



企业报告: Coteccons 建筑股份公司 (CTD)

分析部
邮箱: research@gtjas.com

2024-2025 年经营业绩和分析师会议更新

2025 年 9 月 22 日

主要内容

CTD 正在重回增长轨道, 并有望很快突破 2017-2018 年收入的峰值。

中标金额和在手订单的大幅增长进一步巩固了长期前景。

在 2025 财年, Coteccons 已录得中标金额超过 29.1 万亿越盾, 较 2024 年增长约 32%, 同时超越了 2024 年股东大会所提出的计划。该数据将 CTD 的在手订单总额推升至超过 35 万亿越盾, 创历史新高, 为 CTD 来年的增长奠定了坚实基础。

增长动力来源多元: 住宅房地产持续复苏, 预计在 2025 年底至 2026 年期间供应将继续改善。同时, 外资流入越南保持上升趋势, 对应关税降温, 显示出工业园区建设板块的广阔前景。基础设施板块战略再次得到印证, 成功中标后续重大项目(隆城机场两个标段)。

资产负债表保持健康, 杠杆水平较低。 尽管建筑成本压力上升, 但凭借多年管理与施工经验, 利润率有所改善。将 Sinh Nam 和 UGVN 整合进生态体系, 也为上述成功作出了贡献。

建议

在经历了内部重组阶段及房地产周期低迷之后, Coteccons 的业务引擎正于 2024-2025 年间逐步重新启动。由此, 我们预计 Coteccons 将很快重回 2017-2018 年创下的营收峰值水平。

我们建议“买入”CTD 股票, 估值为 **106000 越南盾/股**, 相较于 2025 年 9 月 19 日的收盘价, 预期收益率为 29.5%。

(*) 注意: Coteccons 的财务年度自 7 月 1 日开始, 至次年 6 月 30 日结束。

流通股数(百万)	101.43
市值(十亿越盾)	8,296.98
三个月平均成交量('000)	1,105.46
52 周最高/最低价(越盾)	97800 / 61200

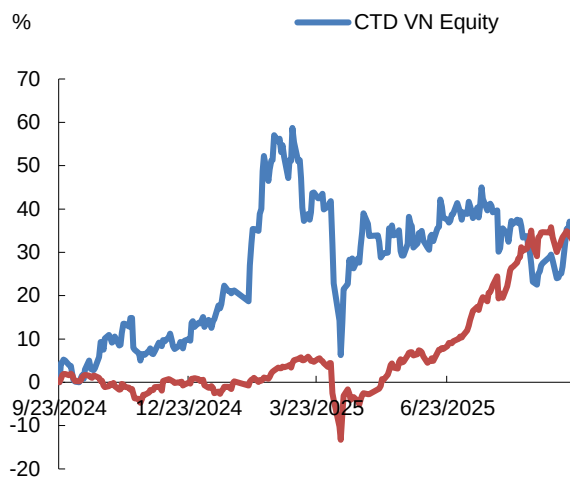
源: the Company, Guotai Junan (VN).

建议: 买入

6-18个月的目标价: 106000

目前价: VND81800

股票一年收益率走势



股价波动	1 M	3 M	1Y
波动率%	3.3%	-2.0%	40.7%
与越南指数相比	3.6%	20.9%	74.6%
平均价(越盾)	77,872	81,415	76,849

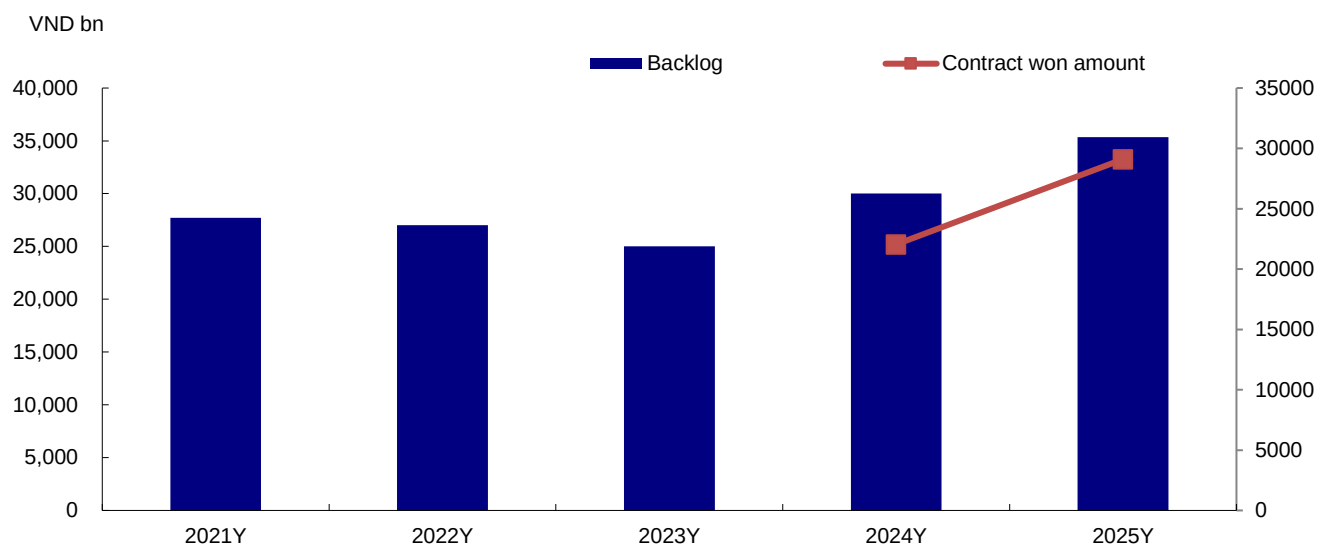
源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

大股东(%)	Kustocem Pte. Ltd	18.28%
Free float (%)		55.7%
D/E (%)		33.33

CTD 正在重回增长轨道，并有望很快突破 2017-2018 年收入的峰值。

中标金额与在手订单（backlog）的强劲增长，有助于巩固其长期前景。

在 2025 财年，Coteccons 已录得中标金额超过 29.1 万亿越盾，较 2024 年增长约 32%，同时超越了 2024 年股东大会所提出的计划。该数据将 CTD 的在手订单总额推升至超过 35 万亿越盾，创历史新高，为 CTD 来年的增长奠定了坚实基础。



源: CTD, GTJASVN RS

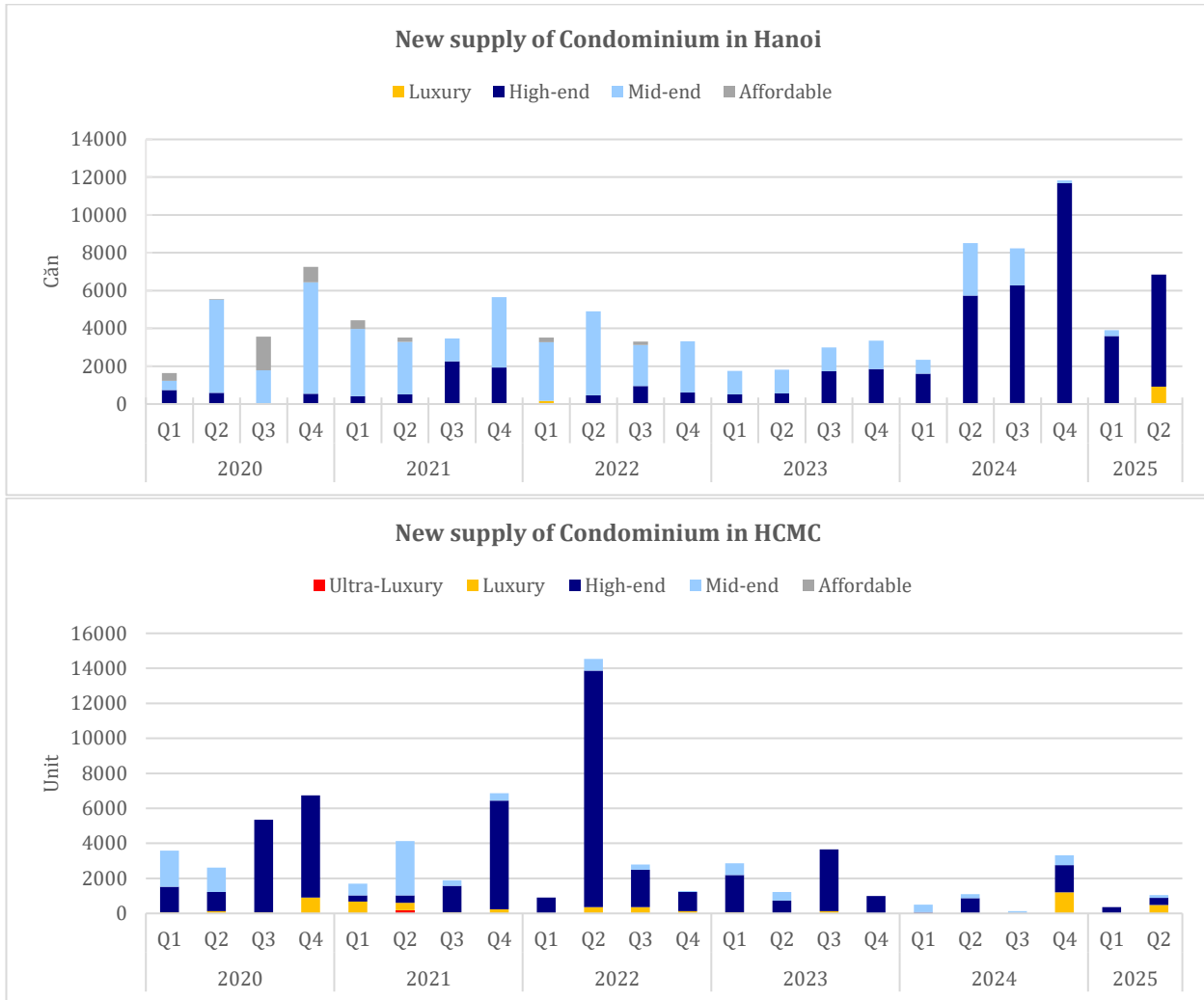
值得注意的是，据公司介绍，来自“重复销售”项目（REPEAT SALES）——即开发商在首次签订施工合同后，继续在其他项目中与该公司合作——的营收占比持续保持在 70% 以上，充分体现了客户对 Coteccons 服务价值及项目执行能力的高度认可与信任。这一基础不仅帮助公司确保来自战略客户如越南顶级房地产集团的可持续收入，同时也为 Coteccons 逐步拓展至新细分领域和新市场创造了条件。

重复销售项目清单更新

Gamuda Land 开发的 Eaton Park 三期项目，包括主要建筑施工工作。
Ecopark Central Park Vinh 项目，包含 HH2 综合公寓住宅楼（1A-2 分区）的设计与施工总承包。
MIK 投资开发的新城镇项目，位于东英郡春耕、东会、梅林各社。
MEP 标段项目南方酒店楼，由富国太阳有限公司投资开发。
MEP 标段项目富国香岛海滨旅游度假及娱乐综合体，由 Phu Quoc Civil Co., Ltd. 投资开发。
The Global City CT07 项目，由 Masterise Homes 投资开发。

住宅房地产持续复苏，供应预计将在 2025 年末至 2026 年进一步改善

根据预测，从 2025 年下半年至 2027 年，河内将有约 58100 套公寓来自 58 个项目推向市场。与此同时，2025 年至 2027 年期间，胡志明市的未来供应量预计将达到 39000 套公寓。



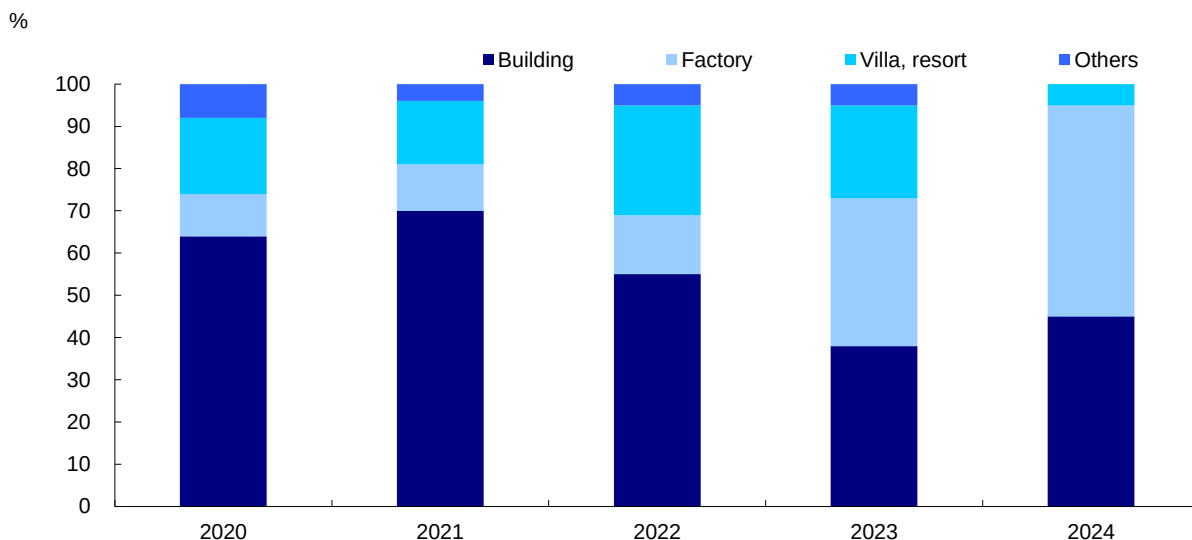
源: CBRE, GTJASVN RS

随着住宅房地产市场的复苏，Coteccons 在住宅房地产领域的 2025–2026 年度收入及在手订单（backlog）占比已回升至较高水平，目前约 60%。

外商直接投资（FDI）在越南保持增长趋势，同时对等关税的降温也显示出工业房地产建设领域的积极前景。

在 2024 财政年度，公司来自 FDI 项目，包括 FDI 住宅项目的收入占总营收的 50%，为历史最高水平。

Coteccons 建筑业务收入结构



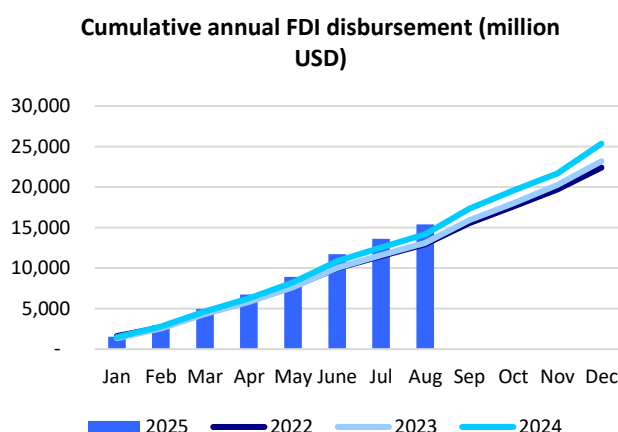
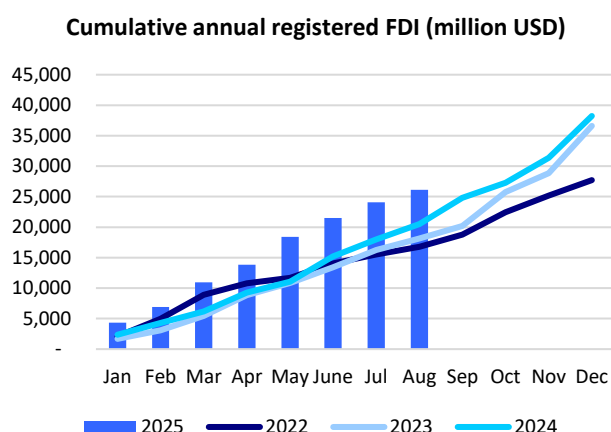
源: CTD, GTJASVN RS

目前, Coteccons 正深度参与越南多项大型 FDI 项目, 典型案例包括 Pandora 项目、LEGO 工厂、Suntory PepsiCo 工厂、LOGOS、BWID、Maple Tree 以及 Foxconn 等。CTD 设定的目标是未来 4-5 年内每年实现 20%-30% 的增长。

“向这一领域拓展不仅是实现收入多元化的必然之举, 更是提前把握公共投资浪潮和国家重点项目所带来的机遇。”——Coteccons 董事会主席 Bolat Duisenov 表示。

越南 FDI 仍保持良好增长势头。

仅在 8 月, 新增注册 FDI 资金达 20.5 亿美元, 使今年累计注册 FDI 总额达到 261.4 亿美元, 同比 2024 年增长 27.4%。



源: Ministry of Planning and Investment, GTJA RS team

隆城机场标段助力 CTD 重申其在基础设施领域的战略布局

近年来, Coteccons 管理层持续强调企业向基础设施建设领域加码的战略: “公共投资与基础设施正为越南建筑行业打开一场大战局。Coteccons 明确将该领域与住宅建设并列为战略支柱, 既有助于多元化项目组合, 巩固可持续收入来源, 也将成为推动公司长期增长的新动力。”

CTD 参与基础设施施工标段, 显示了公司在该领域的战略步伐与承诺。近期, CTD 在基础设施领域中标项目数量的增加, 也传递出积极信号。

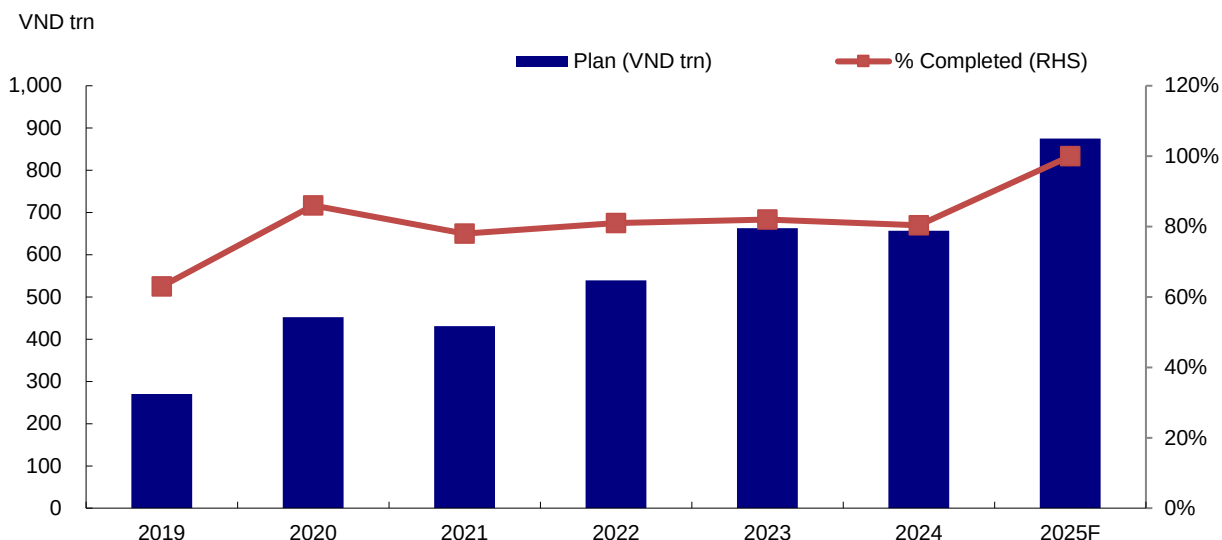
具体而言, 越南机场总公司 (ACV) 近日发布第 3961/QĐ-TCTCHKVN 号决定, 选择由

Coteccons、河内建设总公司与 ATAD 钢结构股份公司组成的 HANTA 2 联合体中标 7.8 标段。

该标段包括 1 号货运航站楼主体施工、室外基础设施建设、设备安装及配套工程, 属于隆城国际机场一期工程第三部分项目。中标金额约 3.379 万亿越盾, 实施工期 330 天。

这是 Coteccons 第二次中标隆城机场项目。此前, 由 Coteccons 牵头、联合总公司建设一号及 FECON 股份公司组成的联合体, 已中标价值逾 3.143 万亿越盾的 11.5 标段, 施工范围包括车库工程的施工、设备安装及完工。

年度公共投资支出计划

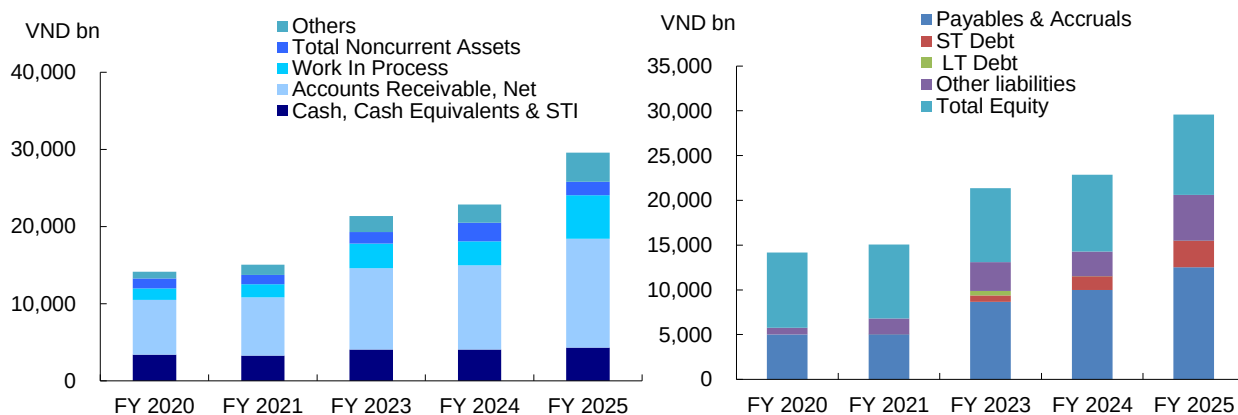


源: MOF, GTJASVN RS

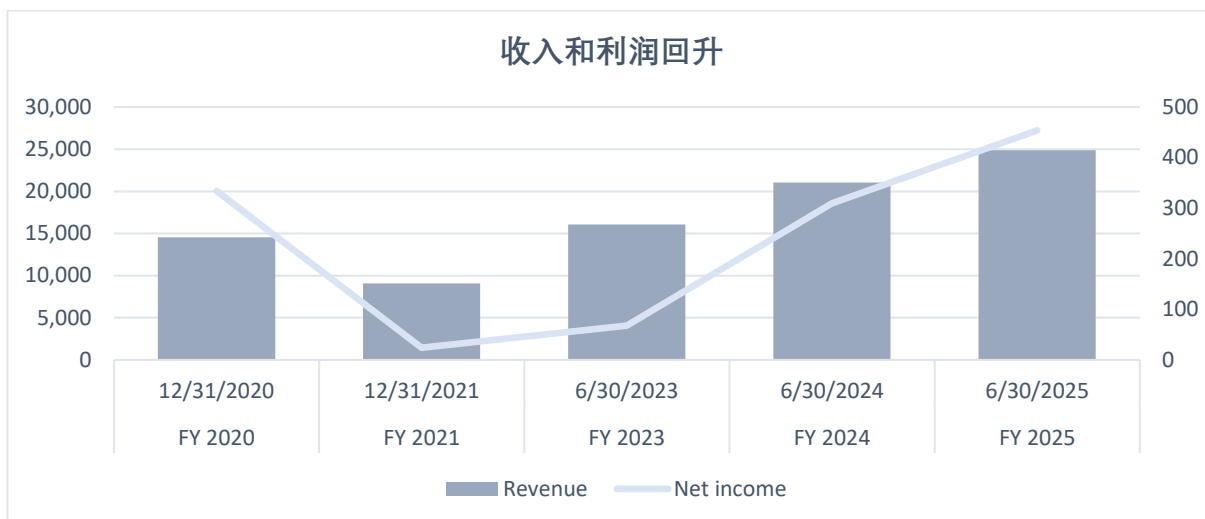
在 2025 年第三次全国公共投资推进会议上, 越南总理范明政已作出新的有力指示, 并要求确保 2025 年公共投资资金 100%到位拨付。这被认为是保障经济发展、提升民生的重要举措, 同时也显示出 CTD 在 2025 年及未来几年基础设施领域的增长空间, 因预计将有一系列大型公共投资项目陆续实施。

资产负债表保持健康

存货, 包括在建项目及应收账款大幅增加, 与项目数量的恢复同步。



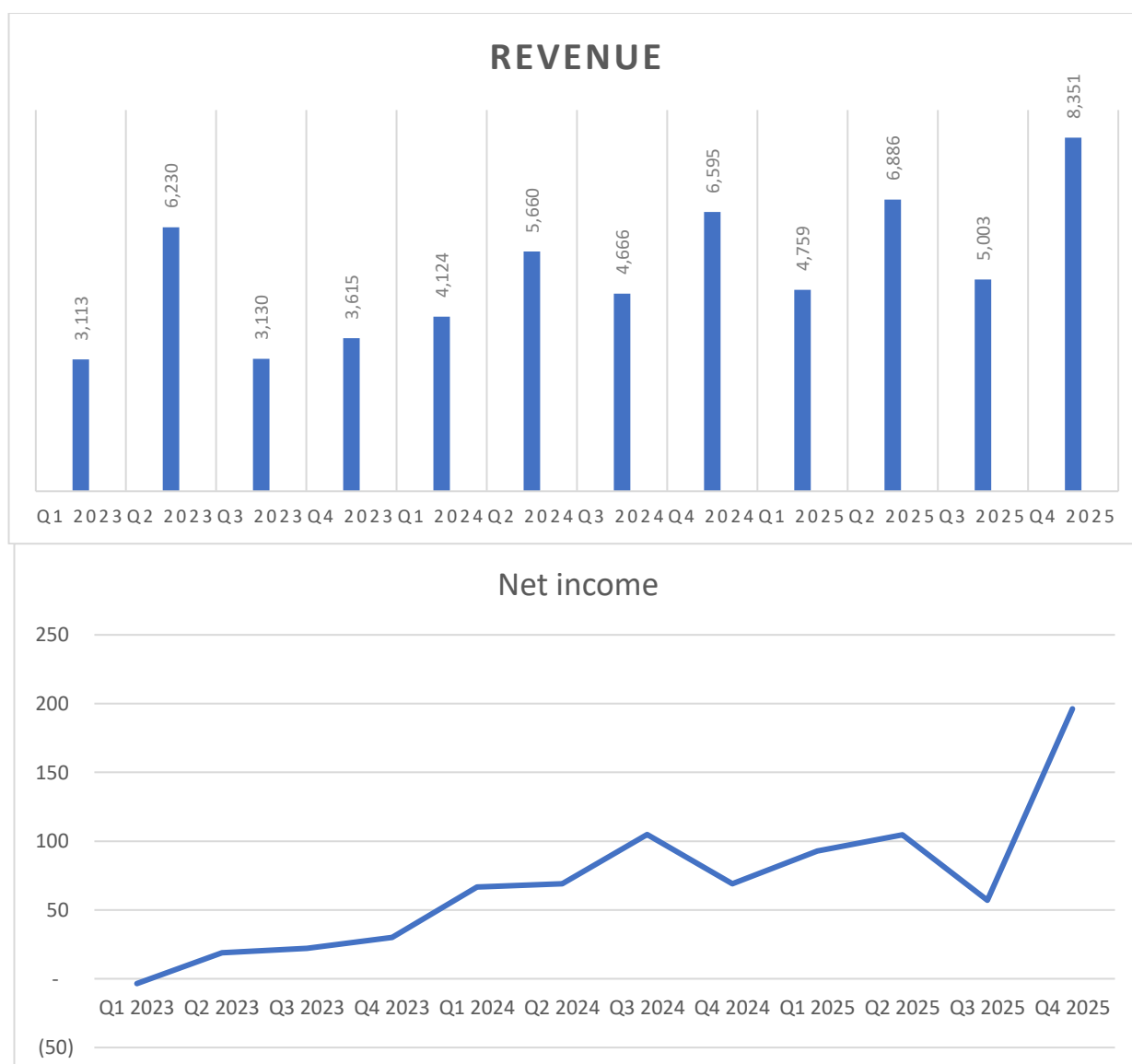
源: Bloomberg, GTJASVN RS

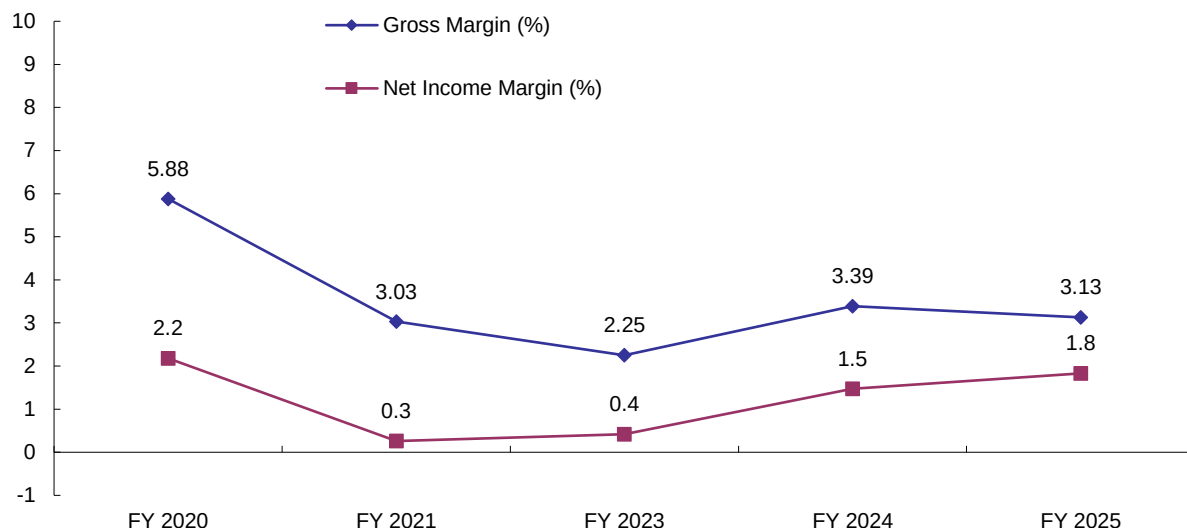


源: Bloomberg, GTJASVN RS

截至 2025 财政年度结束（2024 年 7 月 1 日 – 2025 年 6 月 30 日），Coteccons 实现净营收近 24.867 万亿越盾，税后利润 4540 亿越盾，同比增长 47%。这是自 2020 年以来的最高利润，标志着 Coteccons 在建筑市场的强势回归。

此外，在施工成本压力下利润率仍得到改善，显示了 CTD 在项目管理和企业经营方面的能力。



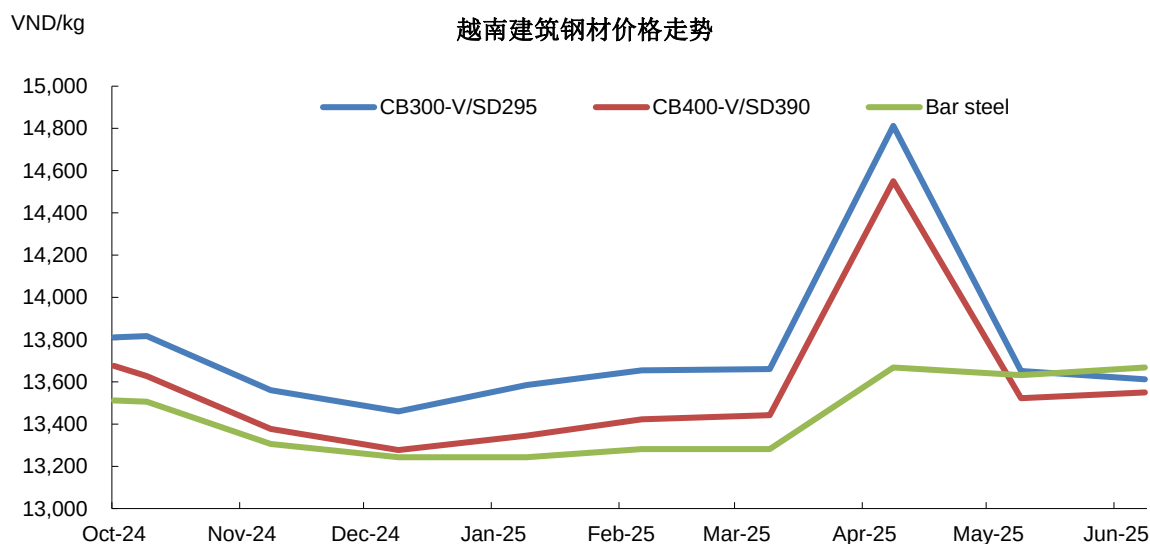


源: Bloomberg, GTJASVN RS

在原材料成本压力不断上升的背景下，利润率仍得以维持。

科学技术、环境与建材司表示，一些建筑材料如砂、石子、石块、砖、回填材料、路基填料等价格异常上涨，对越南国内重点工程的建设成本和施工进度造成巨大压力。根据建设部的统计，建筑钢材价格同比 2024 年平均上涨约 12%至 15%，水泥价格上涨 8%至 10%，在胡志明市、河内、平阳等需求旺盛的地区，建筑用砂价格上涨超过 20%。

随后，政府迅速出台措施以稳定国内价格水平，确保工程施工进度。因此，尽管建材价格上涨对企业利润率造成了巨大压力，但预计仍将在可控范围内。凭借建立起的大规模长期供应商网络 Coteccons 在一定程度上能够控制施工成本。



源: FünproX, GTJASVN RS

钢材供应预计将保持稳定，这得益于国内生产与进口供应的平衡。即将全面投产的和发荣 2 号项目也将有助于巩固市场供应和价格水平。尽管如此，我们预计钢价将小幅上涨，因为在中国钢铁市场管控政策收紧供应下，钢价周期可能出现反转。

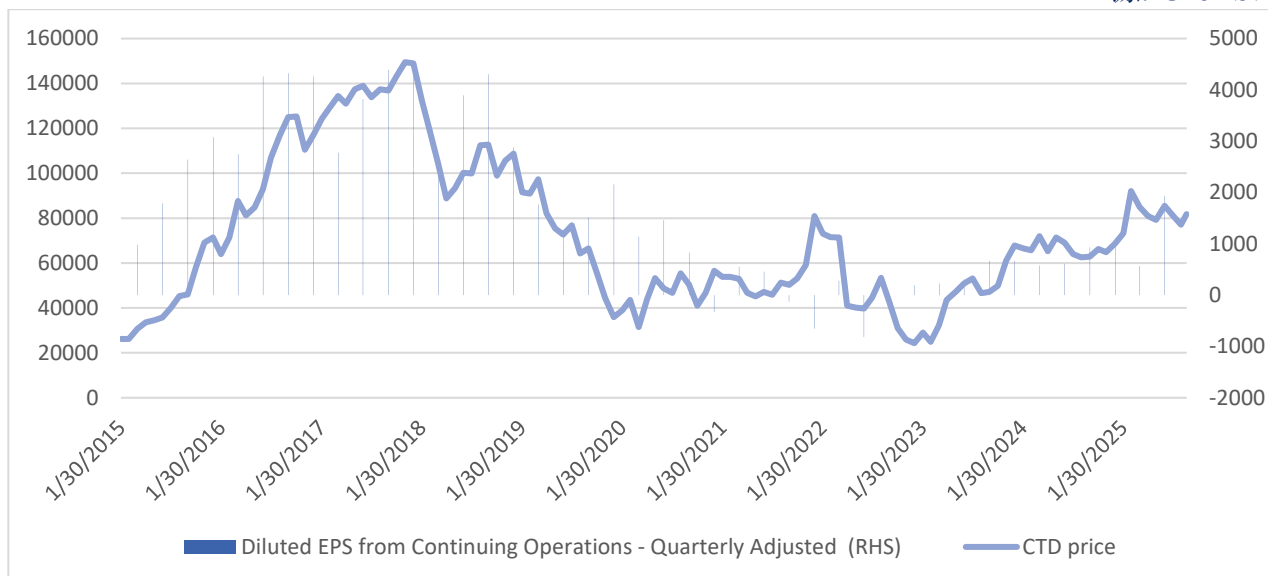
评估与建议

我们预测 CTD 在 2026 财年将实现营收 28.7 万亿越盾、税后利润 5750 亿越盾，对应 2026F 每股收益（EPS）为 5670 越盾/股。加大向厂房建设细分领域的拓展，预计将有助于 CTD 在长期内改善整体行业利润率。

比较住宅地产建筑企业与工业地产建筑企业的毛利率。

	2019 年前	2020 年至 2023 年	2024 年至 2025 年
民用建筑	6%-8%	3%-5%（竞争与压价，原材料成本高企）	4%-6%
基础设施建设		9%-13%	

源: GTJASVN RS



源: Bloomberg, GTJASVN RS

- 经过内部重组阶段以及房地产周期低迷后，Coteccons 的业务引擎在 2024–2025 年期间逐渐重新启动。因此，我们预计 Coteccons 将很快重回 2017–2018 年创下的历史最高营收水平。
- 住宅房地产市场正在强劲复苏，这将带动 CTD 在 2025–2026 财年的营收与在手订单（backlog）。同时，CTD 也计划在新财年内不再计提新的拨备费用。
- 在基础设施建设领域，CTD 也录得积极成果，这将成为推动 CTD 长期营收增长的新动力。
- 在海外业务方面，CTD 已成功进入台湾（中国）、阿联酋等市场。海外业务虽然充满挑战，但也为企业带来了长期增长的前景。
- 关于 CTD 在 Ricons 的持股，CTD 管理层表示公司有计划退出 Ricons，但会根据合理的时机和价格作出决定。
- 我们建议“买入”CTD 股票，估值为 106000 越南盾/股，相较于 2025 年 9 月 19 日的收盘价，预期收益率为 29.5%。



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

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

