

分析与投资策略部
2024年4月



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

更新报告 住宅地产板块 2024年前景：中立

分析师：武琼如

nhuvq@gtjas.com.vn - Ext: 702

- 我们预计，2024年，越南房地产将略有复苏，原因是：
 - (1) 低利率为经营环境提供发展动力
 - (2) 修订的房地产法将为更快速、更谨慎的住房项目开发铺平道路
 - (3) 交通基础设施的发展将促进购房者的情绪；
- 我们评估2024年住宅地产股的前景为“中立”，由于通过资金来源和债务覆盖率表现出的偿债能力仍然较弱，同时，2024年的到期房地产债券将创下历史新高，约为130万亿越南盾，给投资者带来再融资风险。此外，外国主要央行维持紧缩性货币政策的时间长于预期的风险，将对越南国内维持低利率带来政策压力。
- 我们看好KDH和NLG，这两家都是信誉良好的房地产开发商，具有良好的销售能力，健康的资本结构，拥有大量的合法土地基金以及多个新项目预期在2024-2026年期间新开售，交付并录得收入。





1. 越南大城市的房地产情况：

河内和胡志明市的住房供应量创下10年以来最低水平。

经过2014年至2019年的持续增长期后，近年来住房供应量急剧下降并维持在较低水平，尤其是在河内和胡志明两大市场，原因如下：

- 项目实施中的法律问题
- 推进企业和管理机构层面的项目检查。

特别是从2022年下半年开始，新房供应停滞不前，原因如下：

- 企业债券的资金来源被收紧
- 自2022年底，在高利率的环境下，企业难以获得资金来开发项目，购房者也很难贷款买房。
- 在审议法律修正案期间，监管机构往往对批准法律文件犹豫不决。

因此，房地产市场的交易量有所下降，同时投资商主动推迟新开售计划，以等待更有利的时机。



源: CBRE, GTJAVN

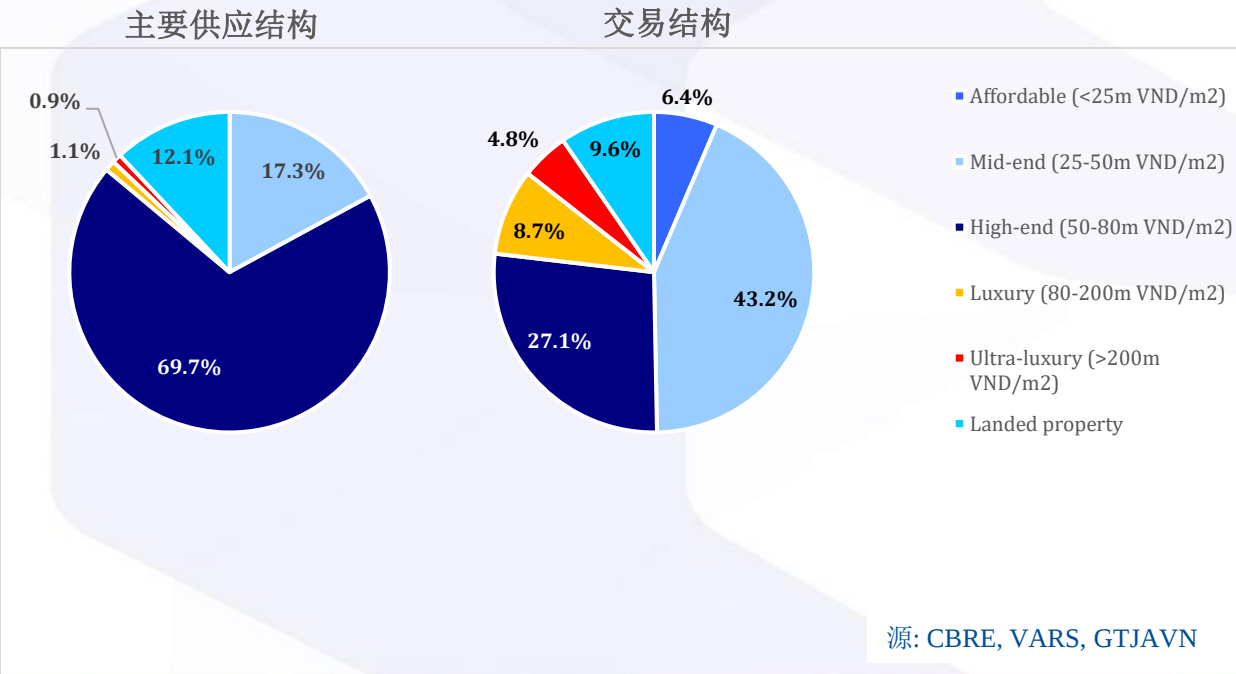
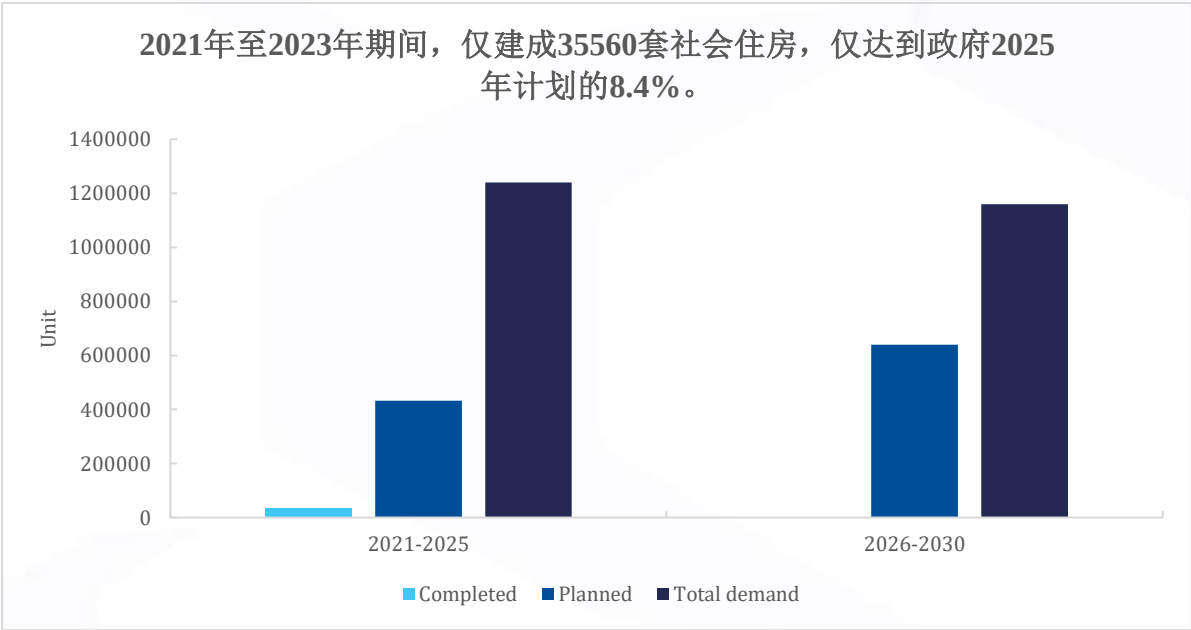




1. 越南大城市的房地产市场情况

供需失衡

近年来，一级市场的住宅房地产的新增供应偏向高端和豪华细分市场（在2023年房地产新增供应结构中，高端豪华细分市场占比高达 70%），而在二级市场上，面向低收入人群的社会住宅项目和中端住宅项目远低于市场的需求和政府的规划。相比之下，住房交易结果显示，各细分市场的需求较为分散。中端购房交易占比最高，达到 43.2%。经济适用房的成交率仅为6.4%，部分原因是该细分市场现有项目数量有限，且近年来缺乏开发新项目。



1. 越南大城市的房地产市场情况

售价过高，无法满足大多数人的需求

近年来，一手公寓平均售价不断上涨，尤其是在2020年至2022年期间增长迅速，超过了居民平均收入的增长速度，原因如下：

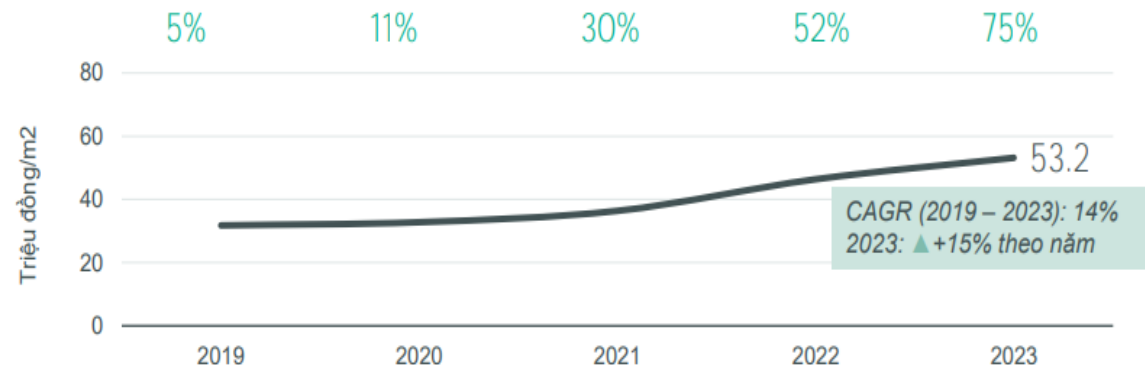
- 不断增长的住房需求来自：(i) 每年都有新移民涌入，(ii) 大部分人口正处于结婚年龄，因此存在安居乐业和养育子女的压力。
- 项目开发的收回土地和征地的成本增加。
- 由于法律问题，项目实施时间被延长，导致项目开发成本不断上升。

上述原因导致投资者专注于开发高端住宅细分市场，以匹配项目实施的成本和进度。而（满足人们需求的）经济适用房在市场上几乎缺席。

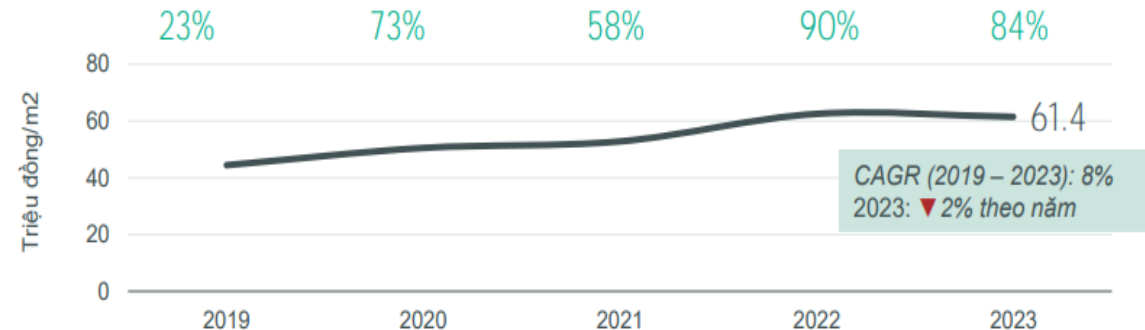
根据世邦魏理仕的数据（CBRE），2019-2023年期间，河内和胡志明市土地附属房地产的平均初次售价也强劲增长，复合年均增长率（CAGR）分别为 12% 和 30%。不过，由于新增供应量日益有限，2023 年房地产价格变动并不大。

Thị trường chung cư Hà Nội và TP.HCM, Giá sơ cấp trung bình, 2019 – 2023

HÀ NỘI Tỷ trọng nguồn cung cao cấp¹:



TP.HCM Tỷ trọng nguồn cung cao cấp¹:



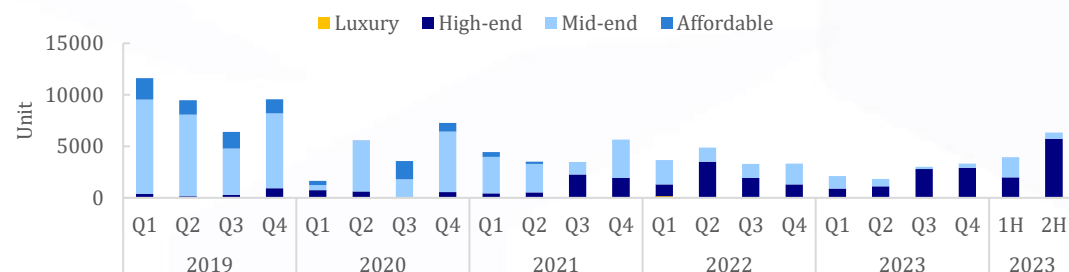
源: CBRE, GTJAVN



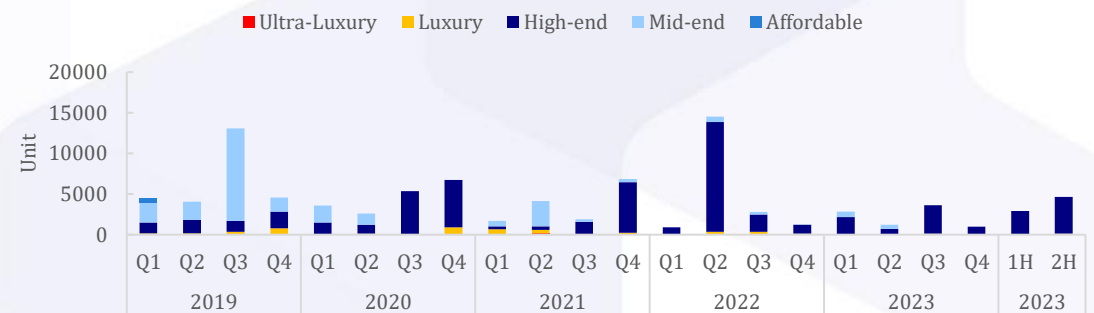
1. 越南大城市的房地产市场情况

2023年下半年，两大市场均出现积极信号，与2023年上半年相比，供应量和交易量都有所改善，原因如下：（1）2023年，越南央行进行四次下调基准利率后，贷款利率已达到与2021年新冠肺炎疫情爆发时相当的低水平；（2）支持企业债券延期的通知有助于房地产开发商减轻债务负担，从而集中资源继续实施项目，确保跟进市场供应进度以及（3）房地产投资方提供更灵活和优惠的销售政策，以高折扣吸引购房者。

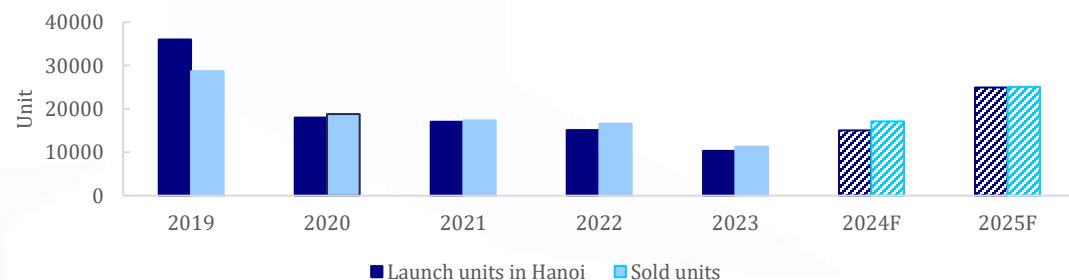
河内新建公寓的供应量在各个季度中逐渐增加，到2023年下半年增加60%



胡志明市下半年新建公寓供应量较上半年增长14%



购房需求始终居高不下，而新增供应却十分有限



新增供应主要来自现有项目的下一阶段



源: CBRE, GTJAS

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





2. 政府突出的支持政策

政府政策正在支持解决关于公司债券的问题。

得益于支持的政策，Novaland（NVL）和Hung Thinh（HTN）等大型房地产企业已成功将债券偿还期从一个月延期到两年。此外，约定利率也比原来上调 0.5-3%。2023年12月，NVL还与债券持有人达成协议，延期价值近3亿美元的国际债券。

位于胡志明市、同奈省、巴地头顿省和潘切市的Novaland集团4大项目正受到地方政府的支持以解决法律障碍，其中Grand Manhattan和Water Bay项目被列入优先名单。截至2023年第三季度末，Novaland集团的未偿公司债券（占总债务的68%）比年初下降了9%。

政策	主要内容	影响
第 08/2023/ND-CP号法令 （修订第 153/2020 号法令和第 65/2022 号法令的一些条款） 生效日期：2023 年 3 月 5 日 到期日：2024 年 1 月 1 日	该法令为面临债券到期压力的企业提供了处理和故障排除指南，其中包括 3 项权利 ➢ （一），与债券持有人谈判，用其他资产支付到期债券的本息。 ➢ （二），与债券发行计划中的期限相比，债券期限最多延长2年 ➢ （三），停止部分规定的执行效力，包括：有关信用评级的执行、专业证券投资者个人身份确认以及每次发行债券的发行时间	➢ 给银行提供法律依据以便为企业延期、推迟和划分债务组，从而为企业获得信贷创造有利条件。 ➢ 鼓励企业继续发行债券。
第 02/2023/TT –NHNN号通知 生效日期：2023 年 4 月 23 日 到期日：2024 年 6 月 30 日	➢ 调整债务偿还期限，维持债务组，从初始到期日起最多延长 12 个月。 ➢ 对已调整还款期限的债务保持债务分类，并根据规定做出额外储备。	➢ 在房地产市场停滞不前的情况下，为企业偿还本息创造条件。 ➢ 为企业以合理利率获得额外资金创造条件。

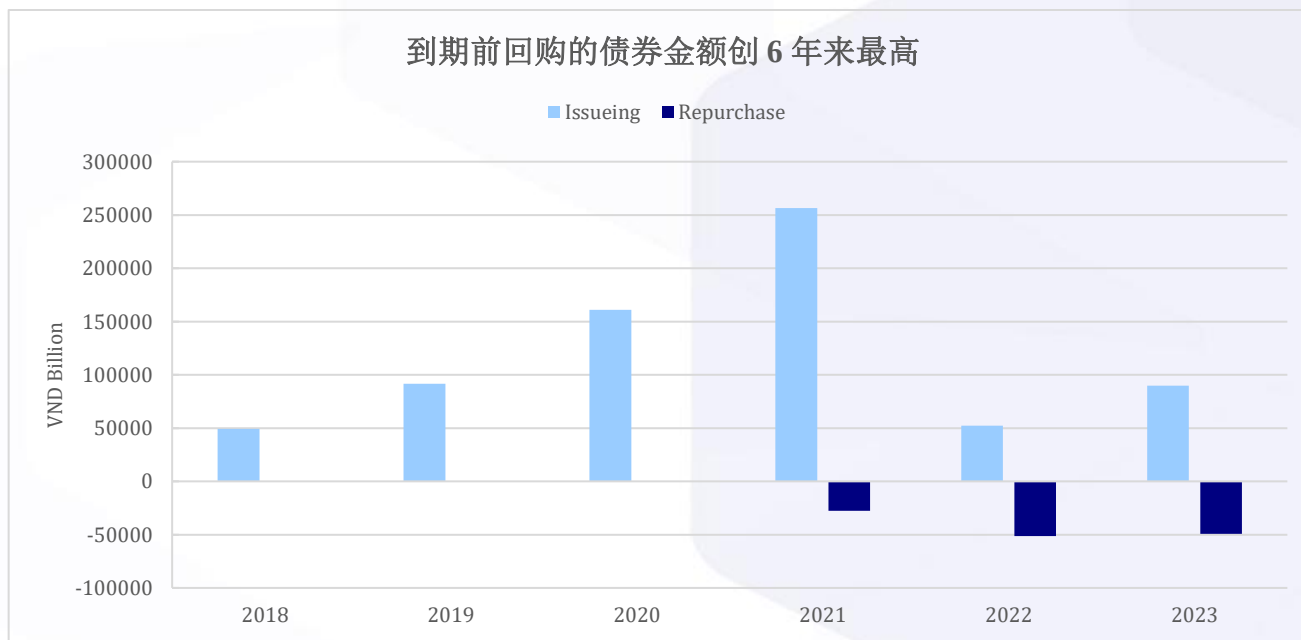
源：HNX；第 08/2023/ND-CP 号法令；通告 02/2023/TT –NHNN；GTJAVN



2. 政府突出的支持政策

企业主动提前回购公司债券，以尽量减少贷款利息侵蚀利润。

面对近来房地产市场的不稳定性，许多投资商主动调整2023年的资本结构，在到期前回购企业债券，同时减少银行贷款。其中值得注意的是，PDR通过在2023年11月成功发行超过6710万股票的资金，在到期前回购全部五批企业债券，总价值超过1.545万亿越盾，用于偿还2021年和2022年发行债券的全部本息。此前，由于该公司雄心勃勃地推进度假房地产，其未偿还企业债券在2022年第二季度达到峰值，超过3万亿越南盾（占债务总额的63%）。



源：HNX；第 08/2023/ND-CP 号法令；通告 02/2023/TT -NHNN；GTJAVN





2. 政府突出的支持政策

促进社会住房发展的政策，以满足城市低收入人群和工业区工人的住房需求

政策	内容	观点
提案2021-2030期间给低收入人群和工业区的工人投资建设至少1百万套社会住房	➢ 目标是在 2021-2025 年期间完成约 42.8 万套，在 2025-2030 年期间完成约 63.42 万套。	➢ 促进所有经济成分参与社会住房的开发。 ➢ 继续完善有关社会住房的制度和法律。
第 10/2023/ND-CP 号法令 生效日期：2023 年 5 月 20 日	➢ 修改颁发土地使用权证的权限。 ➢ 指引实施在线进行土地行政手续。 ➢ 补充条件，允许将稻田用途转换为投资项目。	顺利： ➢ 即使在房地产市场不景气的情况下，该产品也能满足人们的实际住房需求，并具有良好的吸收能力。 ➢ 发挥“催化剂”作用，助力市场释放资金来源。
120万亿越盾的信贷计划支持社会住房	➢ 从4家国有商业银行（包括Agribank, BIDV, Vietcombank, Vietinbank）筹集资金。 ➢ 为社会住房项目和工人住房项目的投资商和购房者提供贷款，利率比4家国有商业银行的越南盾中长期贷款平均利率低约1.5%-2%。放贷期限到 2030 年年底。	挑战： 120万亿越南盾一揽子贷款计划在实施6个月后只产生了未偿债务的0.07%，原因如下： （1）社会住房的售价和贷款利率与受益人（收入低于1100万越南盾/月）不相称， （2）支持利率的时间较短 （3）符合放贷条件的社会住房项目供应量较少。
第 486/QĐ-TTg 2023 号决定 生效日期：2023 年 5 月 10 日 到期日：2024 年 12 月 31 日	社会政策银行的购买和租赁社会住房的优惠贷款利率为 4.8%/年。	➢ 利润率对投资者没有吸引力。 ➢ 投资和提交土地的过程复杂且文件相互重叠，导致项目实施时间延长。

源: 第 10/2023/ND-CP 号法令, 第 486/QĐ-TTg 号决定, GTJAS



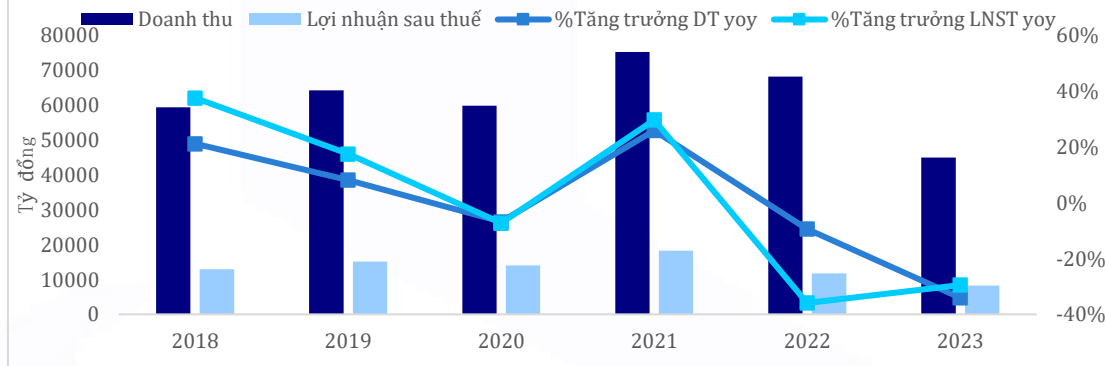
3. 经营业绩

2023年的业绩反映了该行业全年低迷的经营环境，大多数房地产投资商的收入和税后利润从2022年的较高水平大幅下降。除VHM外，整个行业的总收入创下六年来的最低水平，同比下降34%，税后利润同比下降29%。

2023年，VHM (+66%) 和 NTL (+134%) 是两家罕见收入强劲增长的企业。VHM的合并净收入总额（包括从 Vinhomes 活动、业务合作合同和房地产转让的收入）达到 121.4万亿越南盾，同比增长 49%，这主要归功于移交现有 Vinhomes Ocean Park 2号和3号的9800套低层房地产，占河内 2023年新建公寓供应量的大部分。该公司2023年合并税后利润超出年度计划，达到超过33.5万亿越南盾，同比增长15%。

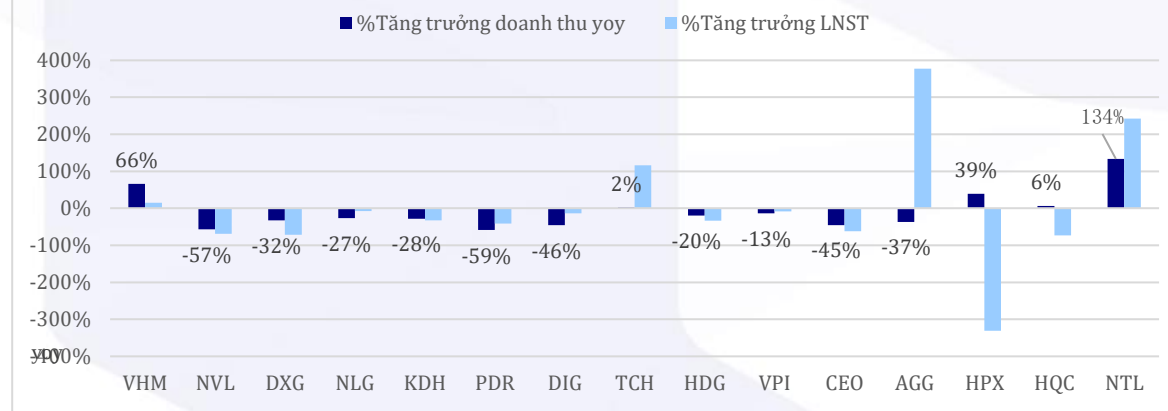
NTL的收入和税后利润都取得了惊人的增长，这要归功于32号公路朝北新城区项目中移交了一系列房地产，并在2023年第四季度向市场推出盐滩城市区（下龙市）重点项目的多个商业用地产品。

除 VHM 外，上市房地产企业的收入和税后利润均为过去六年来的最低水平



*数据收集自 48 家在 HNX 和 HSX 上市的房地产企业的财务报表 (VHM 和 VIC 除外)。

与2022年相比，2023 年大多数房地产企业的收入均出现负增长



源: FiinPro, 财务报告, 各家公司的网站, GTJAVN

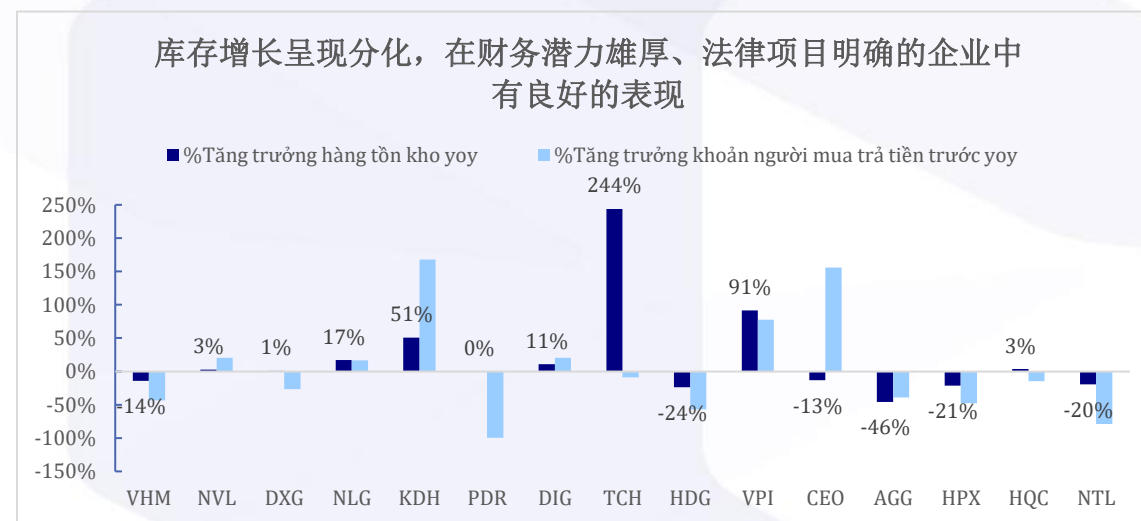
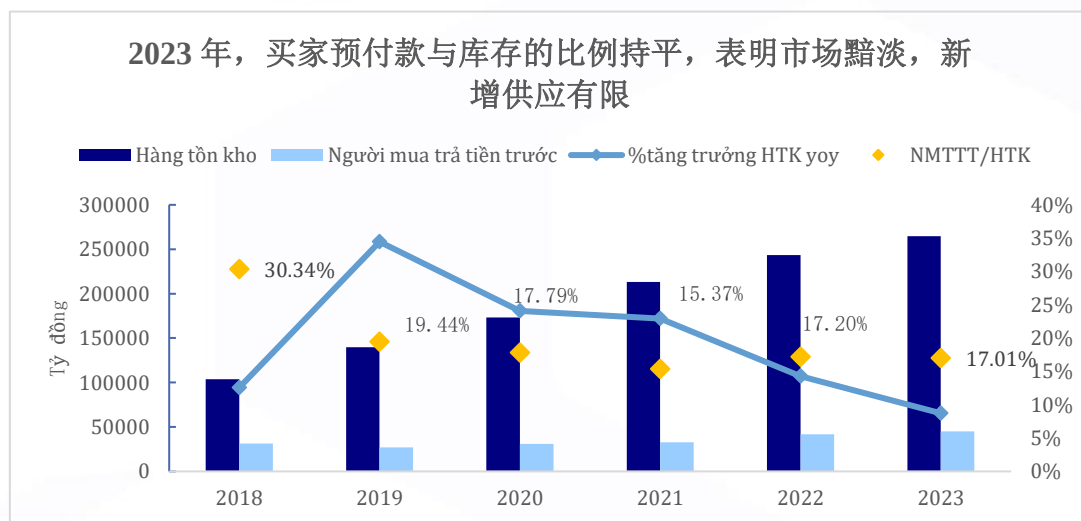


3. 经营业绩

库存增长缓慢和预付率较低反映出市场的低迷

整个行业的库存增长跌至五年来最深水平，预付占存量的比率几乎持平，2023年底，预付款在一些企业甚至大幅下降，这表明投资者在难以贷款和法律障碍影响项目进度的情况下，对新住宅项目的谨慎态度。住房业务活动的收入主要来自现有的项目库存。

亮点来自具有强大财务潜力、出色的项目开发能力、在房地产市场上具有声誉以及拥有黄金地段项目的企业。其中，KDH和NLG（南部）、TCH和VPI（北部）是房地产开发商拥有较高的库存和预付款的企业，与市场的总体趋势相反。2023年，KDH将重点开发守德市、平新郡、平政县的土地项目，同时开发新项目的第一阶段，完善法律程序，新项目的开售达到了较高的入住率。同样，TCH的库存也大幅增加，其中大部分来自正在开发的新住宅项目：Do Muoi城市区（海防市，水源县）和完成Hoang Huy Commerce项目 H1大楼（海防市，黎真郡）。



*数据收集自 48 家在 HNX 和 HSX 上市的房地产企业的财务报表（VHM 和 VIC 除外）。

源: FiinPro, 财务报告, 各家公司的网站, GTJAVN

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

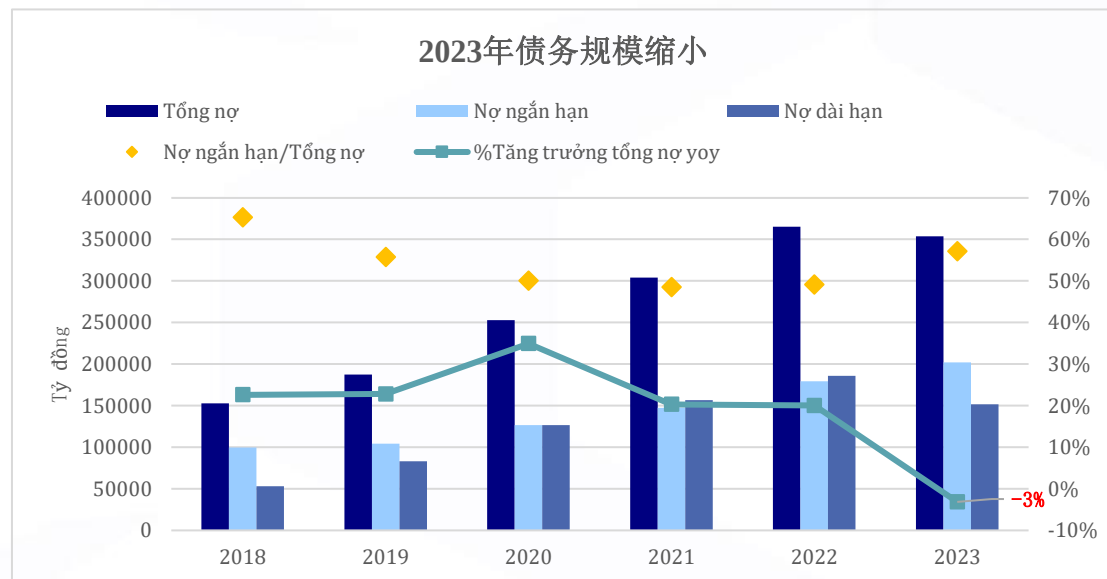


3. 经营业绩

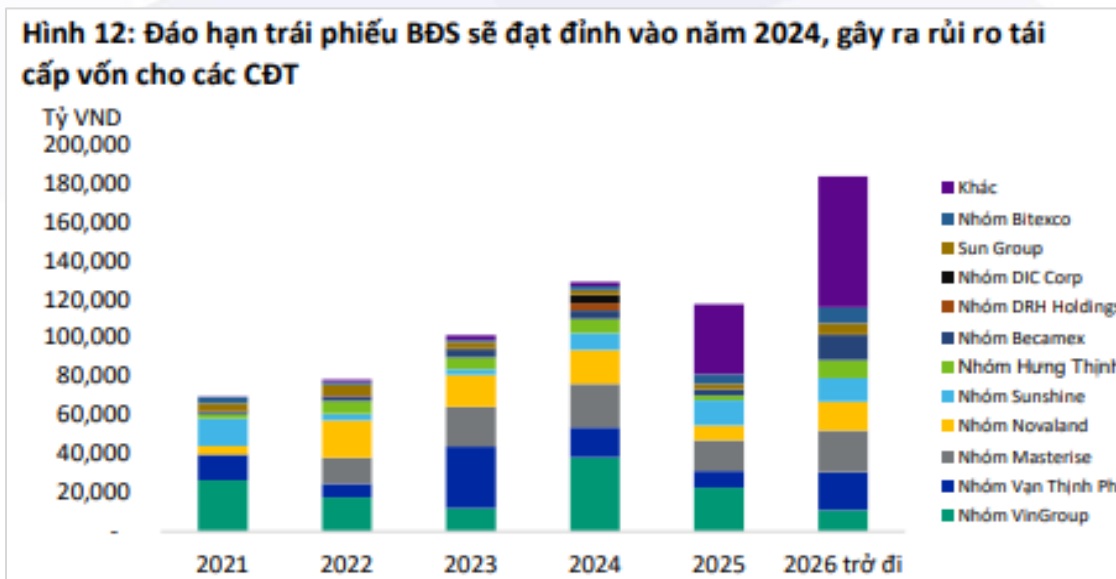
房地产企业的现金流陷入困境以及债务结构趋势

房地产开发商的债务总额在过去五年中首次下降。短期债务占债务总额的比率上升至57%，而2022年这一比率为49%，其中短期债务规模同比增长13%，长期债务规模同比下降18%。在市场低迷以及难以获得新的长期资金来源贷款的背景下，企业通过（1）在到期前回购债券以减轻利息负担，（2）增加短期贷款，以维持眼前的运营，而不是开发新的长期项目。

进入2024年，由于高杠杆率和 2024 年大量债务到期，我们认为债务偿还能力仍较弱。在2024年仍然是企业债券到期“高峰”年的背景下，短期贷款将在明年到期。据估计，将有约276.48万亿越南盾的企业债券到期，其中 41%的即将到期债券属于房地产板块，价值近 130万亿越盾（根据 VIS Ratings）。



*数据收集自 48 家在 HNX 和 HSX 上市的房地产企业的财务报表（VHM 和 VIC 除外）。



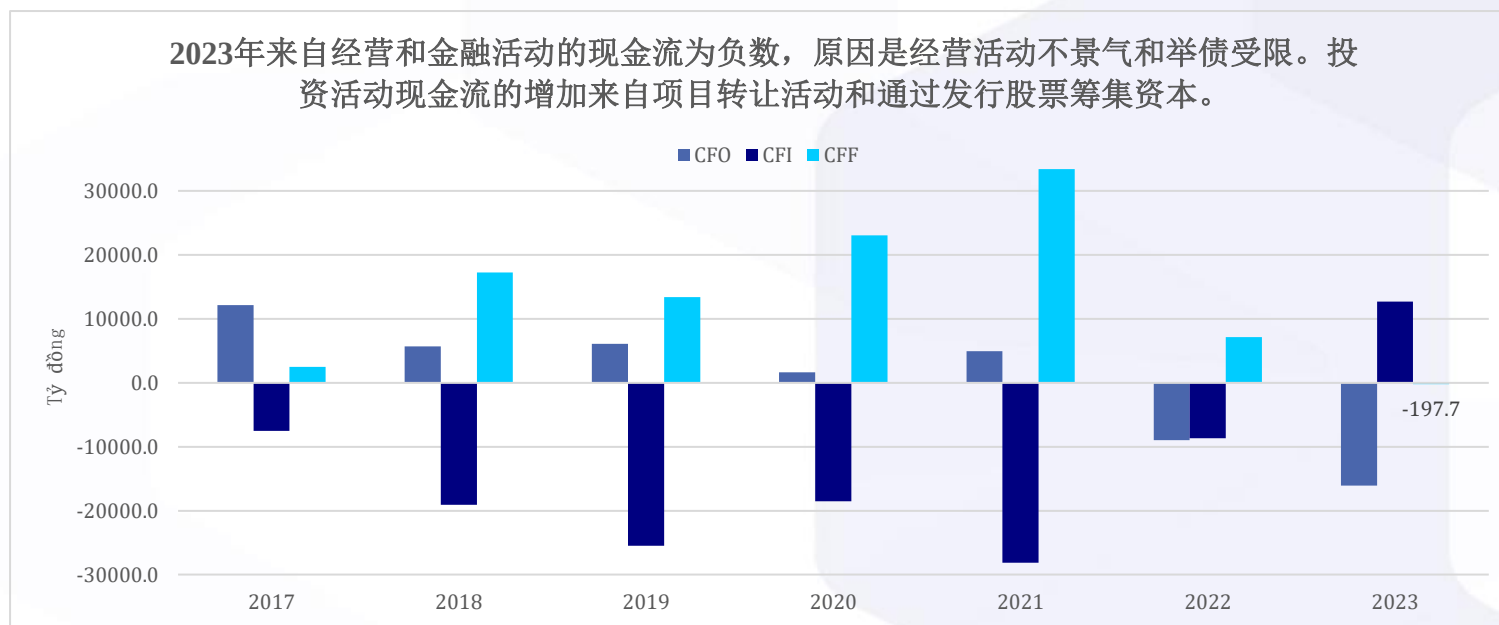
源: FiinPro, 财务报告, 各家公司的网站, GTJAVN



3. 经营业绩

房地产企业流动资金紧缺和债务重组趋势

自2022年第三季度以来，在房地产企业难以通过发行债券和向银行贷款来筹资，房地产市场整体低迷的背景下，使许多房地产公司难以开展新项目，偿还本金和到期利息。因此，许多投资者选择转让部分或全部项目以快速融资。根据Cushman&Wakefield的数据，2023年前9个月的房地产投资和并购交易总额估计为7.29亿美元（同比下降33%），其中主要来自新加坡、马来西亚和台湾等外国投资者仍占并购交易的很大部分。一些值得注意的交易包括：Keppel Land 收购49%的股份属于Khang Dien公司的Clarita和Doan Nguyen项目，CapitaLan收购了Vinhome Smart City项目的一部分，Gamuda收购了位于Thu Duc郡面积为3.7公顷的项目。



*数据收集自48家在HNX和HSX上市的房地产企业的财务报表（VHM和VIC除外）。

源: FiinPro, 财务报告, 各家公司的网站, GTJAVN

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

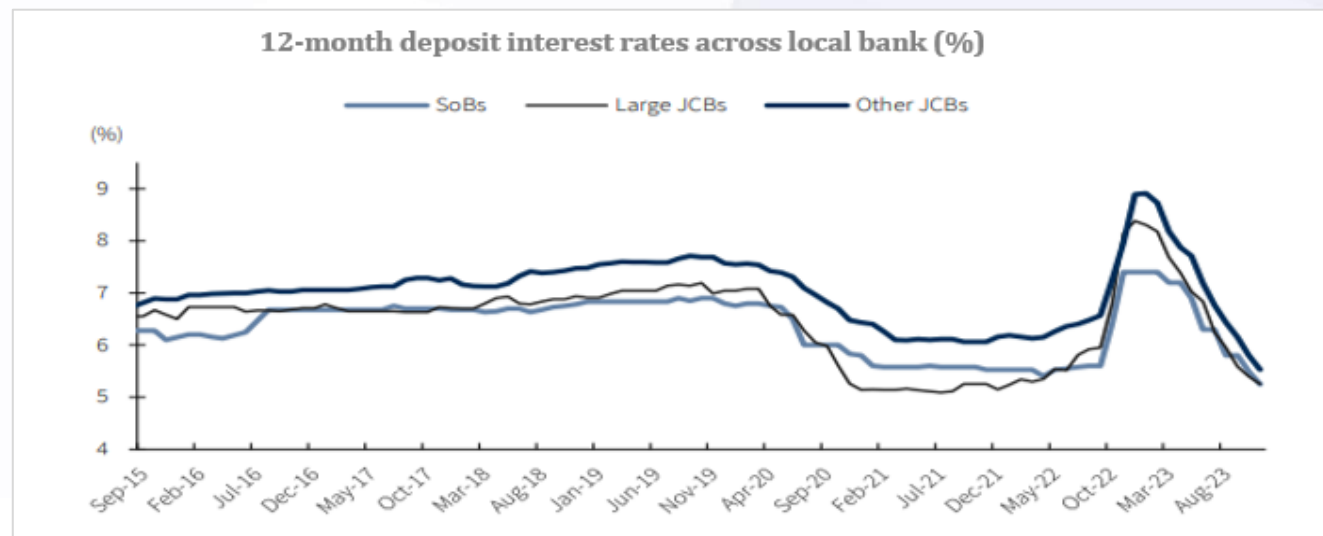


1. 维持低利率环境支持企业和购房者获得资金

今年，美国和欧洲主要央行联合暂停加息，并发出降息信号，预计2024年越南的货币政策将与国际市场的政策方向保持一致。

自2023年3月起越南央行（SBV）已经连续四次降息，各家银行的存款利率大幅下降，较2022年底平均下降2-3.5%。此次降息使存款利率降至疫情期间相同的水平，继续下降的空间已所剩无几。

贷款利率也有所下降，但降幅较慢。我们预计存款利率在 2024 年全年都将保持在目前的较低水平，因为在经济复苏期间，维持低利率是首要任务。此外，在足够长的时间内将存款利率维持在较低水平是推动贷款利率下降的必要条件，从而有助于下调抵押贷款利率至10-12%左右。目前商业银行的平均浮动抵押贷款利率约为11%/年，而高峰时期为 13 - 14%/年，预计未来几个月消费者对贷款买房的需求将会增加，从而改善投资者的现金流。



Source: SBV, Commercial banks reports, GTIAS



2. 新修订的法律旨在解决法律障碍，有利于恢复市场供应

2024年1月18日，越南国会通过了修订后的《土地法》。2023年第四季度通过的《土地法》以及修订后的《住房法》和《房地产商业法》完成了政府对房地产市场法律框架的修订。

与之前的法律框架相比，新修订的法律支持：（1）通过将法律文件中的规定系统化，大大提高透明度和可及性，（2）建立明确的法律程序框架，尽量减少机构间执行差异，降低项目，企业和政府机构在检查过程中的风险，（3）各项规定以维护购房者权利以及引导市场集中供应以满足人们真正的住房需求，（4）不仅为购房者，也为项目审批中的法律机构创造了心理激励，加快解决法律问题，以改善供应源。

这些法律的颁布预计将在 2024 年提振市场的积极情绪，并为市场复苏铺平道路，基于：

- 通过新法律制度的调整，管理机构有了加强项目法律办理的基础。
- 从历史上看，2013-2014 年新法律的颁布大大促进了随后几年的新增供应量和房地产交易量。





2. 新修订的法律旨在解决法律障碍，有利于恢复市场供应

a. 2023年修订的住房法（2025年1月1日起生效）：重点支持社会住房项目和破旧公寓改造项目，这是在当前条件下提供价格适合人们收入的城市住房项目的最可行的方案

内容	修改内容	作用
促进社会保障性住房市场发展	修订后的《住房法》在社会住房开发方面为开发商提供了更清晰的程序和更大的灵活性：与第49/2021 号法令相比，开发商不再需要将20%的土地分配给商业项目中的社会住房。开发商可以选择替代方案，例如在商业项目之外开发社会住房，或向地方政府承担财政义务。	➤ 新法律在法律审批程序和项目利润方面为社会住房开发商提供了更多支持。 ➤ 取消对租房的要求可提高项目效率。 ➤ 旨在确保低收入人群和工人能够获得并负担得起社会住房。
	为发展社会住房提供更多激励措施： (1) 对用来开发社会住房的土地，不用办理确定土地使用权费手续，免土地使用权费/土地租赁费。 (2) 开发商有权获得社会住房最多10%的利润以及商业区的所有利润，可达到项目20%的利润。 (3) 取消租赁占总建筑面积20%的要求，因为在现实中很难出租这一总建筑面积。	
	扩大有资格购买社会住房的对象	
推动公寓发展	➤ 为符合规定标准的迷你公寓颁发房屋所有权证书。 ➤ 对破旧公寓改造项目免征土地使用费。 ➤ 促进特殊城市区和一级城市公寓发展的规定。	新法律支持在大城市发展经济适用房。
限制房地产市场的投机行为	➤ 对 5 年内用于商业目的的社会住房转售价格做出更多限制：规定社会住房购买者只能将房屋转售给其开发商或出售给有权购买社会住房的购房者，最高售价不得超过合同价格。 ➤ 限制在特殊城市 and 一级，二级，三级城市分割地块出售。	降低社会住房的价格上涨风险，并确保社会住房产品满足实际需求。

源: 2023年修订后的住房法, baochinhphu.vn, GTJAVN





住宅地产板块：2024 年展望

2. 新修订的法律旨在解决法律障碍，有利于恢复市场供应

b. 2023年修订后的《房地产商业法》（自2025年1月1日起生效）：旨在提高市场透明度，限制房地产开发商滥用财务杠杆，并在项目开发阶段保障购房者的权利

内容	修改内容	作用
对项目开发商的规定	未来房地产推向市场的条件：投资商在将房地产投入商业之前必须履行有关土地的财务义务（第 14.2(c) 条）。新项目的投资资金必须至少达到投资总额的 15-20%，高于以前至少 200亿越南盾的要求。 在住房和房地产市场信息系统上公布项目信息 ➢ 与旧法相比，必须公开的信息将更加广泛，包括项目信息、适用于住房、未来形成的建设工程、现有住房和建设工程以及房地产项目中具有技术基础设施的土地使用权的信息（第6条）。 ➢ 需要 18 种信息（之前为 9 种）	➢ 确保在项目商业化之前完成法律程序 ➢ 随着项目资金的精心调动，将增强购房者的信心，从而刺激交易，为房地产开发商带来稳定的现金流。 ➢ 旨在提高市场透明度，帮助购房者避开存在诸多问题的项目
加强房地产交易监管	定金和付款时间表： (1) 房地产交易中，定金不超过售价的5% (2) 包括定金在内的首期付款不超过合同价值的30%。 (3) 将购买未完成建设的房子的付款比率降至50%（低于之前的70%） 担保银行： ➢ 开发商必须在签订购房合同之日起 10 天内向购房者提供银行担保函。 ➢ 只有在客户收到相关银行担保函后，开发商才能收到合同项下的付款。	➢ 防止开发商在不保证项目建设进度的情况下收钱 ➢ 保护仍在开发中的房地产项目的买家、承租人或投资者的权利，他们通常被视为弱势一方

源: 2023年修订后的住房法, baochinphu.vn, GTJAVN





2. 新修订的法律旨在解决法律障碍，有利于恢复市场供应

c. 修订后的《土地法》（自2025年1月1日起生效）：引入了新的市场导向的土地估价方法，并为开发商遵循和获得法律批准提供了详细的指导

内容	修改内容	作用
土地价格框架规定和补偿价格调整与市场价格紧密结合	取消在土地估价中应用政府发布的每 5 年更新一次的土地价格框架，取而代之的是： ➢ 根据位置、面积构建的土地价格表。 ➢ 每年由省人民委员会、地方当局更新（之前每 5 年更新一次）。 ➢ 适用于 11 个土地用途（之前为 6 个土地用途）。	取代上下限价格机制，提高了土地估价过程中土地使用费计算价格与现行市场价格的一致性。因此，这一调整解决了与正在进行的项目的征地补偿相关的挑战
土地估价方法的规定	2024年土地法有四种具体的土地估价方法以及每种方法的相应应用	新法对土地估价方法的描述和应用提供了更详细指引
为房地产开发商项目转让提供便利	➢ 允许项目转让，无需土地使用权证（只需土地划拨决定书）。这有助于解决目前许多企业通过法人转让方式转让项目而不是直接转让项目并且不受到管理部门的批准的瓶颈。 ➢ 允许外商投资企业接受房地产项目转让，而不是像现行做法那样要求国家收回土地并重新划拨给企业。	协助开发商部分转让项目以进行重组，特别是对于现金流紧张或财务资源下降的企业。

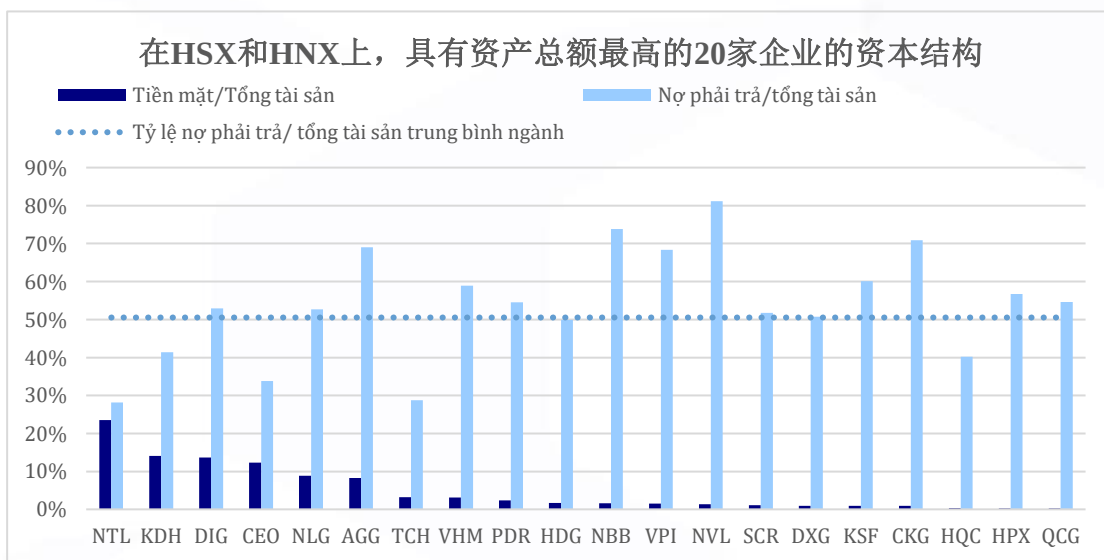
源: 2023年修订后的住房法, baochinhphu.vn, GTJAVN



2. 新修订的法律旨在解决法律障碍，有利于恢复市场供应

从项目开发商的角度来看，这些新修订的法律将支持开发商获得开发和商业化新项目所需的法律批准。新修订的法律将有助于引导房地产开发商谨慎地筹措项目资金，增加新建住宅供应，满足市场需求。我们相信，这些法律不会对拥有潜力的开发商（例如 VHM、KDH 和 NLG）产生重大负面影响，因为他们在开始预售之前积极主动地满足法律要求并完成基础建设。

在土地清理成本增加，导致项目开发成本上升的背景下，我们高度看好拥有大量已完成土地清理的土地储备的公司，因为他们不会受到这一趋势的影响。此外，项目实施的初始资本比例也要求企业必须拥有充裕的现金储备和较强的项目开发能力。



*与土地基金有关的会计项目 = 存货+应收账款+长期在建资产+对联营企业的投资

源: FiinPro, GTJAVN

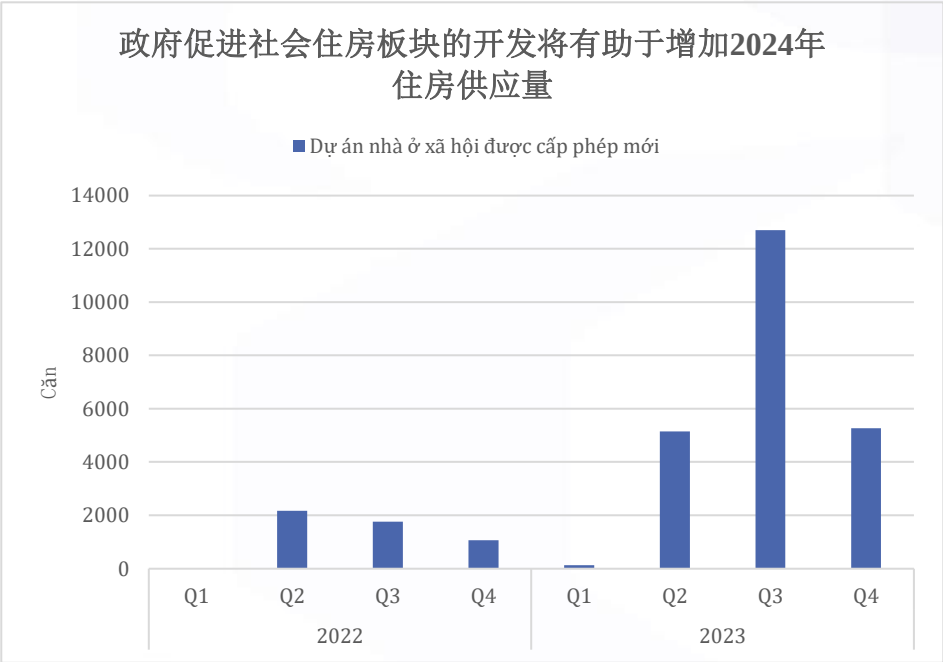




住宅地产板块：2024 年展望

2. 新修订的法律旨在解决法律障碍，有利于恢复市场供应

此外，促进社会保障房项目的法规将有利于拥有一系列社会保障房项目（例如VHM和NLG）的开发商创造有利条件，并且（2）可以支持大型项目的总体规划调整，包括NVL的Aqua city项目 - Phoenix Island项目，这些项目是开发商建议不要在项目内分配保障性住房用地。



项目	规模	现状
EhomeS 南西贡 (胡志明市, 平政县)	250 套公寓 投资商: Nam Long Group (NLG)	正在建设中, 预计 2024 年开售
Happy Home 金兰 (庆和省, 金兰市)	3600 套公寓 投资商: Vin Group (VIC, VHM)	已批准 1/500。2024 年 1 月开工
Happy Home Star city (清化市, 东香坊)	3100 套公寓 投资商: Vin Group (VIC, VHM)	预计 2024 年完工并投 入使用
Happy Home Nam Trang Cat (海防市, 海安郡)	5000 套公寓 投资商: Vin Group (VIC, VHM)	2024年1月开工
Rice City 上清 (河内龙边)	711 套公寓 投资商: BIC Vietnam	预计 2024 年
同文社会住房 (河南省)	564 套公寓 投资商: HUD	正在建设中, 预计 2024 年开售

源: 公司及项目网站, 越南建设部, GTJAVN





3. 2024年项目转让活动和资本重组继续活跃

鉴于融资困难，我们相信项目转让将在 2024 年继续蓬勃发展。这也为财务稳定的企业提供了增加土地储备并淘汰市场竞争对手的机会。此外，预计 2024 年通过证券市场筹集资金的趋势将会增强。这是由于不良贷款显着增加，导致银行对房地产贷款更加谨慎。此外，随着全球央行的降息计划，2024年股市复苏前景变得更加乐观。因此，发行股票仍然是房地产开发商融资的战略手段。

企业	股票发行方式	筹集资本总额
KDH 预期发行时间：2024年	以每股27250越南盾的价格向20名证券专业投资者私募发行1.1009亿股票	预计将注册资本从7.9931万亿越南盾增加至9.094万亿越南盾
CEO	以1万越南盾/股发行超过 2.5219 亿股票，实施比例 为100:98	2023年所有者权益增加67%至6.235 万亿越南盾
HQC	成功私募发行1亿股， 发行价为1万越南盾/股	预计将所有者权益增加1万亿越南盾
NVL 预期发行时间：2024年	- 以每股 1万越南盾的价格向最多 5 名专业股票投资者私募发行最多 2 亿股 - 通过购股权方式，以不低于1万越盾的价格向现有股东增发最多11.7亿股，不设转让限制，发行率为 60%，无转让限制给现有股东，发行率为60%。 2022 年和 2023 年发行 ESOP	预计将所有者权益增加10%至15.5 万亿越南盾。
PDR 预期发行时间：2024年	- 向专业投资者私募发行6720万股，发行价为1万越南盾/股 - 向现有股东提供购股权，数量为1.343亿股，比率5.5:1，发行价为1万越南盾/股	预计将注册资本增加2.015万亿越南盾至8.731万亿越南盾。

源: 公司IR部门, VSD, GTJAVN



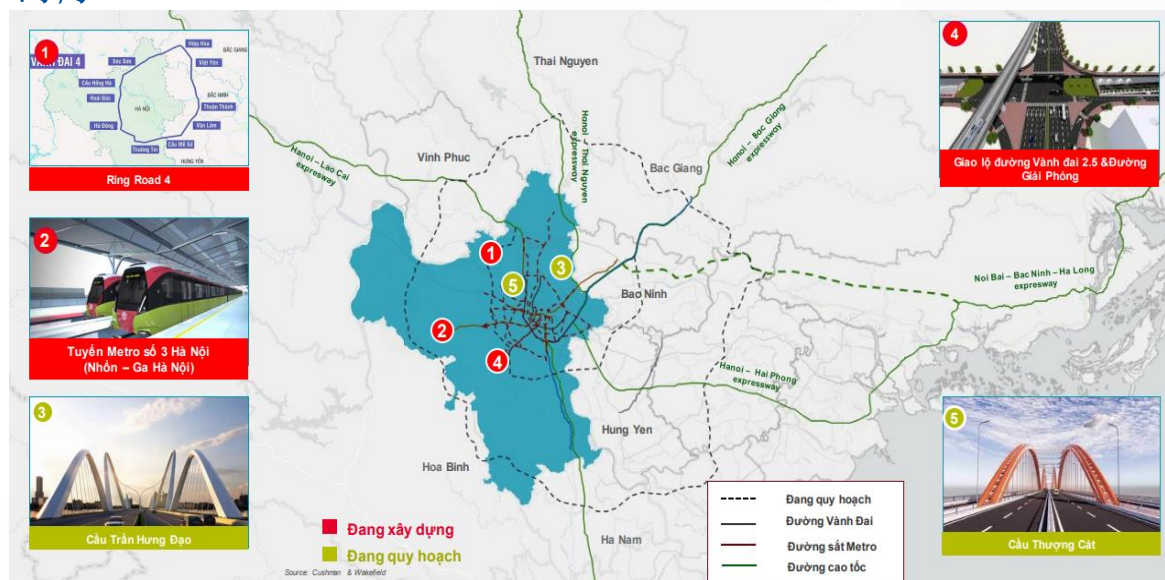
4. 住宅地产市场中长期趋势

在两大城市中心区住房供应逐渐耗尽的背景下，政府整合交通基础设施的努力将促进购房者心理逐步转向城市郊区的新城区。

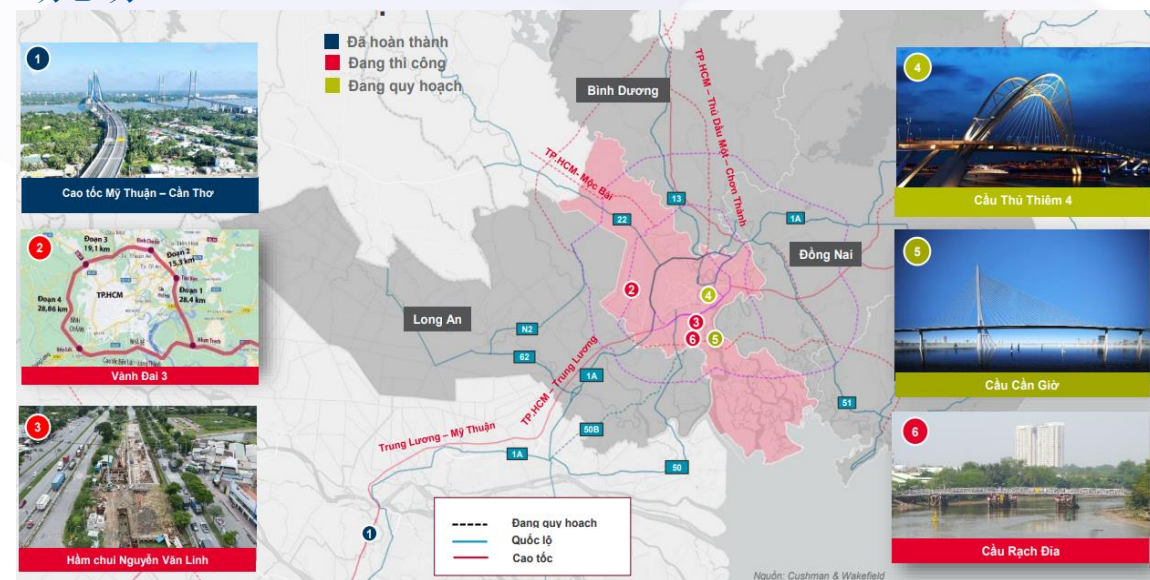
根据河内首都建设总体规划，到2030年以及到2050年的远景规划，河内市将按照世界大城市的总体发展趋势，从单中心模式转向多中心（多极）模式。其中，西部地区将成为新型现代化的综合行政和经济中心。

在南部市场，胡志明市东部地区的房地产将在未来几年吸引巨大的需求，这要归功于规划方面的突破，以及交通和基础设施系统有条不紊，同步和现代化的发展。

河内



胡志明



源 Cushman & Wakefield, GTJAVN





住宅地产板块：2024 年展望

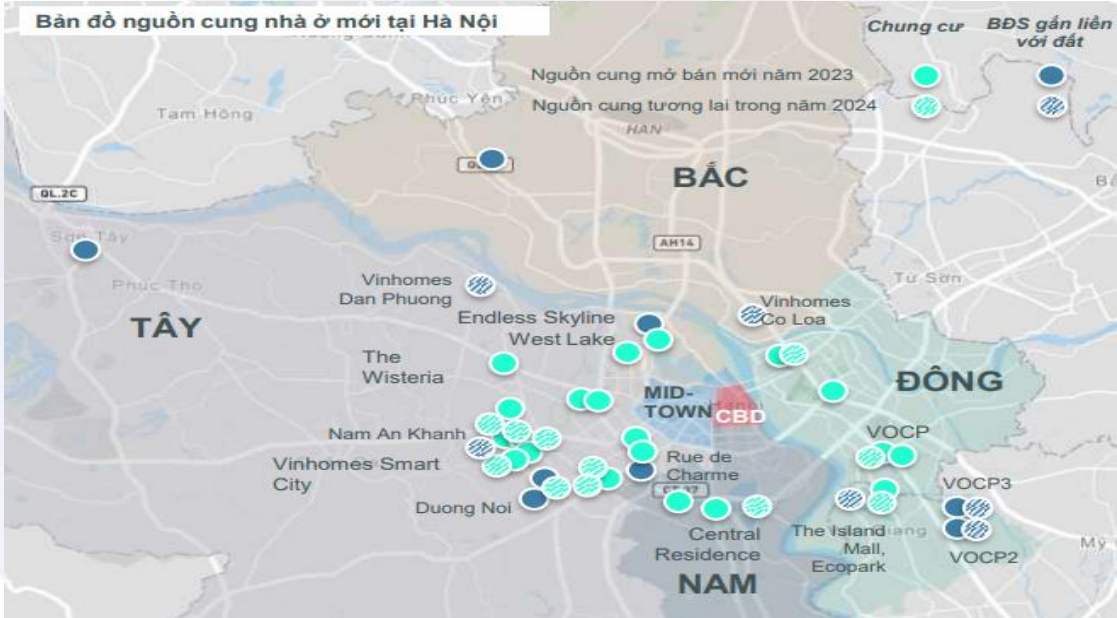
4. 住宅地产市场中长期趋势

河内西部房地产因基础设施快速发展而蓬勃发展

由于拥有更多的土地基金，以及与内城连接便利的基础设施得到改善，西郊将在未来的供应中占据主导地位。突出的基础设施项目包括连接河内与周边省份的主要道路，如4环路，5环路，2.5环路；连接郊区和市中心的道路，如Tran Hung Dao桥和Thuong Cat桥。

2024-2025 年期间, 大部分新增供应来自高端细分，主要来自VinHomes Smart City的 Lumiere Evergreen 项目和 Capital Land的Lumi Hanoi项目。西部和东部地区即将推出的住房项目占整个市场新增供应量的90%。除了来自大城市地区的高端细分供应外，一些中端项目预计也将于2024年开售，如 An Lac、Hoang Thanh Pearl 等。

项目	规模	细分：价格
Canopy Residences (Smart City城市区)	1700套公寓 承包商: VinHomes (VHM) & GIC	高级; 5000万越南盾/平方米起
An Lac Symphony (河内西部-怀德)	495套公寓 承包商: Ha Do Group (HDG)	中级; 4000万越南盾/平方米起
BRG 黎文良	662套公寓 承包商: BRG Group	高级; 6000万越南盾/平方米起
Hado Charm Villa (河内西部-怀德)	100栋别墅和店屋 承包商: Ha Do Group (HDG)	豪华; 1.3亿越南盾/平方米起
Terra 北江 (北江省)	100 套有地房产、400 套公寓 承包商: Van Phu– Invest (VPI)	高级; 6000万越南盾/平方米起
Lumiere Evergreen (Smart City城市区)	>2000套公寓 承包商: Masterise Homes	高级; 9000万越南盾/平方米起
Lumi Hanoi (河内西部-升龙大道)	4000套公寓 承包商: CapitalLand	高级; 6600万越南盾/平方米起



源: CBRE, 项目网站, GTJAVN





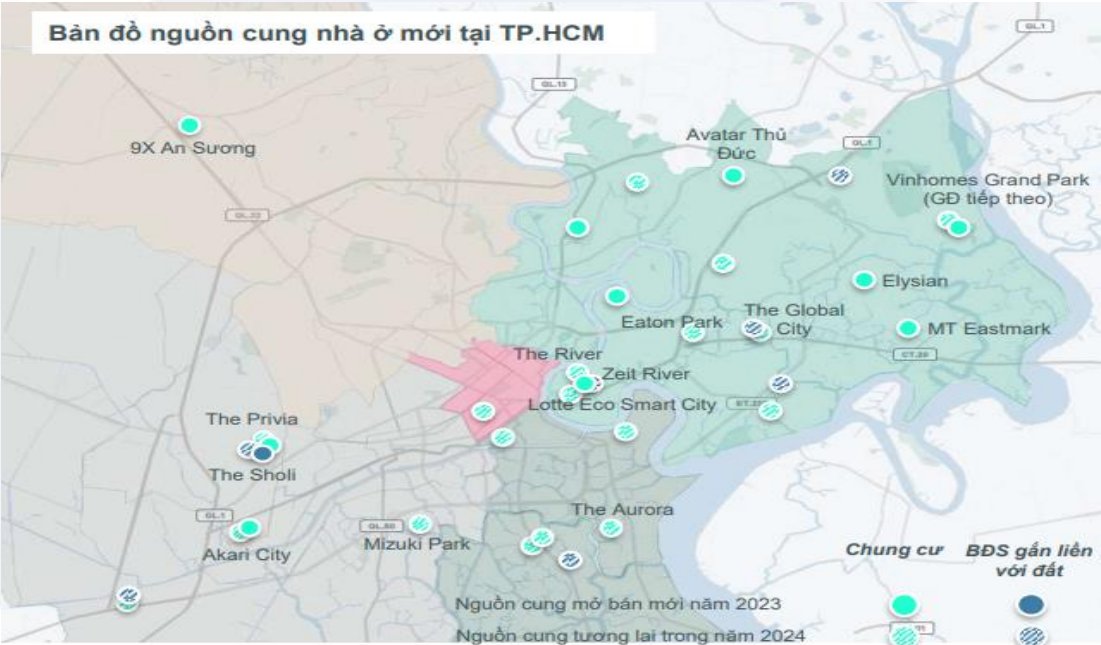
住宅地产板块：2024 年展望

4. 住宅地产市场中长期趋势

胡志明市东部地区拥有完善的内外交通系统以及干线公路连接主要经济区域。

2024 年的新增供应将继续来自城市东部的项目和郊区的新项目。豪宅市场的供应主要来自第一郡和守德市的现有项目。我们预计，在胡志明郊区，位于平阳省和同奈省的新中端项目退出后，市场将更加令人兴奋。由于之前的供应中断导致对这一细分的需求旺盛，预计入住率将迅速达到较高水平。此外，正在开发的现代化公共基础设施，如地铁系统、环城公路和地下隧道，方便了人们前往市中心，这将促进对上述地区项目的需求。此外，为方便前往市中心而开发的地铁系统，环路和地下隧道等现代公共基础设施，将促进对上述地区项目的需求。

项目	规模	细分
Grand Marina (第一郡)	10公顷, 4000套公寓 承包商: Masterise Homes	豪华; 1.5亿越南盾/平方米起
Masteri Centre Point & Lumiere Boulevard (守德市)	7公顷, 5000套公寓 承包商: Masterise Homes	豪华; 1亿越南盾/平方米起
Skypark Atria Saigon (守德市)	360 套公寓 承包商: Bach Loc	豪华; 1.1亿越南盾/平方米起
Riverdale (守德市)	2000套公寓 承包商: Dien Phuc Thanh	豪华; 1亿越南盾/平方米起
Biên Hoà Universe Complex (同奈省)	1200套公寓 承包商: Hung Thinh Group	中级; 2500万越南盾/平方米起
Symlife 顺安 (平阳省, 顺安市)	660套公寓 承包商: Nam Hiep Thanh	中级; 3500万越南盾/平方米起
The Privia (平新郡)	1,8公顷, 1043套公寓 承包商: Khang Dien Group (KDH)	高级; 5000万越南盾/平方米起



源: CBRE, 项目网站, GTJAVN



III – 2024年投资策略

观点：虽然比2023年出现了更多积极的信号，但住宅房地产市场仍然存在一些障碍：

- a. 主要外国央行维持紧缩性货币政策的时间长于预期，对越南国内维持低利率造成政策压力。
- b. 越南政府对债券市场疏解的政策支持将于2024年到期，同时，将在2024年和2025年到期的私募债券仍然对房地产企业造成很大的压力。
- c. 由于整个市场大部分企业的现金比率和债务覆盖率较低，偿债能力仍然较弱。

因此，我们对2024年住宅房地产的投资展望评估为"中立"。

投资策略：

对于住宅房地产开发商，我们高度重视具有以下特点的开发商：（1）雄厚的资金实力和较高的信用评级；（2）项目实施时间短、现金流效率高，体现了良好的项目开发能力；（3）此外，积极遵守法律法规并拥有现成的合法土地用于项目部署的开发商将不会从修订的房地产法律中受到太大影响。

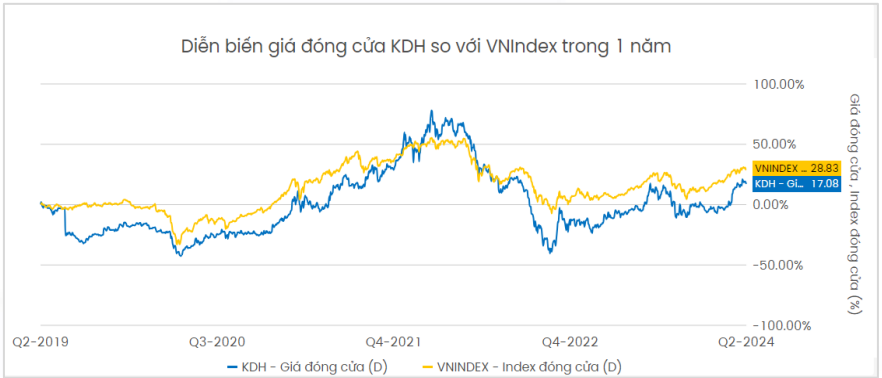
我们继续赞扬主要开发商参与社会保障房项目的趋势，因为：（1）这些项目的经济效益显着提高；（2）由于有效满足市场需求，社会住房细分市场的销售速度很快；（3）开发商可以通过参与社会住房项目来建立自己的形象、品牌并获得优势

我们看好**KDH**和**NLG**，因为它们是有两家有声誉良好的房地产开发商，拥有良好的销售能力，健康的资本结构，拥有充足的合法土地资金以及许多在建项目。





建议:	买入
目前价 (2024年4月4日)	37,350
目标价	42,000
52周最高价	38,600
52周最低价	25,500
流通股总数 (百万股票)	799.31
总市值 (十亿越盾)	30,174
自由转让股票比例	60%
仅3个月的平均交易价值 (十亿越盾)	76.20
外资持股比例	39.01%
大股东	仙禄投资股份公司 (10.83%)



增长潜力:

- (1) 2022年, 库存超过12万亿越盾, 比上年增长60%以上; 到2023年底, 库存价值超过18.7万亿越盾, 同比增长50%以上; 而在 2019-2021年期间, 该指标每年仅增长4-5%。这是KDH 积累了大量土地资金, 建设和收购了一些业内企业项目的结果。
- (2) **2024 - 2026年期间的增长潜力** 来自Solina项目的开售以及与Kepple Land合作的两个建筑项目Emeria和Clarita; 当公司在2024年第四季度完成Privia项目的公寓移交 (2023年11月开售, 入住率 99%) 时, 将录入大笔收入。
- (3) **从长期来看**, KDH拥有显着的发展优势, 在守德市和平政县拥有超过650公顷的清洁土地基金, 而胡志明市内城区的土地基金逐渐变得稀缺。 工业区板块 (Tan Tao 工业区和Phong Phu 2工业区) 录得许多积极信号由于与国外合作伙伴在资金来源和项目层面的合作战略方面的主动性。
- (4) **健康的财务结构**: 到2023年底, 负债/总资产比率达到41%。是行业内杠杆比率最低的企业之一。负债增加11%, 但主要来自 “预付贷款”, 增加近1.6万亿越盾 (上年的2.69倍), 以及银行短期贷款 (同比增长21%), 用于开发项目。

源: FiinX, KDH财务报告, KDH网站, 项目网站, GTJAVN

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





主要指标	NLG	行业平均水平
P/E	41.28	16.15
P/B	2.22	1.49
ROE	5.83%	9.57%
ROA	2.98%	3.27%
EPS	904.81	1,903.79

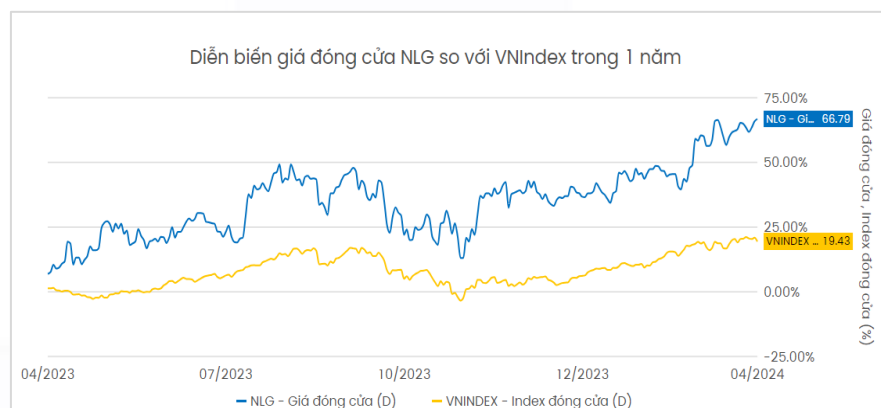
项目	规模 – 类型	现状
The Privia 拥有率: 100%	1.8公顷, 1000套公寓	预期在2024-2025年开售
The Solina (胡志明市, 平政县) 拥有率: 100%	16.4公顷, 其中6.5公顷用于 公寓和低层公寓开发	预期在2024-2025年开售
The Classia (胡志明市, 第九郡) 拥有率: 99.4%	4.3 公顷, 拥有 176 栋别墅和 店屋	已开售, 仅剩20套。 预计 2024年完成交付
The Clarita (胡志明市, 平新郡) 拥有率: 51.0%	5.8公顷, 拥有 160栋别墅和 店屋	已成功出售90%的房子
The Emeria (胡志明, 守德市) 拥有率: 50.9%	6.0 公顷, 拥有 67 栋别墅和 店屋 600 套公寓	KDH已经将该项目49%的房 地产出售给Keppel Land
Le Minh Xuan工业区 拥有率: 100%	109.9 公顷, 其中 67.7 公顷用 于出租	预计2026年开始租赁
Green Village – Phong Phu 2 拥有率: 100%	132 公顷	已完成法定程序
Tan Tao居住区 拥有率: 100%	329.9公顷	已完成征地补偿

源: FiinX, KDH财务报告, KDH网站, 项目网站, GTJAVN

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



建议:	持有
目前价 (2024年4月4日)	44,700
目标价	46,000
52周最高价	44,700
52周最低价	28,671
流通股总数 (百万股票)	384.78
总市值 (十亿越盾)	17,199
自由转让股票比例	70%
仅3个月的平均交易价值 (十亿越盾)	111.78
外资持股比例	47.22%
大股东	阮春光(11.03%)



增长潜力:

- (1) 短期:** 预计 2024 年收入和利润将出现正增长，主要归功于 Akari City项目下一期的交付阶段以及现有项目（Mizuki Park、Southgate 和 Izumi项目）的销售。大多数项目均属于中端住宅，价格相当合理且符合大量中产阶级家庭的需求，包括中等收入群体的房子和社会保障房。预计Paragon Dai Phuoc项目完成将剩余25%转让给外国合作伙伴后，这将有助于增加公司2024年的财务利润和税后利润。在越南政府完成该项目的审查程序后，该项目预计将为公司贡献超过6000亿越南盾的收入。
- (2) 中长期:** 基于大量清洁土地基金，在实际住房需求持续增加，南部地区供不应求的背景下，NLG有望实现中长期可持续发展，主要来自于重点发展终端住在和社会保障房。NLG未来将开发另外5个社会保障房项目，同时开发城市综合体项目。
- (3) 财务结构:** 2023年，该公司的银行短期债务（同比增长33%）和长期债务（同比增长94%）款项均大幅增加，导致总债务/总资产增加至超过50%，相当于行业平均水平。2024年，NLG面临到期2.4万亿越南盾债务的压力，其中包括短期债务、利息和到期债券。然而，鉴于目前高达2.5万亿越南盾的现金金额，有助于显著降低流动性风险，加上良好的销售能力（买家预付款超过3.8万亿越南盾），明年的这种风险并不会影响到该企业。

源: FiinX, NLG财务报告, NLG网站, 项目网站, GTJAVN





主要指标	NLG	行业平均水平
P/E	35.38	16.15
P/B	1.83	1.49
ROE	8.71%	9.57%
ROA	1.74%	3.27%
EPS	1,259.23	1,903.79

项目	规模-类型	实际情况
Akari (胡志明市) 持有比例: 50%	8.5公顷	第二期于2022年开售, 预计2024年交付并记录收入
Mizuki Park (胡志明市) 持有比例: 50%	26 ha	第二期于2022年开售, 预计2024年交付并记录收入
South Gate (隆安) 持有比例: 50%	165 ha	已经开售, 预计将于2024年记录剩余收入
Water Point 2 (隆安) 持有比例: 100%	190 ha	N/A
Izumi City (同奈) 持有比例: 65%	170 ha	调整项目规划, 缩小产品面积以有利于销售
VSIP 海防 持有比例: 50%	21 ha	N/A
Ehome (南方) 持有比例: 100%	200 ha	以开售并且成功交付6栋楼 (包括1300套房)。C栋正在建设中以适用于租赁活动

源: FiinX, NLG财务报告, NLG网站, 项目网站, GTJAVN





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。





GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

武琼如

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:702

陈氏红绒

Deputy Director

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703

