

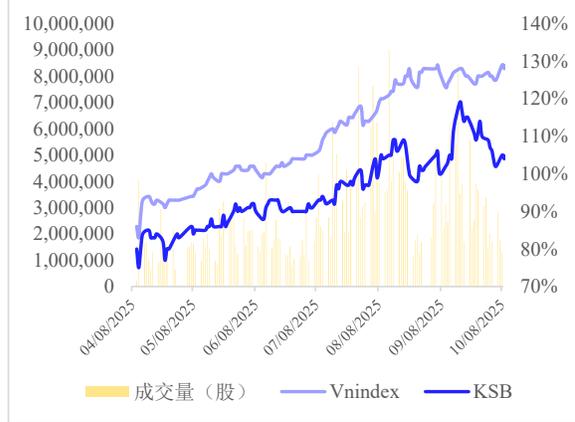
执行日期:	21/10/2025
推荐	买入
当前价格	19,500
目标价格	25,600
涨价潜力	31.28%
持股时间	12个月
股息率	0.00%

经营指标 (单位: 十亿越南盾, %)

指标	2021	2022	2023	2024	2025F
净营收	884	859	529	401	539
净营收增长	-33.1%	-2.8%	-38.4%	-24.2%	34.4%
税后利润	253	152	74	53	117
税后利润增长	-22.9%	-39.9%	-51.3%	-28.4%	120.0%
毛利率	46.6%	36.9%	45.2%	44.4%	40.5%

数据来源: FiinProX, CSI Research

KSB与VN-Index6个月价格波动



数据来源: FiinProX, CSI Research

企业亮点

公共投资加速——建筑材料行业的重要增长动力

在公共投资加速推进的背景下, 尤其是胡志明市等大型城市的重点基础设施项目, 如隆城国际机场、南北高速公路以及胡志明市环路项目陆续开工建设, 使得建筑需求显著上升。在这一趋势下, 建筑石料企业受益明显, 因为石料在公共投资项目的材料需求中占比约 20%。

然而, 并非所有企业都能充分利用市场的热度, 储量规模和最大开采产能成为决定企业能否受益的关键因素。仅次于 VLB, KSB 拥有约 2700 万立方米尚未开采的石料储量, 主要分布在新美、三立 3 和善新 7 矿区, 而福永矿区的储量已基本枯竭。KSB 目前的最大年开采产能为 350 万立方米, 而 2024 年实际产量仅达最大产能的 65%。因此, 公司完全有能力在未来阶段扩大产量, 将尚未利用的产能转化为增长动能, 在政府强力推动公共投资的背景下, 为建筑材料业务带来持续的业绩增长。

资金聚集在重点工业区, 是企业实现长期业务增长的关键基础:

除了建筑材料业务外, KSB 还拥有工业地产板块, 这一板块在 2019-2023 年期间为公司带来了突出的利润增长。尽管在 2024 年出现一定放缓, 仅占总营收结构的 24%, 但这一高盈利业务板块预计将在未来成为推动 KSB 回归利润高峰的重要催化剂, 特别是在 Dat Cuoc 工业区扩建项目 预计于 2026 年第二季度和 2027 年第三季度 先后投入运营之后。目前该项目的出租率已达到 90%, 租金维持在 145-165 美元/平方米的合理区间, 且基础设施完善, 因此在 外国直接投资持续流入越南的背景下, 租赁需求将不会成为值得担忧的因素。

此外, 位于平福省、占地 348 公顷的花庐工业区也将成为推动公司业绩增长的重要因素之一。目前, KSB 已在该项目中确认了约 4520 亿越南盾的在建工程, 并正积极推进基础设施建设及完善相关法律手续, 预计将在 2026 年启动土地租赁工作。该项目虽距离大城市较远, 但凭借合理的租金价格 (约 80-85 美元/平方米) 以及具备吸引在胡志明市和同奈等地不再被优先发展的行业 (如纺织染整、制鞋、化工等) 的优势, 我们有充分理由相信该项目的出租率将达到较高水平。

风险

证券投资合作合同的短期应收款: 截至 2025 年 6 月底, 该款账面价值达到 4750 亿越南盾, 成为 KSB 资金被占用的重要因素。由于企业将资金投入到了非核心经营领域, 在现金及现金等价物余额较低 的背景下, 可用于提高石材开采产能或发展工业区的资金可能会受到一定限制。

矿产开采许可审批进度缓慢: 在公共投资加速推进的背景下, 采石场的开采限额审批迟迟未获批, 可能导致 KSB 难以提升最大产能, 从而削弱企业的市场竞争力。

估值及建议

越南建设证券采用股权自由现金流折现法 (FCFE) 对 KSB 的全部业务板块进行估值, 包括建筑材料和工业园区房地产, 因为该企业的财务结构相对稳定、波动较小。我们建议对 KSB 股票进行买入, 公允估值为 25600 越南盾/股。

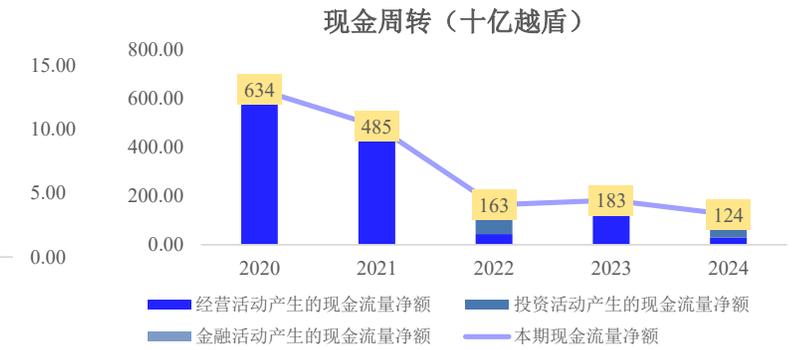
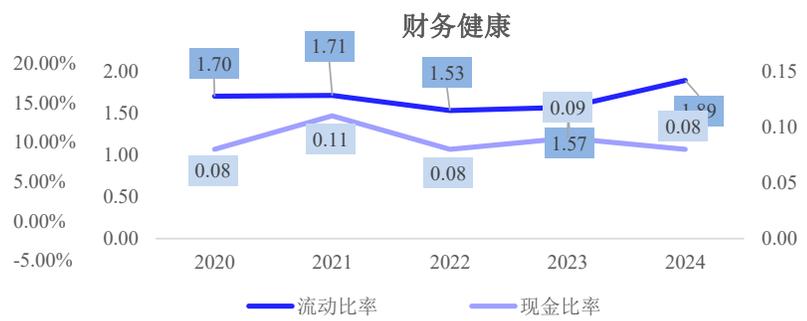
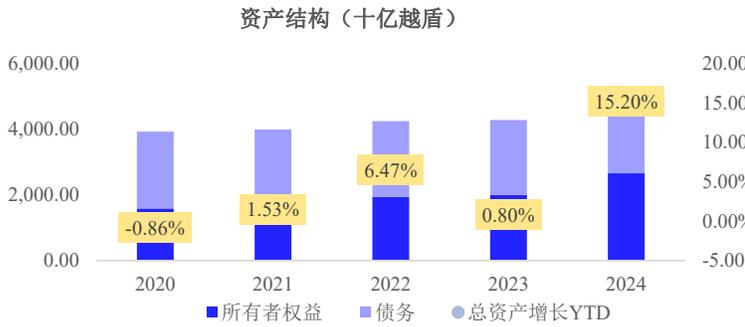
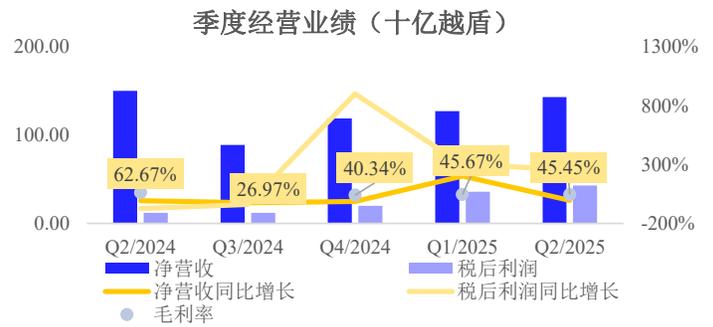
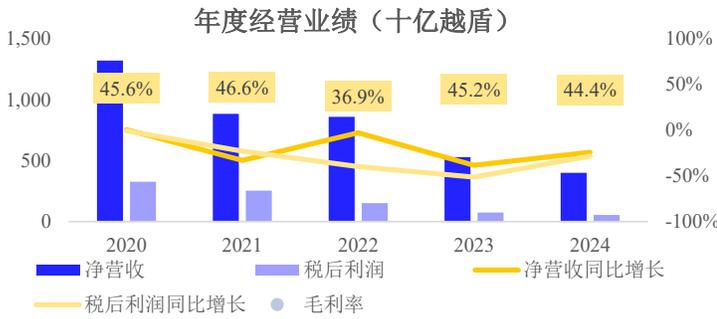
股票基本信息

流通股数	114,443,703
注册资本 (十亿越南盾)	766.3
市值 (十亿越南盾)	2,328.9
52周内价格波动	13,950 - 22,250
20日成交额均值 (十亿越南盾)	79.31
国有持股比例	0.00%
外资持股比例	1.63%

股票基本信息

年度	2023	2024	Q2/2025(TM)
EPS (VND)	963	398	969
BVPS (VND)	26,069	23,074	23,711
P/E	19.79	51.17	21.01
ROE%	3.75%	2.29%	4.15%
ROA%	1.73%	1.15%	2.25%
债务/总资产	53.0%	46.0%	46.0%

数据来源: FiinProX, CSI Research



股票代码 Q2/2025	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 (%)
VGC	24,827.42	11,906.36	1,187.62	3,343.00	17.62	2.94	6.09%	17.49%
HT1	8,223.36	6,884.25	60.36	373.00	46.17	1.33	1.74%	2.91%
VCS	6,466.97	4,322.07	807.12	4,536.00	10.71	1.52	11.19%	14.00%
KSB	4,927.31	401.28	52.96	969.00	21.01	0.86	2.25%	4.15%
BCC	3,412.37	3,487.98	-8.13	177.00	50.90	0.61	0.62%	1.22%
行业均值					29.28	1.45	4.38%	7.95%

数据来源: FiinProX, CSI Research

执行人: CSI研究中心
电子邮箱: csi.research@vnncsi.com.vn



TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN KIẾN THIẾT VIỆT NAM

Hà Nội: Tầng 11, Tòa nhà TNR, 54A Nguyễn Chí Thanh, Láng Thượng, Đống Đa, Hà Nội
HCM: Tầng 20, Tòa nhà TNR, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Hồ Chí Minh

www.vnncsi.com.vn 024 3926 0099 0886 998 288 online@vnncsi.com.vn 0886 998 288

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Các nhận định trong báo cáo này dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hoặc sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ thông tin hoặc ý kiến của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.