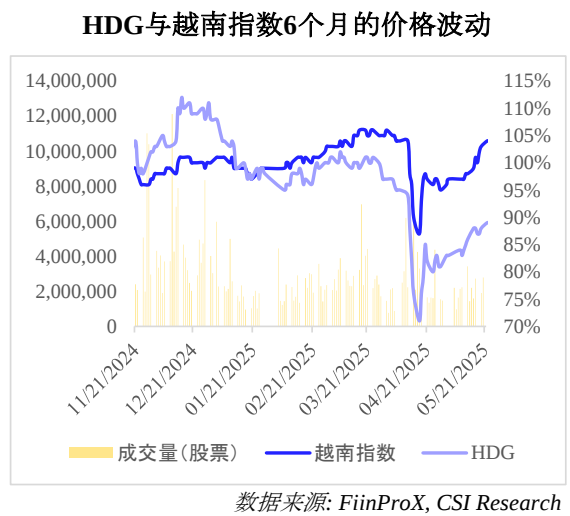


执行日期:	21/5/2025
推荐	买入
当日价	24,500
目标价	32,600
Upside	33.06%
持股时间	12个月
股息率	2.00%

经营指标 (单位: 十亿越盾, %)					
指标	2021	2022	2023	2024	2025F
净收入	3,777	3,581	2,889	2,718	3,332
收入增长率 (yoy)	-24.4%	-5.2%	-19.3%	-5.9%	22.6%
毛利润率	1,344	1,362	866	447	903
税后利润 (yoy)	7.2%	1.3%	-36.4%	-48.4%	102.0%
税后利润增长率	61.4%	61.8%	59.6%	58.5%	59.5%

数据来源: FiinProX, CSI Research



数据来源: FiinProX, CSI Research

股票基本信息	
流通股数	336,331,529
注册资本 (十亿越盾)	3,057.6
市值 (十亿越盾)	8,240.1
52周价格波动范围	19,700 - 32,400
20个交易日的平均成交额 (十亿越盾)	49.03
国有持股比例	0.00%
外资持股比例	19.72%

财务指标			
年	2023	2024	Q1/2025(TM)
EPS (VND)	2,175	1,036	839
BVPS	19,352	18,133	18,594
P/E	12.21	23.80	29.40
ROE%	11.85%	5.80%	4.59%
ROA%	4.50%	2.46%	2.03%
债务/总资产	50.0%	47.0%	45.3%

数据来源: FiinProX, CSI Research

企业亮点

作为领先的能源企业，具备项目实施与运营能力，同时受益于电力生产模式多元化的战略目标。

HDG 是一家领先企业，主要业务集中在能源与房地产两大领域。未来，HDG 将继续推进可再生能源电力类型的多元化，并加快在河内和胡志明等一线城市的房地产项目开发进度。

房地产板块是长期增长的驱动力：2025年第一季度，HDG未实现房地产板块的收入，原因在于本期无项目交付，而去年同期则实现3150亿越盾的收入。尽管自2022年以来房地产收入占比明显下降，但预计未来房地产仍将成为 HDG 的长期增长引擎。Hado Charm Villas 第三阶段项目（108套）已竣工并准备开售，预计将在2025年至2027年期间为公司带来约2.5万亿越盾的收入。Phan Dinh Giot 62号项目（2.2公顷）已获批试点开发商品住房项目，与 Green Lane（2.3公顷）和 Hado Minh Long（2.7公顷）两个项目一道，正等待法律审批，预计将在2027至2030年间为公司贡献收入。

能源板块为公司经营稳定性提供坚实支撑：自2022年以来，电力生产业务每年稳定创造约2万亿越盾的现金流与收入。仅在2025年第一季度，能源板块收入较2024年同比增长21.5%，得益于 HDG 几个主要电力项目产能大幅提升，如 Đăk Mi 2号水电站、Song Tranh 4号水电站以及 7A 风电项目，发电量同比增长在48.3%至68.6%之间。特别是 7A 风电项目，已正式取消此前在电力过载情况下需优先降载的承诺条件，预计项目整体发电能力将比前几年提高约20%，每年可为公司新增约500亿越盾收入。

稳健的财务基础助力 HDG 抵御房地产市场低迷所带来的冲击：Hado Charm Villas 第三阶段的销售活动原计划于2022年初启动，但因房地产市场疲软而推迟。然而，这并未对公司造成较大的还息压力，因为 HDG 主动偿还了部分贷款本金。截至2025年第一季度，公司长期借款仅剩4.052万亿越盾，较2022年底下降30%。同时，HDG 的长期贷款利率相对优惠，介于4.98%至8.9%之间，其中大额贷款的利率主要集中在7.0%至7.5%。

投资风险

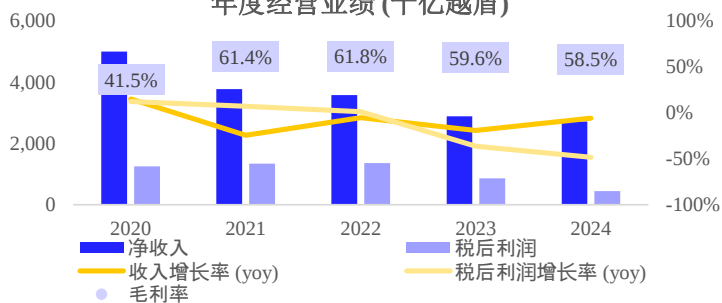
红风4号项目面临监察结论带来的风险：由于该项目部分建设位于国家矿产储备用地上，存在违规施工行为，HDG 面临售电价格下调的风险。截至2025年第一季度，公司已累计计提3120亿越盾的收入追溯调整准备金，自项目投运起直至官方定价决定出台为止。根据公司管理层披露，HDG 将继续按21/QĐ-BCT号决议所规定的电价为假设基础，进一步计提收入追溯调整准备金。

Hado Charm Villas 第三阶段推迟开售：受到宏观环境因素影响，公司推迟了 Hado Charm Villas 第三阶段的开售时间。

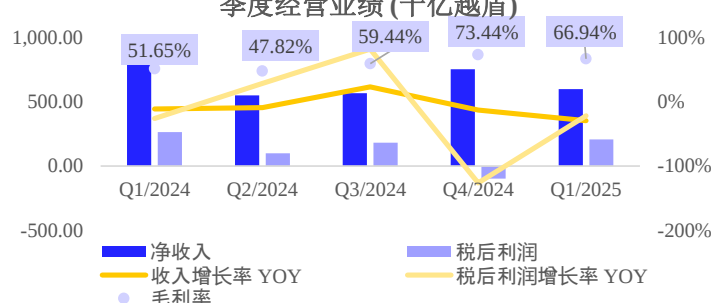
估值与投资推荐

我们采用两种估值方法结合使用：房地产板块采用修正净资产价值法（RNAV），其余业务板块（电力、房地产租赁、酒店）则采用自由现金流折现模型（FCFF）。综合评估后，我们给予 HDG 股票“买入”评级，合理目标价为每股32600越盾。

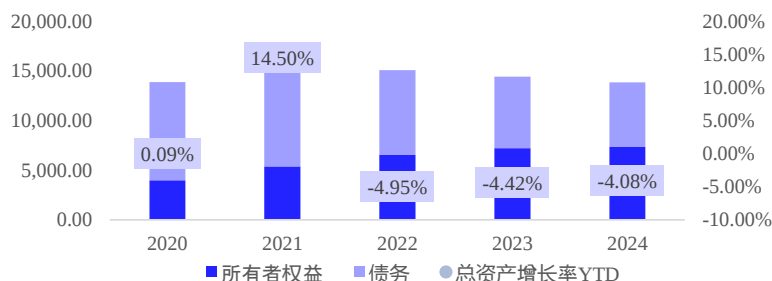
年度经营业绩 (十亿越盾)



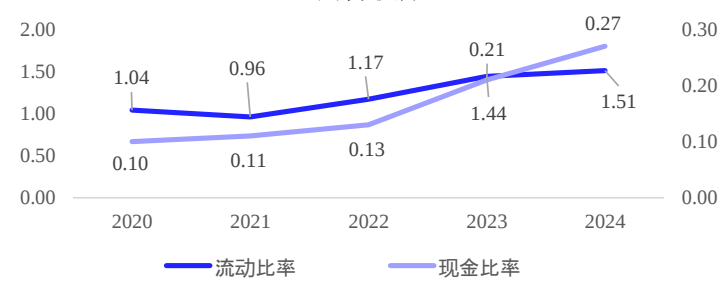
季度经营业绩 (十亿越盾)



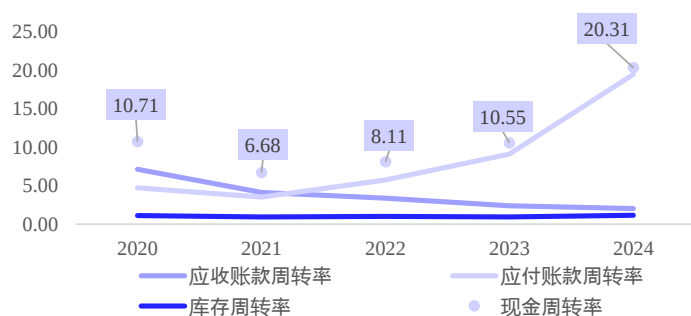
资产结构 (十亿越盾)



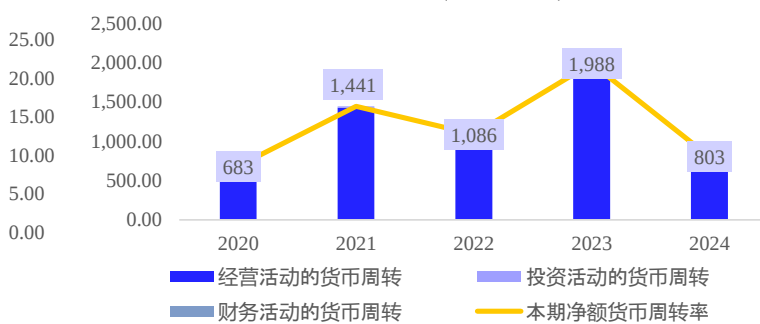
财务健康



经营效率



货币周转率 (十亿越盾)



股票代码 Q1/2025	总资产 (十亿越盾)	收入 (十亿越盾)	税后利润 (十亿越盾)	EPS	P/E	P/B	ROA (%)	ROE (%)
POW	80,739.92	8,150.31	472.25	606.00	21.28	0.93	4.44%	1.75%
PGV	54,975.34	10,608.32	100.77	-113.50	-168.72	1.50	-0.88%	-0.23%
REE	36,889.41	2,068.36	816.79	4,511.13	15.74	1.71	11.42%	5.91%
VSH	8,640.30	624.62	268.69	3,029.08	17.17	2.54	15.13%	8.21%
全行					17.28	1.47	4.4%	8.7%

数据来源: FiinProX, CSI Research

报告编制人: CSI研究部

电子邮箱: csi.research@vncsi.com.vn