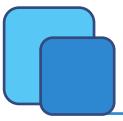




钢铁行业营业结果 更新报告 展望：看好

2025年12月24日
研究部

分析师: Ngo Dieu Linh
邮箱: linhnd@gtjas.com.vn – ext: 705



- 钢铁行业
- 中国钢铁行业情况
 - 销售情况
- 2025年前9个月钢铁企业经营业绩
 - 投资建议: **HPG**

2025年，受对等关税、贸易保护措施以及上半年低迷的钢价等因素影响，钢铁行业持续动荡，给钢铁企业带来诸多挑战。下半年，随着钢价回升、贸易保护性关税对中国钢铁和镀锌板材产品的影响、房地产市场复苏以及强劲的公共投资带动原材料需求旺盛，钢铁行业的前景有所好转。此外，中国方面已发出信号，将于2026年收紧生产和出口限制，预计新的经济刺激方案将在2025年末至2026年期间对价格走势产生积极影响。

在国内市场，HPG继续保持行业领先地位，在建筑钢材领域占据最大市场份额。榕桔（Dung Quat）二期项目的竣工提升了HPG的产能，并为其开启了高速增长期。其他钢铁企业则面临相对脆弱的经营环境，这主要是由于竞争压力以及美国实施贸易保障性关税后出口市场的转移。目前，大部分上述公司仍处于重组阶段，加上由Vingroup收购Pomin后成立的VinMetal新企业的出现也体现出越南钢铁行业正逐步吸引财力雄厚的股东集团参与。

投资展望及推荐股票：在此背景下，各公司之间的差异将更加明显，规模经济和一体化价值链将成为决定性因素。和发(HPG) 仍然是投资首选，也是中长期钢铁行业增长前景的典型代表。





中国钢铁市场动态：钢铁价格回升



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

中国政府的政策继续对中国乃至全球的钢铁价格走势产生重大影响

铁矿石价格走势



得益于对中国刺激经济措施带来的发展展望，第三季度原材料价格较年初有所回升。然而，随着中国建筑旺季的逐步结束，价格仍存在一定的短期波动。另一方面，中国近期出台的与2026年起实施新的出口许可证制度相关的政策，对这一战略性商品的价格走势构成了重大且难以预测的挑战。具体而言，根据中国商务部于12月12日发布的公告，约300种钢铁产品将从2026年1月1日起处于受出口许可证管理的对象。出口商需根据出口合同和制造商提供的质量检验证书申请许可证。

在中国市场，11月份钢铁产量降至6987万吨，同比下降10.9%，为2023年12月以来的最低水平。今年前11个月的钢铁产量为8.9167亿吨，同比下降4%。

与钢铁产量下降的趋势相反，铁矿石进口量有望超过历史最高水平。据钢铁之家（SteelHome）称，中国正在重建库存。截至11月14日，港口铁矿石库存已连续第八周增加，达到1.396亿吨。由于库存增长有限，未来几个月铁矿石进口量可能会下降。



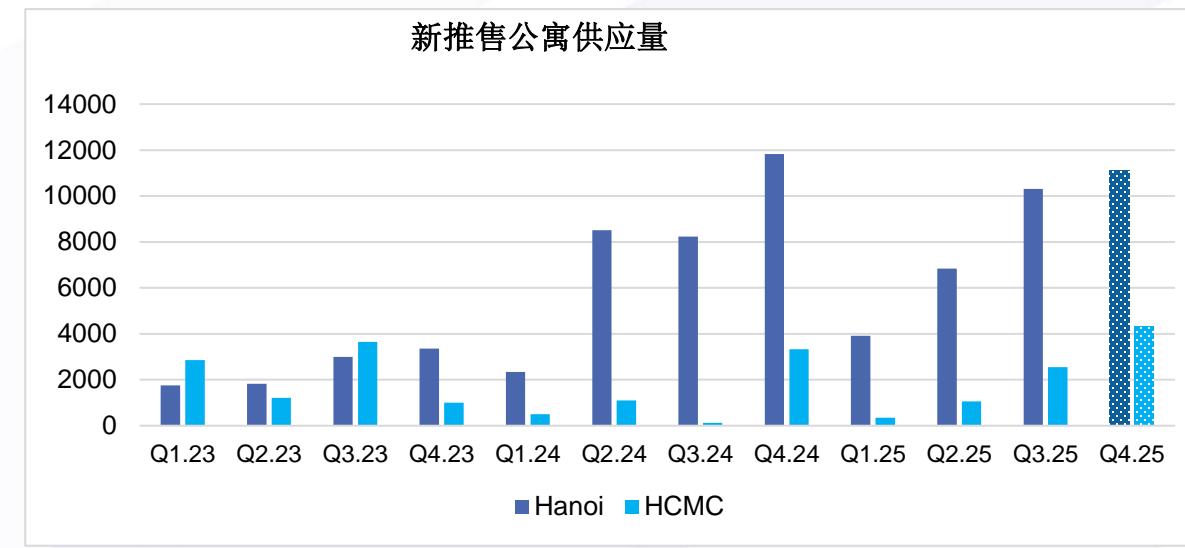
源: SteelHome, Investing.com, FinX, GTJASVN Research



消费增长主要来自内需，企业出口受限



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



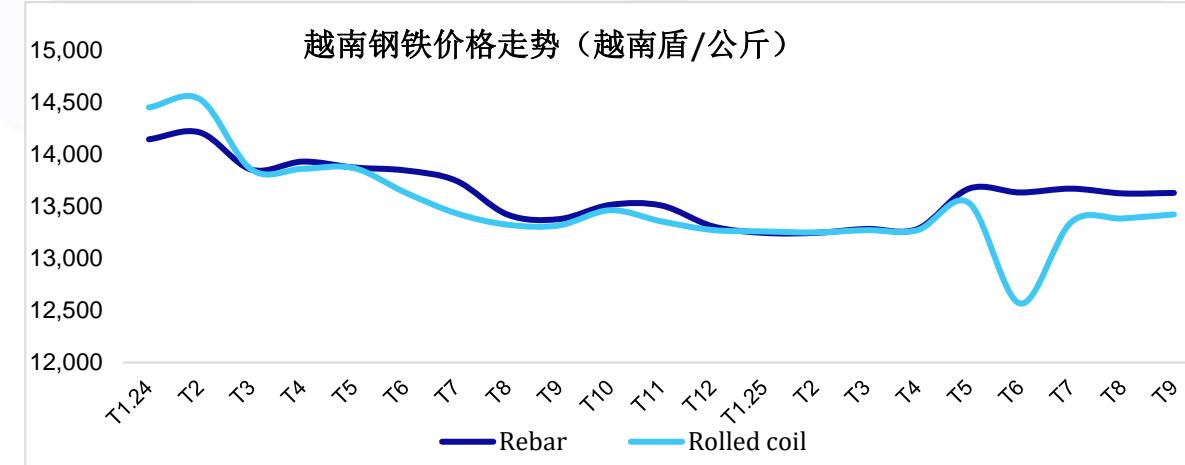
龙城机场全力冲刺收官

12月19日，首条跑道已迎来首个载客航班。而第二条跑道于2025年5月30日开工，目前完成约16%的工程量，剩余待完成工程价值约2.1万亿越南盾。航站楼仍有约31%的工程量待完成，相当于10.737万亿越南盾。截至2025年12月，项目按合同价值计算的总体工程量已完成63.6%。其中，15个工程包中的3个已经完工，为推进其余12个工程包奠定基础。预计随着项目在2026年全力冲刺收官，原材料需求将持续增长。

北南高速铁路计划于2026年底动工

越南建设部被要求与各部门完成影响评估，并提出每种投资方式的机制建议以提交政府，预计在2026年1月完成勘察咨询单位选定工作，并指导各地开展征地拆迁。该项目可能在2026年提早动工，投资方包括Vinspeed（隶属Vingroup）、Thaco、越南铁路运输公司等。和发集团也刚动工建设一座钢铁厂，旨在为该项目提供钢轨产品。

源: CBRE, SteelHome, Investing.com, FiinX, GTJASVN Research



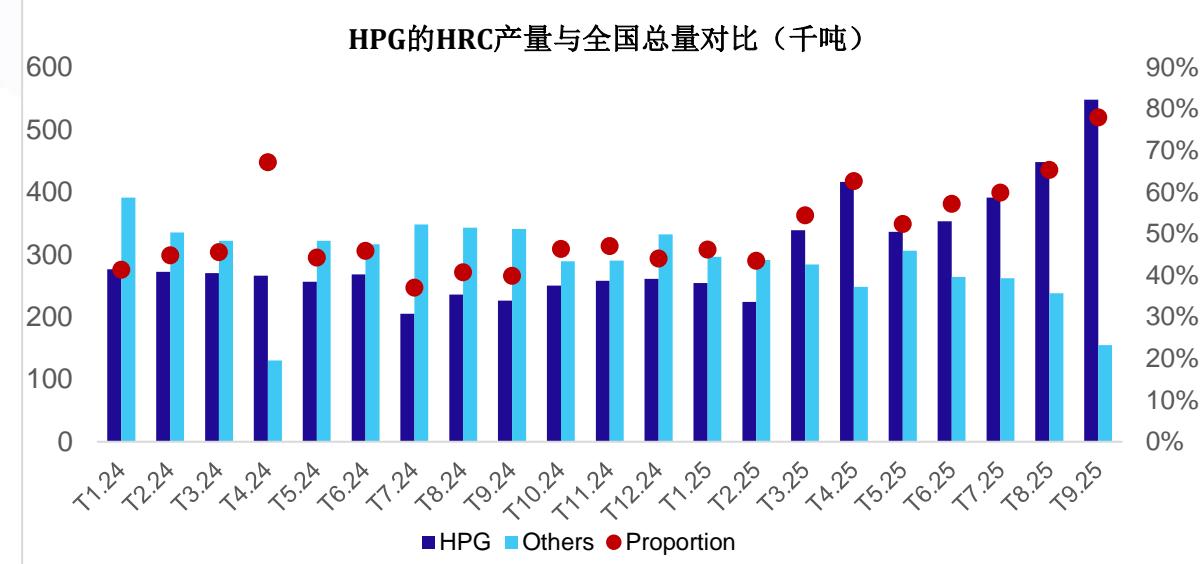
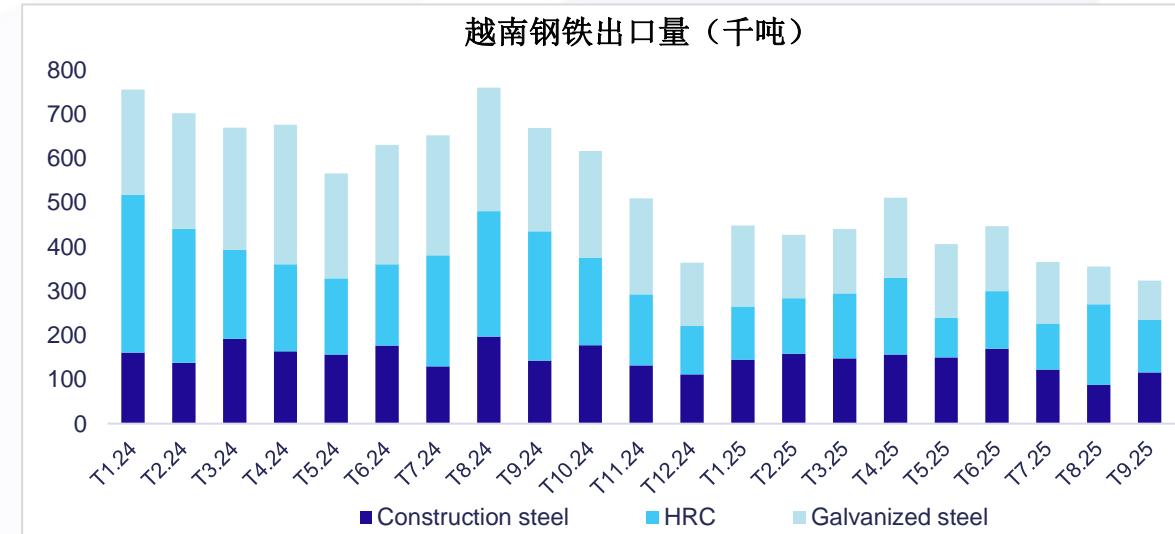
截至2025年第三季度底，国内钢铁复苏的主要动力来自公共投资资金到位，同比增幅超过37%。随着许多符合条件的房地产项目恢复销售，市场复苏带动了建筑材料需求大幅增长，特别是钢铁需求。

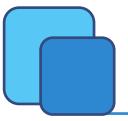


今年前九个月的钢铁产量达到2380万吨，同比增长19%。消费增长主要得益于榕桔第二期项目建筑钢材和热轧卷板（HRC）的贡献，消费市场主要集中于国内需求。

9月份的钢铁出口活动持续萎缩，达到32.4万吨，同比下降一半。今年前9个月，总出口量约为370万吨，较2024年同期下降约164%。

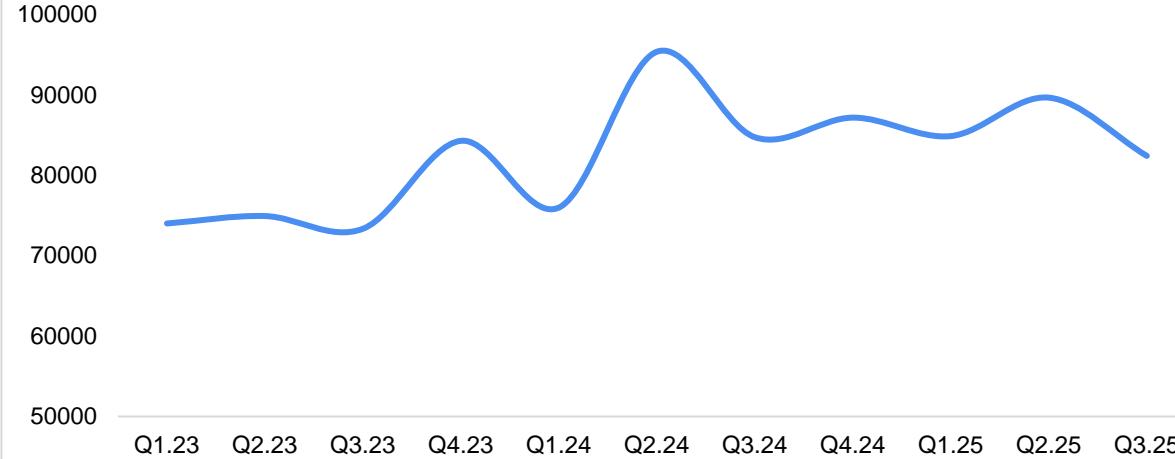
正如我们此前预测，美国和欧盟市场已加强贸易保护措施，美国自6月起将钢铁进口关税提升至50%，因此出口目标正逐渐转向其他地区。柬埔寨成为亮点——仅在今年前10个月，越南已向柬埔寨出口约120万吨钢材，较去年增长26%。就该市场而言，目前已占越南全国钢铁出口总量的约14%。与去年同期相比，当时美国仍是越南钢铁的最大进口国，而今年越南对美钢材出口占比已降至8.4%，去年同期的比例则接近14%。



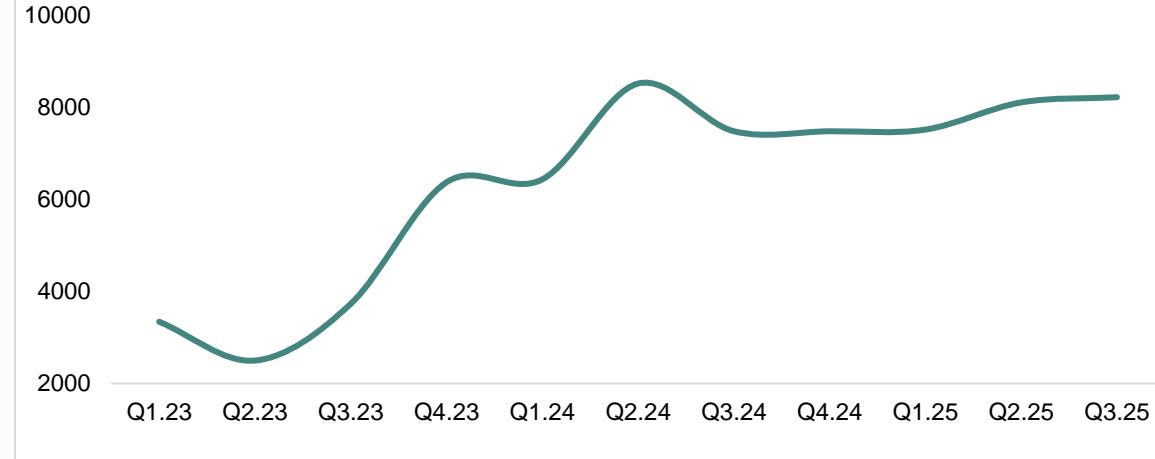


全行业营收在2025年前9个月略有改善（增长0.3%），毛利率同比增长6%，主要得益于和发集团（HPG）的贡献。

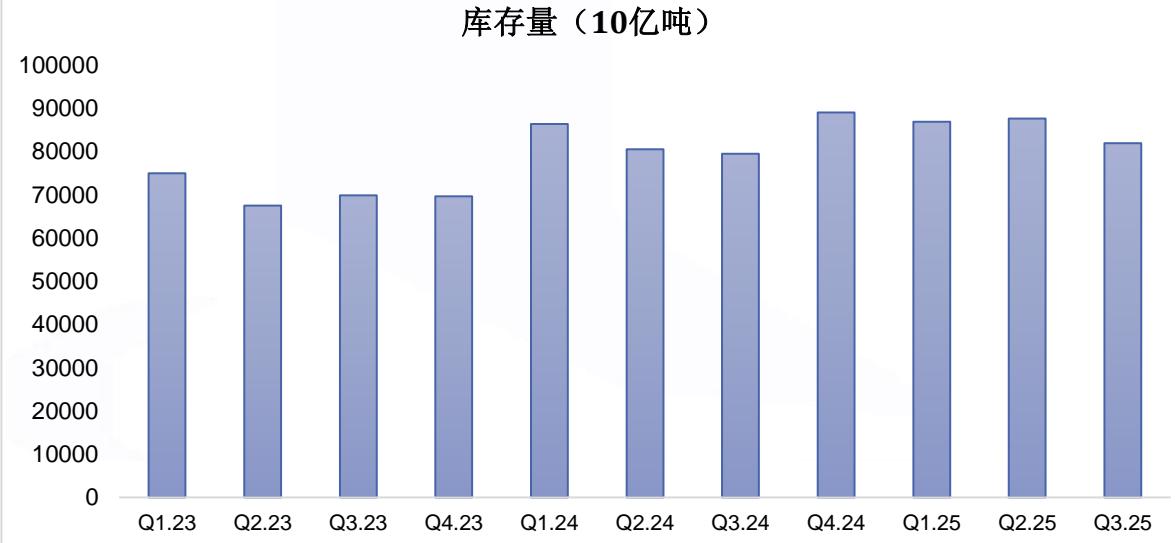
全行业收入（10亿越南盾）



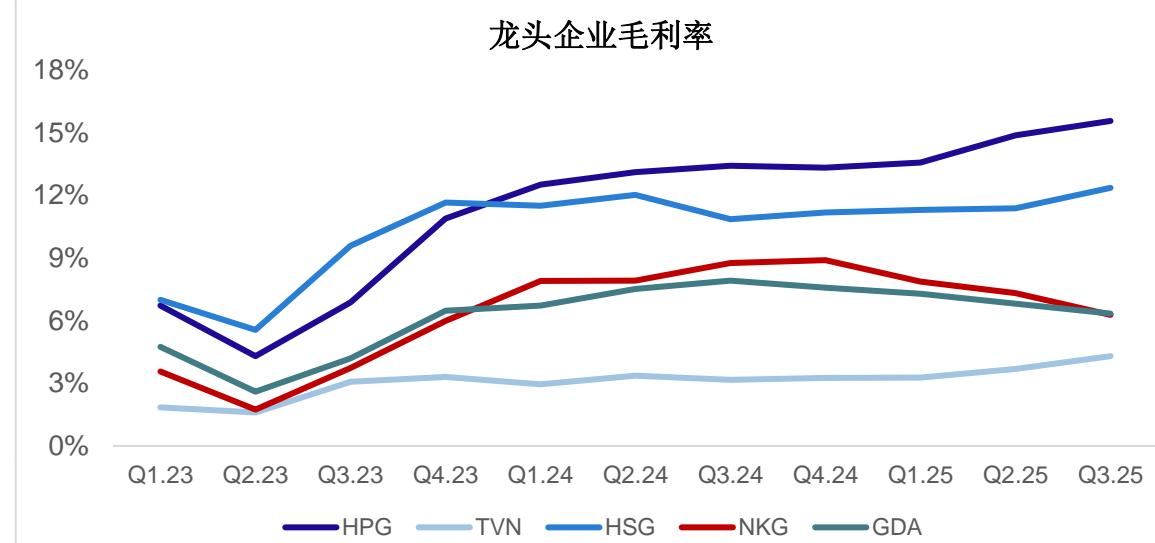
全行业利润（10亿越南盾）



库存量（10亿吨）

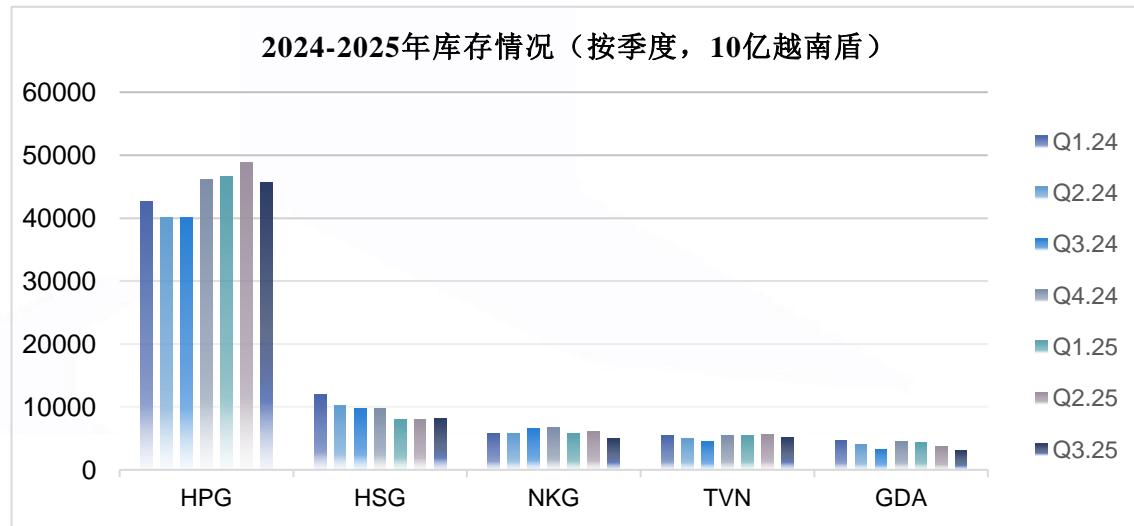
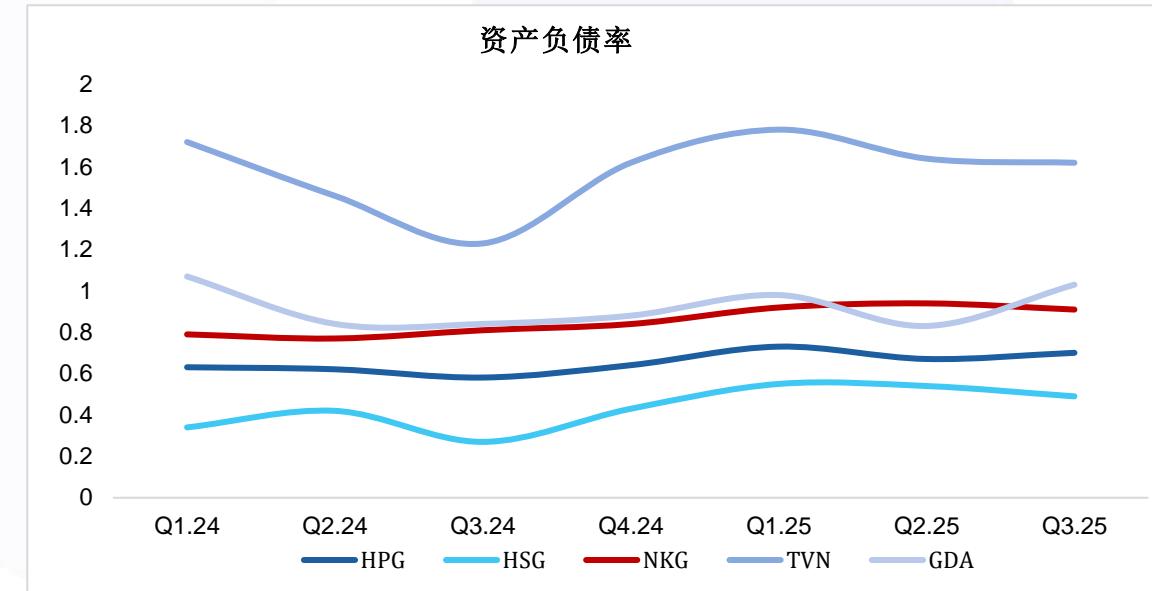
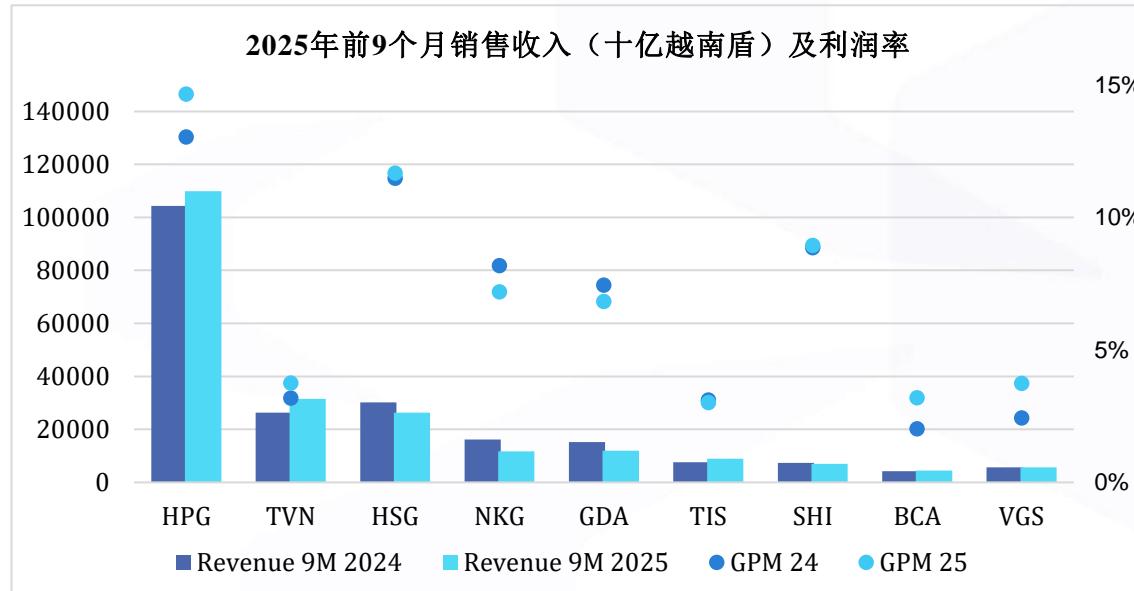


龙头企业毛利率





HPG毛利率有所改善，而若热轧卷板（HRC）价格持续上涨，NKG、HSG等镀锌钢材企业的毛利率预计将继续承压。

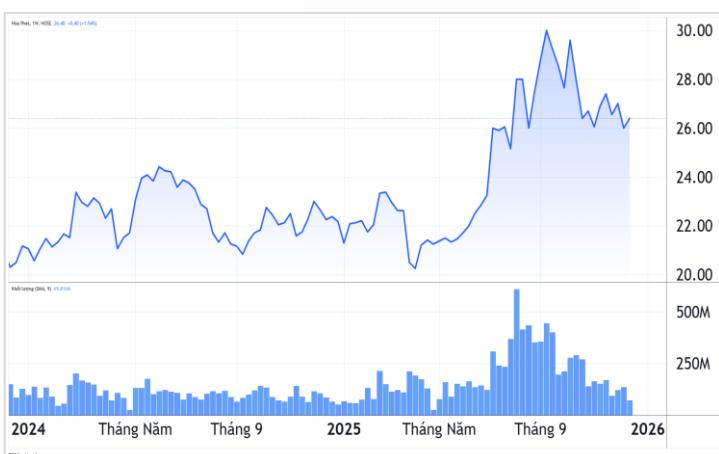


行业内企业的营收呈现内销与出口之间的分化。龙头企业中，和发集团与越南钢铁总公司同期增长良好，而HSG与NKG的营收则同比下滑。内销型企业的利润率也优于出口型企业（例如和发集团的毛利率从13%提升至14.65%）。



股票数据

价格 (越南盾)	26,750
52周最高价	30,350
52周最低价	17,750
流通股数 (百万)	7,675
外资持股比例	19.6%
当前外资可买入数量	2,253,646,896
市值 (10亿越南盾)	203,783
股息	0%



投资论点

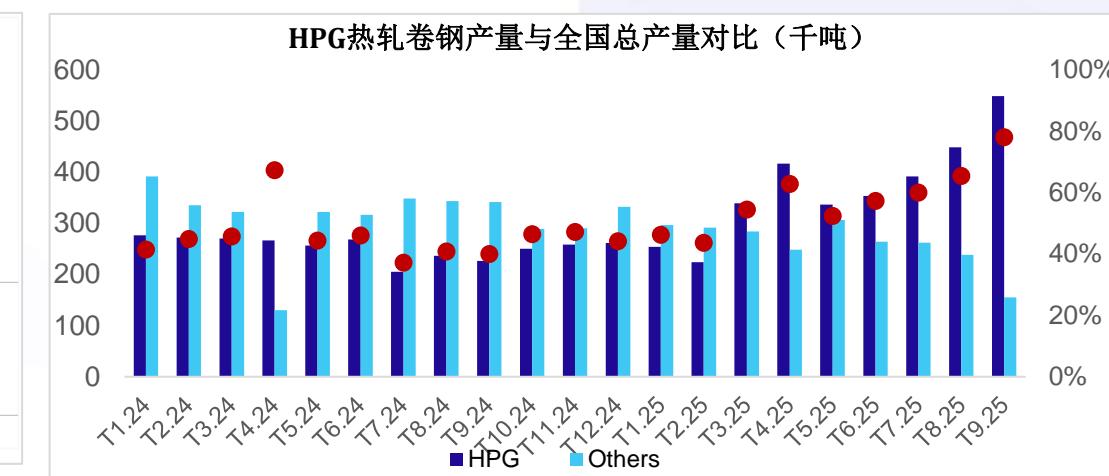
1/ 2025年前9个月经营结果积极向好：

- 2025年第三季度，和发集团合并营收达36.794万亿越南盾，同比增长7%；税后利润达4.012万亿越南盾，同比增长33%。集团全年合并营收和税后利润分别达111.031万亿越南盾和11.627万亿越南盾，分别完成年度计划的65%和78%。
- 粗钢产量达760万吨（同比增长23%），成品钢材销售量达780万吨（同比增长22%）。
- 预计2026年经营业绩：集团收入预计达220万亿越南盾（同比增长25.7%），税后利润预计达21.58万亿越南盾（同比增长30%）。

2/ 热轧卷板 (HRC) 产量因榕桔第二期项目完工投产后产能扩张而实现显著增长，今年9月，和发集团生产的HRC已占全国总产量的78%，较去年同期的40%大幅提升。榕桔第二期工厂继续是主要的增长动力。从2026年起产能达70-80%，今年粗钢产量预计将达到约1050万吨（同比增长20%）。

3/ 受益于反倾销税以及房地产市场复苏与进入加紧完工阶段的基础设施项目的推动。

风险：原材料价格波动；公共投资资金实现到位进度与基础设施项目进展



建议

我们对HPG股票估值为33,700越南盾/股，基于2025年12月23日收盘价，建议“累积”，预期收益率为25.9%。



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

陈氏红绒 CFA

Deputy Director

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703

吴妙玲

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

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





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

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





联系方式	河内总部地址	胡志明分行地址
咨询电话: (024) 35.730.073	越南, 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	越南, 胡志明市, 春和坊, 国际广场 Bis 2号, 一楼 电话: (028) 38.239.966
挂单电话: (024) 35.779.999 Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	传真: (024) 35.730.088	传真: (028) 38.239.696

