



企业报告: 德江 (Duc Giang) 化工集团股份有限公司 (DGC)

分析部

邮箱: research@gtjas.com

2025 年 10 月 16 日

巩固并深化价值链

主要内容

DGC 是越南领先的化工企业, 在黄磷供应领域居于行业龙头地位。黄磷是现代工业的重要基础原料。此外, 公司也展现出强烈的战略意图, 希望通过在宜山 (Nghi Son) 和林同 (Lam Dong) 的大型项目, 进一步深入工业化学品价值链。在 2025-2026 年的短期阶段, 随着位于得农省 (Dak Nong) 的乙醇项目预计于 2025 年第一季度投产, 以及宜山项目第一期预计于 2026 年第二季度投入运营, 这些项目将为 DGC 增加新的产能, 并提升公司的营收与利润水平。

截至 2025 年上半年, DGC 实现净营收逾 5.7 万亿越盾, 同比增长约 16.6%; 税后利润达 1.728 万亿越盾, 同比增长 9%。基于该业绩, DGC 已完成全年营收目标的约 54.9%, 以及税后利润目标的约 52.6%。DGC 目前保持稳健的资产结构, 拥有超过 12 万亿越盾的现金及银行存款, 这一数字也显示出公司为后续大型项目所准备的雄厚财务实力。

投资建议

采用自由现金流折现法 (FCFF) 进行估值, 我们确定 DGC 的目标价为 120000 越盾/股。

我们建议“买入”DGC 股票, 目标价 **120000 越盾/股**, 相较于 2025 年 10 月 15 日收盘价, 预期收益率约为 **27%**。

建议:

买入

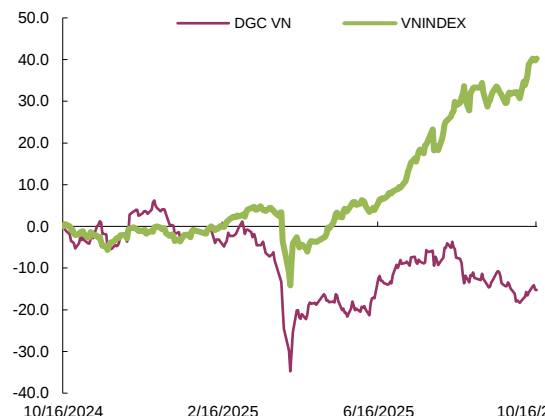
6-18个月的目标价:

120000
(+27%)

目前价:

95000

股票 1 年期收益表现



股价走势	1 M	3 M	1Y
波动率%	-4.5%	-7.9%	-15.4%
与越南指数相比	-0.2%	10.1%	21.8%
平均价 (越盾)	95,109	99,241	102,735

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数 (百万)	379.78
市值 (十亿越南盾)	36,002.99
三个月平均成交量 ('000)	2,288.86
52 周最高/最低价 (越盾)	119200 / 73100

源: the Company, Guotai Junan (VN).

大股东 (%)	Dao Huu Huyen 18.38%
Free float (%)	60%
Debt/Assets (%)	3%

一、经营业绩更新

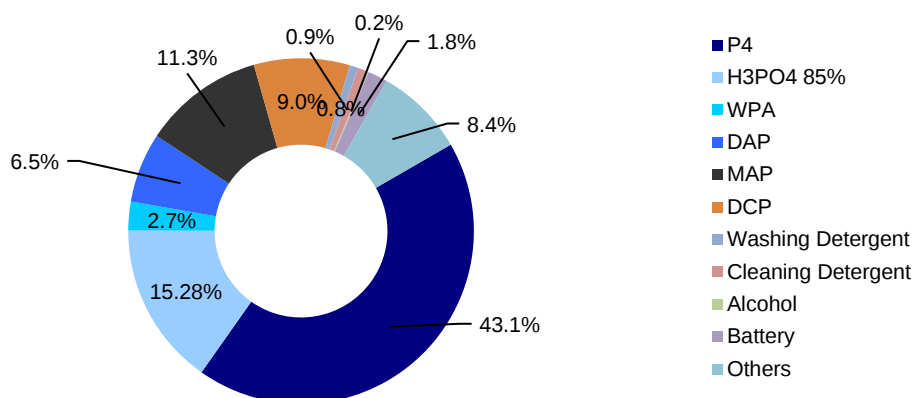
在 2025 年上半年，DGC 实现净营收超过 5.7 万亿越盾，同比增长约 16.6%；税后利润达到 1.728 万亿越盾，同比增长 9%。凭借这一成果，公司已完成全年营收计划的约 54.9%，以及税后利润计划的约 52.6%。

此次业绩增长主要得益于公司核心产品——黄磷、磷酸及化肥等的销售价格较 2024 年明显改善，而 2024 年曾是价格大幅下跌的阶段。同时，印度、中国及欧洲等主要出口市场的需求回升，也为营收增长提供了有力支撑。

此外，原材料成本保持稳定及生产能力维持良好，使得 DGC 的毛利率略有提升。若价格趋势继续向好，该利润率将在下半年保持稳定。

2024 年按产品划分的收入结构

Revenue structure by products 2024

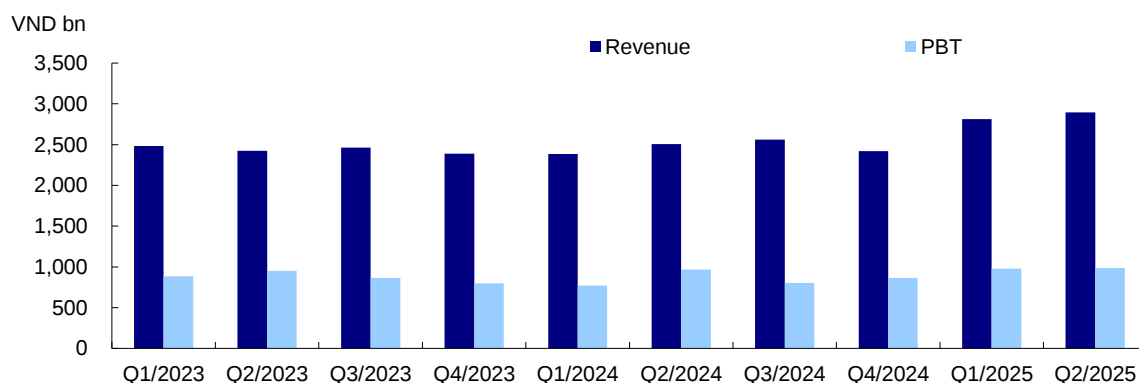


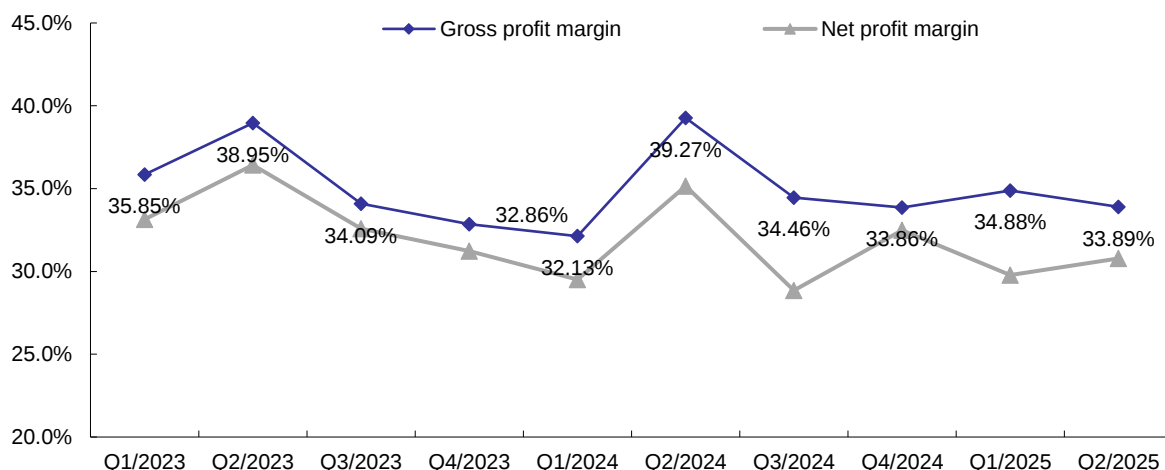
2025 年前 6 个月各市场收入

	2023	2024	6M2025	2023	2024	6M2025
DOMESTIC	21.90%	31.60%	33%	2,139	3,118	1,895
OVERSEAS	78.10%	68.40%	67%	7,609	6,746	3,809

源: DGC, GTJASVN RS

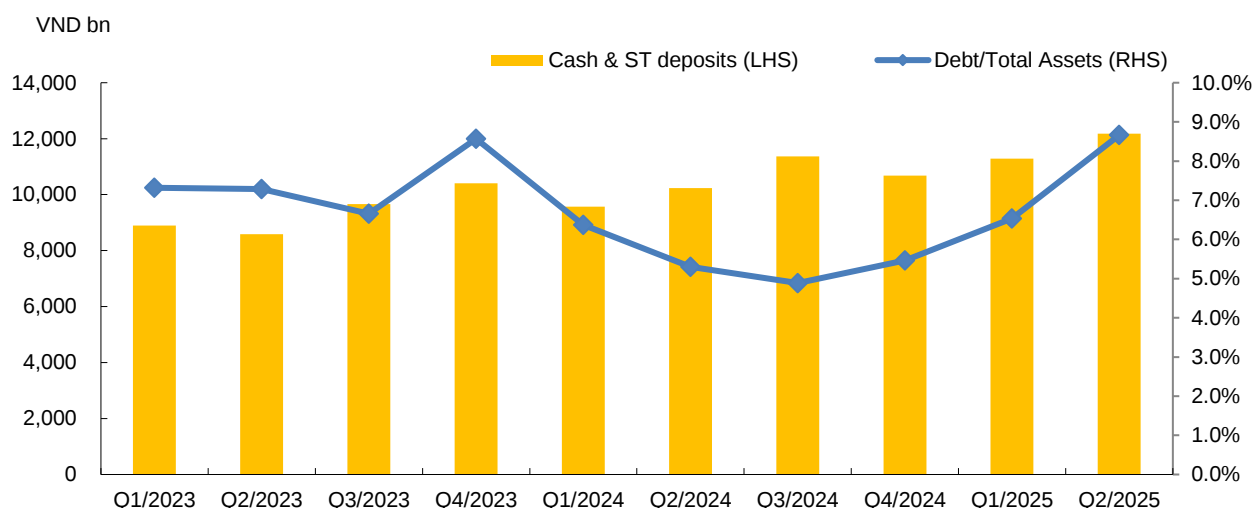
营收与利润走势 / 利润率表现





源: FiinproX, GTJASVN RS

资产质量依然出众，持有逾 12 万亿越南盾现金，负债仅约 1.5 万亿越南盾。



利润率得以保障，得益于对磷矿石（Apatit）供应的自主掌控

目前，DGC 能够自给约 70%至 80% 的磷矿石原料（黄磷生产的主要原料），并正持续通过扩产计划提升原料保障能力。公司正在推进 老街省第 25 和 19b 号采矿区的升级与扩建项目，以扩大原料自供比例。

此外，在 2025 年 4 月举行的年度股东大会上，DGC 管理层宣布计划参与老街省第 20、22、23 号采矿区的开采许可投标。若该计划顺利实施，集团预计可新增约 3000 万吨磷矿石储量，足以保障未来至少 20 年的生产原料供应。

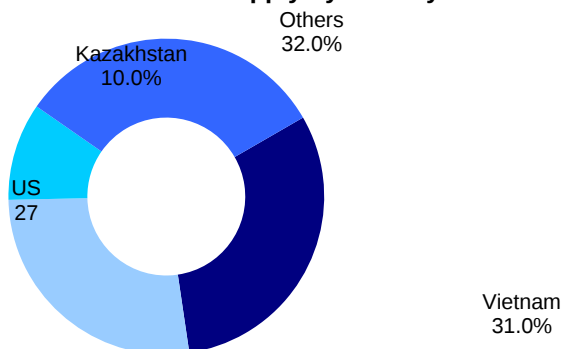
与此同时，焦炭与硫磺仍为 DGC 外部采购的原料，其价格受市场波动影响较大。

二、产销市场稳固 —— 凭借黄磷领域的高市场份额保障出口渠道

凭借年产能约 7 万吨，自 2018 年中国暂停黄磷（P4）出口以来，DGC 已占据全球黄磷出口市场约三分之一的份额，在该领域稳居国际领先地位。

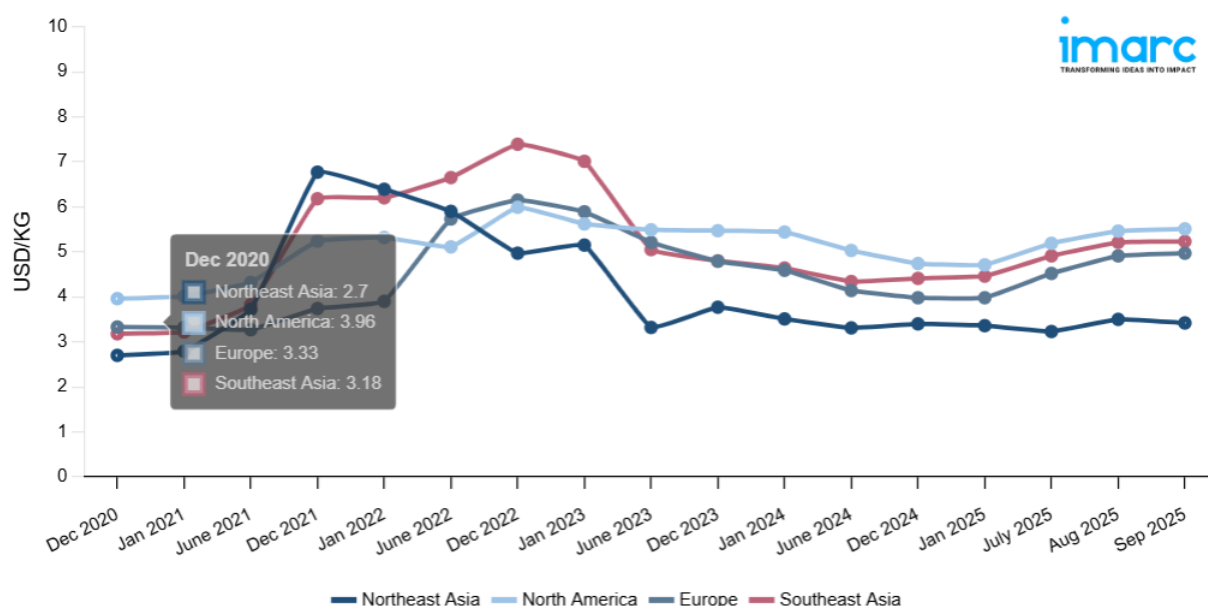
同时，DGC 正积极深入半导体产业供应链，通过扩大用于芯片制造的磷酸产品生产规模，进一步向高附加值产品延伸。这一战略举措将有助于公司巩固长期增长潜力，并提升在高科技产业链中的战略地位。

Global market share of P4 supply by country



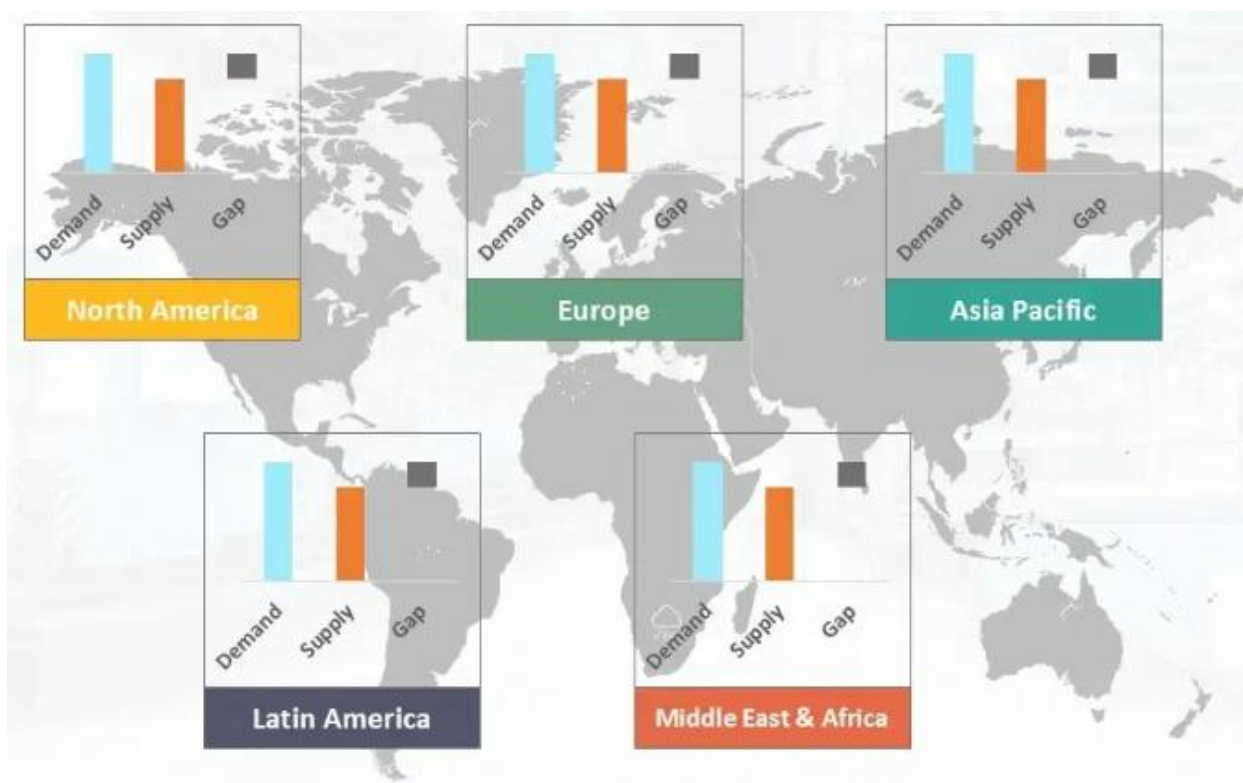
源: volza.com

P4 价格走势



P4 价格走势出现回升，这是由于电子、冶金和特种化学等行业需求回暖，以及中国和亚太地区生产活动的复苏。然而，供应过剩的风险仍然存在，特别是在中国生产商未削减产能或下一季化肥需求持续疲软的情况下。

供应不足以满足需求 - 源: Imarc



尽管如此，我们认为在悲观情景下，价格前景将仅维持在当前基准水平附近，这将有助于巩固 DGC 未来阶段的增长前景。

三、深度强化产品价值链

目前可以看到，DGC 的产品组合正朝着更加多元化的方向发展，同时，新项目的推进都具有相互补充的战略视野。例如，宜山化学综合体一期与二期项目之间在功能和资源上的互补利用，以及烧碱（氢氧化钠）项目将在长期内为铝土矿（氧化铝）项目提供支持，因为 NaOH 是铝土矿生产过程中至关重要的原料。

DGC 的核心产品包括：

业务板块	产品	设计产能	备注
工业化学品	黄磷	7 万吨/年	
	烧碱 (NaOH)	5 万吨/年	属于宜山项目，预计 2026 年投产
	磷酸 (Axit Phosphoric)	萃取磷酸 (WPA 50%): 产能 16 万吨/年 食品级磷酸 (H ₃ PO ₄ 85%): 设计产能 3 万吨/年	
	动物饲料添加剂 (DCP & MCP 等)	15 万吨/年	



饲料添加剂	洗衣粉、洗涤剂、漂白水 (Javel)		1800 亿越南盾
化肥	DAP、MAP、NPK、过磷酸钙 (Supe Lan)	富磷酸钙 (P ₂ O ₅): 产能 20 万吨/年 磷酸一铵 (MAP): 产能 10 万吨/年 磷酸二铵 (DAP): 产能 10 万吨/年 复合肥 (NPK): 产能 20 万吨/年 硫酸钾 (Kali Sunfat): 产能 4800 吨/年	
其他	蓄电池 乙醇 其他产品	乙醇: 产能 5 万 吨/年	乙醇工厂自 2025 年第一季度开始投产

源: DGC, GTJASVN RS 收集

DGC 未来大型项目的发展方向:

3.1. 通过宜山化学综合体项目专注于越南国内烧碱及工业化学品市场

德江宜山 (DGC Nghi Son) 化学综合体项目共分为三期, 总投资约 12 万亿越南盾。其中: 第一期项目* 已于 2 月 17 日正式开工, 调整后投资额约 2.9 万亿越南盾, 主要生产烧碱 (NaOH) 及其他工业化学品; 第二期项目计划继续投资约 6 万亿越南盾, 用于建设 PVC 塑料 (聚氯乙烯) 生产设施; 第三期项目预计追加投资 3.6 万亿越南盾, 建设纯碱 (Soda Ash) 工厂, 设计产能约 40 万吨/年。

德江宜山化学综合体第一项目详情 (调整后)

	第一期	第二期
总设计产能	15.1 万吨化学品/年 烧碱 (NaOH, 按 100%计): 5 万吨/年 盐酸 (HCL, 31%): 1.5 万吨/年 聚合氯化铝 (PAC, Al ₂ O ₃ 30%): 3 万吨/年 含氯化合物: 4.6 万吨/年	7.550 万吨化学品/年 硫酸钾 (K ₂ SO ₄): 2 万吨/年 过氧化氢 (H ₂ O ₂ , 按 100%计): 1.5 万吨/年 高纯及基础化学品: 500 吨/年 (按 100%计) 蓄电池 (电池产量): 200 万 kWh/年 (约合 4 万吨/年)
调整内容	根据市场需求调研结果, 在第二期投资阶段中新增并扩展部分产品。这些产品均为一期产品或副产品简单制备的化学品。	
投资规模	2.4 万亿越盾	2.9 万亿越盾 (第二期的额外资金)
进展	开工时间: 2025 年 2 月开工; 完工及投产时间: 2026 年第二季度完成建设并正式投产。	从 2025 年第三季度至 2026 年第三季度办理投资审批手续。 建设周期: 自 2026 年第三季度至 2027 年第四季度开工建设。 预计投产时间: 2027 年第四季度。 关于蓄电池项目: 该项目将分三个阶段按计划安装生产线: 第一期: 产能约 1 万吨/年, 时间为 2026 年第三季度至 2028 年第三季度; 第二期: 2029 年第一季度至 2030 年第四季度; 第三

期：2031 年第一季度至 2033 年第一季度。
度。

源: DGC, GTJASVN RS 收集

DGC 目前所专注开发的产品，均属于越南供应短缺的工业化学品，并且在长期市场中具有良好的需求前景与广泛认可度。

3.2. 来自林同省铝土矿-氧化铝-铝一体化项目的增长雄心

2025 年 10 月 12 日，在林同省大叻市举行的“2025 年林同省投资促进会议”期间，德江化学集团（DGC）与林同省人民委员会签署了关于研究、勘察及提出开发铝土矿-氧化铝-铝一体化项目的投资合作备忘录。

根据备忘录内容，DGC 承诺投资建设一个大型铝土矿-氧化铝-铝综合体，目标是形成从铝土矿开采到铝锭生产的完整一体化生产链，主要包括：

- 设计产能：每年生产 200 万吨氧化铝、50 万吨电解铝；
- 预计营业收入：约 37 万亿越南盾/年；
- 总投资额：约 58 万亿越南盾；
- 实施周期：2025–2030 年。

该综合体包含两个子项目：

- 一、铝土矿-氧化铝项目：位于林同省绥德县，原料来源于第 4 矿区（原属得农省，根据第 866 号规划）；
- 二、电解铝厂项目：位于原平顺省沿海地区，充分利用火电与可再生能源电力优势。

目前，当地政府正积极解决与铝土矿规划及开采相关的问题，为氧化铝生产项目创造有利条件。

根据 DGC 的规划，公司预计将于 2025 年底前获得投资许可证，并在 2026 年启动建设与安装，计划在 2028 年底开始确认收入。据 DGC 管理层透露，项目在氧化铝阶段（200 万吨/年）预计可新增 16 万亿越南盾营收，而铝生产阶段将再带来约 14 万亿越南盾营收。

四、估值与投资建议

2026 年增长前景——得益于产能扩张

- 德农省乙醇厂每年贡献约 1 万亿越南盾营收

德江化学（DGC）下半年业绩增长的一大亮点来自德农省乙醇厂。该厂前身为“大越乙醇厂”，已于 2024 年第一季度被 DGC 以 2530 亿越南盾收购。乙醇厂于 2025 年第一季度正式投产，设计年产能 5 万吨乙

醇。我们预计，该厂在 2025 年将运行约 50%产能，至 2026 年可达到 80%产能，预计每年将为 DGC 带来约 1 万亿越南盾营收和 1000 亿越南盾利润。

• 宜山项目一期于 2026 年第二季度投运后的增长潜力

据德江化学管理层披露，越南化学与石油服务总公司（PVC）已与公司签署合同，包销一期 1A 阶段 30% 的产量。其他客户亦已承诺采购额外 20% 的产量，使得总签约销售比例达到产能的 50%。基于此信息，可以预期：一旦项目投运，宜山综合体一期项目将能以约 80% 的产能运行，预计在 2026 年为 DGC 贡献约 1.2 万亿越南盾营收，并在 2027 年提升至约 1.5 万亿越南盾。

业绩预测

单位：十亿越南盾	收入	税前利润
2025F	11,506	13,010
2026F	3,864	4,420

我们预测，DGC 在 2025 年将实现 11.506 万亿越南盾的营业收入和 3.864 万亿越南盾的税前利润，分别同比增长 16.6% 和 13.6%。

(*) 目前，德江集团（DGC）正在推进“德江 Residence”住宅项目，但由于仍处于法律手续处理阶段，我们暂未将其纳入盈利预测。

估值

采用自由现金流折现法进行估值，我们确定 DGC 的目标价为 120000 越南盾/股。

我们建议“买入” DGC 股票，目标价 **120000 越南盾/股**，相较于 2025 年 10 月 15 日收盘价，预期收益率约为 **27%**。

Free Cash Flow in 2030	4,163,654
WACC	12.5%
Perpetuity Growth Rate	3.0%
Perpetuity Value at End of Year 5	45,142,776
Present Value of Perpetuity	25,051,033
(+) Present Value of Free Cash Flows	10,413,107
(=) Current Enterprise Value	35,464,141
Short Term Debt	1,577,082
(+) Long Term Debt	-
(-) Cash and Marketable Securities	12,178,866
(-) Current Net Debt	(10,601,784)
(-) Current Preferred and Minority Interest	379,427
(=) Equity Value (VND mn)	45,686,498



Shares outstanding (mn)	380
Estimated Value per Share (VND)	120,297.77
Current Price (VND)	95,000.00
Estimated Upside	27%

五、投资风险

- **原材料价格波动风险：**关键原材料（如磷矿石、煤炭、硫磺等）价格的波动，以及磷系列基础产品的供需变化，都可能影响公司未来的营收增长与利润率表现。
- **环境标准相关风险：**对环保标准和政策要求的担忧，可能影响 DGC 未来大型项目的推进进度，尤其是林同省铝土矿项目。

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

nhungtth@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

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

河内总部

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

胡志明分公司

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

