



企业报告：马山高科技材料股份公司（MSR）

分析部门

2025年4月25日

大宗商品类股票——通胀防御的避风港：

投资论点：

马山高科技材料股份公司（Masan High-tech Materials，股票代码：MSR）是马山集团旗下的成员公司。该公司成立于2010年，核心业务为采矿业。目前，MSR在越南太原省运营 Nui Phao 多金属矿以及一家钨加工厂。MSR 是中国以外全球最大的钨深加工产品生产商，其主要产品包括钨、铜、萤石、铋，广泛应用于电子、化工、汽车、航空航天、能源及医药等关键现代产业。

MSR 拥有丰富的矿产储量，并在贸易战升级导致全球供应趋紧的背景下受益。

随着 Nui Phao 爆破作业重新获得许可，预计自 2025 年起，公司产量和营收将有所改善。此外，退出 HCS 的投资有助于 MSR 减轻债务负担，从而进一步提升企业利润表现。

在高通胀背景下，商品类股票有望受到投资者关注。

投资建议：

根据估值结果，MSR 股票目标价为 17500 越南盾/股。

MSR 股票在 2025 年 4 月 24 日的收盘价为 16000 越南盾/股，对应市净率（P/B）为 1.44 倍。我们建议“观望”MSR 股票。合理的建仓区间应在 12000–13000 越南盾/股，接近每股账面价值（BVPS）。

建议：

观望

目标价

VND17500

当日股价：

VND16000

股价走势

Price performance



股价波动	1 M	3 M	1Y
波动率 %	-17.1%	48.1%	-19.6%
与越南指数相比	-25.1%	44.9%	-27.2%
平均价（越盾）	17,191	18,397	14,474

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数（百万）	1,099.16	大股东（%）	Masan Vision 95%
市值（十亿越盾）	18,136.06	Free float（%）	5%
三个月平均成交量（‘000）	2,884.98	EPS（VND）	-1,491
52 周最高/最低价（越盾）	25600 / 10400	NPM（%）	-11.07

源: the Company, Guotai Junan (VN).

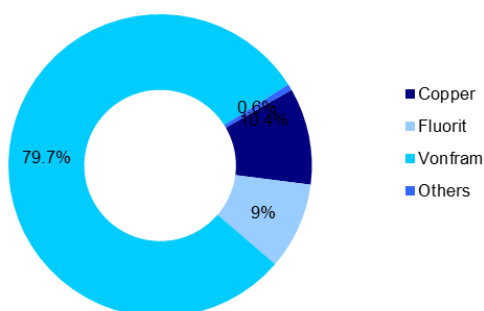
一、企业概览

简介

马山高科技材料股份公司（Masan High-tech Materials，股票代码：MSR）是马山集团旗下的成员公司。该公司成立于 2010 年，核心业务为采矿业。目前，MSR 在越南太原省运营 Nui Phao 多金属矿以及一家钨加工厂。MSR 是中国以外全球最大的钨深加工产品生产商，其主要产品包括钨、铜、萤石、铋，广泛应用于电子、化工、汽车、航空航天、能源及医药等关键现代产业。

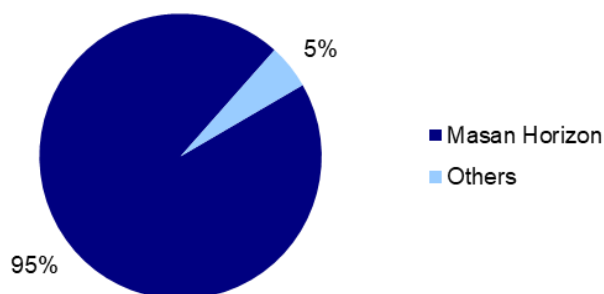
收入结构

Revenue structure 2024

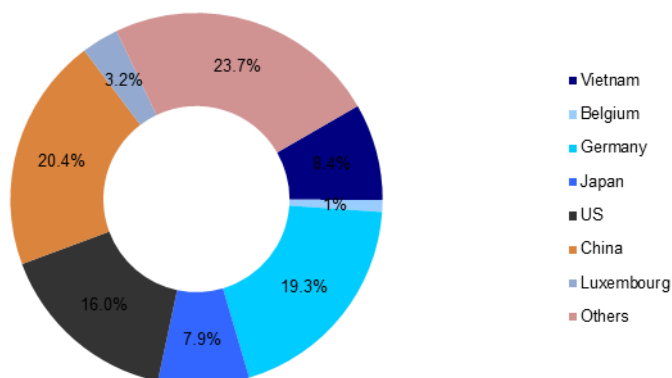


股东结构

Shareholder Structure



Revenue by market



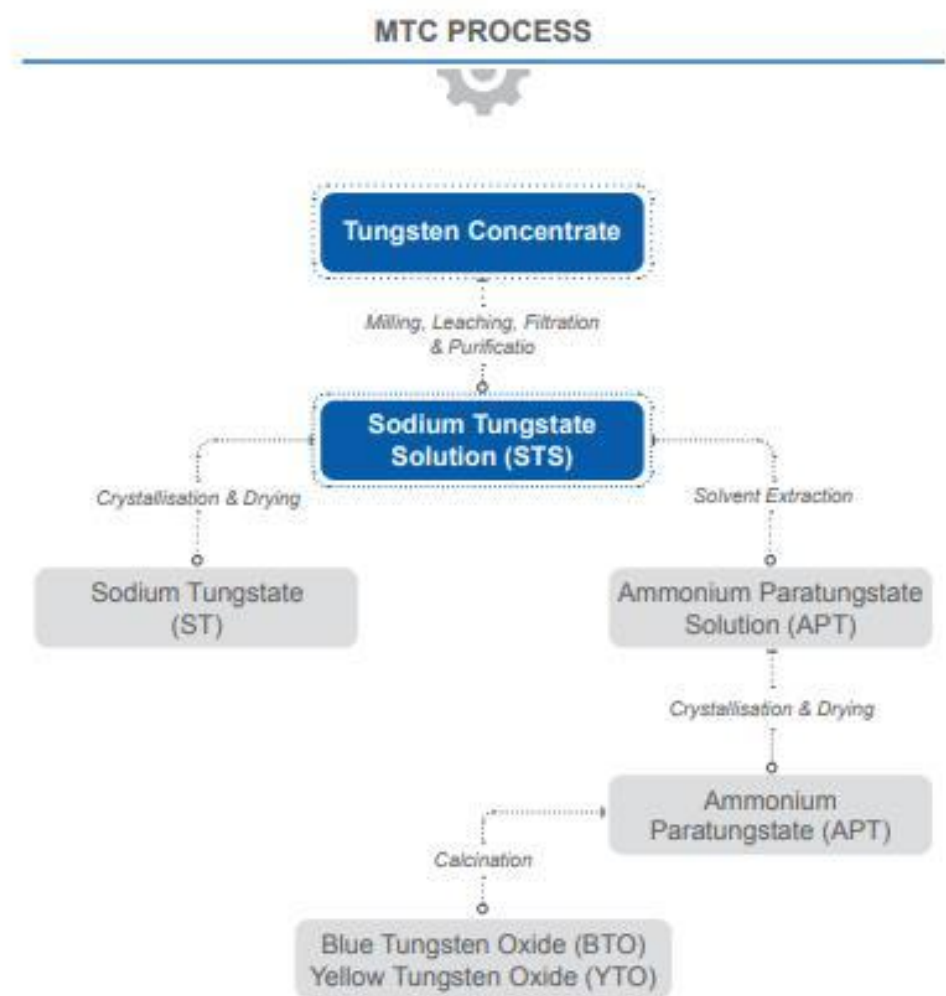
生产能力

钨回收工厂（MTC）：负责加工来自 Nui Phao 矿业公司的全部钨精矿产量，同时回收并再利用废旧电池中的钨材料，将其作为新产品的原材料来源。

Nui Phao 钨矿于 2014 年投入运营，预计开采年限为 20 年（至 2034 年）。根据集团最新信息，截至 2023 年，矿山储量约为 4400 万吨矿石，预计可延长开采至 2035 年。Nui Phao 是中国以外被确认拥有最大钨矿储量的矿山之一，WO₃ 储量为 5250 万吨，平均品位为 0.21%。

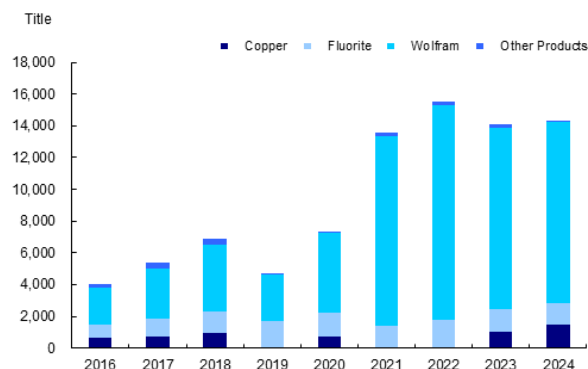
2024 年退出 HCS 投资

- 2024 年第四季度，MSR 完成向三菱材料集团（MMC）出售旗下全资子公司 H.C. Starck Holding（HCS）的 100% 股权交易。
- HCS 是 Masan 高新材料全资拥有的子公司，是一家高品质钨粉生产商。Masan 高新材料于 2020 年投资 HCS，旨在将钨精炼和回收技术引入越南，以推动向可持续的循环商业模式转型。同年，MSR 与 MMC 集团签署合作协议，成立全球钨价值链联盟。然而，越南现行法律尚未允许进口钨废料，导致 MSR 难以在本地实施回收战略，因此在合作 4 年后做出退出 HCS 的决定。
- 此次交易为 HCS 带来约 1.4 万亿越南盾的财务收入。此外，MSR 与 HCS 签署仲钨酸铵（APT）和氧化钨产品的包销协议，确保 MSR 部分产品的稳定销售渠道。
- 在退出对 HCS 的投资后，MSR 目前仅拥有 MTC 工厂。Masan High-Tech Materials 的 MTC 工厂被设计用于将来自 Nui Phao 矿业公司的全部钨精矿产量及从外部采购的含钨原料，通过化学选矿流程中的物理-化学精炼及结晶工艺，转化为高纯度的仲钨酸铵（APT）。随后，APT 产品被包装销售给外部客户，或进行煅烧以生产蓝色钨氧化物（BTO）和黄色钨氧化物（YTO），用于外销或在 MSR 内部进一步深加工。

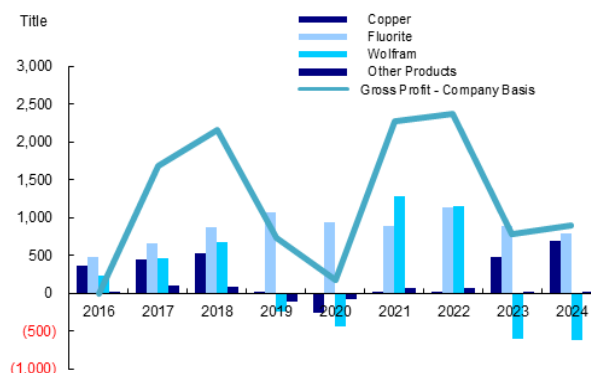


二、财务状况

各产品的收入结构



各产品的毛利润结构



源: Bloomberg, GTJASVN Research

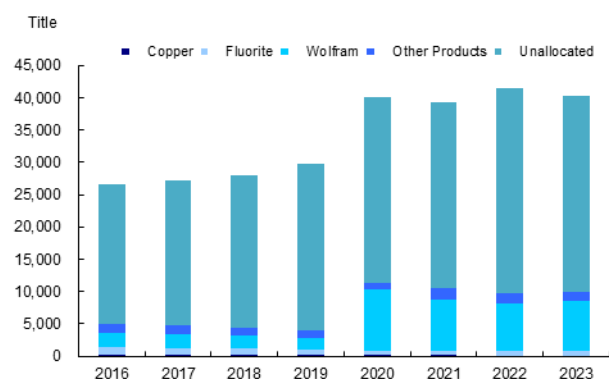
2024 年按产品划分的经营业绩评估

	2024 年 产量	2023 年 产量	同比变动	备注
钨 (Vonfram)			-4%	由于来自 Nui Phao 矿的原料供应量减少，钨原料主要依赖回收来源。
萤石 (Fluorit)			稳定	由于低品位储矿的混合比例提高及其氧化程度加重，导致回收率下降。
铜	5.31 万吨		增加	得益于更高品位的原料供应
铋 (Bismuth)			减少	由于原料品位较低且回收率下降
钴 (Coban)	195 吨		+35%	
按部门划分的收入				
	2024 年	2023 年	同比变动	备注
铜 (Copper)	1484.48	1043.54	42.25%	越南消费强劲增长，2025 年将继续销售。
萤石 (Fluorit)	1332.361	1419.52	-6.14%	销量下降，尽管价格上升。
钨 (Vonfram)	11427.56	11429.31	-0.02%	需求疲软，但价格支撑收入。
其他 (Others)	91.923	200.88	-54.24%	
总计 (Total)	14336.33	14093.25	1.72%	
毛利润				
	2024 年	2023 年	同比变动	备注
铜	699.851	486.168	43.95%	
萤石 (Fluorit)	798.732	886.403	-9.89%	
钨 (Vonfram)	-620.357	-593.894		钨业务因价格较低与折旧较大而亏损。
其他 (Others)	14.479	5.608	158.18%	
总计 (Total)	892.706	784.286	13.82%	Nui Phao 矿的爆破作业于 2023 年暂停，现已重新获得许可。

源: MSR, GTJASVN Research

财务健康

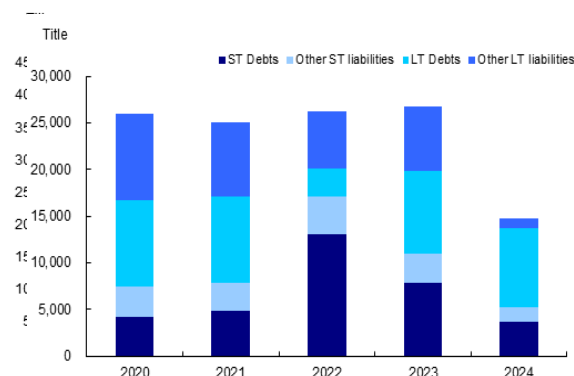
资产结构



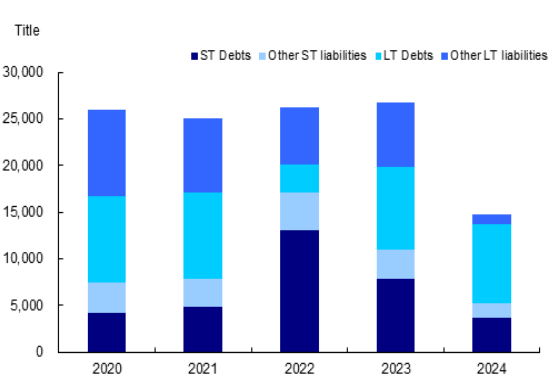
到 2024 年底，MSR 的总资产将减少至超过 26 万亿越南盾，较 2023 年通过出售 HCS 股权后的 40 万亿越南盾有所下降。

源: Bloomberg, GTJASVN Research

资本结构

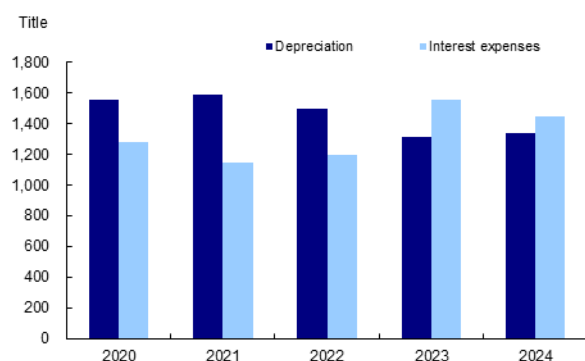


债务结构

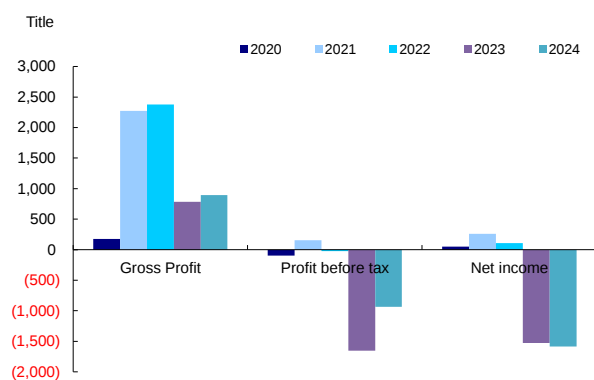


企业利润受到折旧费用和利息负担的巨大压力

折旧和利息费用

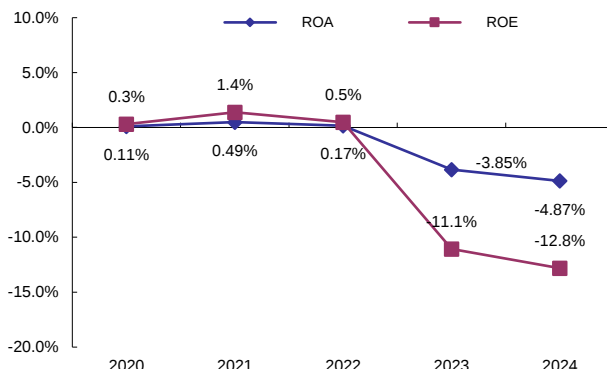
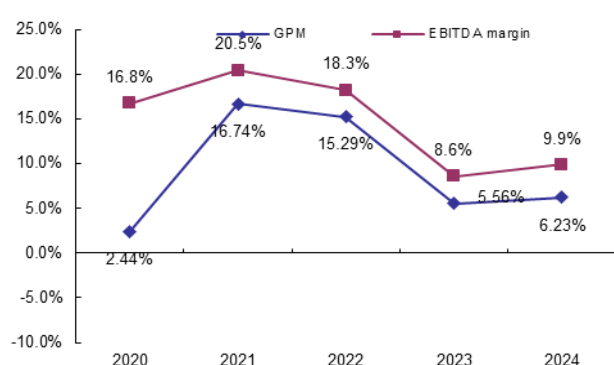


企业利润



源: FiinproX, GTJASVN Research

利润率与收益率



源: FiinproX, GTJASVN Research

- 财务结构与集团协同优势：依托 Masan 集团生态系统，MSR 在融资渠道上具备独特优势。截至 2024 年底，因投资 Nui Phao 矿山固定资产及钨加工厂，MSR 债务结构以长期负债为主。2024 年第四季度退出 HCS 后，企业短期债务（含借款）显著降低。
- 财务结构与集团协同优势：依托 Masan 集团的生态系统，MSR 在融资渠道上具备独特的竞争优势。截至 2024 年底，受 Nui Phao 矿山固定资产及钨加工厂投资影响，MSR 的债务结构以长期负债为主。2024 年第四季度完成 HCS 撤资后，企业的短期债务包括借款大幅降低。
- 预计随着短期债务减少 4 万亿，2025 年及未来几年的利息费用压力将显著减轻，预计每年减少约 1500 亿越南盾。
- 值得注意的是，2024 年税前利润与税后利润之间存在一定差异，这主要源于与资产调整及 HCS 出售交易后收入相关的递延所得税项目变动。

三、2025 年度经营前景评估

板块	2024 年贡献			详细评估
	营收占比	毛利	毛利率	
Volfram	80%	-620	-	该板块仍录得亏损，主要由于折旧费用较高。2024 年平均价格为 318 美元/MTU。 供应、价格与前景 全球钨价预计将从目前的 335 美元/MTU 上涨至 385 美元/MTU，原因如下： • 全球库存处于较低水平，供应紧张； • 尤其是在中国这一全球最大钨生产国发布控制措施、限制钨出口之后，这种紧张局势更加明显。



钨的需求持续处于高位，受到半导体、电子和国防产业的推动。美国国防部（DoD）已发布禁令，禁止在 2027 年 1 月之后使用来自中国的开采钨，这将增加对替代供应的需求，尤其是来自美国和韩国的新项目。

铜 10% 700 47%

年均毛利率为 50%

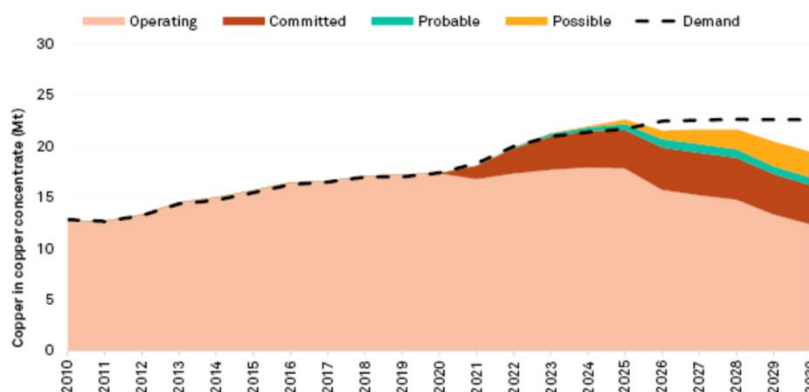
铜市场可能面临短期内的结构性供应缺口，预计美国的供应将从 2024 年底开始趋于紧张。这是因为全球矿产产量未能足够快速增长以满足需求，尤其是智利、秘鲁和刚果民主共和国（DRC）等新项目尚未足以弥补这一差距。

另一方面，关税信息可能对铜的需求产生重大影响。在负面情景下，全球经济衰退可能会减少对住房支出和购车的需求，这将影响铜的主要消费市场。

铜价在 3 月创下新高后，因关税消息大幅回落。



源: Tradingeconomics



标普消息：全球铜供应预计将下降

预计 2025 年铜价将在 4.5-4.8 美元/磅之间波动（比 2024 年全年平均价格上涨 10%）。

萤石 9% 799 60%
Fluorite

年均毛利率为 60%

预计 2025 年，萤石市场在供需两方面将保持稳定，预计价格将在 450 美元/吨左右波动，同比小幅上涨 3%；

铋 1% 14 16%
Bismuth

由于供应限制和中国限制金属出口的政策影响，铋的价格预计在 2025 年将出现波动。

评估与建议

- 基于上述分析，我们预测 MSR 在 2025 年将实现约 15.3 万亿越南盾的营业收入，同比增长 7%。虽然利息费用的压力有所缓解，但由于折旧和利息支出仍处于较高水平，利润率依旧偏低，企业在 2025 年仍难以实现扭亏。我们预计 2025 年税前亏损约为 7000 亿越南盾。
- 从中长期来看，MSR 的业务有望持续受益于主要产品线的强劲需求。尤其值得期待的是钨（wolfram）板块，随着企业深化加工工艺、提升回收产品的利用率，其盈利能力有望得到改善。自 2024 年中期起，Nui Phao 矿山恢复爆破作业许可，并结合更科学的开采管理措施，预计将进一步提升 MSR 的开采效率。
- 关于矿山开采年限的担忧，如前所述，Nui Phao 矿预计可持续开采至 2034-2035 年。MSR 正积极推进多元化战略。例如在 2024 年，公司已申请扩展采矿许可，增加 2800 万吨矿石储量，反映出其延长矿山寿命的努力。此外，MSR 还致力于生产钨的高附加值产品，如碳化钨及其他钨制品，应用于电子、汽车和航空航天等行业。这一战略有助于在矿石资源减少时维持经济价值。
- 例如在 2022 年，公司通过钨的生产与深加工创造创纪录的营收。同时，与三菱综合材料集团（Mitsubishi Materials Corporation Group）的合作协议，也表明 MSR 正在构建一个全球供应和销售网络，减少对单一矿源的依赖，从而降低经营风险。



建议:

- 基于对 MSR 未来三年内有望扭亏为盈、深入参与钨（wolfram）深加工及供应链体系的预期，我们给出 MSR 股票的合理估值为 17500 越南盾/股。
- 目前 MSR 的每股净资产（BVPS）为 11066 越南盾，按 2025 年 4 月 24 日收盘价 16000 越南盾计算，其市净率（P/B）为 1.44，属于较高水平。
- 因此，我们建议“观望”MSR 股票。

其他有利因素:

- MSR 有望受益于供应链突发事件，尤其是中国对包括钨和铋在内的金属出口限制政策。
- 大宗商品类股票通常在高通胀环境下具有避险属性。考虑到全球通胀预计将在 2025 年因关税和其他不确定性因素上升，MSR 股票或可受益于相关投资策略。

四、投资风险:

- 美国总统特朗普的关税政策可能加剧全球经济前景的不确定性，进而间接影响对 MSR 产品的市场需求。
- MSR 目前在 UPCOM 市场交易，涨跌幅限制为 $\pm 15\%$ /日。由于股东结构集中，市场流通股较少，流动性偏弱，可能给投资交易带来一定困难。

股票排名

参考指数: VN – Index.

投资期: 6-18 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
收集	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
持有	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: 6-18 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
中性	与越南指数相比, 平均行业利润率 -5% 至 5% 或行业前景中等
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。



GTJA 证券（越南）– 研究部

陈氏红绒

Deputy Director

nhungth@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

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

huongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:113

阮秋庄

Translator

trangnt@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

挂单电话:

(024) 35.779.999

Email: info@gtjas.com.vn

Website: www.gtjai.com.vn

河内市纸桥区陈维兴路 117 号
Charm Vit 大厦一楼

电话:

(024) 35.730.073

传真: (024) 35.730.088

胡志明市第三郡国际工厂路第二号
BIS 三楼

电话:

(028) 38.239.966

传真: (028) 38.239.696



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