



企业报告：和发集团 (HSX: HPG)

 分析师
 吴妙玲

 邮箱: linhd@gtjas.com.vn – ext 705

榕桔二期两座高炉收成在望

2025 年 9 月 4 日

主要内容

根据最新消息，榕桔 2 号 (Dung Quat) 项目的高炉 2 号已于 2025 年 9 月 4 日成功产出第一炉铁水，标志着集团整体项目的重要里程碑。榕桔 2 号项目在满负荷运行时，预计将为和发集团 (HPG) 新增 560 万吨 HRC 产能。具体榕桔 2 号项目高炉 1 号自 2025 年 3 月底起已进入商业运行，推动 HPG 在上半年累计产量达到 510 万吨。预计高炉 1 号在 2025 年将以 50% 的产能运行，并在 2026 年提升至 70% 至 80% 的产能。与此同时，高炉 2 号预计将在 2025 年底至 2026 年初实现商业运行。

随着这一最新进展，预计 HPG 在 2025 年的粗钢总产量将达到约 1040 万吨，同比增幅 20%。

2025 年 7 月 29 日，HPG 已获得榕桔 2 号投资方案调整的批准。根据最新调整，榕桔 2 号项目年产能将提升至 610 万吨，包括 560 万吨热轧卷 (HRC，未变，预计两座高炉将在 2026 年投产) 和 50 万吨高品质线材 (预计 2028 年投产)。

2025 年 8 月 1 日，榕桔 1 号项目高炉 1 号在历时一个多月的定期检修后已恢复运行，从而保障 HPG 的生产活动顺利进行。

评估与建议

HPG 正迎来积极因素，其一是榕桔 2 号项目带来的增长动力，预计产量将以每年 20% 的速度增长；其二是钢价有望触底，中国市场供应收缩受政府调控影响，而越南国内钢铁需求在公共投资支出周期下显著提升。

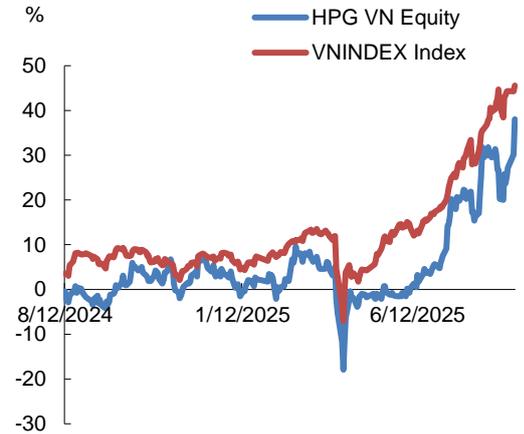
我们建议“**增持**”HPG 股票，目标价为 33700 越南盾/股，相较于 2025 年 9 月 4 日的收盘价，预期收益率为 12.9%。

 建议: **增持**

 6-18 个月的目标价: **33700**

目前价: VND29850

一年股票收益率走势



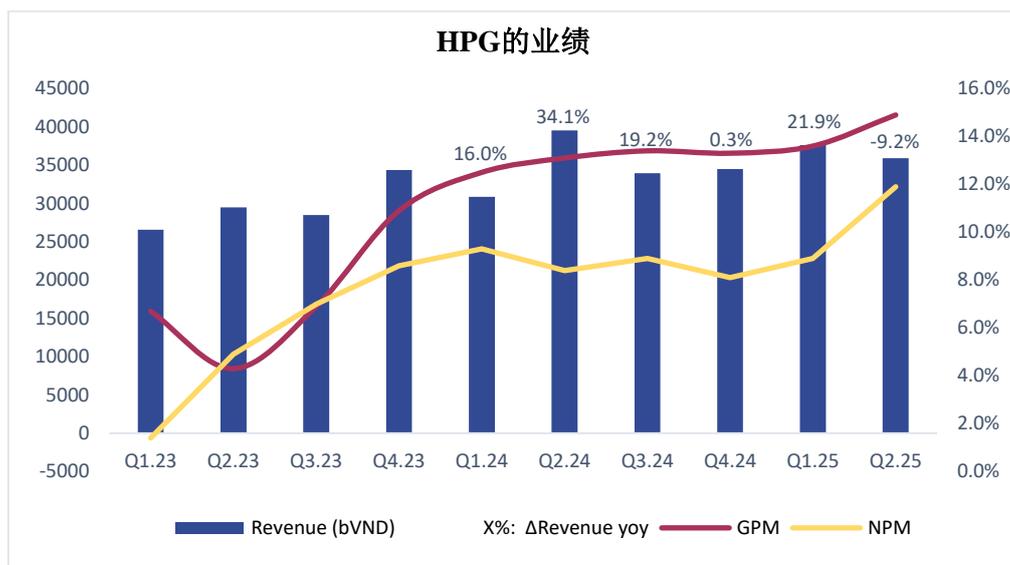
股价波动	1 M	3 M	1Y
波动率%	11.3%	31.2%	32.5%
与越南指数相比	21.3%	56.5%	63.4%
平均价 (越南盾)	27,657	25,228	22,795

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数 (百万)	7,675.47	大股东 (%)	Tran Dinh Long 25.8%
市值 (十亿越南盾)	229,112.66	Free float (%)	59%
三个月平均成交量 ('000)	59,345.53	D/E TTMQ2/2025	97.95%
52 周最高/最低价 (越南盾)	29900 / 17750		

源: the Company, Guotai Junan (VN).

一、2025 年上半年经营业绩更新



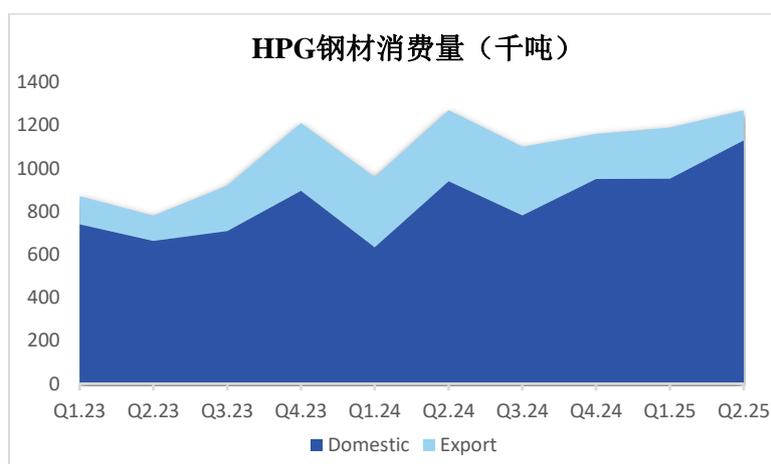
源: HPG, GTJAVN Research

在 2025 年上半年，和发集团实现营业收入 74 万亿越南盾，税前利润 7.6 万亿越南盾，分别同比增长 5%和 23%。

第二季度营业收入同比下降 9.2%，然而利润率却大幅提升。主要原因在于全球钢材产品价格以及国内钢价的下行趋势，较 2024 年底下降约 3%。另一方面，铁矿石和焦炭价格也大幅下降，从而带动销售成本降低并显著提升利润率。

尽管销售价格下降，但成本降幅更大，具体而言，铁矿石和焦炭价格均较去年同期下降 20%至 30%以上，这使得毛利率显著上升。

1.1 钢铁板块



源: HPG, GTJAVN Research

在 2025 年第二季度，供应国内市场的钢材产量创下历史新高，超过 110 万吨，同比增长 20%，反映了建筑行业的复苏以及公共投资支出的强力推进。累计上半年，和发集团 (HPG) 的各类钢材销量达到 500 万吨。

我们认为，越南国内钢材需求仍将继续大幅增长，主要动力来自越南对其他出口国实施的反倾销税政策；年内剩余季度公共投资支出的加快落地。

越南对部分国家反倾销税税率表

文件编号	国家	国家	税率	生效日期	截止日期
143/QĐ-BCT	中国、泰国、马来西亚	预应力钢材	28% 11% 9.8%-12%	2025 年 1 月 14 日	生效日起 5 年后
1959/QĐ-BCT	中国	热轧钢	27.83%	2025 年 7 月 6 日	生效日起 5 年后
1207/QĐ-BCT	中国、韩国	镀锌钢	37.13% 15.67%	2025 年 8 月 14 日	生效日起 5 年后

部分国家对越南反倾销税税率表

案件编号	国家	国家	税率	生效日期	截止日期
A-552-843	美国	CORE 钢材 (无上市公司生产)	88.98%- 110.21%	2025 年 8 月 26 日	等待结果
655	澳大利亚	热轧钢筋	等待结果 预计 2025 年 11 月	等待结果 预计 2025 年 11 月	等待结果 预计 2025 年 11 月
	欧盟	热轧钢	0%-12.1%	2025 年 7 月 16 日	生效日起 5 年后
A-552-853	美国	混凝土钢筋	等待结果	等待结果	等待结果
	印度	热轧钢	等待结果	等待结果	等待结果

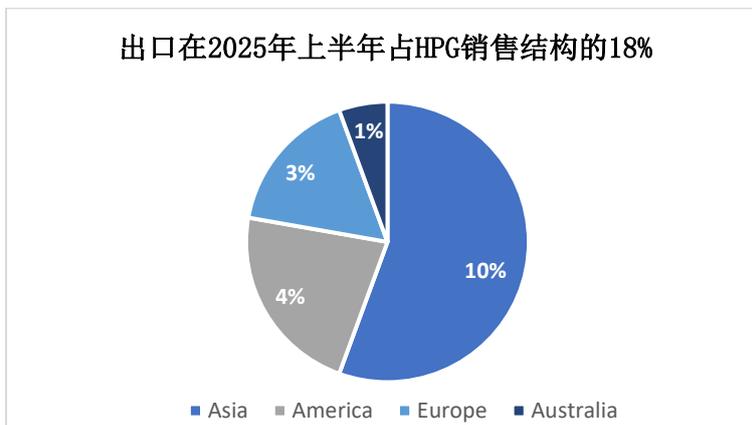
源: chongbanphagia.vn, GTJAVN Research

在欧盟对越南热轧钢征税的过程中，HPG 享受 0%税率，这不仅帮助公司维持在欧盟市场的竞争优势，同时也使其他镀锌钢板生产企业更倾向于从 HPG 采购 HRC，因为其出口到欧盟时不会遇到原产地与反倾销方面的壁垒。这将通过增加对国内下游企业的 HRC 销售量，积极推动公司营收增长。

我们认为，美国对越南 CORE 钢征收 110%税率，对 HPG 及国内钢铁生产企业影响不大。原因在于此前的初步税率已被预期在类似的高位水平，企业也已提前采取措施，限制了从越南出口至美国的数量。此外，目前在证券交易所上市的企业尚未生产该产品。

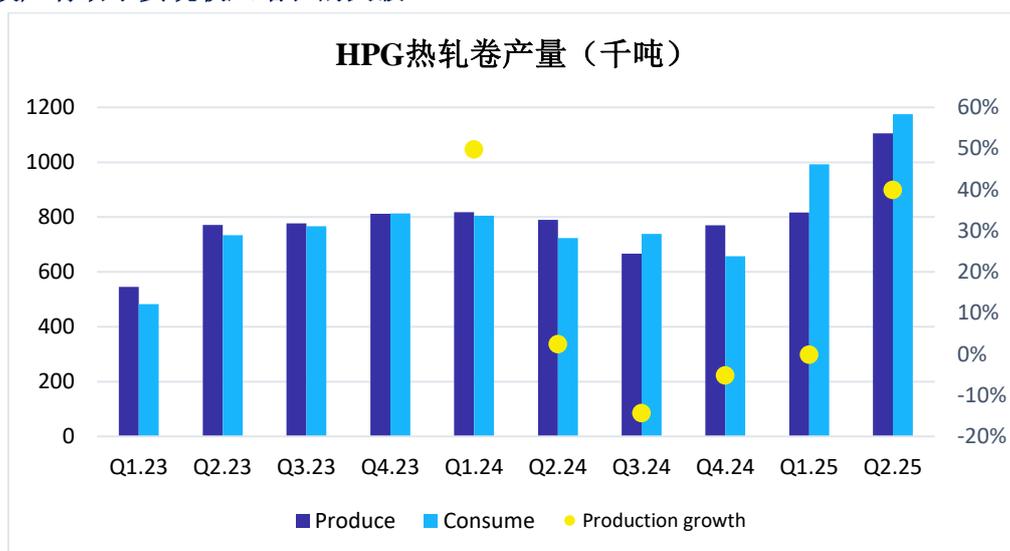
因此，欧盟和美国近期两轮反倾销税措施对 HPG 的实际影响可以忽略不计。集团仍将专注于满足国内市场需求，保持出口比例在适度水平，不依赖任何单一市场，从而在贸易政策变化中保持主动权。

因此，欧盟和美国近期两次征收反倾销税对 HPG 的影响微乎其微。集团仍将专注于满足国内市场需求，保持出口比例在适度水平，不依赖任何单一市场，从而在贸易政策变化中保持主动权。



源: HPG, GTJAVN Research

榕桔 2 号投产有助于实现收入增长的突破



源: HPG, GTJAVN Research

榕桔 2 号项目预计投产产能

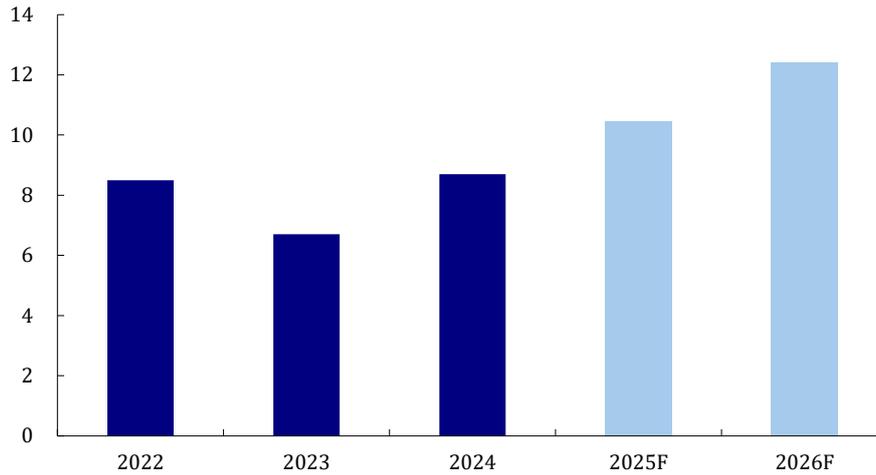
	2025	2026	2027	投资规模
榕桔 2 号				85 万亿越南盾
1 号高炉	50%产能	70%–80%产能	100%产能	
2 号高炉	预计 9 月完工	50%产能	80%产能	

由于榕桔 2 号项目首座高炉已开始投产, HRC 产量显著增加, 使 2025 年第二季度 HRC 供应量占比提升至 40% 上半年同比增长 42%, 达到 220 万吨。这将对集团下半年营收形成积极贡献。

榕桔 2 号项目的高炉容积为 2500 立方米, 是榕桔一高炉的两倍, 能耗更低。HPG 在环保方面的投入也高于现行标准, 尤其是在减少二氧化碳排放和降低能源消耗方面。

根据 2025 年 9 月 4 日的最新进展, 榕桔 2 号项目的 2 号高炉已产出首炉铁水, 标志着项目即将进入收尾阶段, 并将在 2025 年底至 2026 年初两座高炉同时进入商业化运营。届时, 集团年产钢总量将达到 1600 万吨, 其中包括 900 万吨热轧卷钢, 可满足越南市场对该产品 100% 的需求。

Billion tonne **HPG年度粗钢产量**



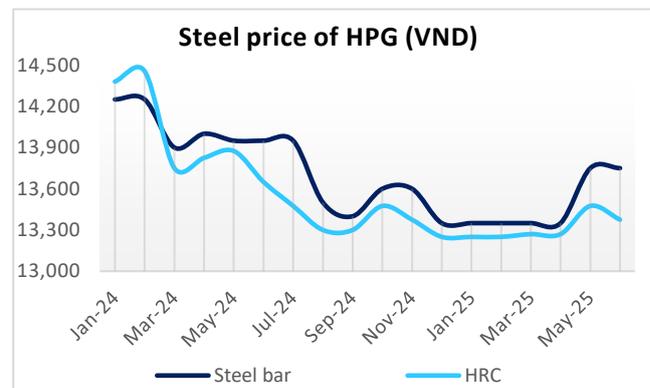
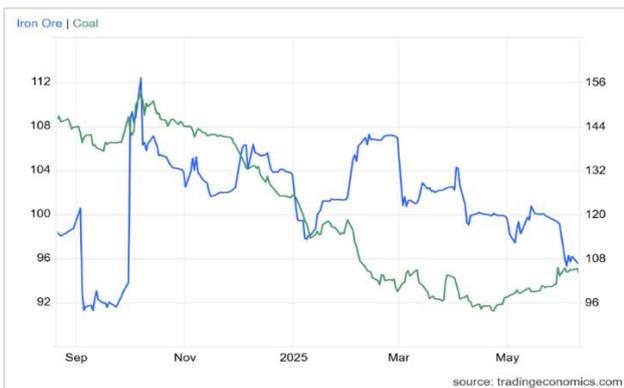
源: HPG, GTJASVN RS

榕桔 2 号项目投资方案 在 7 月 29 日调整批准后

内容	原方案	调整方案
使用土地面积	276.33 公顷	276.33 公顷
设计产能	560 万吨/年	610 万吨/年
产品与服务	- 热轧卷钢 (HRC): 560 万吨/年	- 热轧卷钢 (HRC): 560 万吨/年 - 高品质钢丝卷: 50 万吨/年
项目投资总额	85 万亿越南盾	88.4 万亿越南盾(增加 3.4 万亿越南盾)
投资者出资	40 万亿越南盾	40.8 万亿越南盾
融资额	45 万亿越南盾	47.6 万亿越南盾
实施进度	- 基本建设并投入运营时间: 2026 年第四季度	- 扁钢部分 (HRC) 560 万吨/年: 2026 年第四季度 - 高品质线材增产部分 50 万吨/年: 至 2028 年第二季度

源: HPG, GTJASVN RS

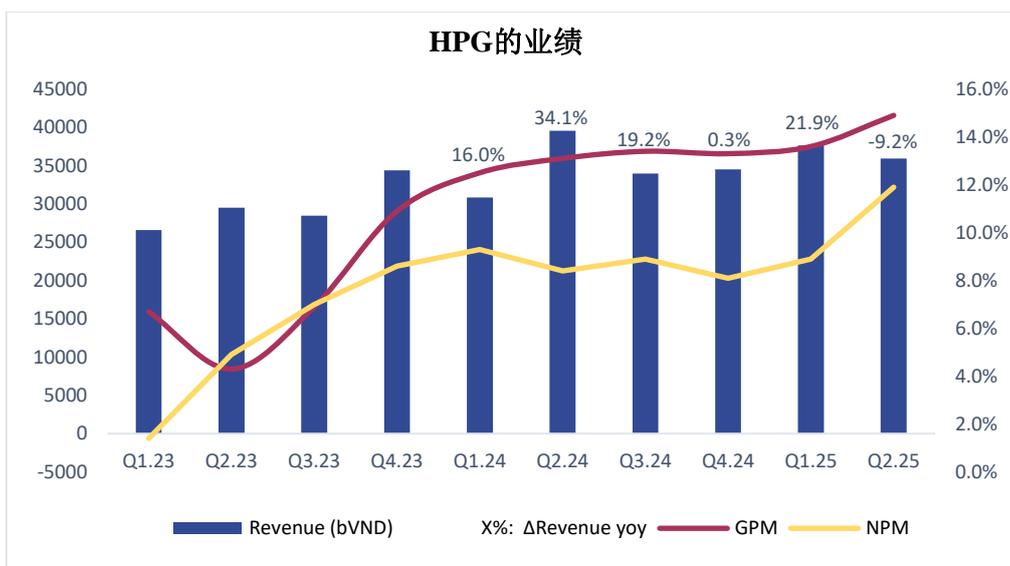
价格走势: 铁矿石价格下跌, 煤炭价格上涨



源: HPG, GTJAVN Research

今年以来,铁矿石价格呈下降走势,部分原因来自市场担忧中国收紧减产政策以控制粗钢过剩。此外,特朗普总统在今年的关税措施也加剧了全球市场的不确定性,影响了铁矿石这一钢铁生产的重要原料的需求,而该商品对贸易政策变动尤为敏感。

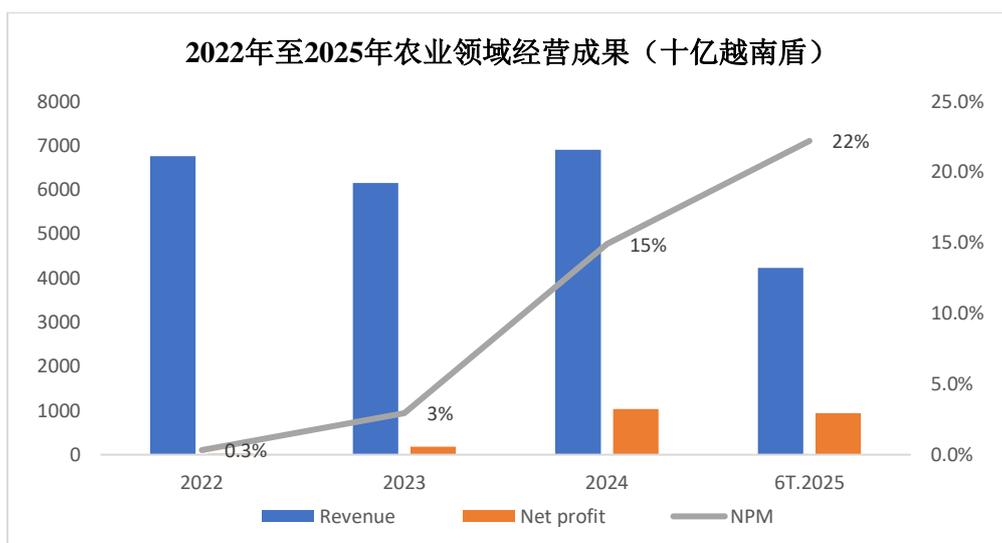
主要原材料价格整体呈下降趋势,导致 HPG 在第二季度的钢材成品销售价格同比下降约 4-5%。因此,尽管销售量大幅增长,但集团第二季度的营收同比仍小幅下降 9%。不过,由于销售成本下降,对当季毛利率产生了积极影响。



源: HPG, GTJAVN Research

1.2 农业板块及其他板块

HPG 的农业板块为集团贡献约 5-6%的营业收入和约 10%的净利润。公司主要专注于饲料生产以及猪、牛、蛋鸡养殖。”



源: HPG, GTJAVN Research

在今年上半年,农业板块的利润率和收入均较近年来大幅提升,主要得益于生猪价格上涨趋势,对集团的利润增长起到了积极贡献。HPG 的养殖与饲料生产环节均受到严格管控并确保卫生安全,使集团能够充分受益于养殖业的上升周期。

HPG 近期的集装箱生产业务

近日，HPG 向 CMA CGM——一家在海运、公路运输、航空及物流领域提供综合解决方案的大型航运公司——交付了 1000 个 20 英尺标准集装箱。HPG 也正在为其他多家大型航运和物流企业（如 New Way Lines、Vietsun、Topaz Marine 等）供应集装箱，订单交付进度稳定，产品经过严格检测，能够很好地满足实际运营需求。

HPG 的集装箱工厂目前正处于一期运作阶段，年产能为 20 万 TEU，主要生产 20 英尺和 40 英尺标准干货集装箱。待项目整体完成后，设计产能将达到 50 万 TEU/年。HPG 新近出厂的 20 英尺集装箱市场价格约为每个 7000 万至 9000 万越南盾。凭借这一规模，HPG 已成为越南及东南亚地区最大的集装箱制造商。



源: HPG, GTJAVN Research

越南在集装箱生产方面具有地理优势，因为这里是区域内重要的货物中转地点。除此之外，外国投资资金持续大量流入越南，加之进出口贸易的高速增长，使得海运需求逐年大幅提升。HPG 在集装箱外壳生产中实现了原材料自给，每年还能带动超过 100 万吨钢材的消耗。

1.3. HPG 其他重点项目投资进展更新

HOG 重点项目清单

	2025	2026	2027	2028	规模
榕桔 2 号					88.4 万亿越南盾
1 号高炉	50%产能	70%-80% 产能	100%产能		
2 号高炉	于 9 月完成	50%产能	80%产能		
高品质钢（新）	已完成主管部门注册	建设	设备安装	完成	
钢轨厂	于 5 月开工	-	首批产品		14 万亿越南盾
HPG 钢铁联合体（富安和心工业园）	已完成主管部门注册				86 万亿越南盾

HPG 在建工程成本变动

十亿越南盾	2025 年 6 月	2024 年
榕桔钢铁联合体项目	68855	60108
海阳钢铁联合体项目	608	143
集装箱工厂项目	2056	2232
地板项目	341	165
农业项目	300	326
钢管厂项目	96	585

家电项目	35	27
其他工程	414	70
合计	72704	63656

源: BCTC HPG, GTJASVN RS

高速铁路钢轨厂

2025 年 8 月, HPG 集团在广西省榕桔经济区开工建设高速铁路钢轨生产厂, 总投资约 14 万亿越南盾。该钢轨及型钢生产线年产能达 70 万吨。项目旨在为北南高速铁路、海防–河内–老街铁路以及河内和胡志明市的城市轨道交通等国家重点工程提供产品。该项目标志着集团在钢铁生产领域迈出了重要一步。预计工厂将在 2027 年投产并推出首批产品。

高品质钢项目

2025 年 4 月 10 日, HPG 集团与 Primetals 集团签署合同, 建设年产能 50 万吨的高品质钢连铸及轧制生产线。该生产线的主要产品包括轮胎帘线钢、胎圈钢、预应力钢等。在高品质钢产品投产后, 国内市场将减少对其他国家进口产品的依赖, 从而为集团的营收增长做出积极贡献。计划生产线将在 2026 年第三季度提供首批产品, 并在 2026 年第四季度投产连铸工段。

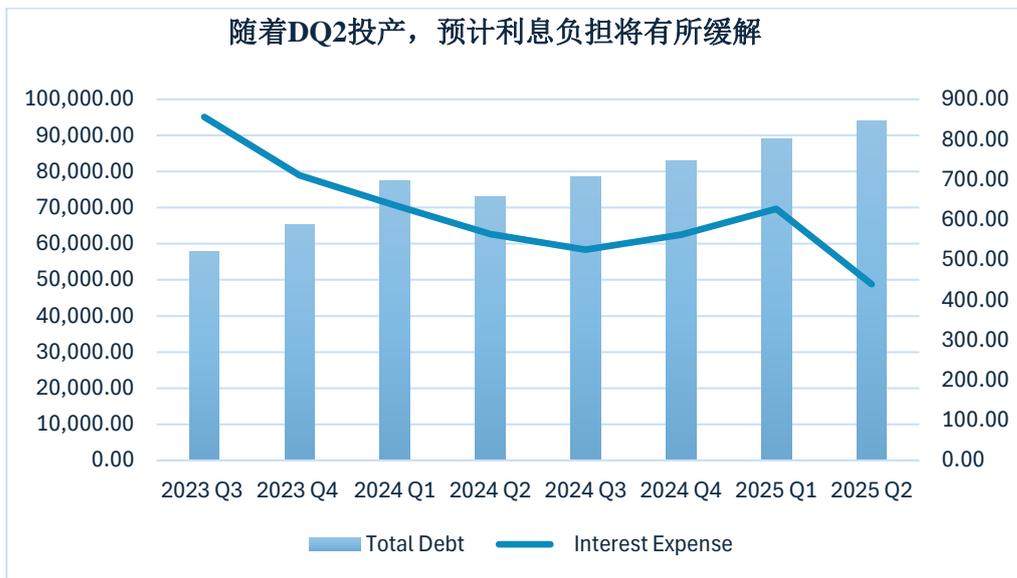
二、预测与建议

我们评估, 2025 年下半年 HPG 的经营前景依然乐观, 受益于国内消费市场持续展现出良好的吸收能力, 以及年底加快公共投资项目的政策。

- 越南国内钢铁需求预计将保持积极增长态势, 主要受益于公共投资的加速拨付以及对进口钢材实施的反倾销税政策。
- 随着广义榕桔二期新增产能投产, HRC 与建筑钢材产量将继续扩大, 帮助 HPG 提升市场份额并满足国内需求。预计 2025 年第三至第四季度 HRC 产量将同比增长 25–30%。

钢材及原材料价格可能因全球普遍下行趋势而承受轻微压力。铁矿石与焦炭——两种主要原料——自年初以来显著降温, 预计在下半年维持低位水平。这将有助于 HPG 的毛利率保持在高于去年同期的水平。

榕桔二期项目的运营成本风险预计不大, 因为可通过产量增加、能耗低和规模优势来抵消。同时, 在第二季度, 公司已较好地利用了结构优化和负债管理, 降低了利息支出, 并通过存款/投资收益的增加来改善利润。这些因素将在未来两个季度成为推动 HPG 利润增长的积极动力。



源: Bloomberg, GTJASVN RS

与此同时，农业和集装箱板块预计将继续为集团利润提供稳定贡献，发挥多元化收入来源的作用。

预测：

- 假设 2025 年下半年粗钢产量达到 534 万吨，全年总产量提升至 1044 万吨，我们预测 2025 年集团营收将达到 175 万亿越南盾，预计 2025 税后利润为 16.6 万亿越南盾，同比增速分别为 26% 和 38.3%。该利润水平对应 EPS 为 2162 越南盾/股。
- 预计 2026 年，假设谨慎情境下，榕桔 2 号项目的 1 号和 2 号高炉分别以最大产能的 70% 和 50% 运行，粗钢总产量有望提升至 1240 万吨。预计集团营业收入将达到 220 万亿越南盾，同比增长 25.7%；税后利润预计为 21.58 万亿越南盾，同比增长 30%。折算后，每股收益预计为 2811 越南盾。

估值与建议：

我们建议“增持” HPG 股票，目标价为 33700 越南盾/股，相较于 2025 年 9 月 4 日的收盘价，预期收益率为 12.9%。



源: Bloomberg, 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。引用时须注明来源。



GTJA 证券（越南）研究部

吴妙玲

Research Analyst

linhd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

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

河内市安和坊陈维兴路 117 号

Charm Vit Tower 大厦，一楼，9-10 房

电话:

(024) 35.730.073

传真: (024) 35.730.088

胡志明市春和坊国际广场

Bis 2 号，一楼

电话:

(028) 38.239.966

传真:(028)38.239.696

