



企业报告: 康田 (Khang Dien) 房屋投资和 贸易股份公司 (KDH)

分析师

武琼如

邮箱: nhuvq@gtjas.com.vn – ext 702

20/03/2026

股票价格已调整至合理价位

2025 年经营业绩更新

2025 年, 康田 (Khang Dien) 公司迎来积极业绩, 营收达 46740 亿越南盾 (同比增长 43%), 税后利润达 16340 亿越南盾 (同比增长一倍), 主要得益于格拉迪亚 (The Gladia) 低层住宅项目的交付, 这些项目利润率较高。然而, 其资产结构仍严重偏重库存 (232640 亿越南盾, 约占总资产的 68.3%), 未偿贷款增至 101500 亿越南盾, 且经营活动现金流已连续数年为负。在房地产信贷受到严格管控的背景下, 这无疑是一项重大挑战; 但我们相信, 随着项目法律程序的逐步完善, 康田将保持稳健的运营基础, 为未来几年的项目实施和收入增长奠定基础。

投资论点

(1) Gladia 项目确保短期增长

低层住宅项目已进入竣工交付阶段, 预计 2026 年全年均可确认收入。

(2) 交叉项目有助于改善现金流并减轻债务压力

继 Gladia 低层住宅项目之后, KDH 继续建设拥有 600 多套公寓的低层住宅项目 (预计于 2026 年 1 月底破土动工; 预计从 2026 年第三季度开始建设和销售, 从而产生持续的现金流)。

同时, Solina 项目 (11A) —— 目前已完成 13/16 公顷的补偿用地 —— 预计将于 2026 年底开售, 加上 Binh Trung Dong 扩展项目, 这将有助于确保中期收入。

(3) 土地储备和发展战略带来的长期优势

康田在胡志明市拥有约 650 公顷的土地储备, 集中在住房需求旺盛的中心地段。在土地价格接近市场水平和开发成本不断上涨的背景下, 加上土地资源充足, 有助于企业保持长期增长优势。

建议:

目前, KDH 股票的市净率约为 1.6 倍, 比五年平均水平低约一个标准差。我们认为, 这一估值已较为充分地反映了宏观经济风险, 并为长期投资者提供了一个合理的买入价格区间。我们建议买入 KDH 股票, 目标价为每股 36829 越南盾, 较 2026 年 3 月 20 日每股 25500 越南盾的收盘价有 44.31% 的上涨空间。

建议:

买入

6-18 个月的目标价:

VND 36,800

上涨空间:

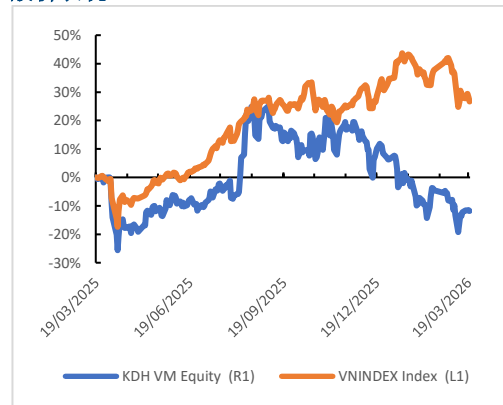
+44.31%

目前价:

VND25,500

(截至 2026 年 03 月 20 日收盘价)

股价表现



股价走势	1 M	3 M	1Y
波动率%	-7.2%	-9.6%	-11.4%
与越南指数相比	-4.1%	-9.9%	16.8%
平均价 (越盾)	26,498	28,341	29,924

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数 (百万)

1,122.2 Major shareholder

Thien Loc Investment JSC. 10.83%

市值 (十亿越南盾)

29,458.14 Free float (%)

65%

三个月平均成交量 ('000)

5,671 D/E

0.61

52 周最高/最低价 (越盾)

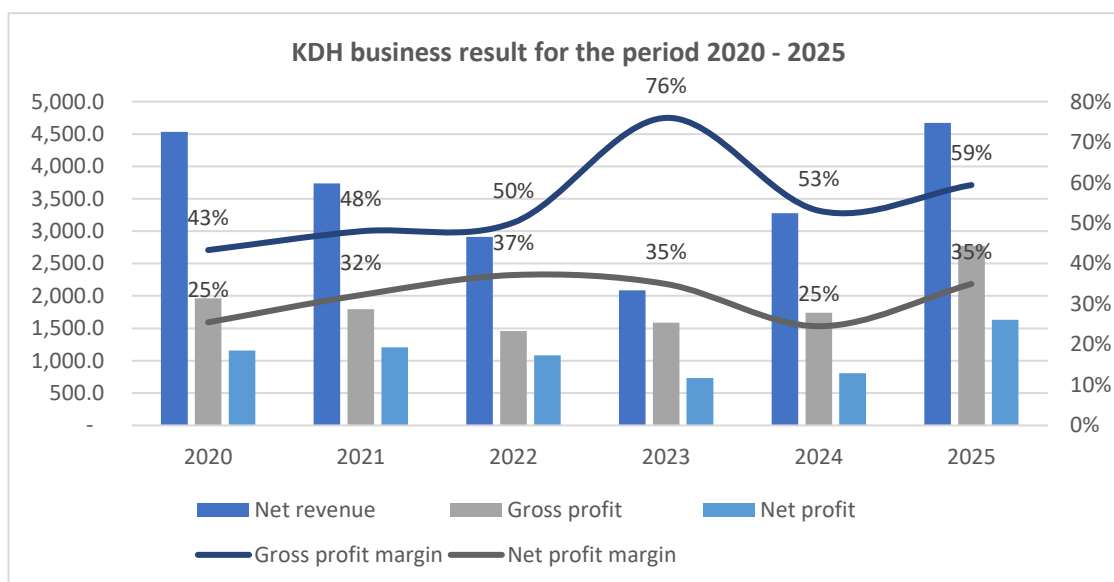
37,000/22,045

源: FiinPro, Guotai Junan (VN).

一、2025 年第四季度及全年经营业绩更新

Items	Q4/25	Q4/24	%YoY	2025	2024	%YoY	2025 results/ GTJAS RS forecast
Net revenue	1,816	2,048	-11%	4,674	3,279	43%	97%
Real estate handover	1,803	2,032	-11%	4,611	3,225	43%	
Gross profit	1,290	908	42%	2,776	1,740	60%	94%
Financial income	12	8	41%	40	38	6%	121%
Interest expenses	(75)	(171)	-56%	(180)	(216)	-17%	129%
SG&A	(268)	(231)	16%	(616)	(432)	43%	133%
Profit before taxes	983	505	95%	2,039	1,051	94%	86%
Net profit	793	394	101%	1,634	804	103%	82%
NPATMI	496	399	24%	1,053	810	30%	92%
Gross margin	71%	44%	27ppt	59%	53%	6%	
Net profit margin	44%	19%	24%	35%	25%	10%	
% Annual revenue plan				123%	84%		

2025 年经营业绩超额完成既定目标。



源: BCTC KDH, GTJAS VN 收集

截至 2025 年第四季度末，康田公司净收入为 18160 亿越南盾，较 2024 年同期下降 11%。然而，毛利润较上年同期大幅增长 42%，达到近 12900 亿越南盾。扣除各项费用后，康田公司的税后利润为 7930 亿越南盾，是 2024 年第四季度的两倍。

2025 年全年，康田公司净收入为 46740 亿越南盾，较 2024 年增长 43%。税后利润达到近 16340 亿越南盾，是上年的两倍。

2025 年第四季度，康田住宅投资商业公司（KDH）的房地产交付收入主要来自格拉迪亚（The Gladia）项目的低层住宅，公布的售价约为每平方米 2.2 亿至 2.7 亿越南盾。全年，该公司在该项目中交付了约 70 套低层住宅。

得益于产品结构向高端低层住宅的转型，毛利率持续显著提升，2025 年第四季度达到 71%，高于上一季度的 62%，同比增长 27 个百分点。主要驱动力来自 The Gladia 低层住宅项目的收入确认——该项目的利润率远高于公寓单元。同时，由于 The Privia 公寓的交付，2024 年第四季度的基数较低，这进一步凸显了该季度毛利率的提升。

1.1. 资产结构：库存集中度高，流动性低。

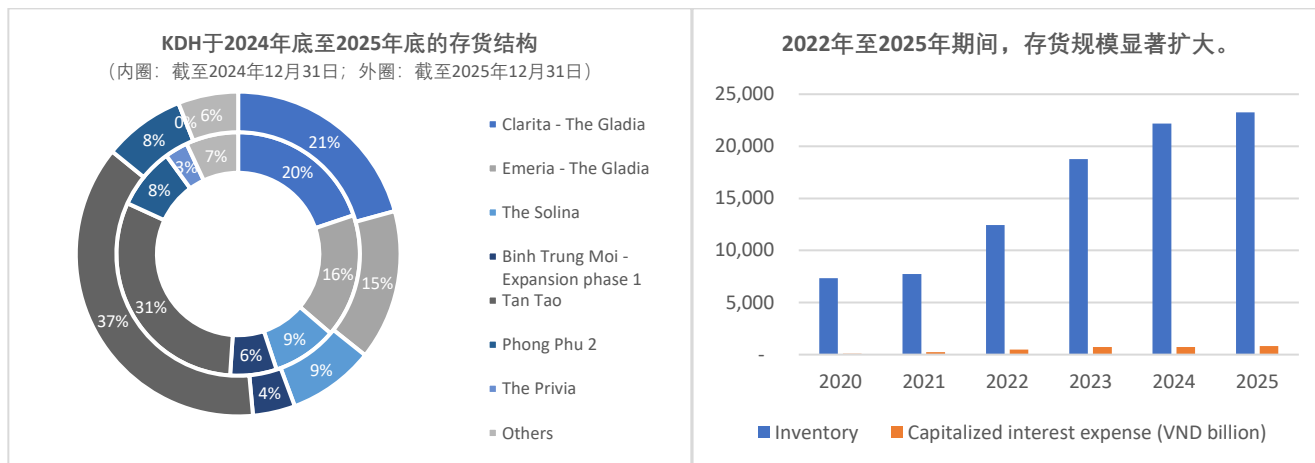
截至 2025 年 12 月 31 日，KDH 的总资产超过 34 万亿越南盾（同比增长 11%）。其中，短期资产占总资产的 93%，达到 31.6 万亿越南盾以上。短期资产的最主要款项是库存，价值高达 23.264 万亿越南盾，约占总资产的 68.3%。相比之下，现金，现金等价物和短期存款仅超过 2.7 万亿越南盾，相当于总资产的 8%。

2022 年至 2025 年期间，康田项目库存的快速增长并非市场消化能力不足所致，而是主要源于公司特定的法律框架和项目开发周期。在此期间，大多数重点项目——特别是来自 BCCI 土地基金的项目，如 Tan Tao 住宅区和胡志明市西部地区的项目——仍在完成法律程序和土地清理工作，尚未具备出售条件。

值得注意的是，从 2022 年末到 2024 年上半年，法律实施进展缓慢并非 KDH 独有的问题，而是南方房地产市场的普遍现象。多层次的项目审批流程检查和审计力度加大，加上《土地法》、《房屋法》和《房地产经营法》等法律法规重叠，以及一些法规已不再符合市场实际情况，都显著延长了法律审批流程。与此同时，确定土地价格和土地清拆补偿成本的工作面临困难，进一步拖慢了企业土地收购的进程。

在此背景下，项目开发成本（包括建筑成本和资本化利息支出）持续累积在库存中，导致资产负债表上的库存大幅增加。此外，即使是像 The Gladia 或 The Privia 这样已具备开发条件的项目，KDH 的开发策略也是在接近完工阶段才开始销售，并在不久后交付单元。这有助于降低市场风险并加快收入回收速度，但也会在成本累积和收入确认之间造成延迟，从而导致短期内库存水平较高。

然而，自 2024 年以来，随着新法律和指导文件的逐步颁布和实施，项目的法律进展已呈现改善迹象。这对于 KDH 逐步从“库存积累”阶段过渡到“开发和销售”阶段至关重要，尤其对于 BCCI 土地储备中的大型项目而言更是如此。



1.2. 借款负债: 增长迅速, 库存中存在“隐性”资金成本。

截至 2025 年底, KDH 的金融贷款余额达到 10.15 万亿越南盾, 较年初的 7.1 万亿越南盾大幅增长。虽然 0.6 倍的负债权益比并不算过高, 但值得注意的是, 大部分借入资金被占用在库存和未完工项目中。

值得注意的是, 现金流量表中的利息支出达到 8290 亿越南盾, 而损益表中记录的财务费用仅为 1800 亿越南盾左右 (同比下降 17%), 这是因为该公司继续将大部分利息支出 (8050 亿越南盾) 资本化计入库存。这种会计方法有助于短期内稳定会计利润, 但同时也会将成本计入未来的销售成本, 这可能会在项目交付时对利润率造成压力。

康田的大部分贷款集中在 OCB、越南工商银行 (VietinBank) 和 MBBank 等主要商业银行。越南工商银行被认为是康田最重要的信贷合作伙伴, 在所有银行中, 其发放给康田的贷款余额最高, 主要用于 Binh Trung Dong 和 Tan Tao 项目的长期贷款。

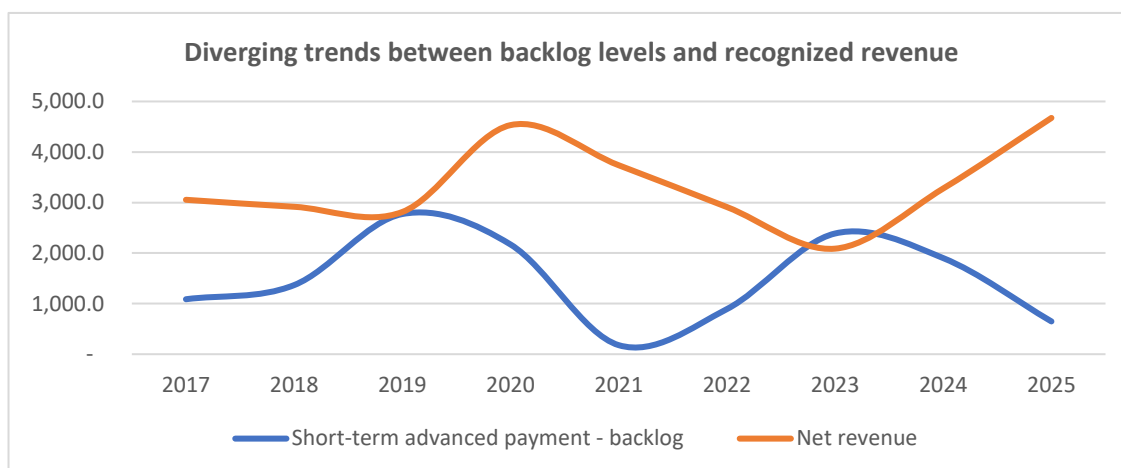
鉴于这些贷款的利率是根据基准利率加上 3.5% 至 4% 的利差计算的, 2025 年底存款利率的急剧上升对公司造成了重大影响。尽管利息支出已计入 2025 年的项目, 但与上半年略高于 3835 亿越南盾相比, 全年资本化利息支出飙升至近 8290 亿越南盾, 显示出康田所面临的压力越来越大。

短期客户预付款从 2024 年底的近 1.9 万亿越南盾降至 6480 亿越南盾, 表明潜在的积压收入大幅下降。

这一变化部分反映了康田的销售策略, 该公司通常在项目接近完工时才开售, 从而缩短了从开售到交付的时间。事实上, 在格拉迪亚 (The Gladia) 项目中, 该公司已经于 2026 年 1 月底向居民交付了产权证, 相当于从开售到交付仅约 3 个月——与市场平均水平相比, 速度非常快。

然而, 采用“快速销售-快速交付”模式来确认收入也使得积压规模保持在较低水平。这意味着, 鉴于大部分老项目已于 2025 年交付, 且剩余地块已清算完毕, 2026 年的业绩将主要取决于 The

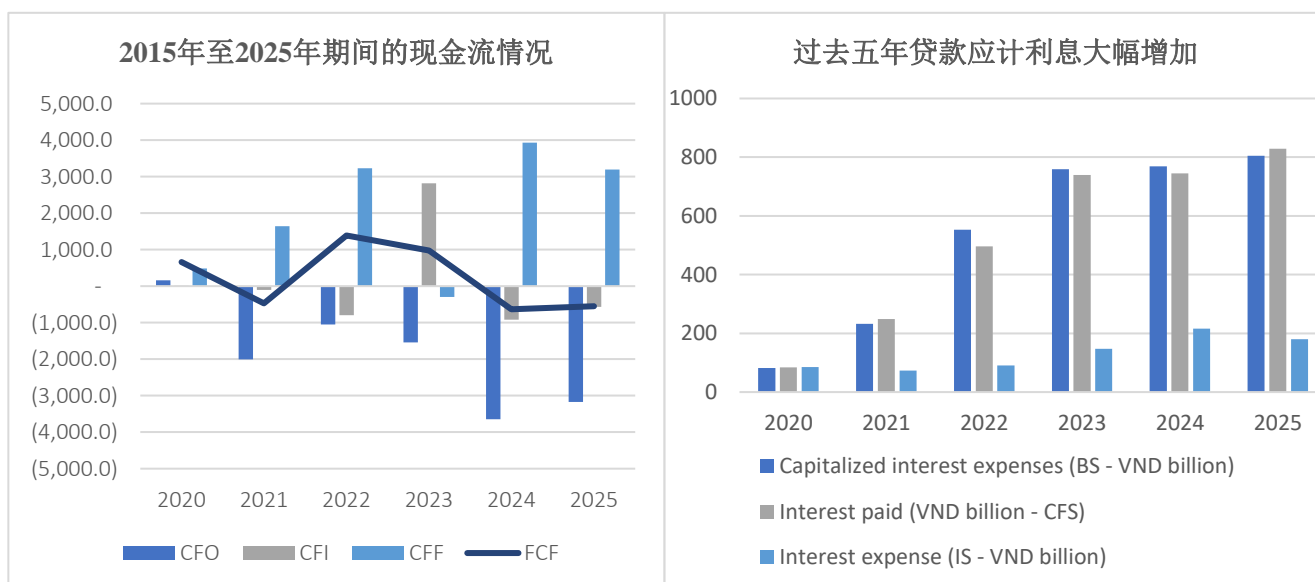
Gladia 低层部分剩余单元的销售和交付进度。与此同时，The Gladia 高层部分——下一个现金流来源——预计最早将于 2026 年第三季度开售，并开始交付，从 2027 年第四季度开始计入收入。



1.3. 现金流：持续承压，依赖融资活动产生的现金流。

2025 年康田（Khang Dien）的经营现金流继续为负，达-31747 亿越南盾，但与 2024 年的-36480 亿越南盾相比，该公司经营现金流的负值已经有所减轻。这表明，尽管公司账面利润为正，但由于项目开发支出和利息支付，公司仍面临相当大的现金流压力。

此外，投资现金流也为负值，达负 5660 亿越南盾，主要来自建设成本和长期投资。经营现金流和投资现金流均为负值，意味着公司严重依赖外部融资来维持运营和实施项目。

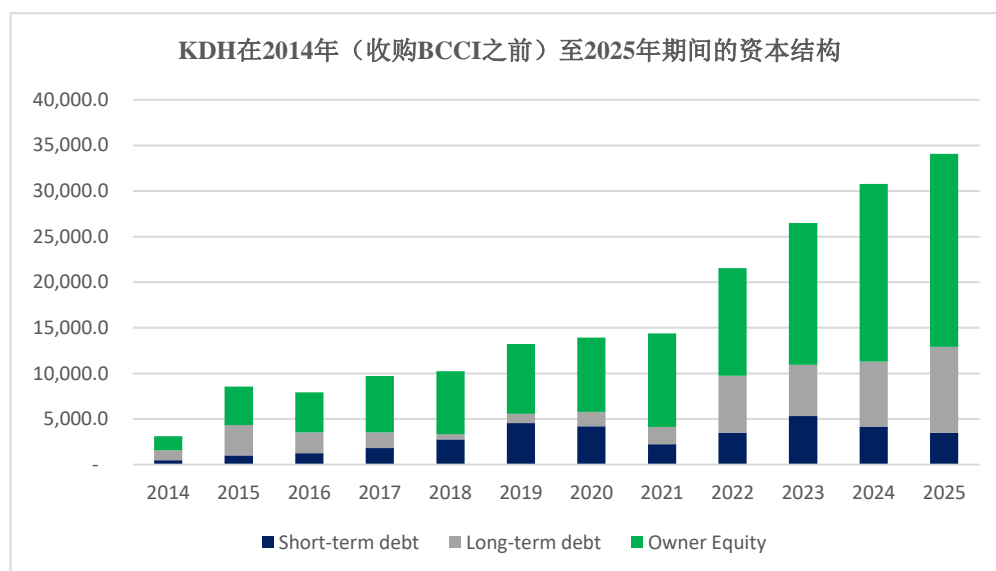


在 2021 年至 2025 年期间，康田积极拓展资本来源，以弥补现金流缺口，包括维持 10% 的年度股票分红政策以限制现金流出；2022 年发行 1.1 万亿越南盾债券；为索利纳项目募集超过 5000 亿越南盾的资金；尤其是 2023 年将 Binh Trung Moi 项目和 Doan Nguyen 项目各 49% 的股份出售

给 Keppel Land，从而获得超过 3 万亿越南盾的收益。此外，公司还出售了部分土地资产，并持续增加银行贷款，同时在 2024 年从战略股东处获得 3 万亿越南盾的额外注资。凭借良好的信誉和与信贷机构的良好关系，康田还进行了债务重组，将本金偿还期限延长至 2026 年至 2027 年，从而减轻了短期偿付压力。

公司的现金流策略基于“项目轮换”模式，按顺序部署并记录项目现金流，分阶段偿还债务，项目分别为：Classia（2023 年）、Privia（2024 年）和 Gladia（2025 年）。该模式有助于 KDH 维持短期流动性，但同时也增加了对销售进度和项目实施的依赖。

因此，未来一段时间的财务平衡能力将很大程度上取决于公司能否继续按计划销售和交付关键项目，特别是 Gladia by Waters 项目的低层部分交付和高层部分的开售，以及 Solina 项目在 2026-2027 年间的开售。



凭借雄厚的土地储备和有利的法律框架，康田拥有稳健的中长期增长潜力

从中长期展望上看，康田的发展前景截然不同。2026-2027年被视为是公司加速增长期，届时公司将在胡志明市同步推出并销售多个大型项目，包括：

- 拥有 600 多套公寓的滨水格拉迪亚（The Gladia by Water）高层住宅项目；
- 索利纳（Solina）项目（16.4 公顷）；
- Binh Trung Moi 项目（毗邻 The Gladia）；
- 以及黎明春工业园扩建项目（109 公顷）。

公司总开发用地储备超过 150 公顷，相关法律手续已完成或正在办理中，所有项目或一期项目的补偿工作也已完成，这为公司未来几年的发展奠定了重要的基础。

2026年1月底，Keppel与康田合资公司在举行“水畔格拉迪亚”（Gladia by the Waters）项目低层住宅单元（总投资10.2万亿越南盾）的产权证交付仪式的同时，也对该项目高层住宅单元举行了奠基仪式。高层住宅单元预计将于2026年第三季度开始销售，并可能于2027年第四季度交付。

此外，2026年初，康田公司继续扩大其土地储备，通过斥资超过2.55万亿越南盾来收购安立房地产公司（An Lap Real Estate），从而在守德市吉来（Cat Lai）坊拥有一个占地约8.2公顷的住宅项目。该项目包含约200-300套低层住宅单元，所有法律手续均已完成，即将进入建设阶段。

值得注意的是，该项目毗邻Gladia和Binh Trung Dong等现有项目，从而使KDH在吉来（Cat Lai）地区的土地储备总量增加至约40公顷。在该地区积累土地，加上与Keppel Land的合作，体现了该公司在胡志明市东部开发大型高端项目综合体的明确战略。

该系列项目总投资预计高达40万亿越南盾，有望成为重要的供应来源，在2030年前为KDH提供稳定的中期现金流和收入。同时，这也为公司在完成现有项目（例如The Privia和The Gladia低层住宅区）的开发周期后保持增长奠定了重要基础。

在胡志明市西南部，位于Nguyen Van Linh轴线上的The Solina项目（第一期）用地（占地13公顷）已完成法律手续，目前正在进行基础设施建设，预计将在Binh Tien大桥和道路项目实施后受益。

Khang Dien 已获投资主张批准、正在及将要实施项目进度

项目	规模 (公顷)	产品	法律情况				
			1/500 规划	征地补偿	土地分割	土地使用 费	建设许可证
The Gladia by Waters	11.8	产品: 226 套低层住宅; 600 套公寓	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 低层住宅部分 (226 套): 已完成施工 已售约 135 套低层住宅, 吸收率 60%; 已交付 70 套, 并计划于 2025 年确认收入。 ❖ 高层住宅部分 (616 套): 已于 2026 年 1 月 25 日完成封顶 				
Binh Trung Moi 扩展区 1 (与 The Gladia 相邻)	18	200 套低层住宅及 3500 套公寓	未完成	Hoàn tất	未完成	未完成	管理层目标于 2026 年第二季度完成 1/500 规划, 并自 2026 年第四季度开始基础设施建设。
扩展分区 2——在与安立交易中收购 (毗邻 The Gladia)	8.2	200 套低层住宅	-	-	-	-	-
The Solina	16.4	218 套低层住宅, 7 栋高层住宅, 共 2119 套公寓	完成	第一阶段完成(14ha)	第一阶段完成	第一阶段完成	已于 2025 年启动基础设施建设。KDH 计划于 2027 年正式开盘并完成交付。
黎明春 (Le Minh Xuan) 扩建工业园	109.9	可销售土地面积 60 公顷	完成	第一阶段完成	第一阶段完成	第一阶段完成	计划于 2025 年启动基础设施建设
Tan Tao	330	更新中	完成	截至 2025 年底完成 85%	未完成	未完成	预计 2027 年开工并开始销售
Phong Phu 2	132.9	5 个分区, 约 3383 套低层住宅	未完成	完成	未完成	未完成	预计将于 2027 年开始动工。

2026 年营业计划

该公司预计 2026 年净利润约为 1.5 万亿至 2.5 万亿越南盾, 较上年增长至少 50%, 最高可达 150%。

其中, 1.6 万亿越南盾将来自 Gladia 项目 (11.8 公顷) 低层住宅产品的销售。该公司计划在 2026 年完成销售, 并根据已售产品的交付进度, 在年内确认大部分产品的利润。

5000 亿越南盾将来自确认胡志明市先前项目剩余库存 (包括商业用地) 的销售收入。此外, 与国内外合作伙伴开展的合作、合资和伙伴关系项目 (包括 Binh Trung Dong 项目、The Solina 项目和扩建后的黎明春工业园) 也将贡献部分利润。

战略转变: 提前销售项目并扩大合作伙伴关系。

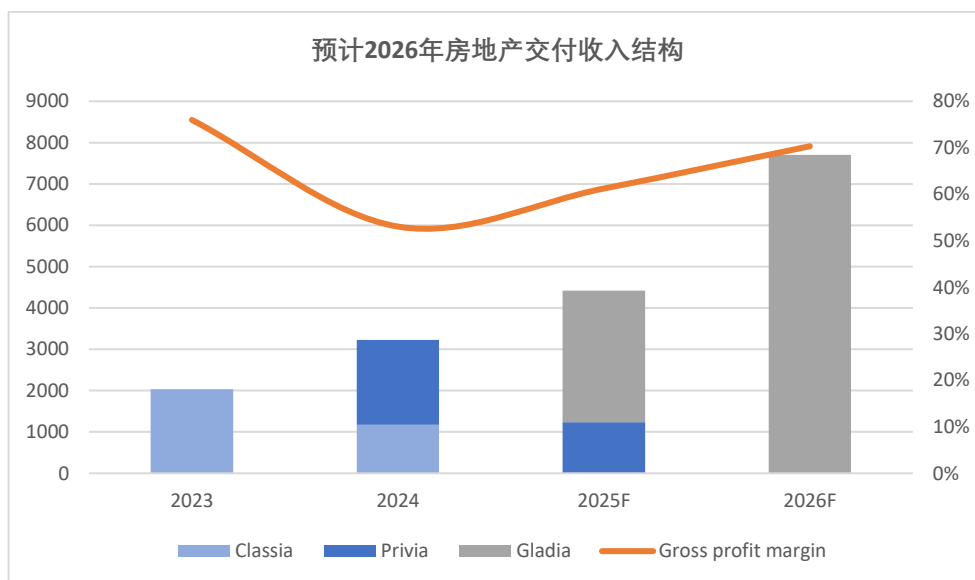
在 2025 年末和 2026 年初与分析家的会议上, 康田的领导层展现了两项战略调整方向: (1) 在项目生命周期中提前将销售阶段向前, 而非等到项目竣工; (2) 扩大与战略合作伙伴的合作, 开展联合开发。此举有助于公司缩短收入周期, 改善现金流, 并在项目组合不断扩大的背景下优化实施效率。

与 Keppel Land 在 The Gladia 项目的合作已验证了这种合作模式, 帮助康田降低资本压力, 分担风险, 并提高开发质量。鉴于公司现金流仍然有限, 而即将开展的项目规模更大 (例如占地约

330 公顷的 Tan Tao 住宅区），我们认为这是一个合理的举措。早期销售和开发合作相结合，有望成为康田在中期内保持增长而不加大财务杠杆的支柱。

对于未来的业务业绩预测，我们预计 KDH 将实现 77620 亿越南盾的收入（同比增长 61%）和 21760 亿越南盾的净利润（同比增长 91%），这主要得益于 Gladia 项目低层部分的交付以及其他项目的剩余库存。

	2024	2025	%svck	2026F	%YoY
Net revenue	3,279	4,674	47%	7,762	66%
Gross profit	1,740	2,776	70%	5,460	97%
<i>Gross margin</i>	53.1%	59%	+8ppt	70.3%	
Financial income	38	40	-13%	28	-30%
Interest expenses	(216)	(180)	-36%	(107)	-40%
SG&A	(432)	(616)	7%	(351)	-43%
Profit before taxes	1,051	1,634	126%	5,089	211%
Net profit	804	1,053	147%	4,268	305%
<i>Net profit margin</i>	24.5%	35%	+17ppt	55.0%	+14ppt
NPATMI	810	1,053	41%	2,176	107%



源: GTJAS 预测

按我们预期的项目交付进度

II. 投资论点

2.1. 移交 The Gladia —— 确保 2026-2027 年经营业绩的支柱

在胡志明市东区供应自 2025 年起复苏的背景下，随着 The Prive、Lavila 东西宫、Eaton Park、The Global City 等大型项目相继推出，该地区的房地产价格已创下新高，尤其是低层住宅细分市场。据记录，截至 2025 年 9 月，部分项目的初始价格已接近每平方米 10 亿越南盾。

利用这一价格上涨趋势，Khang Dien 公司自 2025 年 10 月起启动了 The Emeria 和 The Clarita 等低层分区项目的销售，价格区间约为每平方米 2 亿至 2.5 亿越南盾。这被视为具有竞争力的价格水平，特别是与同区域其他价格明显更高的项目相比。

支撑该项目销售能力的重要因素来自基础设施，具体而言是 My Thuy 立交桥——其地下通道、高架桥及 Ky Ha 3 号桥等主要工程已经完工。全面竣工后，该区域将显著改善 Nguyen Thi Dinh – Dong Van Cong – 二环 (Vo Chi Cong) 轴线的连接能力，从而提升包括 The Gladia 在内的周边项目的商业价值。

由于建设已进入完工阶段，KDH 公司自 2025 年底至 2026 年全年便可从低层产品中确认收入和利润。在之前的项目（如 The Privia）已完成移交的背景下，这将成为维持公司经营业绩的主要动力。

2.2. The Solina 项目及 The Gladia by Water 项目高层部分的销售收入将逐步帮助缓解债务压力。

在完成低层分区交付后，KDH 预计将从 2026 年第一季度开始启动 The Gladia 项目的高层建设阶段，预计于 2026 年第三季度开售，并在 2027 年第四季度左右交付。该细分领域将发挥过渡性收入来源的作用，在项目周期之间的衔接阶段维持现金流。

与此同时，The Solina 项目（11A 区）被视为 2026-2027 年期间接下来的重点项目的之一。目前，该项目已完成约 13/16 公顷的财务义务，正在进行基础设施建设，预计将于 2026 年底或 2027 年初达到开售条件。预计低层产品每套价格约为 100-120 亿越南盾，公寓产品每套约 40 亿越南盾，该项目可能带来约 4 万亿越南盾的项目现金流。

此外，平中东扩建项目也有望加快进度，计划于 2026 年动工，2027 年开售。在吉莱-平中东地区正逐步形成同步城市综合体（包括 The Gladia 及周边项目）的背景下，该项目具备了诸多有利条件，有望在上市时取得积极售价。

2.3. 从长远来看，胡志明市中心的大量土地储备，加上系统性的项目开发能力，将在中长期内创造坚实的增长优势。

从长远来看，康田（Khang Dien）在胡志明市拥有约 650 公顷的土地储备，主要集中在住房需求旺盛的地区，例如守德市（第二郡、第九郡）和西部地区（平政市），此外还拥有约 100 公顷的工业用地。这些土地大多产权清晰，为中长期项目的开展奠定基础。

随着土地政策日益透明，特别是地价柜价的调整更加贴近市场价值以及土地使用权相关法规的完善，导致新项目的开发成本显著增加。这使得新开发商在以合理的价格获得土地难上加难，从而间接增强了像康田这样拥有大量土地储备的企业的竞争优势。

我们高度重视康田项目组合的商业潜力，因为该公司的大部分项目均位于供应有限且处于战略要地的地区。鉴于市中心区域的住房需求持续旺盛，该公司能够将增加的投入成本计入售价，从而与远离市中心的区域的项目相比，保持更高的利润率。

III.从长期来看，位于胡志明市中心的大面积土地储备，加上规范的项目开发能力，为中长期稳健增长创造了优势。

从长期来看，Khang Điền 在胡志明市拥有大规模土地储备，约 650 公顷，主要集中在具备高刚需的区域，如守德市（第二郡、第九郡）和西部区域（平政县），此外还有约 100 公顷的工业用地。这些土地储备中的大部分拥有相对清晰的法律文件，为中长期项目部署奠定了基础。

在土地政策逐步透明化的背景下，尤其是随着地价表调整趋向市场价，以及完善与土地使用费相关的法规，新项目的开发成本有显著增加的趋势。这使得新开发商更难以合理的价格积累土地储备，从而间接巩固了像 KDH 这样已经拥有大量土地储备的企业的竞争优势。

我们高度评价 KDH 项目组合的商业潜力，因为其大部分项目位于位置便利、供应有限的区域。在中心区域住房需求持续高企的背景下，企业有能力将增加的成本投入消化到售价中，从而相较于远离市中心的项目，能够更好地保持利润率。

评估及建议

尽管 2025 年的经营结果显示出公司利润的显著改善，但康田(Khang Dien)的股价尚未反映出其良好的基本面。我们认为，主要原因在于市场对房地产行业的谨慎情绪，尤其是在贷款利率上升和信贷管制持续收紧的背景下，市场需求和产品消化能力均受到影响。

然而，不同企业所面临的影响大不相同。信誉良好，拥有明确的土地储备和高流动性的产品的开发商更能抵御宏观经济波动。在此背景下，康田(KDH)凭借其卓越的资产质量和执行能力，继续保持着领先地位。

目前，康田(KDH)的市净率约为 1.6 倍，比五年平均水平低约一个标准差。我们认为，这一估值相对充分地反映了宏观经济风险，同时也为长期投资者提供了一个合理的买入区间。

GTJAS VN 建议买入 KDH，目标价为每股 36,829 越南盾，较 2026 年 3 月 19 日的收盘价（为 26,200 越南盾/股）有 28.86% 的上涨空间。

项目	估值方法	预测净现值 (十亿越盾)	持股比例	价值 (十亿越盾)
在建房地产项目价值	RNAV			49,165
(+) 现金及短期投资				2,378
(-) 净负债				-10,213
净资产价值 (RNAV)				41,330
流通股数量 (百万股)				1,122.2
目标价 (越盾/股)				36,829
当前价格 (越盾/股, 2026 年 3 月 20 日)				25,500
上涨空间				44.42%

IV. 投资风险

4.1. 在信贷紧缩和利率上升背景下企业可能会面临流动性风险。

在不利的金融环境下，康田 (Khang Dien) 的现金流面临压力，贷款利率高企，房地产信贷持续受到严格管制。这将推高资本成本，限制其获得新融资的渠道。与此同时，该公司仍需在项目开发方面投入巨资，这可能导致长期现金流为负，并依赖债务重组或额外融资。

在房地产市场复苏不均衡的背景下，如果重点项目的销售未达预期，康田可能面临现金流入减少的风险。尤其值得注意的是，该公司目前同时开发多个项目，但由于其快速销售和提前交付的策略，其积压订单并不多。客户现金流入放缓可能会影响资本周转，并在短期内加剧流动性压力。

4.2. 项目法律风险

KDH 的项目组合，特别是处于 BCCI 土地储备的大型项目，仍然高度依赖于法律程序的进展。规划审批、土地估价和土地清理等方面的障碍可能会持续延长项目实施时间。这不仅会减缓销售速度，还会导致开发成本（包括资本化利息）不断累积，从而影响投资效率和收入确认时间。

附录

已开展及正在推进的项目

信息



位置: 胡志明市, 平新郡, 安乐坊, 安阳王街 321 号
面积: 1.8 公顷
产品: 1043 套公寓单元和 20 个商业单元
法律状态: 已完成交房, 正在为客户办理土地使用权证、房屋所有权证及其他土地附属资产所有权证等手续



格拉迪亚水岸 (The Gladia by Waters) – 与 Kepple 集团 (新加坡) 合资

位置: 胡志明市, 守德市, Binh Trung Dong 坊, 武志功街附近

克拉丽塔 (The Clarita) (BTD1)

面积: 5.8 公顷

产品: 159 套联排别墅和独栋别墅

法律状态及进展: 基础设施和联排别墅/独栋别墅正在建设中

埃梅利亚 (Emeria) (BTD2)

面积: 6 公顷

产品: 67 套独栋别墅和约 600 套高层公寓

法律状态及进展: 基础设施和独栋别墅已竣工



索利纳 (The Solina) – 11A 住宅区

位置: 毗邻胡志明市平政郡阮文灵路

面积: 16.4 公顷

产品: 包含公寓、联排别墅和独栋别墅的综合住宅区

法律状态及进展: 该项目已获得基础设施建设许可证, 预计将于 2025-2026 年间开始基础设施建设。



黎明春扩建工业园区

位置: 毗邻胡志明市平政郡 (原) 现有的黎明春工业园

面积: 109.9 公顷

产品: 工业园区创造约 10000 个就业岗位; 商业用地面积 60 公顷

法律状态及进展: 项目已获得一期基础设施建设许可证, 占地 89 公顷; 基础设施建设预计将于 2025-2026 年启动。

未来拟开发项目

信息

Tan Tao 住宅中心 – A 区

该项目位于平新郡 Tan Tao A 坊，占地约 330 公顷，配套设施齐全。

目前，该项目正在进行法律审批手续。



KDC 丰富 2 号 (Phong Phu 2) – The Green Village

项目规模：132.9 公顷

本住宅项目毗邻胡志明市平政郡 丰富 4 号 (Phong Phu 4) 城区。

项目规划主要包括低层住宅区，环境优美，亲近自然。

项目目前正在进行法律审批程序。



Binh Trung- Binh Trung Moi 项目群

Binh Trung 项目群位于守德市 **Binh Trung Dong** 坊和吉莱坊，毗邻格拉迪亚项目。该项目群预计将包括联排别墅、独栋别墅和公寓楼，以满足胡志明市东部日益增长的住房需求。目前，该项目正在进行法律审批程序。



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

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

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

