



2025年股东 大会更新报告

越南和发集团股份公司 (HPG - HSX)

“无惧困难，坚定前行”



联系

(+84) 24 3926 0099

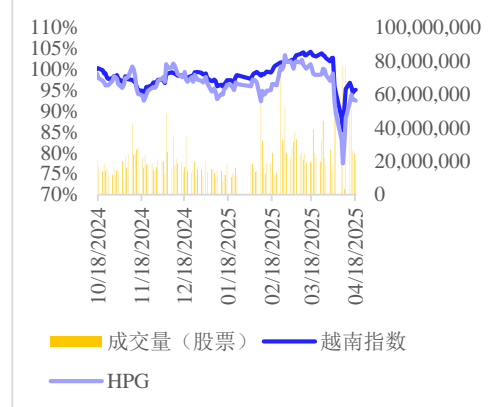
online@vncsi.com.vn

www.vncsi.com

更新日期: 18/04/2025

建议 买入
当日价 25,450
目标价 32,700
Upside 28.5%
持股时间 12 个月
股息 20%
股息率 7.9%

HPG 与越南指数 6 个月的价格波动



股票信息

流通股数 6,396,250,200
市值 (十亿越盾) 162,784.57
52 周价格波动范围 21.3 - 29.6
20 个交易日的平均成交额 (十亿越盾) 930.37
国有持股比例 0%
外资持股比例 21.71%

财务指标

年	2022	2023	2024
EPS	1,458.95	1,175.46	1,840.37
BVPS	16,510	17,674	17,878
PE	19.19	22.59	13.83
ROE%	9.09%	6.88%	11.07%
ROA%	4.87%	3.82%	5.83%
债务/总资产	0.44	0.45	0.49

数据来源: Fiin, CSI Research

财务指标 (十亿越盾)

指标	2022	2023	2024	2025F
销售收入	141,409	118,953	138,855	170,339
净收入增长	-5.53%	-15.88%	16.73%	22.67%
毛利润	16,763	12,938	18,498	25,600
毛利率	10.88%	13.32%	15.03%	17.37%
税后利润	8,444	6,800	12,020	17,448
税后利润增长	-75.54%	-19.47%	76.75%	45.16%

数据来源: Fiin, CSI Research

年和发集团股东大会要点

第一季度经营业绩稳步向好以及 2025 年经营计划: 和发集团 2025 年第一季度营业收入和税后利润分别为 37.9 万亿越盾（同比增长 22.9%）和 3.3 万亿越盾（同比增长 15%）。尽管遭受特朗普总统加征关税利空消息的影响，导致市场剧烈波动，但管理层仍维持年初所设定的目标，即全年实现营业收入达 170 万亿越盾，税后利润达 15 万亿越盾。截至 2025 年第一季度，公司已完成全年利润目标的 22%。为实现全年目标，接下来的每个季度税后利润需超过 4 万亿越盾。我们认为目标具备可行性，得益于容橘 2 号工厂一期将满负荷运行，二期预计自 2025 年 9 月起投产。

各项目进度: 容橘 2 号工厂一期目前运行负荷已达 70-80%。二期已完成铸造与轧制部分，预计将于 2025 年 9 月正式投产。因此，在 2025 年第二和第三季度，一期将实现满负荷运行；第四季度将有来自二期的新增产量，这为集团实现营收和利润目标奠定基础。

关于占地约 500 公顷的富安项目，管理层表示该地块区位优势显著，可视为越南境内最后一个适合建设钢铁项目的选址。然而，集团将审慎评估推进计划，因和发集团与台塑集团的 HRC 供应已能满足国内市场需求。

高铁及城市轨道钢轨供应项目预计将于 2025 年 5 月开工，2027 年 5 月产出首批产品。市场需求较大，预计约 1000 万吨，但对集团利润的贡献率较低。

房地产项目方面，在采用新的地价表后，项目成本可能上升，但和发集团将重新评估各项目的可行性，仅在确认具有效益时才推进。此外，公司的战略是将房地产板块的资源占比控制在 5% 以下，因此对集团整体业绩影响有限。

毛利率因铁矿石成本下降而改善: 董事长表示，当前全球铁矿石供应充足，这对以铁矿石为主要原料的和发集团等企业十分有利。此外，新工厂依托规模优势，将进一步优化生产成本。

投资风险:

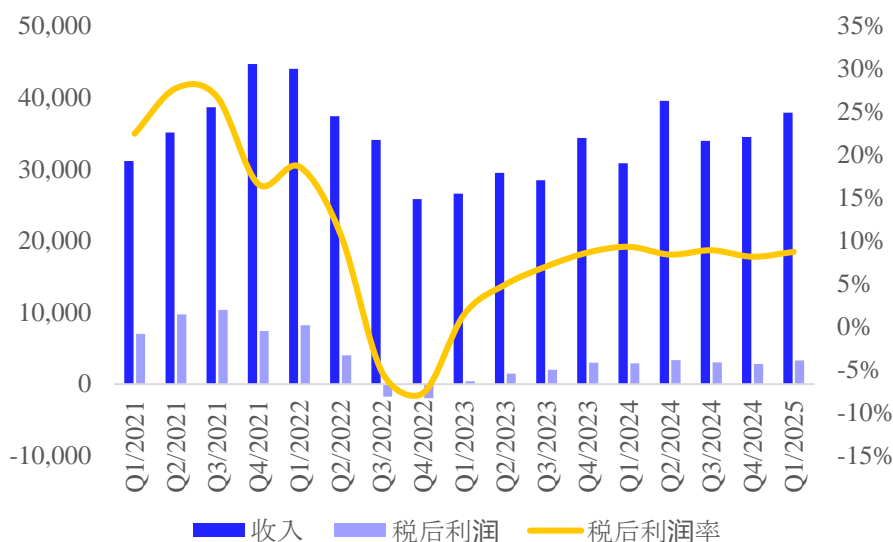
- 新工厂投产初期，折旧费及贷款利息成本上升，短期内对利润构成压力。除利息成本外，公司还面临汇率波动的压力。
- 钢材及原材料价格的周期性波动将直接影响企业的毛利率。

2025 年股东大会的主要议题

2025 年第一季度经营业绩与 2025 年全年经营计划

自 2025 年 3 月初越南对原产于中国、印度的热轧卷（HRC）征收反倾销税后，本地 HRC 生产企业的经营业绩出现好转。3 月份，和发集团的销量大幅增长，使得 2025 年第一季度的总销量达到 265.5 万吨（同比增长 27.8%），其中 HRC 销量为 99.3 万吨（同比增长 23.4%）。2025 年第一季度预计营业收入为 37.9 万亿越盾（同比增长 22.9%），税后利润为 3.3 万亿越盾（同比增长 15%）。

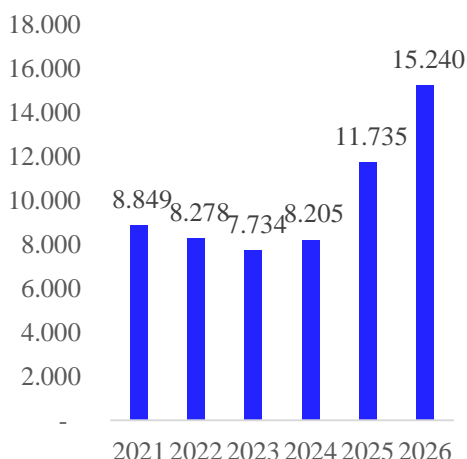
HPG经营业绩



数据来源: HPG, CSI research

公司决定将现金股息改为股票股息，以应对特朗普关税政策直接针对越南所带来的市场不可预测波动。尽管经营环境日益困难，和发集团仍维持营业收入 170 万亿越盾（同比增长 22.4%）和利润 15 万亿越盾（同比增长 25%）的目标。

预计销量（百万吨）



数据来源: CSI Research

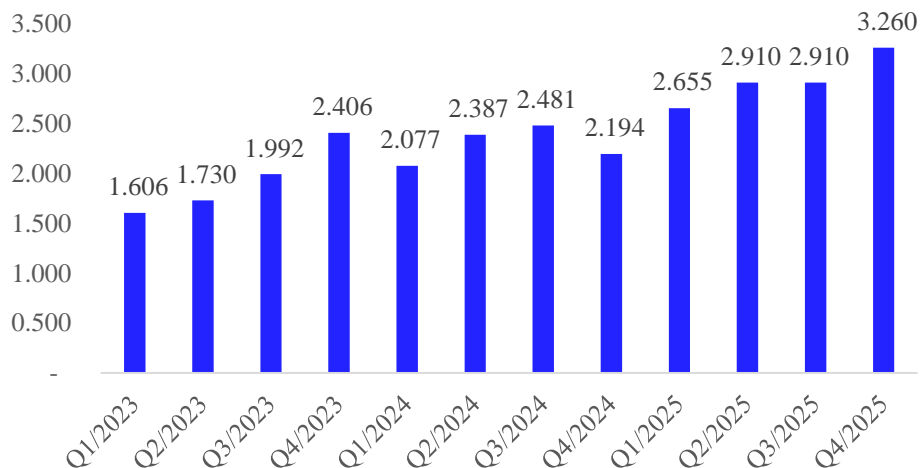
此外，公司指出 2024 年由于房地产市场尚未复苏，同时大量廉价商品涌入越南，迫使公司必须寻找其他消费市场。2024 年是公司出口比例高达 31% 的一年，而根据集团的战略方向，出口比例应控制在 20% 以下。和发的产品出口到 40 个国家，其中美国市场仅占约 1%，因此关税战带来的直接影响不大。

当前项目进展

容橘二号工厂一期目前产能利用率已达 70-80%。根据此信息，我们预测第二季度一期产能将完全释放，预计向市场供应的 HRC（热轧卷）产量约为 140 万吨。

容橘二号工厂二期的轧制和铸造环节已准备就绪，预计 2025 年 9 月正式投产，并力争在 2026 年实现钢材年产量达 1500 万吨的目标。若实现此产量，和发集团将跻身全球前 30 大钢铁生产企业之列。尽管产量庞大，但公司管理层仍充满信心，并强调所有产品都可以实现顺利销售。

预计销量（百万吨）



数据来源: HPG, CSI research

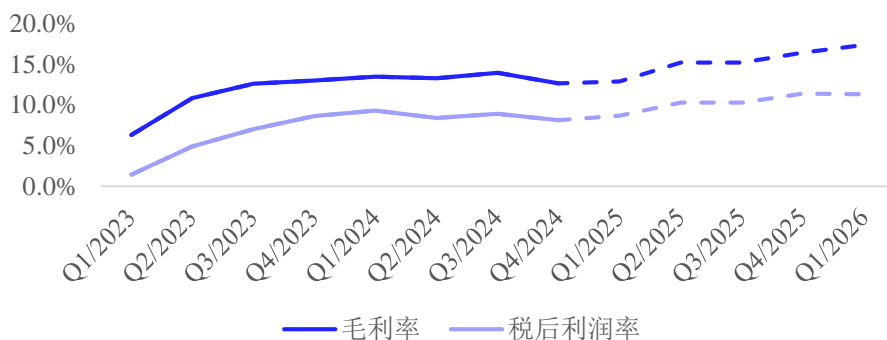
富安项目位于极具优势的地理位置，可谓是越南目前最后一个适合建设钢厂的区域。然而，由于和发与台塑（Formosa）目前的 HRC 供应已基本满足国内市场需求，公司仍需对该项目进行全面评估与审慎考量。

各轨道项目预计于 2025 年 5 月启动，投资规模约为 14 万亿越盾，首批产品计划于 2027 年 5 月面世。该项目的产品将成分体现集团的生产实力，但其对公司利润的贡献相对有限。

利润率改善

目前全球铁矿石供应充裕，尤其是非洲地区许多大型铁矿尚未充分开发，例如几内亚的西芒杜铁矿预计今年底可释放数十万吨产能，作为下游用户，和发集团（HPG）将从中受益。虽然成品售价波动较大，难以预测，但和发始终坚持“以销定产”的核心战略，确保产能完全消化

毛利率



数据来源: HPG, CSI research

2025 年新工厂投产后将面临折旧和利息支出增加的压力，容桔 2 号工厂项目预计年底完成 100% 折旧分摊。除了贷款利息成本外，汇率波动也将推高财务费用。为此，公司已通过衍生品对冲策略以降低此类费用的影响。

CSI 评估

2025 年和 2026 年是公司扩大生产的关键阶段，预计年营收增长率将超过 20%。虽然折旧和利息支出有所增加，但主要原材料铁矿石的价格呈下降趋势。目前铁矿石价格已跌至每吨 97 美元，创下 2023 年以来的最低水平，随着供应量增加，预计价格将继续下跌至每吨 90 美元左右。得益于规模优势，新工厂的生产效率更高，预计利润率将较 2024 年略有改善。

中国铁矿石价格图表



数据来源: Trading Economics, CSI research

目前，容橘二号工厂一期产能利用率已达 70%，我们预计集团将在 2025 年第二季度实现满负荷运转，并准备在 2025 年第四季度将二期项目投入商业化运营，预计产能利用率可达 50%。2025 年我们预计和发集团的钢铁产量将达到 1170 万吨，2026 年进一步提升至 1524 万吨。假设钢材均价维持在现有水平，2025 年集团营收预计达 170.3 万亿越南盾（同比增长 22.7%），税后利润达 17.4 万亿越南盾（同比增长 45.2%）。按照 12 倍市盈率计算，2025 年 HPG 股票的合理估值应为 32,700 越南盾，对应 28.49% 的涨幅空间。

	2023	2024	2025F	2026F
收入（十亿越盾）	118,953	138,855	170,339	228,571
产量（吨）	7,734,000	8,204,900	11,735,000	15,240,000
毛利率 (%)	10.9%	13.3%	15.0%	17.4%
税后利润（十亿越盾）	6,800	12,020	17,448	25,882
税后利润增长 (%)	-19.5%	76.8%	45.2%	48.3%

附录

指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. 运营效率						
资产周转率	0.71	0.77	0.97	0.81	0.66	0.67
所有者权益周转率	1.44	1.68	2.00	1.51	1.20	1.28
客户应收周转率	25.56	27.11	33.55	35.66	26.56	26.83
向客户收款的平均时间	14.28	13.47	10.88	10.24	13.74	13.61
库存周转率	3.12	3.11	3.16	3.19	3.01	2.98
库存处理的平均时间	117.10	117.51	115.55	114.35	121.11	122.55
供应商应付周转率	6.47	7.73	6.27	7.16	9.02	9.11
向供应商付款的平均时间	85.26	71.02	62.67	51.01	40.44	40.08
现金转换周期	46.12	59.95	63.76	73.58	94.41	96.07
2. 偿债能力指标						
现金比率	0.17	0.26	0.31	0.13	0.17	0.09
速动比率	0.30	0.38	0.41	0.29	0.32	0.19
流动比率	1.13	1.09	1.28	1.29	1.16	1.15
3. 财务健康						
短期债务和总资产的比率	0.17	0.28	0.25	0.27	0.29	0.25
短期债务和总资产的比率	0.35	0.62	0.48	0.49	0.53	0.49
长期债务和总资产的比率	0.19	0.13	0.08	0.07	0.06	0.12
长期债务和所有者权益的比率	0.42	0.29	0.15	0.12	0.10	0.24
债务和总资产的比率	0.36	0.41	0.32	0.34	0.35	0.37
债务和所有者权益的比率	0.77	0.91	0.63	0.60	0.64	0.72
负债和总资产的比率	0.53	0.55	0.49	0.44	0.45	0.49
负债和所有者权益的比率	1.13	1.22	0.96	0.77	0.83	0.96
杠杆率	2.13	2.22	1.96	1.77	1.83	1.96
EBIT/ 贷款利息	10.40	7.81	14.91	4.24	2.70	6.39
EBITDA/ 贷款利息	13.14	9.99	17.32	6.43	4.58	9.41
4. 盈利能力						
毛利率	17.57%	20.98%	27.46%	11.85%	10.88%	13.32%
EBITDA 利润率	19.34%	24.30%	29.22%	14.03%	13.81%	15.51%
EBIT 利润率	15.31%	19.00%	25.16%	9.25%	8.13%	10.53%
税前利润率	14.29%	17.04%	24.76%	7.02%	6.55%	9.86%
净利润率	11.90%	14.99%	23.06%	5.97%	5.72%	8.66%
毛利润与总资产的比率	12.43%	16.21%	26.54%	9.62%	7.23%	8.97%
EBITDA 与总资产的比率	13.68%	18.77%	28.24%	11.38%	9.18%	10.44%
EBIT 与总资产的比率	10.83%	14.68%	24.32%	7.50%	5.40%	7.09%
EBT 与总资产的比率	11.15%	15.04%	25.56%	7.46%	6.35%	7.75%
ROA 资产回报率	8.36%	11.53%	22.26%	4.87%	3.82%	5.83%
ROE 净资产收益率	17.08%	25.21%	46.06%	9.09%	6.88%	11.07%
ROIC 资本回报率	11.41%	16.77%	31.16%	8.21%	5.59%	7.40%
实际企业所得税率	16.69%	12.05%	6.84%	14.90%	12.73%	12.22%
5. 现金流指标						
经营现金流/总负债	0.14	0.16	0.31	0.17	0.10	0.06
资金流/收入	-0.29	-0.06	0.01	-0.11	-0.11	-0.17

指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024
自由现金流/营业收入	-1.91	-0.32	0.04	-1.18	-1.34	-1.58
自由现金率与资产的比率	-0.21	-0.05	0.01	-0.09	-0.07	-0.11
自由现金流与所有者权益的比率	-0.42	-0.10	0.02	-0.17	-0.13	-0.21
自由现金流/ CAPEX	-0.89	-0.46	0.12	-0.87	-0.76	-0.67
6. 增长指标						
净营收增长 YoY	14.01%	41.57%	66.09%	-5.53%	-15.88%	16.73%
毛利润增长	-4.16%	69.01%	117.46%	-59.22%	-22.82%	42.97%
EBITDA 增长 YoY	-3.91%	77.91%	99.74%	-54.65%	-17.17%	31.03%
EBIT 增长 YoY	-7.65%	75.75%	119.96%	-65.28%	-26.07%	51.15%
税前利润增长	-9.68%	68.82%	141.30%	-73.22%	-21.47%	75.72%
应收款增长 YoY	18.33%	46.28%	25.92%	-40.51%	102.78%	-27.46%
库存增长	37.30%	35.38%	60.65%	-15.68%	-3.08%	33.39%
短期债务增长	46.48%	118.55%	18.88%	6.86%	17.61%	1.64%
长期债务增长	54.88%	-12.59%	-22.36%	-17.18%	-6.75%	160.41%
SGA 费用增长 YoY	28.68%	23.49%	93.38%	6.99%	-11.30%	18.79%
资产增长 YoY	30.11%	29.22%	35.53%	-4.43%	10.24%	19.55%
所有者权益增长 YoY	30.00%	20.00%	35.00%	30.00%	0.00%	10.00%
CFO 增长 YoY	0.95%	50.19%	130.61%	-54.05%	-29.60%	-23.54%
7. 估值指标						
市值（十亿越盾）	122,729	145,784	89,234	162,814	154,382	162,784
企业价值（十亿越盾）	154,864	186,230	124,130	212,495	207,577	239,151
每股账面净值 BVPS	17,248	17,828	20,260	16,510	17,674	17,878
销售额/股票	23,055	27,199	33,463	24,318	20,456	21,708
基本每股收益 EPS	2,621.97	3,936.37	7,476.58	1,458.95	1,175.46	1,840.37
稀释每股收益 EPS	2,726.27	4,059.51	7,476.58	1,458.95	1,175.46	1,840.37
自由现金流/股票	-3,061.95	9,203.47	307.39	-2,659.55	-2,230.30	-3,603.34
市净率 P/B	2.58	2.47	0.98	1.70	1.50	1.42
基本市盈率 P/E	16.95	11.18	2.67	19.19	22.59	13.83
稀释市盈率 P/E	16.30	10.84	2.67	19.19	22.59	13.83
市销率 P/S	1.93	1.62	0.60	1.15	1.30	1.17
企业价值/ 收入	2.43	2.07	0.83	1.50	1.75	1.72
企业价值/ EBITDA	12.55	8.50	2.84	10.70	12.62	11.11
企业价值/ EBIT	15.89	10.88	3.30	16.25	21.47	16.36
股息收益率	1.12%	1.14%	2.51%			

数据来源: FiinX, CSI Research

作者: CSI 研究所
 研究所分析专员
 邮箱: csi.research@vncsi.com
 电话: (+84) 24 3926 0099 (109)

CSI 研究所

行业和企业分析部门

黎英松
 分析专员
 邮箱: tungla@vncsi.com.vn

宏观经济&股市行情分析部门

刘志抗
 分析部门主管
 邮箱: khanglec@vncsi.com.vn
黎杜俊明
 分析专员
 邮箱: minhltdt@vncsi.com.vn
范氏梅樱
 研究所助理
 邮箱: anhptm@vncsi.com.vn

系统建议: 越南建设证券股份公司（CSI）系统建议：建立基于估值 12 个月目标价格和市场价格差异。

次序	（目标价格 - 当前价格）/当前价格
买入	$\geq 20\%$
乐观	从 10% 至 20%
观望	从 -10% 至 +10%
不乐观	从 -10% 至 -20%
卖出	$\leq -20\%$

免责声明: 版权属于越南建设证券股份公司（CSI）。本材料中的所有信息和资料均来源于可靠渠道，CSI 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。上述分析、观点、建议未必是 CSI 官方观点，大部分均是发布者基于目前市场情况而作出的。材料中的建议均由分析专员基于基本分析系统的基础上进行研究分析，但 CSI 及其雇员对使用或信赖本材料及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本材料版权归 CSI 所有,若未经授权不允许任何个人或组织进行复制、转载、发布或出版。

越南建设证券股份公司

总部: 河内市栋多郡浪上坊阮志清路54A号TNR大楼11层
分公司: 胡志明市第一郡阮太平坊阮公著街180-192号TNR大楼20层
电话: + 84 24 3926 0099 **官网:** <https://www.vncsi.com.vn>