安工业园区	西贡大安股份公司	木排经济区	300 公顷	完成资料准备，开始基础设施施工

源：西宁市计划投资厅, GTJASVN RS

在新增工业园区的背景下，新土地的补充也带来一定竞争风险，特别是当这些新增土地吸引新的开发商以更具竞争力的租金或更灵活的政策进入市场时，SIP 将面临更大压力。

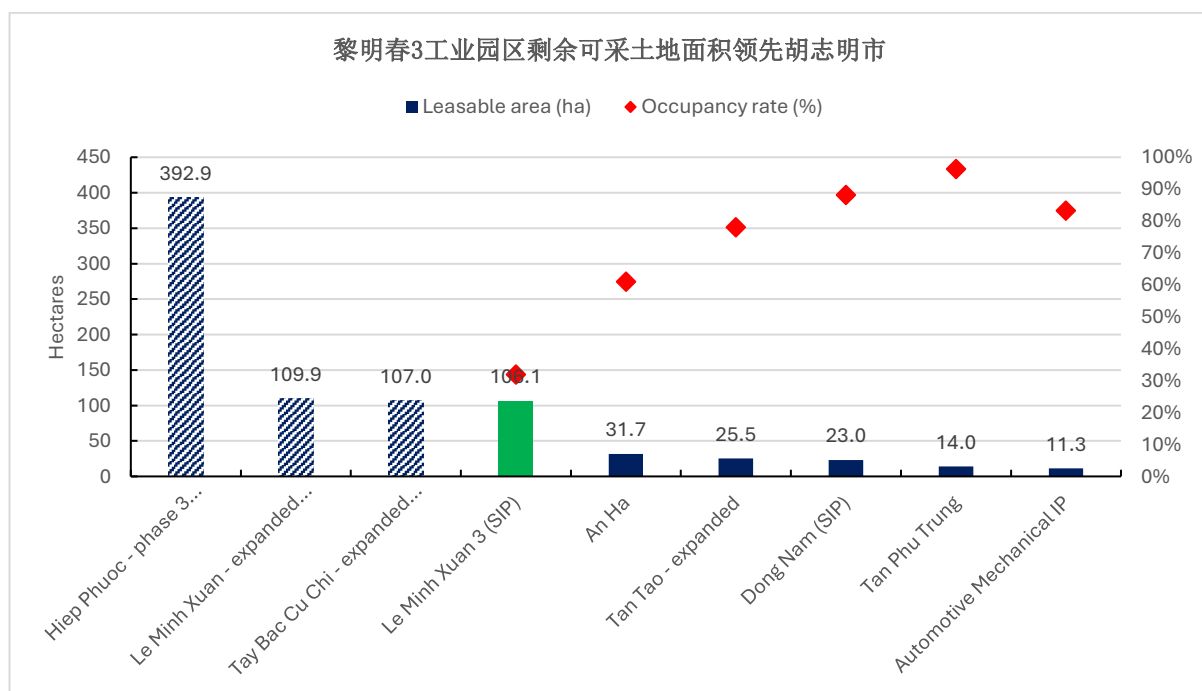
然而，SIP 的优势不仅体现在其规模领先——福东工业园二期与三期可供出租的商品土地面积超过 780 公顷——更在于其开发准备程度高、基础设施已完备、服务生态体系齐全，涵盖从污水处理到工人生活便利等多项配套服务。

相比之下，新工业园区往往需要数年时间进行补偿征地、申请投资许可及建设基础设施，而 SIP 则已准备就绪，可在 2026 年后迅速释放土地资源，恰逢 FDI 资金预期回流的关键时间点。

对于那些重视交付进度、基础设施质量及可靠性的租户而言，SIP 无疑是一个安全、高效的优质选择，有助于其在中长期内稳固并强化在西宁市的领先地位。

东南—黎明春 3—禄安平山工业园集群：受益于胡志明市发展研究院发布的《胡志明市工业发展方向至 2030 年、展望至 2050 年》。在胡志明市工业园用地供应日益紧张的背景下，该发展方向旨在重构产业结构，重点发展高新技术、配套产业及物流业。凭借紧邻胡志明市的地理优势、完善的联通基础设施以及充足的剩余土地储备，SIP 旗下的东南、黎明春 3 和禄安平山工业园将在承接新一轮投资转移浪潮中具备显著优势，特别是在对接上述规划中重点支

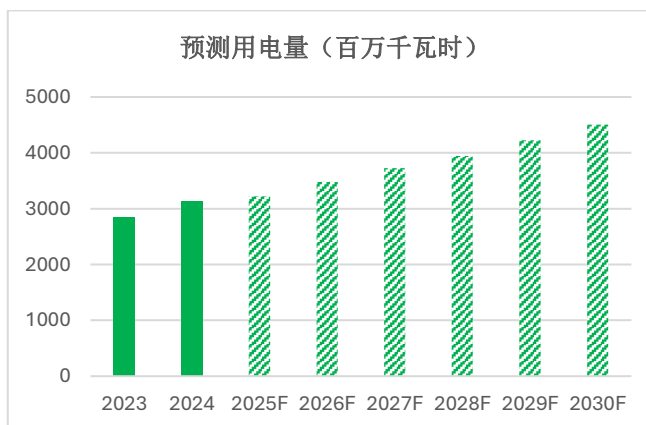
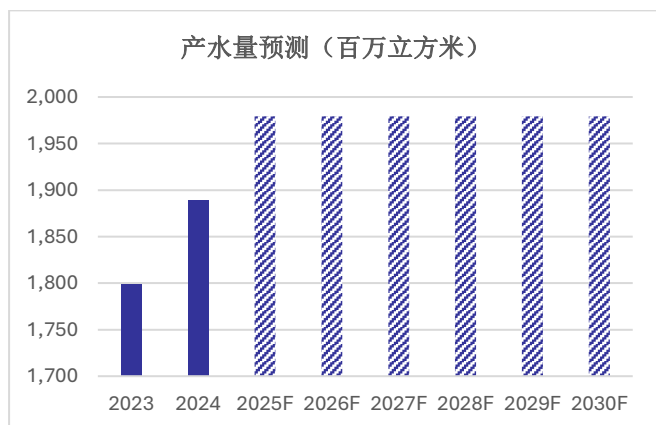
持的产业领域方面。其中，黎明春 3 工业园具备突出优势，因其成立时间较晚（2014 年），截至目前入驻率仅为约 32%，仍拥有广阔的发展空间。园区内尚有超过 100 公顷的商品土地，同时划出逾 32.8 公顷专门用于仓储与厂房建设，使其能够灵活满足配套产业、物流及高新技术等行业客户对现成厂房租赁的多样化需求。



源: SIP, HEPZA, GTJASVN RS

4.2. 电力与供水服务板块

根据我们的内部调研，SIP 旗下工业园区内的企业整体仍维持满负荷运转，电力使用率达到 100%。其中，部分大型企业约 10%至 20%的产能面向美国市场。在不利情境下，这些企业具备灵活调整出口市场的能力，从而有望维持生产与用电的稳定。与此同时，随着福东工业园新增租户陆续入驻，我们预计整体用电需求将持续增长，足以对冲“第二轮贸易战”所带来的潜在负面影响。2025 年，SIP 将继续推进福东-Boi Loi 五号 110 千伏变电站的建设，预计年内正式投运。基于此，我们预测 2025 年售电量将同比小幅增长 3%，达到 322.2 万千瓦时（kWh）；2026 年则在新增工厂稳定运营的带动下，实现更强劲的 8%同比增长，达到 347.9 万千瓦时。与此同时，供水量预计将在 2025 年增长 5%，2026 年增长 8%。



源: SIP, GTJASVN RS

4.3. 辅助业务随新增租赁情况维持与发展

除了来自符合开盘条件的福东新城项目的住宅地产收入外，工业园区内的辅助服务目前保持稳定运行，主要服务于内部的建设与运营需求。未来这些业务的增长前景将取决于新增租赁的进度与规模。

五. 投资逻辑

a. 短期展望：2025-2026 年期间业绩仍保证正增长

我们对 SIP 在 2025–2026 年期间的短期前景仍持积极评价，主要得益于土地交付进度符合计划以及已签署的租赁合同所带来的业绩支撑。值得注意的是，Global Hantex 在福东工业园投资建设的 50 公顷工厂项目正取得积极进展，环境许可证的申请报告已于 2025 年 5 月 30 日提交，标志着项目即将进入土地交付及厂房建设阶段的关键节点。

然而，工业园区的经营环境在短期内仍面临一定挑战，特别是租户的投资情绪表现出明显的谨慎。针对原产自中国的出口商品，包括在越南生产的商品所施加的关税措施，以及来自美国市场的原产地调查风险，使得许多外资企业（FDI）选择推迟或缩减扩张计划。不少企业正在从传统的长期土地租赁自建工厂模式，转向小面积、灵活性更高的厂房或仓库租赁（modular leasing），以优化固定成本并降低在不确定环境下的投资风险。

在此背景下，SIP 主动开发灵活面积、租赁条款更具弹性的预建厂房（RBF）是应对市场变化的合适策略，有助于保持稳定的客户基础。然而也需注意，由于建设投资成本较高、可租赁面积较小，该业务板块的利润率可能面临一定压力。

总体来看，我们认为 SIP 短期内的经营前景仍具积极性，受益于现有项目的推进和稳定的租赁 backlog 收入结构。但需持续关注 2025 年下半年至 2026 年初贸易政策的变化及 FDI 企业投资信心的恢复程度，以评估公司能否加速重回增长轨道。

b. 中长期展望：可租赁工业土地储备充足，重点布局战略区域

在中长期维度，我们认为 SIP 拥有坚实的资产基础，有望在国内外投资资金强劲回流的背景下把握增长机遇。具体而言，公司目前已拥有超过 1000 公顷完成法务手续的商品土地储备——在当前法律审批愈发严格、项目获批周期延长的背景下，这一优势尤为突出。凭借这一优势，SIP 可在市场需求回暖时迅速重启开发与租赁活动，无需再耗时于土地清理或重新申报审批流程。

此外，该批土地大多位于关键工业重镇（如西宁省、隆安省），所在区域的基础设施也在持续改善（例如胡志明市-木排高速公路、四号环线等），进一步增强了对国内外投资者的吸引力。

c. 财务实力稳健，现金储备充足

除了拥有大量可供出租的商品土地外，SIP 还具备健康的财务结构，现金储备充足，并拥有来自已签署工业土地租赁合同的逾 12 万亿越南盾的递延收入。这些合同的收入按照直线法进行确认，确保每年稳定的现金流——即使在新增租赁尚未全面恢复的情况下，预计每年仍可稳定确认约 3400 亿越南盾的收入，租赁期限平均剩余为 35 年。

除了核心业务带来的收入，SIP 还持续在财务收入方面表现积极，这得益于其稳健且灵活的现金流管理策略。公司主动将资金配置于多类高流动性、高收益资产，如定期存款、股票、短期贷款、不动产投资，以及对子公司和联营公司的资本投入。这一多元化的资金配置策略，不仅优化了资本使用效率，也在市场不确定阶段为企业提供了可持续的辅助收入来源。

总体而言，我们认为 SIP 目前拥有强健的财务基础，不仅能够维持核心业务的稳健运行，在短期内保持主动权，同时也具备在市场条件改善时实现加速增长的充分准备。

六、估值结果

我们预测，2025 年，SIP 的营业收入将达到 8.667 万亿越南盾，同比增长 11%，税后利润将达到 1.335 万亿越南盾，同比增长 4.5%，相当于每股收益 6345 越南盾。其中：工业园区土地租赁业务预计将带来 4417 亿越南盾的收入，同比增长 8%；总交付面积为 78 公顷，其中福东工业园区 66 公顷，禄安-平山工业园区 12 公顷。



源: SIP, GTJASVN RS

- ✓ **电力与供水服务板块：**实现收入 7.057 万亿越南盾，同比增长 8%，主要得益于公司根据最新电价调整决定，自 2025 年 5 月起上调了售电价格，平均上涨 4.8%；此外，我们预计售电量同比仅小幅增长 3%，供水量增长 5%。
- ✓ **其他服务板块——主要是厂房租赁业务：**是所有业务中增长最为积极的一项。根据管理层的分享，公司战略重心正向该板块倾斜。2024 年，厂房租赁实际完成情况超过了原定目标，显示出该板块良好的租赁前景。在审慎假设下，我们预计 2025 年厂房租赁面积与公司目标持平，对应的租赁收入为 3290 亿越南盾，同比增长 19%。
- ✓ **住宅地产板块：**我们预计来自福东 NewCity 项目（顺利 2 住宅区）的开盘将带来可观收入，2025 年项目交付比例约为 50%，对应实现收入 1350 亿越南盾。

我们采用分部估值法（SOTP），通过贴现工业园土地租赁、厂房租赁、电力供水及工业园配套服务等主要业务板块的未来现金流，并对住宅项目净资产价值进行重估，确定 SIP 目标股价为 **79200 越南盾/股**。

	评估方法	价值（十亿越南盾）
工业园区	DCF	7,977
住宅区	RNAV	126
服务业务	DCF	5237
对子公司、联营公司投资		1000
- NTC	RNAV	985.85
- FICO	BV	15.48
总价值		14,340
有息负债		4,117.76
少数股东权益		0.00
现金及短期投资		6,453.26
每股净资产价值（NAV）		16,675
已发行股份数量		210,533,403
合理股价（越南盾/每股）		79,200

根据估值结果，我们建议“买入”SIP 股票，合理价格为 **79200 越南盾/股**，相较于 2025 年 6 月 26 日收盘价有 15% 的上涨空间。

经营业绩预测

	2023	2024	2025F	%YoY	2026F	%YoY
营业收入（总计）	6,677	7,804	8,667	11%	9,076	5%
电力供水服务	5,674	6,548	7,057	8%	7,341	4%
工业园区土地租赁	375	389	442	13%	506	15%
工业园区内其他配套服务	343	427	464	9%	485	5%
其他服务（制造工厂）	141	276	329	19%	384	17%
住宅区（顺利二期）	0	0	135	-	135	
其他	144	164	240	46%	225	-6%
毛利润	930	1,098	1,255	14%	1,392	11%
毛利率	14%	14%	14%		15%	
财务活动收入	439	622	586		533	
财务费用	-69	-116	-116		-101	
销售费用	-13	-22	-23		-22	
企业管理费用	-96	-89	-101		-124	
营业利润/亏损	1,263	1,559	1,642		1,748	
税前利润/亏损	1,274	1,572	1,655	5%	1,762	6%
企业所得税费用	-271	-293	-319		-337	
税后净利润/亏损	1,004	1,279	1,336	4.5%	1,425	7%
净利率	15%	16%	15%		16%	
每股收益 EPS						
（单位：越南盾）	3992	5136	6344.7		6767.6	

源: SIP, GTJASVN RS

股票排名

参考指数: VN – Index.

投资期: 6-18 个月

建议	具体
买入	预期收益率相当或大于 15% 或公司/行业前景乐观
收集	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
持有	预期收益率 -5% 至 5% 或公司/行业前景中等
减持	预期收益率-15% 至 -5% 或公司/行业前景不乐观
卖出	预期收益率小于 -15% 或公司/行业前景不乐观

行业排名

参考指数: VN – Index

投资期: 6-18 个月

评级	具体
跑赢大市	与越南指数相比.平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观
中性	与越南指数相比.平均行业利润率-5%至 5% 或行业前景中等
跑输大市	与越南指数相比.平均行业利润率小于-5% 或行业前景不可观

免责声明

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考，投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定，投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券（越南）股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券（越南）股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券（越南）股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点，不能视为国泰君安证券（越南）股份公司的观点。另外，本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其在所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券（越南）的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能将出现利益冲突，影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容，其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券（越南）股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。

未经国泰君安证券（越南）股份公司的授权代表的书面同意，任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。



GTJA 证券（越南）研究部

武琮如

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:702

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

Customer Service Specialist
and translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:114

联系方式

河内总部

胡志明分公司

咨询电话:

(024) 35.730.073

挂单电话:

(024) 35.779.999

Email: info@gtjas.com.vn

Website: www.gtjai.com.vn

河内市纸桥区陈维兴路 117 号
Charm Vit 大厦一楼

电话:

(024) 35.730.073

传真: (024) 35.730.088

胡志明市第三郡国际工厂路第二
号 BIS 三楼

电话:

(028) 38.239.966

传真:(028)38.239.696

