



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

专题报告： 越美贸易关系及投资要点

2024 年 6 月





主要内容

1. 越美贸易关系

2. 美国对越南的直接投资

3. 越南企业进入美国市场的障碍

4. 越美双边贸易展望与投资主题

4.1. 美国对中国和越南贸易政策的演变初现端倪

4.2. 美国经济和消费趋势的复苏

4.3. 越南升级为“市场经济”国家的机会

5. 板块投资展望

面对与美国经济的贸易和投资机会，以及间接受益于全球供应链的转移，我们将受益板块排名如下：

- 工业地产企业积极受益。
- 出口行业：纺织品、水产品、建筑材料：受益于美国消费趋势的复苏以及企业重新囤积库存。

6. 荐股名单: IDC, FMC, IDI, MSH, TNG, NKG, HSG



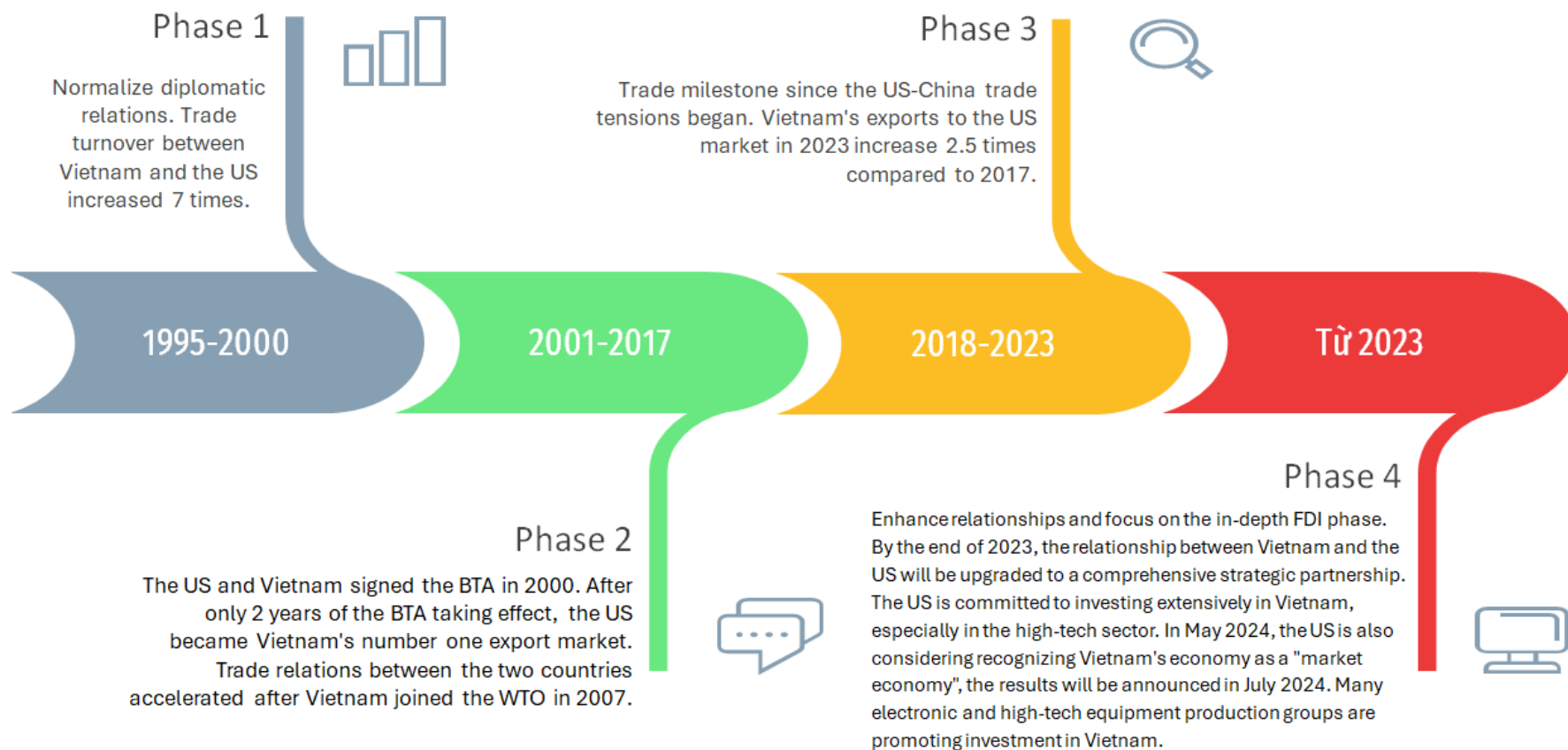
1. 越美贸易关系概览

越南与美国关系的历史印记概述：

- 1995 年：越南与美国邦交正常化
- 2000 年：签署双边贸易协定（BTA）
- 2001 年：BTA 生效，美国实施正常贸易关系条例和最惠国（MFN）条例，向越南出口商开放市场，将越南商品的平均进口关税从 40% 降至 4%。
- 2005 年，潘文凯总理对美国进行正式访问。这是越南总理自 1975 年以来首次访美。访问期间，两国签署了经济技术合作协定以及国际批准和情报及军事合作协定。
- 2006 年：美国总统出席 APEC 会议期间访问越南
- 2007-2008：促进双边合作活动
- 2013 年：两国建立全面伙伴关系
- 2016 年：美国总统奥巴马对越南进行国事访问。
- 2019 年：特朗普总统访问越南
- 2022 年：美国将越南从汇率操纵监控名单中删除
- 2023 年：将越美关系提升为全面战略伙伴关系



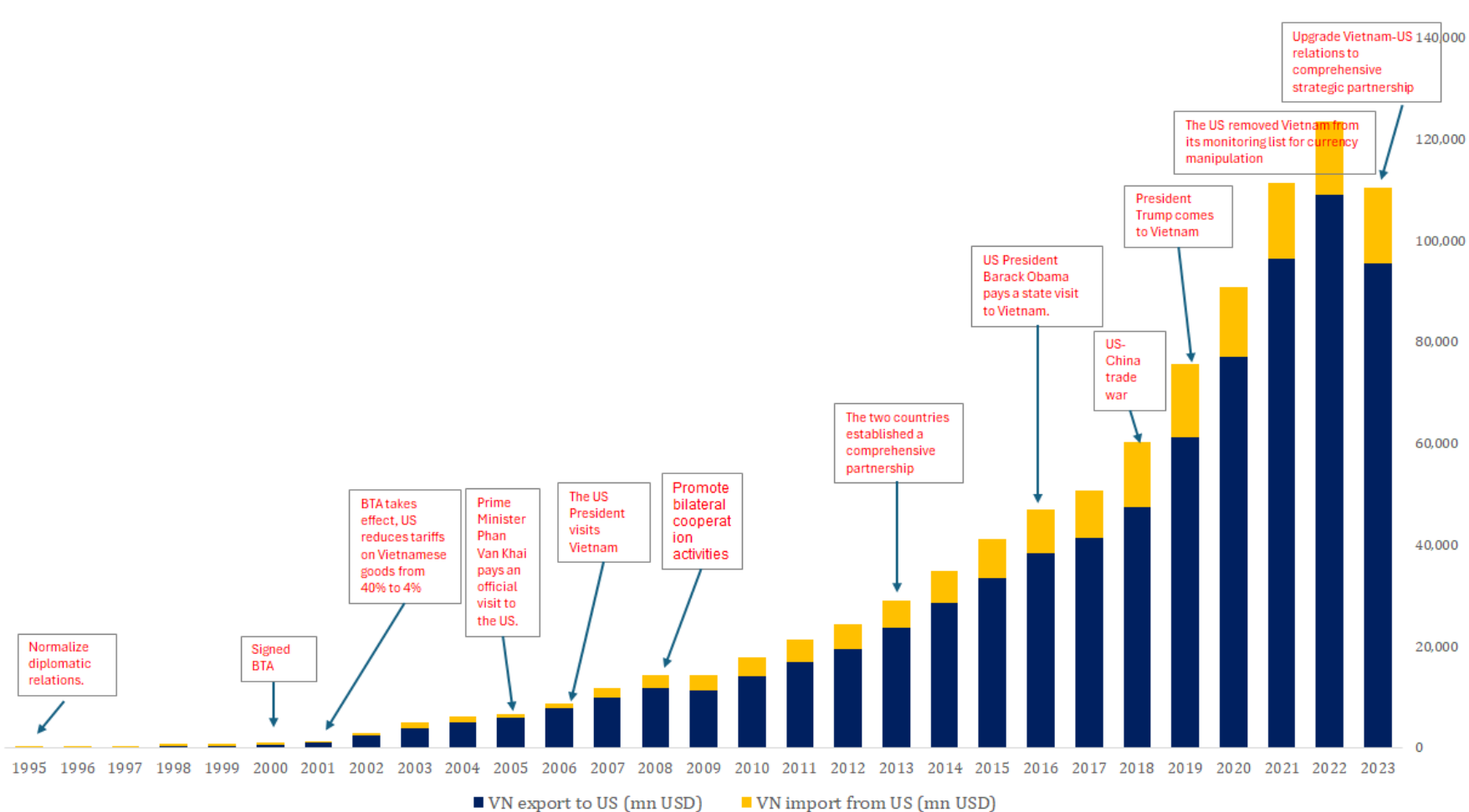
越美贸易关系可分为四个阶段：



1995 年两国进出口额仅为 4.5 亿美元。然而，到 2023 年底越南与美国的进出口总额已强劲增加至近 1110 亿美元。截至目前，美国仍是越南第一大出口市场和第二大贸易伙伴。



越美关系和两国的贸易规模



源: VCCI, Bloomberg, GTJASVN Research

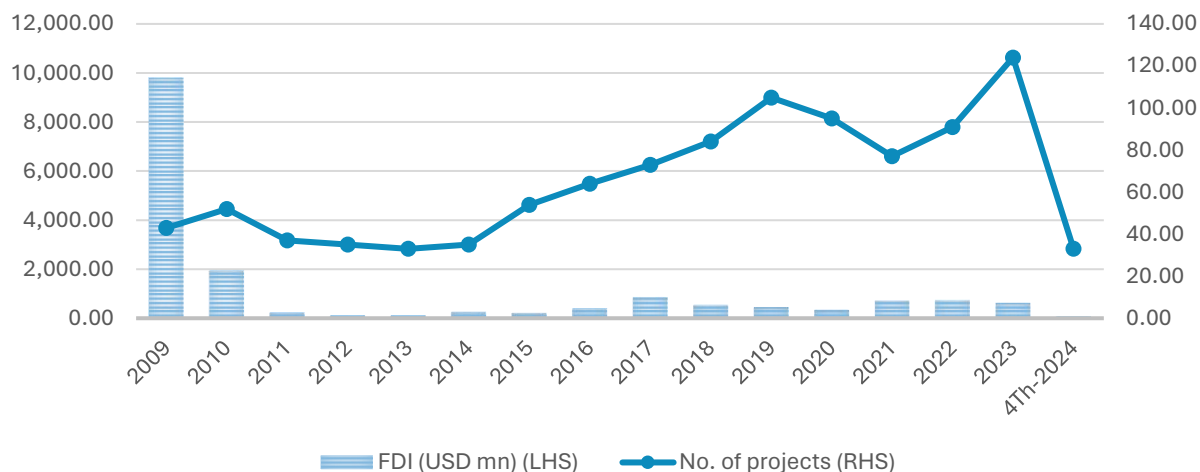
近十年来，越美双边进出口额迅速增长，年均增长率约为 15%。



2. 美国对越南的直接投资

如果说贸易是越南与美国经济关系中的一个亮点，那么与美国在海外以及亚洲和东盟的投资（截至 2022 年，达到 6.58 万亿美元）相比，美国对越南的直接投资（FDI）规模仍然较小。

美国对越南的直接投资



截至 2024 年 4 月底，美国企业在越南注册投资总额超过 120 亿美元（项目 1300 多个），在对越投资的国家地区中排名第 11 位。

源: FiinproX

VCCI 数据显示，美国已经对越南经济行业板块体系中的 17/21 行业进行了投资。其中住宿和餐饮服务业占注册资本总额的 42.3%，制造业和加工业占注册资本总额的 20.3%，其余为其他行业。

截至目前，美国在越南最大的直接投资项目是 2006 年获得许可的 Winvest Investment (Vietnam) Company Limited 项目，注册资本 41 亿美元，旨在在巴地头顿省建设五星级度假村、酒店、娱乐场所。花旗集团、苹果公司、美国集团、英特尔、雪佛龙、福特、喜达屋酒店、友邦保险、迪克森奈特集团、可口可乐、百事可乐、肯德基等众多知名品牌已在越南投资经营多年。



3. 越南企业进入美国市场的障碍

对于向美国市场出口的越南商品的优惠关税政策

越南作为世界贸易组织（WTO）成员，向美国出口的越南商品可享受最惠国（MFN）关税。最惠国税率范围从不到 1% 到接近 40%，大多数商品的税率在 2% 到 7% 之间。然而，纺织品和鞋类往往需要缴纳更高的关税。

此外，越南也是《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）的实施国家之一。根据该协议，出口优惠税率预计从 2022 年的 8.3% 逐步降低至 2027 年的 3.6%。

越南企业进入美国市场的障碍

1/ 进口税高于一些国家

迄今为止，虽然越南已享受最惠国税率，由于部分国家和地区已经与美国签署自由贸易协定或单方贸易优惠政策，使得部分越南进口到美国的商品仍需缴纳更高的税率。当前克服这一困难的唯一解决方案是改进生产管理以降低产品成本。（来源：VCCI）

2/ 贸易防御措施

据 VCCI 统计，截至 2023 年 12 月，美国已调查了 59 起针对越南出口商品的贸易防御案件，占外国调查越南商品案件总数的近 25%。

越南工商部贸易防御司 2023 年度贸易防御报告中显示：截至 2023 年 12 月，越南出口货物受到贸易防御相关监管调查 242 起。2023 年对越南商品发起调查的国家中，美国是发起调查最多的国家，共 7 起，其中反倾销调查（反倾销）4 起，反补贴调查（CTC）1 起，产品范围/反倾销调查 2 起。被调查的产品种类繁多，包括铝型材、铝电缆、钢架、钢轮、高压清洗机、纸袋、虾类等。此外，美国还审查了多项此前实施的贸易防御措施，例如如对轮胎进行反补贴调查、对越南进口蜂蜜进行反倾销税调查（包括考虑越南市场经济问题）。



越南的海鲜和钢铁出口经常受到贸易防御措施的影响

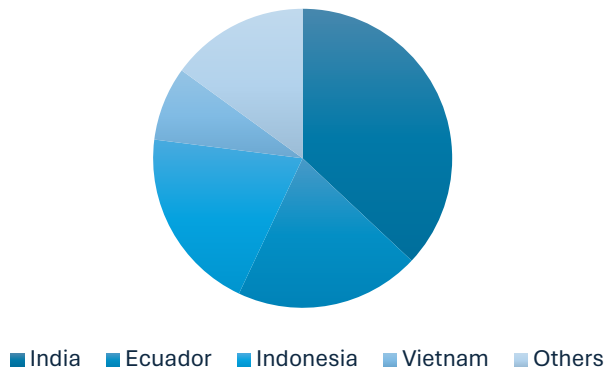
虾类

2024 年初，越南海鲜出口商和生产商协会（VASEP）表示，根据美国商务部（DOC）最近的公告，在美国最大虾类供应的四个国家中，印度、厄瓜多尔和越南可能被迫支付初步反补贴税（CVD），范围从低于 2% 到最高 196%。该税率将在商务部在《联邦公报》上公布后立即生效。一旦美国商务部在联邦公报上宣布这一决定，越南虾出口商将须缴纳 2.84% 的税率（低于其他国家）。具体来说，Soc Trang 水产股份公司的抵押要求为 2.84%，Thong Thuan 公司的抵押要求为 196.41%；其他供应商为 2.84%。

刚刚公布的反补贴税只是初步税率。最终税率预计将于 2024 年 8 月至 9 月公布。假设越南最终的反补贴税率低于其他国家，这对越南虾类供应商来说是一个优势。此外，反补贴和反倾销税的对象是冷冻虾、而面包屑虾和油炸虾并没有被征收上述税费（在越南股市上，FMC 的助力营业商品是虾类）。

越南虾类的反补贴税率远低于印度和厄瓜多尔虾类出口的反补贴税率。

向美国出口虾类的主要国家



越南虾无法占据更高的市场份额的原因在于来自上述三个国家的虾价非常低，而越南虾之所以能够在这一个市场上生存，是因为其高附加值的加工产品，这些产品主要销往大型、高端的系统。基于这种情况，原告律师（ASPA）暂时确定厄瓜多尔虾的反倾销税为 111%，而印度尼西亚虾的反倾销税为 37%。

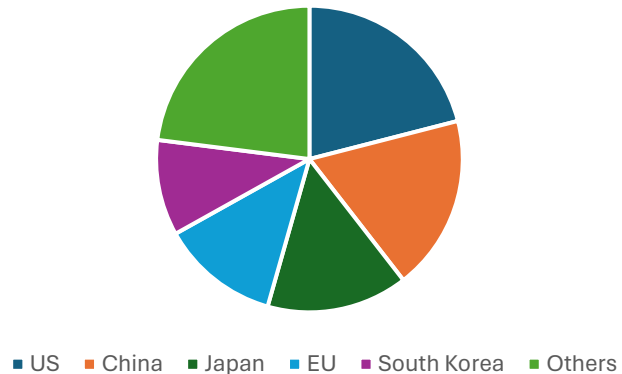


查鱼

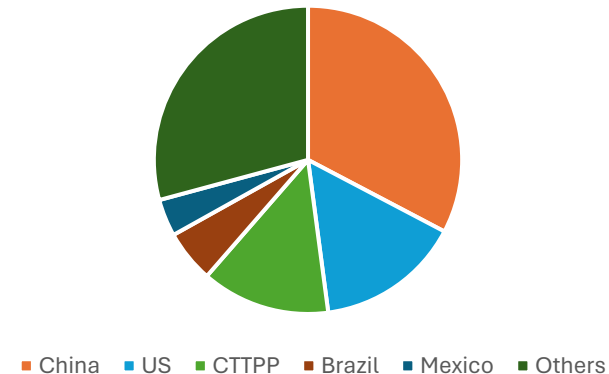
越南是美国市场冷冻查鱼的主要供应国，占美国查鱼进口总额的 90-95%。除越南外，美国还从中国和其他一些中转市场进口新鲜、腌制和冷冻查鱼产品。2023 年前 6 个月，越南查鱼出口到美国市场的价格波动在 2.97 - 3.45 美元/公斤。越南主要向美国市场出口冷冻查鱼片、冷冻查鱼块/切块、冷冻面包查鱼、干制膨化查鱼和油炸查鱼皮。VASEP 表示，越南向美国出口查鱼的 3 家龙头企业包括 Vinh Hoan 水产、东海水产、Van Duc Tien Giang，分别占查鱼出口总额的 51%、18%和 11%。

目前，出口到美国的查鱼产品每年都会面临美国商务部定期进行的反倾销调查。由于第一起查鱼反倾销诉讼的周年紀念日是八月，随之每年八月美国商务部都会对每个审查期进行审查，以确定适用的税率。VASEP 秘书长表示，在上一行政审查期间（2023 年），有 5 家越南公司享受 0%的税率，包括永还股份公司、东海水产股份公司、芽庄水产股份公司和南越股份公司。美国商务部在最近一次复审中对越南查鱼出口商征收的总体反倾销税率为 2.39 美元/公斤（比上一调查期提高了 0.04 美元/公斤）。

2023 年从越南进口虾的主要国家



2023 年从越南进口查鱼的主要国家



源: VASEP



4. 越美双边贸易展望与投资主题

投资主题及受益板块

美国制造业从中国撤离

影响程度：大

收益板块：工业区房地产、科技、基础设施等

2024 年美国经济复苏

影响程度：大

受益板块：水产、纺织、木制等出口板块

美国将越南升级为“市场经济”国家的机会

影响程度：中等

受益板块：水产出口、钢铁

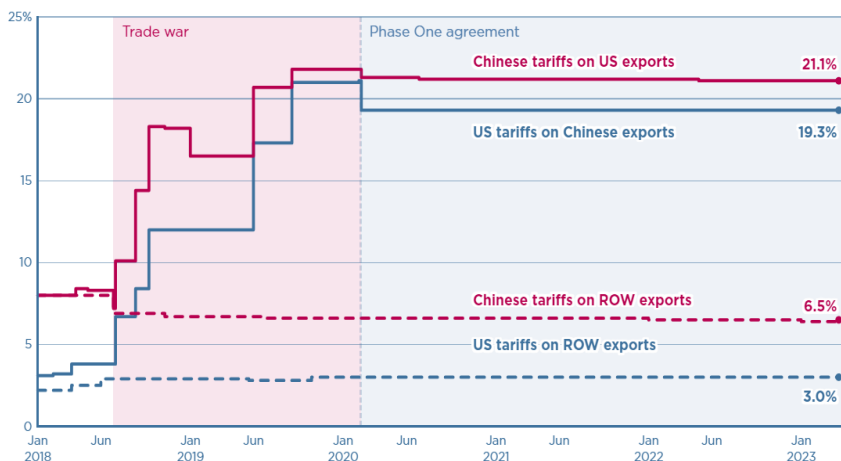


4.1. 美国对中国和越南贸易政策的演变初现端倪

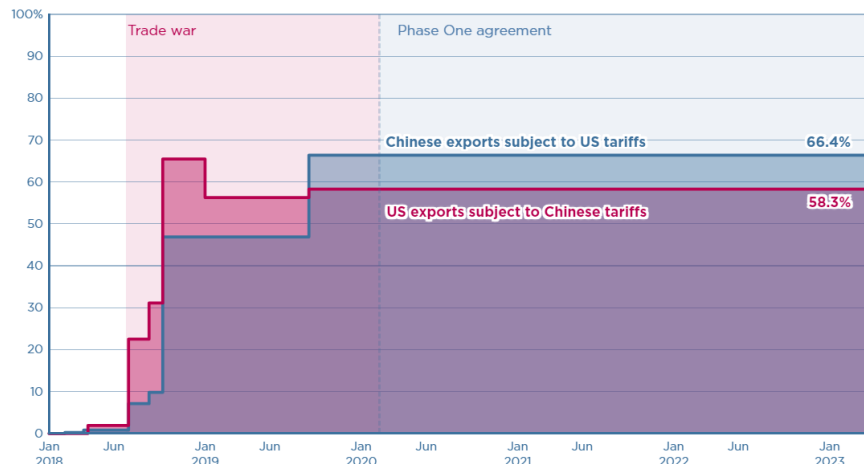
2018 年以来的中美贸易紧张局势，以及向“友岸外包”政策的转变。

"中-美贸易冲突于 2018 年 7 月正式爆发，当时美国总统唐纳德·特朗普政府对来自中国的价值 340 亿美元的机械、电子设备和高科技产品征收关税。"

a. US-China tariff rates toward each other and rest of world (ROW)



b. Percent of US-China trade subject to trade war tariffs



源: Peterson Institute for International Economics

近期，美国对中国加强了贸易保护壁垒。

2024 年 5 月 22 日，美国贸易代表办公室宣新政策关于自 8 月 1 日起该国将对向美国出口的金额达到 180 亿美元/年的一系列中国商品大幅增加税率，其中包括电动汽车、电动汽车电池、太阳能电池板等。

根据美国政府官方杂志《联邦公报》5 月 22 日公布的关税政策相关详细信息，新的税收政策从 8 月 1 日起生效，然而有一些商品的生效时间将推迟到 2025 年 1 月 1 日或 2026 年才开始生效。



从中国进口的部分商品的新关税表

CATEGORY	PRIOR SECTION 301 TARIFF	NEW SECTION 301 TARIFF	EFFECTIVE YEAR
Battery Parts (Non-Lithium-Ion Batteries)	7.5%	25%	2024
EVs	25%	100%	2024
Face Masks	0-7.5%	25%	2024
Lithium-Ion EV Batteries	7.5%	25%	2024
Lithium-Ion Non-EV Batteries	7.5%	25%	2026
Medical Gloves	7.5%	25%	2026
Natural Graphite	–	25%	2026
Other Critical Minerals	–	25%	2024
Permanent Magnets	–	25%	2026
Semiconductors	25%	50%	2025
Ship-to-Shore Cranes	–	25%	2024
Solar Cells (whether or not assembled into modules)	25%	50%	2024
Steel and Aluminum Products	0-7.5%	25%	2024
Syringes and Needles	–	50%	2024

源: USTR

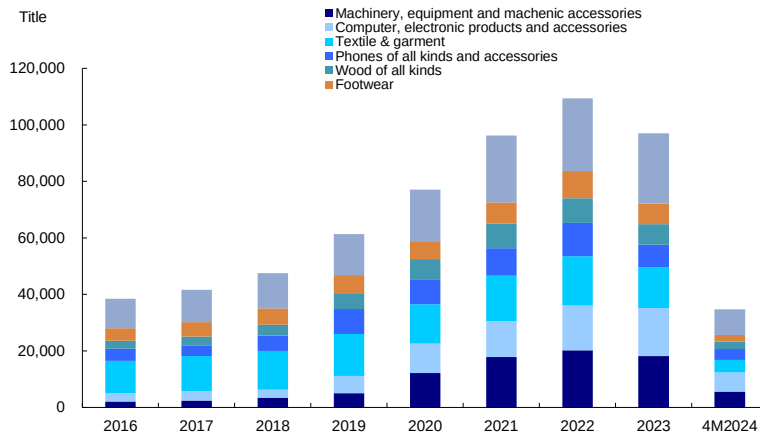
经济专家认为，加税举措表明中美之间的“经济冷战”范围正在扩大。新的关税制度是基于前总统唐纳德·特朗普政府在 2018 年和 2019 年实施的针对 3000 亿美元中国商品的关税计划。可以肯定的是，中国将采取报复行动，尽管中国很可能会以一种避免对其国内经济造成进一步挑战的方式来应对。



越南从贸易和投资中受益

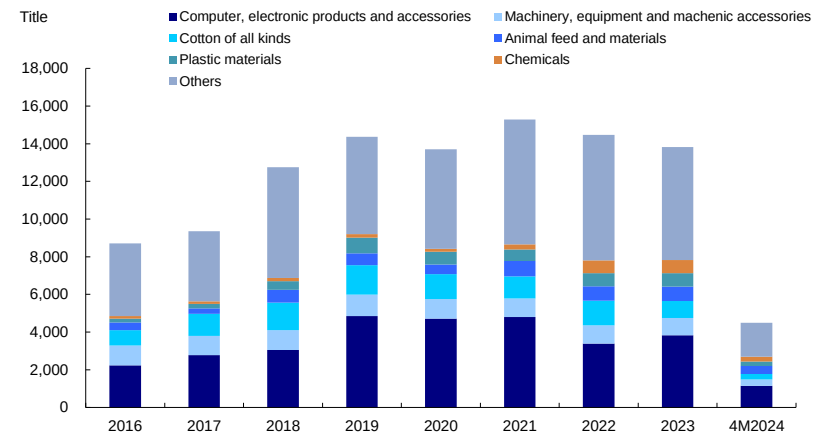
随着美国对中国一系列出口商品列入加征关税商品名单，越南出口商品已经从中受益，并且自 2019 年至今越南对美国的出口总额已经实现突破性增长。

出口到美国的产品



2019 年以来，向美国出口的电子设备和零部件的总额大幅增长（在中美贸易战爆发后）。

从美国进口的产品



进口总额也较前期大幅增长，但规模远小于出口。

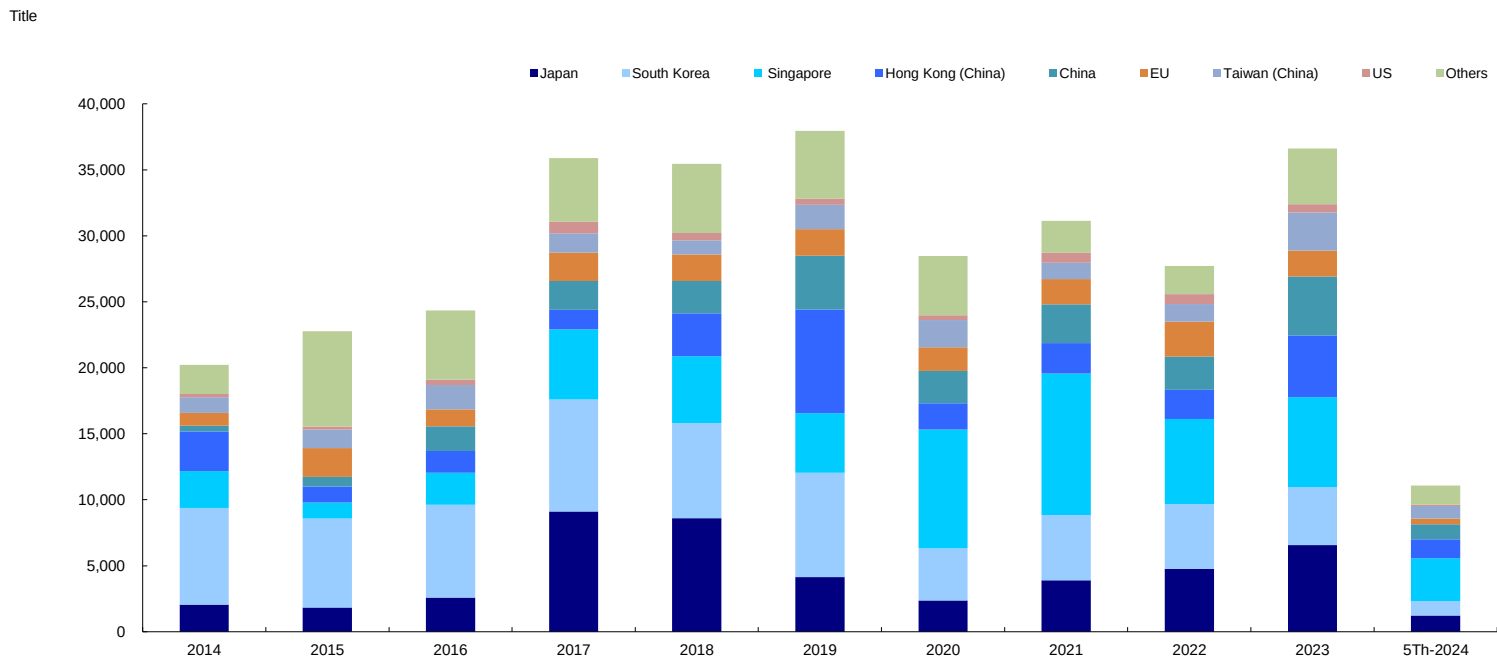
源：FiinproX, GTJASVN

美国对越南的外国直接投资（FDI）有所改善，而来自中美供应链国家对越南的 FDI 强劲增长。

两国之间的紧张关系进一步推动了投资趋势转向东南亚，其中包括越南，以其地理位置和生产成本低于中国而闻名。



在投资转移的浪潮中，来自香港和台湾的企业是转向越南的重要投资者

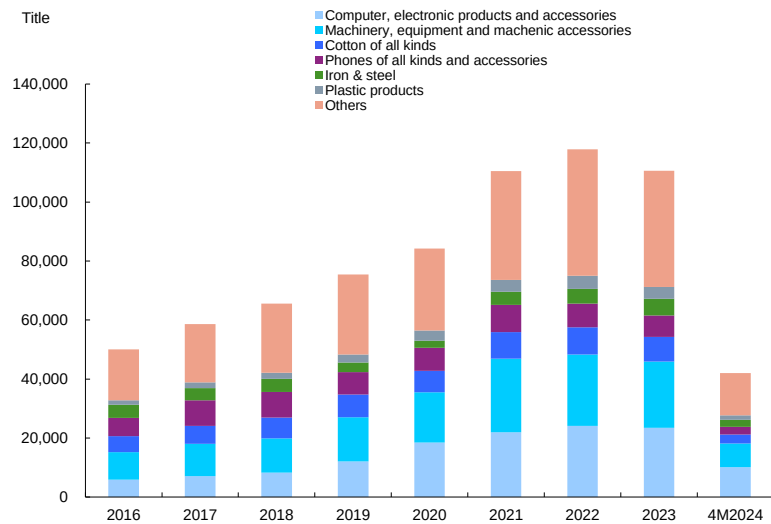


源: FiinproX, GTJASVN

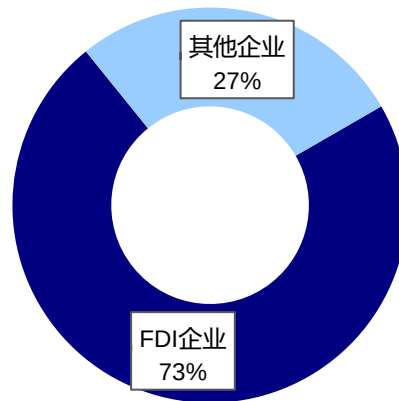
在美国总统拜登政府于 2024 年 5 月宣布对从中国进口的一系列商品加征关税之前，像马来西亚等橡胶手套制造商被认为将受益最多，因为用于医疗和手术的橡胶手套从中国进口的关税将从 7.5% 提高到 2026 年的 25%。此外，这也为中国的手套制造商在越南建厂打开了机会，因为越南也是一个橡胶生产大国。事实上，马来西亚最大的手套制造商 Top Glove 也正在越南建厂。



同时，从中国的进口大幅增长



越南大部分出口来自 FDI 企业（超过 70%）



源: FiinproX, GTJASVN

世界贸易组织（WTO）的首席经济学家拉尔夫-奥萨（Ralph Ossa）先生肯定地说，贸易战爆发后，中美之间的贸易并没有崩溃，但增长率比美国与世界其他地区的贸易低了 30%。到 2023 年，美国进口的中国商品几乎相当于 10 年前的水平，尽管美国经济已经有了 10 年的增长，美国从世界上其他国家增加进口，而不是从中国进口。

和新时代 - 高科技外国直接投资

美国投资者加大对越南投资力度，越南新时期吸引外资的方向是高科技项目，源头技术是美国企业一直走在世界前列的领域。越南科技领域的成功得益于三星集团在越南的多年投资路线图，在二十年来（2000 年至 2020 年）投资规模达 180 亿美元，全球三星智能



手机产量的一半是来自越南的。此外，越南还拥有稀土（在半导体行业中发挥重要作用）的优势和开放的投资政策，进一步鼓励其他科技巨头尤其是苹果公司扩大投资活动。

2023 年初，由 50 家美国大企业组成的代表团也来到越南探索投资机会，其中包括苹果、微软、Boing、Meta、谷歌等知名企业。所以这就是改变美国对越南的投资格局的时候。

2023 年，许多美国大企业正在实施扩大和增加在越南投资资本的计划。例如，宝洁集团计划追加投资 1 亿美元，扩建 Ben Cat 工厂的生产线； AES 计划投资可再生能源开发； Marvell Technology 宣布计划在胡志明市建立 IC 设计中心；美国多州表示，未来将加强在汽车零部件生产领域的合作。最近，即 2024 年 4 月：全球领先的人工智能 (AI) 芯片制造商 NVIDIA 宣布计划在越南生产设备。

电子、技术、半导体领域的 FDI 热潮 - 2023 年获得投资认证的项目

项目	规模	省份	国家/地区
越南 Jinko solar 海河光伏电池技术综合体项目	15 亿美元	广宁	中国
Lite-on 广宁工厂项目	6.9 亿美元	广宁	台湾
Boltun 公司 & QST 国际公司的机械设备工厂项目	1.65 亿美元	广宁	台湾
越南 Autoliv 汽车零部件工厂项目	1.54 亿美元	广宁	瑞典
Tokyo Gas 公司、北 Kyuden 电力公司（日本）、Truong Thanh 集团（越南）等 3 家投资者组成的液化天然气的发电厂项目	1990 亿美元	太平	日本
Fulian Precision Technology 精密技术工厂项目	6.24 亿美元	北江	新加坡
LONGi Green Energy Technology 公司的太阳能电池板工厂项目	1.4 亿美元	北江	中国
Goertek 有限公司的计算机、电子、光电产品生产工厂项目	2.8 亿美元	北宁	香港
Innovation Precision 工厂项目	1.65 亿美元	乂安	中国

源: VCCI, GTJASVN 汇总



挑战

除了机遇，越南还面临着显著挑战

在中国制造商推动在越南投资的趋势中，越南与中国混杂在一起，导致越南产品也面临来自美国的一定壁垒。一个典型的例子是美国以原产于中国为由对越南钢铁产品征收反倾销税。或者最近，美国计划对来自东南亚国家的太阳能电池板产品征收反倾销税。

不仅中国，东南亚国家也面临美国增加贸易保护壁垒的压力

2024 年 5 月 15 日，美国商务部对从东南亚国家（包括柬埔寨、马来西亚、泰国等）进口的电池和太阳能电池板展开了一项调查。这些产品被指控受到不公平的补贴，并且价格低于生产成本。

根据战略与国际研究中心（在华盛顿）的数据，目前超过 80% 的太阳能电池板在中国生产，而中国生产电池板的成本比美国便宜 60%。此前，中国太阳能电池板制造商也将供应链转移到一些东南亚国家，如马来西亚、柬埔寨、泰国和越南，以避开美国的限制。2023 年，这四个东南亚国家占美国太阳能电池板总进口量的约 75%。

此前，为满足国内进口需求，美国于 2022 年决定对上述四个国家的太阳能电池板免除进口关税。此后，这四个市场对美国的太阳能电池板出口额急剧增长。其中，仅越南就占美国太阳能电池总进口量的 26%，相当于 2023 年的 42 亿美元（占出口到美国总量的 5%）。

越南太阳能电池板制造业方面，国内企业仅有 IREK 能源股份公司一家，其市场份额主要属于来自中国 and 美国的 FDI 企业。其中，龙头企业是自 2017 年投入运营的美国 First Solar 公司，其次是 Canadian Solar 公司（加拿大）、Vina Solar 公司（加拿大）、JA Solar 公司（中国）、Trina Solar 公司（中国）、HT Solar（中国）。

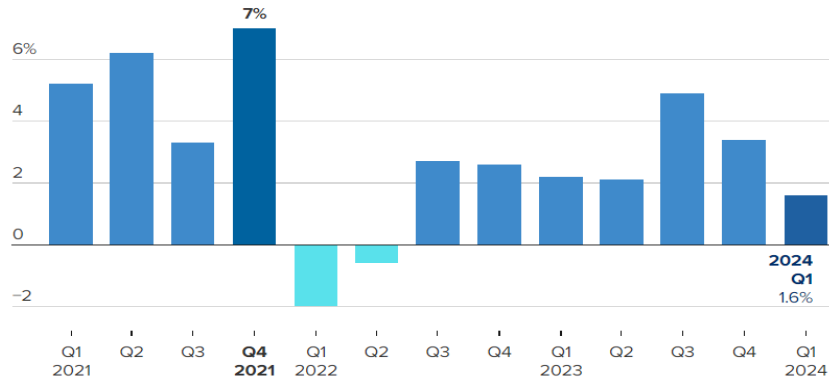
美国对从东南亚进口的太阳能电池板进行反倾销调查，意味着这些出口商可能面临高达 271.45% 的关税。



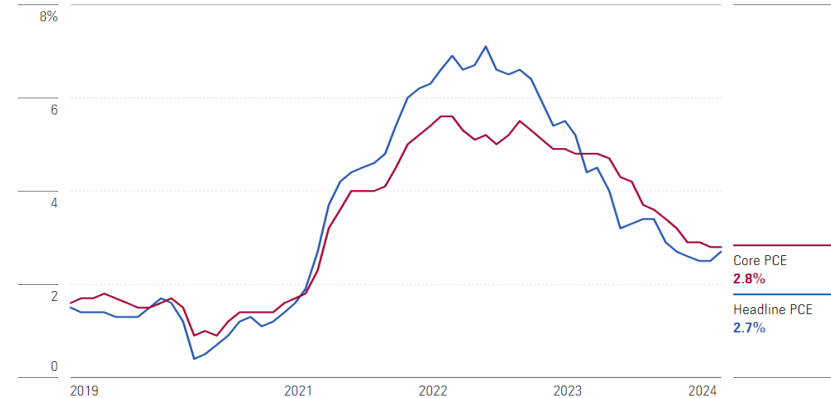
4.2. 美国经济和消费趋势的复苏

第一季度美国 GDP 增速低于预期，但预计二季度将达到 2.4%-3%。

U.S. real gross domestic product
Percent change from previous quarter



PCE vs Core PCE

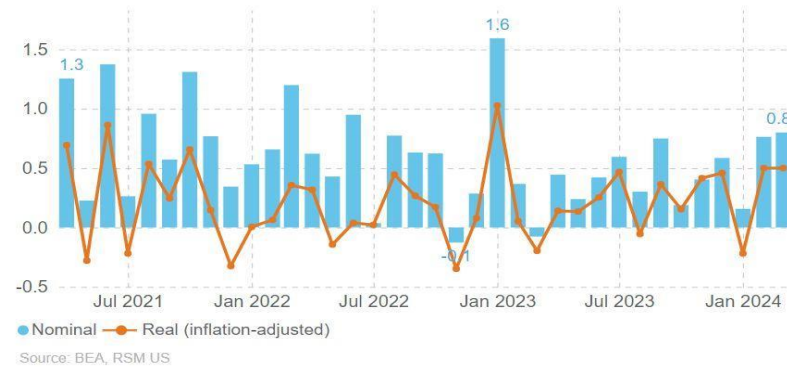


Source: FactSet. Data as of Mar 29, 2024.

PCE 和失业率等美国经济主要指标也呈现出 2024 年更加光明的前景。

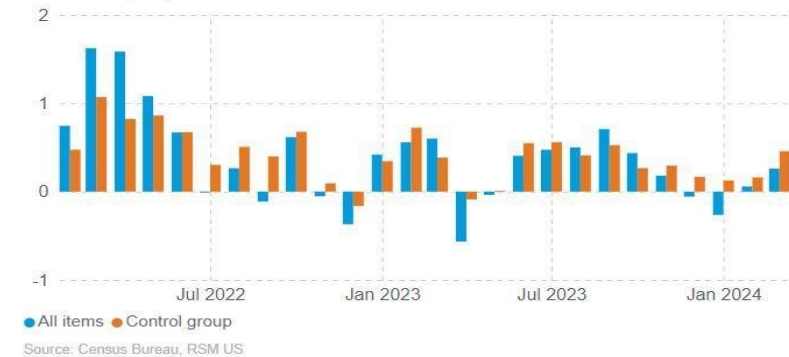
个人消费支出和零售销售额从年初开始呈现积极趋势。

U.S. personal spending growth
Monthly percentage



Source: BEA, RSM US

Retail sales, 3-month moving average growth
% seasonally adjusted



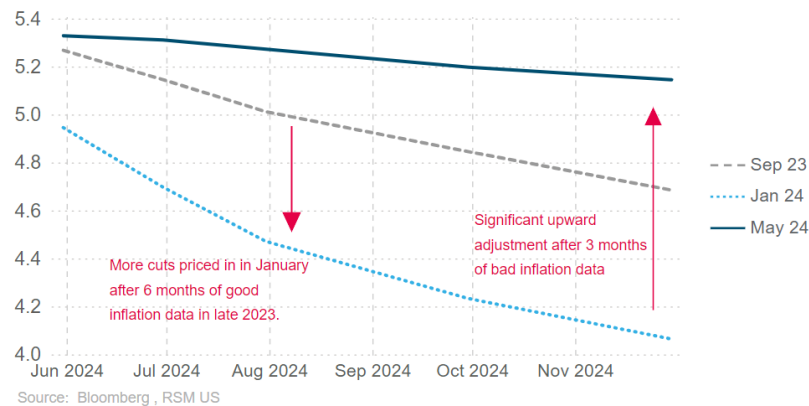
Source: Census Bureau, RSM US



世界大型企业联合会的调查显示，5 月份美国消费者信心指数有所上升，显示出美国消费者支出趋势的积极迹象。据此，强劲的劳动力市场仍在增强消费者信心。然而，从六个月平均来看，住房购买计划没有变化，仍处于较低水平，消费者的汽车购买计划略有增加，而除智能手机之外的电子产品购买计划几乎没有变化。

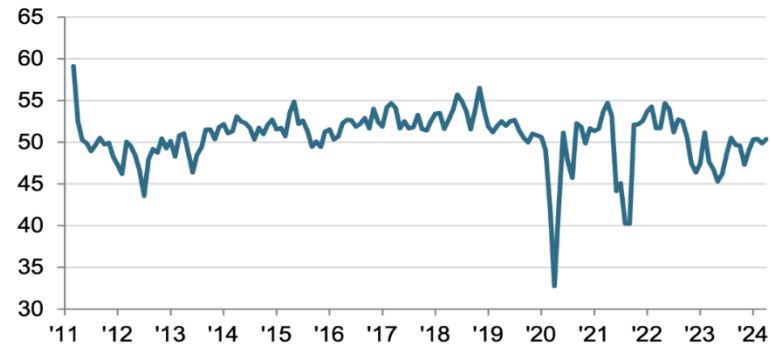
生产方面，美国 4 月份核心资本品订单反弹超出预期，这些产品的出口活动也蓬勃发展。然而，在利率仍未显示出降温迹象的背景下，由于对利息成本的担忧，企业的机械投资活动仍然较低。

Interest rate paths forecasted by market bets



PMI Ngành Sản xuất Việt Nam của S&P Global PMI

Điều chỉnh theo mùa, >50 = cải thiện so với tháng trước

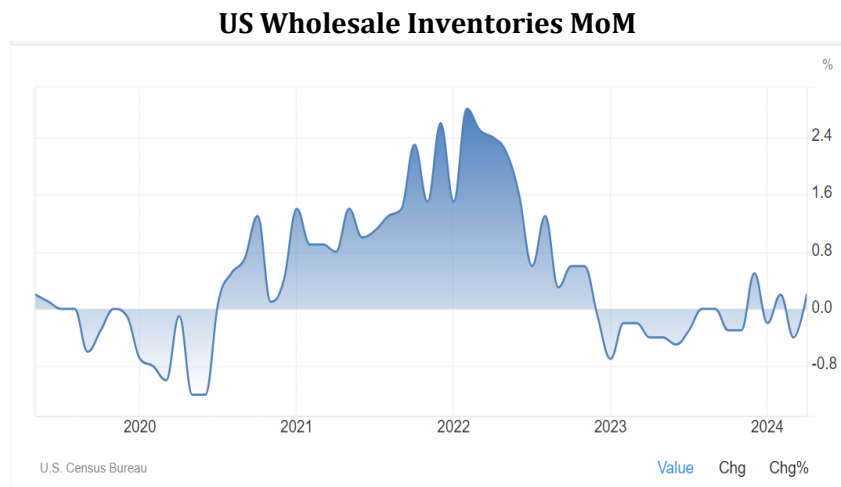


Nguồn: S&P Global PMI.

Dữ liệu được thu thập từ ngày 11 đến ngày 22 tháng 4 năm 2024.

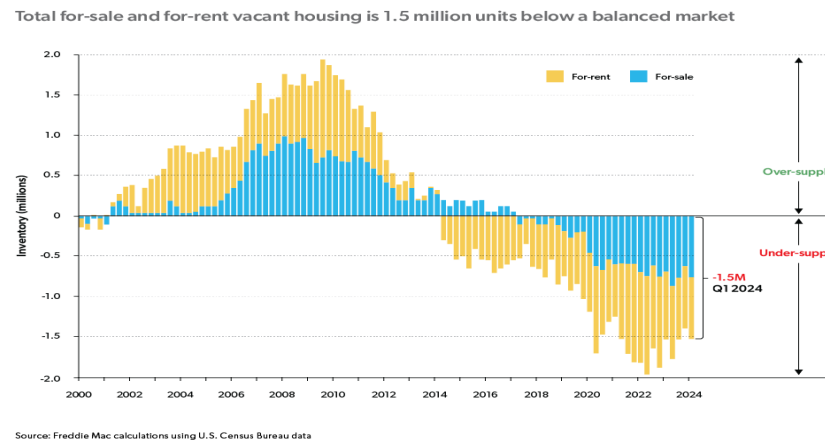


美国批发库存指数自 2024 年初以来出现一些改善迹象



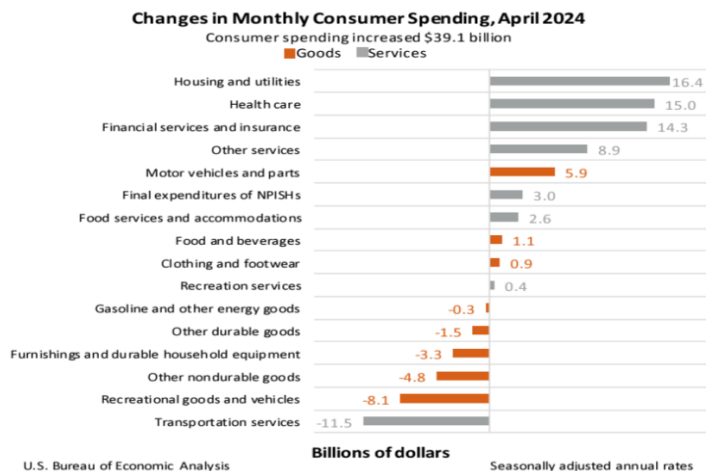
源: *tradingeconomics*

美国房地产市场黯淡，供应收紧



源: *Freddiemac*

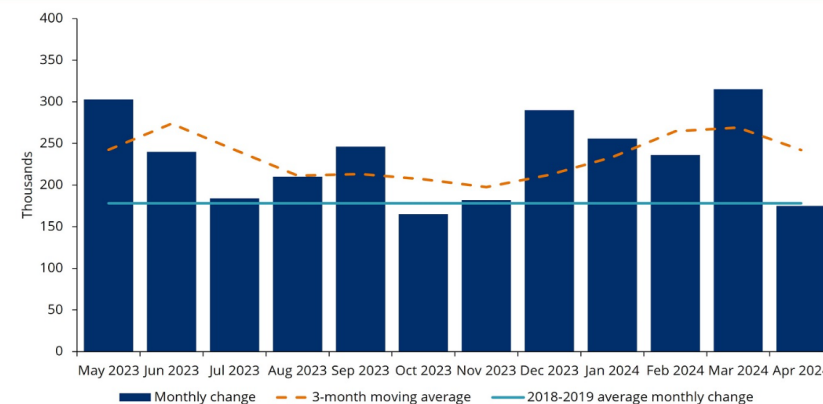
4 月份服装支出增加



美国劳动力市场相对积极

U.S. nonfarm payroll employment

Nonfarm payroll employment in thousands

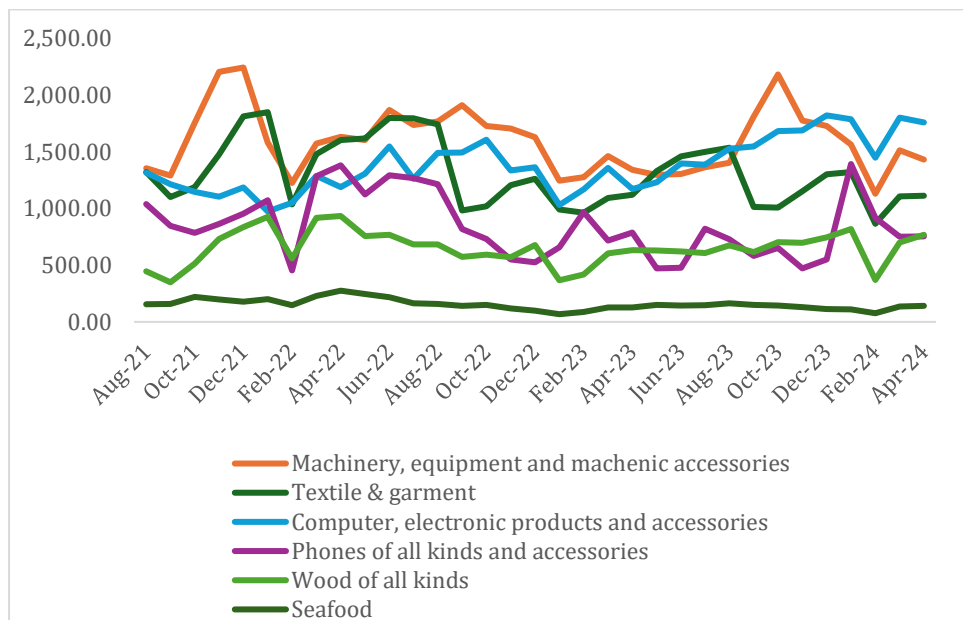




越南 PMI 指数也显示订单复苏

越南 4 月份制造业 PMI 再次升至 50 以上，5 月份维持在 50.3 荣枯线，标志着制造业活动连续第二个月改善。报告显示，由于需求改善以及企业吸引更多新订单，5 月份企业新订单数量继续强劲增长。

今年前 4 个月对美国的出口额较 2023 年同期有所改善，但与往年趋势相比仍较处于较低水平。



其中，纺织品和服装出口同比增长 5.7%，水产品出口同比增长 13%，木材和木制品出口同比增长 31.6%，橡胶出口同比增长 58%。同时，钢铁出口同比仅小幅增长 1.43%。

源: FiinproX, GTJASVN



预计美国经济在未来 12 个月只会小幅下滑，而美国消费者信心仍然相当乐观，当前宏观信息有助于巩固对越南在 2023 年触底后的出口增长前景的预期。

据农业农村发展部报告，2024 年 5 月农林渔业出口成交额达 50.6 亿美元，5 个月累计达 241.4 亿美元，同比增长 21%（相当于增长 4.2%）。其中，农产品的出口额为 131.1 亿美元，增长 27.7%（主要是价格大幅上涨）；林产品为 65.8 亿美元，增长 22.7%；水产品为 35 亿美元，增长 3.6%；牲畜产值为 1.99 亿美元，增长 5.6%。

从出口市场上看，农林水产品对各市场出口额均有所增长。其中：对亚洲市场的出口额为 113.1 亿美元（增长 17.5%）；对美洲市场的出口额为 54 亿美元（增长 23.1%）；对欧洲市场的出口额为 32 亿美元（增长 39.4%）；对非洲市场的出口额为 4.59 亿美元（增长 26.1%），对大洋洲市场的出口额为 3.41 亿美元（增长 24.8%）。美国、中国和日本继续是越南三大出口市场。农林渔业产品对美国出口金额占比 20.6%，增长 23.9%；中国占比 19.2%，同比增长 8.6%，日本占比 6.7%，同比增长 6.6%。

今年前 5 个月的查鱼出口额预计将达到 7.25 亿美元，比 2023 年同期增长 2%。今年前 5 个月越南查鱼的最大进口市场仍然是美国，其次是中国，欧洲和其他一些南美市场。对于美国市场，冷冻查鱼片仍然是出口到该市场的主要产品。截至 2024 年 5 月，冷冻查鱼片对美国出口额超过 1.2 亿美元，比 2023 年同期增长 19%，占查鱼对美国出口总额的 98%。在越南查鱼产品中，美国目前正在增加加工查鱼的进口，价值比 2023 年同期增长 8.5 倍。同时，由于消费者需求减少，冷冻查鱼出口到美国市场再次下降。

前 5 个月虾类出口总额达 13.3 亿美元，比去年同期增长 7.5%。今年前 5 个月，越南对中国市场的虾类出口增长强劲，比去年同期增长 40%以上，带来 2.4 亿美元。对美国市场的虾类出口额达约 2.1 亿美元，比去年同期增长 5%。美国去年底对越南虾业发起反补贴诉讼，截至 2024 年 3 月，美国商务部（DOC）宣布本次诉讼的初步税率为 2.84%。此时，越南的虾类出口商仍然希望，当 DOC 来越南复审时，如果这个税率降到 2%以下，诉讼就可以取消。



4.3. 越南升级为“市场经济”国家的机会

5 月 8 日，美国商务部就是否将越南提升为“市场经济”地位进行评估。截至目前共有 72 个国家承认越南市场经济地位，其中包括英国、加拿大、澳大利亚、日本等主要经济体。预计 2024 年 7 月，美国商务部将就越南市场经济问题做出决定。

在越南加入世贸组织协议中，美国承诺在越南加入世贸组织后 12 年内，在反倾销诉讼中对越南适用非市场经济国家措施；这意味着，此阶段结束之后，越南将自动成为市场经济国家。

美国承认越南为“市场经济”地位的条件：

- 第一，该国货币的可兑换性；
- 第二，对劳工和雇主之间可自由议定工资率的允许程度；
- 第三，对外国公司开办企业或进行其他投资的允许程度；
- 第四，生产的政府控制或政府所有程度；
- 第五，对资源配置以及在企业价格、产量决策方面的政府控制程度；
- 第六，还应考虑的其他因素。

对比上述 6 个因素，越南经济已经满足市场经济地位的条件，但美国至今尚未承认越南市场经济地位。

将越南升级为“市场经济”地位的考虑遭到美国钢铁生产商和墨西哥湾沿岸地区虾农的反对，但得到了美国零售商和其他企业的支持。一旦越南被美国承认为市场经济国家，**越南商品将获得美国降低的反倾销税。**

就目前越南出口产品的反倾销调查而言，可见水产品和钢铁企业（美国商务部反倾销调查的常规对象）受益最大。



具体而言，由于越南经济尚未被美国承认为“市场经济”，世贸组织在计算被调查商品正常价格时的标准原则（对于确定倾销幅度很重要）可能不适用。相反，使用替代方法（基于第三国企业的价格和成本或使用越南企业自己的价格和成本）通常不能反映企业的真实生产价格。因此，被调查的倾销幅度很可能高于通常计算的倾销幅度，反倾销税税率可能会被推高。

具体，由于越南经济尚未被美国承认为“市场经济”，在计算被调查商品的正常价值时，世界贸易组织（WTO）的标准原则可能无法适用（这对确定倾销幅度非常重要）。相反，使用替代方法（根据第三国企业的价格和成本，而非使用越南企业的价格和成本）往往不能准确反映企业的实际生产成本。因此，调查中的倾销幅度可能会比按照常规方法计算的倾销幅度高，从而导致反倾销税率被推高。

由于美国国内企业的担忧以及保护美国国内制造业的努力，美国承认越南市场经济地位的提案仍然是颇具争议的。

尽管人们对越南升级为“市场经济”的结果抱有期待，但我们评估该信息的影响短期内将对越南海鲜出口企业的经营业绩产生最积极的影响。

- **对于查鱼出口企业：**目前征收反倾销税的企业（AAM、ACL、IDI）将比目前征收 0% 税的两家企业（VHC 和 ANV）受益更多。
- **对于虾类出口商来说：**影响并不显著，因为与美国主要虾类出口国相比，越南虾类的反补贴税率相对较低。



5. 筛选股票

工业区房地产: IDC

水产: FMC, IDI

纺织: MSH, TNG

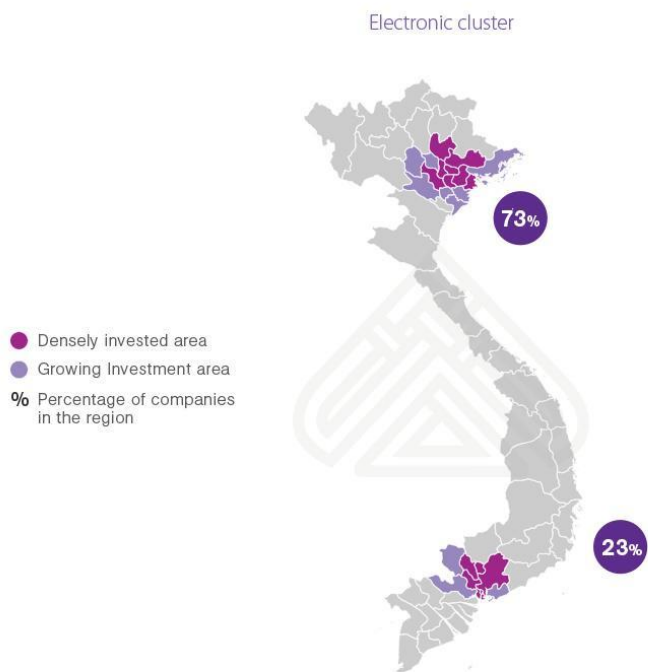
钢铁: NKG, HSG



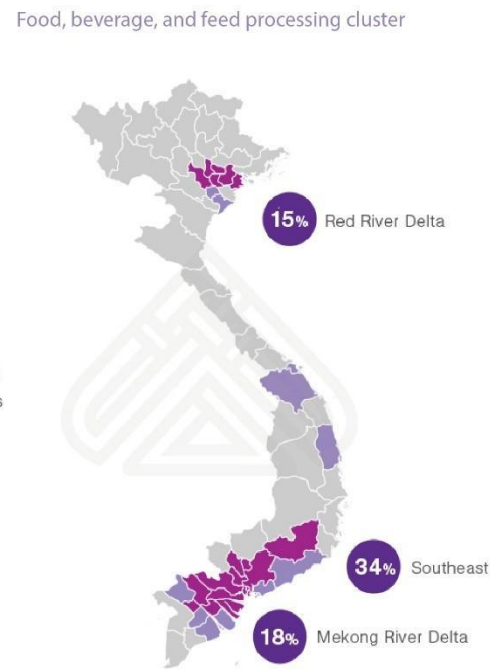
工业区房地产 - 基础设施

我们看好具有位于北部及平阳、同奈和巴地头顿等一些胡志明市邻近省份的项目的工业区房地产企业将受益于中国供应链的转移。

与此同时，高科技 FDI 投资需要严格的基础设施要求（交通、电力），基础设施建设企业一直受益于政府在电力建设/电力生产方面的公共投资力度，电力建设/电力生产企业也将部分受益于这一趋势。



Graphic©Asia Briefing Ltd.



Graphic©Asia Briefing Ltd.



个股建议: IDC

投资论点:

- 随着大量新注册的 FDI 流入北宁省、龙安省和巴地头顿省-IDC 在这些省份拥有大型工业区可供租赁（桂武 II、Huu Thanh、富美 II 和富美 II 扩展），工业区租赁需求爆发，预期工业地产板块将继续积极增长。这些工业区的租金跟市场平均水平相比具有竞争力，有助于吸引租户，同时由于基础设施的杠杆作用，租金迅速上涨，从而扩大了工业区开发板块的利润率（如靠近隆城机场、Cai Mep-Thi Vai 港、各省间高速公路）。IDC 拥有约 550 公顷可租赁商品土地，每年租赁速度为 120-150 公顷，能够确保未来 3-4 年的稳定现金流。IDICO 预计今年将租出 145 公顷工业用地，包括母公司的 105 公顷和子公司的 40 公顷。此外，IDC 正在推进 9 个新的工业园区项目（总面积 2430-2820 公顷），其中美春 B1 扩大工业区、新福 1 号工业区（前江省）和荣光工业区（海防市）已经完成 1/2000 的规划，正在等待投资许可；另外 6 个项目（2 个在北部、3 个在南部、1 个在中部）正在制定 1/2000 的规划并申请投资许可。
- 2024-2025 年能源板块稳定增长并增加产能，原因如下：（1）水文条件有利 - 厄尔尼诺预计将于 2024 年 6 月结束；（2）Huu Thanh 工业区的租户增加，带动 Srok Phu Mieng 发电厂的需求/产能增加；（3）Dak Mi 3 号发电厂在暂停一段时间后已经稳定运营。
- 定期分红：从 2023 年至今，按 40% 的股息率（4000 越盾/股）支付股息（已在 2024 年 6 月 4 日实施）。2024 年，公司计划维持 40% 的股息率，并制定了业务计划，预期收入目标为 8.466 万亿越盾，税前利润为 2.502 万亿越盾，分别比 2023 年增长 13% 和 22%。

建议：买入，目标价为 65000 越南盾/股



水产板块

今年前 5 个月，查鱼片对美国的出口量有所下降，但下半年有望恢复。

美国市场研究公司 Circana 的数据显示，查鱼目前是美国消费量最高的冷冻海鲜前 5 名，最大的供应来自越南（占 84% 的市场份额）。因此，随着 2023 年下半年以来美国海鲜库存降温，加上 2024 年初开始禁止进口来自俄罗斯的海鲜（鳕鱼），美国对查鱼的需求预计将很快出现积极复苏。。

水产股票名单

水产品	主要产品	水产结构/收入	出口/收入	出口到美国/主要出口市场
MPC	虾	100%	90%	美国占出口收入的 22.34%
VHC	查鱼	100%	84%	美国占出口收入的 54.2%
AAM	查鱼	100%	65%	出口到葡萄牙、西班牙、菲律宾、泰国、香港、中国、罗马尼亚、乌克兰、哥伦比亚、匈牙利、迪拜、埃及、巴西、墨西哥等市场
ACL	查鱼	100%	56%	出口到南美洲和欧洲
ANV	查鱼	97%	65%	2023 年刚刚进入美国市场，主要出口市场仍是亚洲、中国和香港
FMC	虾	100%	97%	美国占出口收入的 28%。目前 Sao Ta 食品是越南对日本出口虾类最多的企业，对美国出口量排名第四，对韩国出口量排名第九。
IDI	查鱼	82%	36%	两个主要市场分别是中国 占 34%、墨西哥占 27%，也有出口到美国市场

源: 企业报告, Bloomberg, GTJASVN 汇总



2024 年第一季度经营业绩（十亿越南盾）

	收入 Q1/2024	税后利润 Q1/2024	收入 Q1/2023	税后利润 Q1/2023	收入同比增长	税后利润同比增长
MPC	2,787	7	2,200	-98	27%	从亏损转为盈利
VHC	2,860	189	2,239	226	28%	-16%
AAM	35	-2	30	1	14%	从亏损转为盈利
ACL	321	2	140	2	130%	20%
ANV	1,016	17	1,158	92	-12%	-82%
FMC	1,461	57	1,010	49	45%	18%
IDI	1,631	17	1,764	18	-8%	-5%

源: FiinproX, GTJASVN 汇总

个股推荐: FMC 和 IDI

股票	FMC	IDI
投资论点	- 是越南大型虾类企业，拥有市场地位，多样化和附加值的产品带来高利润率，并受益于对美国市场出口的复苏。 - 此外，对日本市场的出口预计将继续引领公司收入增长。	由于产能扩张，收入预计将增长，如果越南被美国承认为“市场经济”，出口活动也将从中受益。
建议	买入 - 目标价: 58500 越盾/股	关注 - 目标价: 13500 越盾/股



纺织

美国等市场的纺织品和服装出口额出现复苏

2024 年 4 月，越南纺织品出口额达到 31.5 亿美元，同比增长 2.8%，标志着自 2023 年 12 月以来连续第 5 个月增长。2024 年前 4 个月累计，越南纺织品出口额达到 125 亿美元，同比增长 7.5%。

2024 年 4 个月累计：越南所有主要出口市场都有良好地增长。对美国的出口额达到 45.8 亿美元，同比增长 6.3%；对欧盟的出口额为 12 亿美元，同比增长 1.5%；对日本的出口额为 13.4 亿美元，同比增长 10%；对韩国的出口额为 12.2 亿美元，同比增长 3.7%；对中国的出口额达 10.7 亿美元，同比增长 13.1%。

纺织股

股票代码	纺织结构/收入	出口到美国/主要出口市场	主营业务
TCM	97%	美国占出口收入的 28.66%	服装
MSH	100%	美国占出口收入的 14.47%	服装
GIL	65%	主要市场：美国、欧洲	主要加工背包和手提包
TVT	90%	主要出口市场：美国，日本，欧盟，中国，韩国，哥伦比亚，土耳其。	服装
TNG	98%	美国占出口收入的 53%	纺织品加工
VGT	100%	美国和欧洲占出口收入的 90%	服装
STK	100%	出口占总收入的 29%	纱线
M10	100%	主要出口到美国和欧洲	服装
ADS	88%	主要出口市场：日本，中国，欧盟，TPP	纱线

源: 企业报告, Bloomberg, GTJASVN 汇总



2024 年第一季度经营业绩（十亿越南盾）

	收入 Q1/2024	税后利润 Q1/2024	收入 Q1/2023	税后利润 Q1/2023	收入同比增长	税后利润同比增长
TCM	934.39	62.62	876.44	54.99	7%	14%
MSH	770.42	47.77	637.39	27.30	21%	75%
GIL	221.50	7.22	156.90	(38.62)	41%	从亏损转为盈利
TVT	419.19	1.18	383.72	2.15	9%	-45%
TNG	1,353.73	41.88	1,334.73	43.64	1%	-4%
VGT	3,961.85	71.90	4,215.29	92.57	-6%	-22%
STK	265.75	0.71	287.89	1.63	-8%	-56%
M10	1,099.79	29.63	881.21	23.26	25%	27%
ADS	389.85	8.32	294.69	13.15	32%	-37%

源: FiinproX, GTJASVN 汇总

推荐股票：MSH 和 TNG 是行业内的两家龙头企业，且以美国为主要出口市场。

股票	MSH	TNG
投资论点	▪ 得益于向 FOB 方式的转变，该企业的毛利率较高，达到 12.5%-23%，远高于 CMT 订单毛利率（仅为 4%）。 ▪ Xuan Truong II 工厂项目拥有 50 条缝纫线，预计将于 2024-2025 年底投入运营，将推动 MSH 的收入增长。 ▪ 预计 2024-2025 年期间，来自美国和欧洲等该企业主要出口市场的订单将逐步恢复，有助于充分利用新投产的 Nghia Phong 工厂和 Xuan Truong II 工厂的产能。 ▪ 定期现金股息为 25%-45%/年，对应股息收益率/股价约为 6%-15%/年。	▪ 出口市场的复苏、产能的扩大以及订单的增加有助于利润预计在 2024 年达到创纪录的水平。具体来说：（1）得益于美国服装零售市场的复苏，出口订单回升——美国是 TNG 的主要出口市场；（2）TNG 是越南少数符合 ESG 因素的纺织服装企业之一，有助于吸引新老客户订单；（3）预计新增 45 条生产线投产（相当于产能增加 15%）；（4）TNG 将更加关注高价值 FOB 订单，减少低价值 CMT 订单数量，从而提高利润率。 ▪ 毛利率位居行业前列。
建议	关注- 目标价: 51000 越盾/股	关注- 目标价: 26000 越盾/股



建筑材料：木材、人造石、钢铁

同时，在美国房地产市场普遍低迷的背景下，木制家具或钢铁出口企业只会获得较低的受益。升级为“市场经济”的信息将对 NKG 和 HSG 这两家镀锌钢出口企业产生积极影响，但在市场需求依然疲弱的情况下影响不大。价格上涨和同期低基数因素是推动这两家企业业务业绩增长的主要原因。

		受益的经营活动
	PTB	木制家具出口
	GTA	木制家具出口
	TTF	木制家具出口
	VCS	人造石出口
	NKG	镀锌钢板出口
	HSG	镀锌钢板出口

个股建议: NKG 和 HSG.

股票	NKG	HSG
投资论点	▪ 由于越南热轧卷价格与美国和欧盟市场相比存在差异，出口市场前景乐观（占收入的 60%）。2024 年第一季度，NKG 出口渠道消费产量达到 17.27 万吨以上，同比增长 65%。 ▪ Nam Kim Phu My 工厂的长期增长动力，预计将于 2026 年投产，重点生产为汽车和家电制造行业的投入产品，利润率较好，并减少对房地产周期性因素的依赖。	▪ 随着钢铁价格的上涨趋势，公司已经提前以低价积累较大库存，预计利润率将大幅提升。 ▪ 出口收入约占收入的 50%-60%。 ▪ 主要出口市场复苏的预期。
建议	买入- 目标价: 27550 越盾/股	买入- 目标价: 26950 越盾/股



附录：利润率及股价波动情况

纺织品	利润率							价格波动								
股票代码	Gross profit margin	EBITDA Profit Margin	Before Tax	Net Profit	ROA	ROE	ROIC	Mkt cap (Bilion VND)	Change 1D (%)	Change 1W (%)	Change 1M (%)	Change 3M (%)	Change 6M(%)	Change 9M (%)	Change 1Y (%)	Change YTD (%)
MSH	12.50%	6.86%	7.06%	5.68%	7.20%	15.33%	1.51%	3,901	4.63%	5.26%	16.85%	28.87%	41.89%	35.48%	67.10%	43.25%
VGT	7.56%	4.41%	2.85%	1.93%	0.22%	0.64%	-0.15%	7,997	0.59%	3.94%	33.56%	29.66%	35.77%	26.17%	35.15%	35.92%
TCM	15.39%	10.30%	5.79%	4.18%	4.25%	7.01%	2.60%	5,158	1.64%	7.12%	30.14%	28.19%	34.87%	26.89%	24.38%	36.69%
TNG	13.91%	10.58%	3.93%	3.17%	4.13%	13.11%	2.42%	2,997	-0.75%	3.94%	30.69%	23.36%	48.03%	35.98%	49.08%	34.71%
STK	14.70%	15.39%	6.33%	6.16%	3.11%	5.37%	0.15%	2,887	2.02%	2.02%	4.30%	7.62%	12.83%	-9.00%	22.68%	16.96%
GIL	11.25%	-2.10%	9.65%	7.38%	2.08%	2.94%	-0.52%	2,558	-0.41%	8.14%	14.22%	14.40%	45.33%	15.85%	40.04%	46.49%
PPH	19.68%	6.54%	17.15%	16.97%	8.78%	16.62%	0.02%	2,192	3.01%	4.53%	10.77%	13.96%	24.30%	21.46%	34.80%	18.69%
VGG	9.78%	2.05%	2.80%	2.34%	3.85%	10.77%	1.52%	1,649	-0.28%	-3.12%	8.92%	8.70%	11.43%	6.58%	29.90%	11.13%
HTG	9.36%	6.53%	4.55%	3.64%	6.82%	20.91%	2.28%	1,267	1.15%	4.14%	9.29%	9.95%	25.03%	40.16%	40.44%	16.86%
ADS	10.89%	10.84%	4.92%	4.25%	2.28%	7.40%	1.13%	1,123	0.68%	8.49%	19.03%	13.08%	12.64%	-5.16%	13.45%	11.36%
平均	12.50%	7.14%	6.50%	5.57%	4.27%	10.01%	1.10%	3,173								

水产品	利润率							价格波动								
股票代码	Gross profit margin	EBITDA Profit Margin	Before Tax	Net Profit	ROA	ROE	ROIC	Mkt cap (Bilion VND)	Change 1D (%)	Change 1W (%)	Change 1M (%)	Change 3M (%)	Change 6M(%)	Change 9M (%)	Change 1Y (%)	Change YTD (%)
FMC	9.18%	8.30%	5.62%	5.61%	8.27%	14.25%	0.02%	3,335	0.99%	-3.04%	7.28%	10.87%	16.86%	11.81%	26.79%	17.77%
VHC	12.43%	11.36%	9.98%	8.55%	6.98%	10.37%	1.05%	16,744	0.81%	2.33%	0.00%	1.36%	36.73%	19.24%	58.31%	24.05%
MPC	10.51%	2.97%	0.10%	0.00%	0.07%	0.13%	1.26%	6,993	1.67%	1.23%	8.51%	-1.14%	2.20%	-7.78%	2.77%	1.88%
ANV	8.11%	4.33%	-0.23%	-0.78%	-0.64%	-1.15%	-5.15%	4,526	0.59%	7.94%	16.64%	-1.16%	14.86%	1.44%	4.76%	9.32%
IDI	7.04%	6.08%	1.49%	1.22%	0.86%	2.20%	0.68%	2,789	0.41%	2.08%	11.87%	-2.78%	11.36%	11.87%	-2.39%	4.70%
ACL	13.83%	6.70%	1.12%	0.97%	0.73%	1.56%	0.47%	630	0.00%	0.40%	1.21%	-4.92%	-0.40%	12.24%	-3.09%	5.91%
AAM	-0.74%	-5.79%	-1.86%	-1.85%	-1.22%	-1.28%	-0.05%	91	4.19%	-1.25%	-2.25%	-8.71%	-7.45%	19.44%	20.18%	-6.75%
平均	8.62%	4.85%	2.32%	1.96%	2.15%	3.72%	-0.25%	5,015								

源: FiinproX



股票排名

参考指数: VN - Index		投资期: 6 至 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	
加仓	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观	
中立	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至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	
中立	与越南指数相比,平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观	
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。



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

武琼如

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:702

吴妙玲

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

阮德平

Senior Research Analyst

binhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:704

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

范氏美凤

Customer Service Specialist

and translator

phuongptm@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	河内市纸桥区陈维兴路 117 号 Charm Vit 大厦一楼	胡志明市第三郡国际工厂路第二 号 BIS 三楼
挂单电话: (024) 35.779.999	电话: (024) 35.730.073	电话: (028) 38.239.966
Email: info@gtjas.com.vn	传真: (024) 35.730.088	传真:(028)38.239.696
Website: www.gtjai.com.vn		