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

行业报告

越南油气行业

打通国家天然气输送动脉
唤醒新一轮增长周期



国泰海通（越南），研究部

2026年10月22日

报告摘要

打通国家天然气输送动脉，唤醒新一轮增长周期

- 2026年是越南油气行业的重要转折点。这不仅体现在政策框架的变化、国内油气勘探开发项目进度的加快，更受到中东战事对全球油气开采及供应链运行的显著影响。
- 短期内，下游企业是受中东局势波动及政策变化影响最大的企业群体。
- 通过观察越南国内油气产业链及相关项目的推进进度，我们认为，随着国内油气勘探开发项目投资进入加速周期，行业内大多数企业正迎来一系列有利因素。

重点关注个股：BSR、PVS、PVD、PVT、GAS、PLX、PVB、OIL。

在评估油气行业价值链、各企业所处的产业链环节及影响其经营表现的关键变量后，我们对行业内主要企业的经营前景作出如下判断：

油气服务
PVS, PVD

PVS: 受益于正在实施的海上油气工程建设项目订单储备（Backlog），相关项目将在短中长期持续贡献业绩。.

PVD: 受益于钻井平台租赁价格上涨，以及钻井平台数量和井下服务业务的扩张。

炼油
BSR

炼油厂检修结束并恢复运营，炼油利润率改善，为2026年盈利前景提供支撑。然而，在裂解价差（Crack Spread）触及峰值后，叠加TA6计划全面检修，2027年营收及利润将面临回落压力。

天然气与运输
GAS, PVT

GAS: 依托旗下成员企业构建的业务生态体系，增长动力覆盖整个产业链。GAS目前推进的液化天然气（LNG）基础设施建设，也符合越南政府的长期发展战略。

PVT: 通过扩大船队规模实现业务增长，并受益于2026年较高的市场价格水平。

分销
PLX, OIL

产销量提升及直接零售业务扩张，为利润率改善创造了空间。短期内，下游企业仍将受到国际油价走势及越南国内成品油价格调整的较大影响。库存调配管理及销售价格谈判将发挥关键作用。

数据来源：国泰海通（越南），研究部

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

主要内容

01 全球油气市场：2026年能源冲击

地缘政治紧张局势及供应中断风险，尤其是霍尔木兹海峡等关键能源运输通道面临的风险，进一步加剧了国际油价波动、运输成本上升及通胀压力。

在此背景下，2026—2027年油价可能随着不同供需情景的变化而大幅波动。同时，炼油业务也将受到原材料成本、炼油利润率及成本转嫁能力等因素的影响。这些外部因素将直接影响越南油气全产业链的发展前景。

02 越南油气行业：能源安全与国内投资周期

受益于国内油气产量的提升，2026年前三季度越南国内原油产量同比增长10.4%，达到666万吨。尽管如此，受长期产量下滑趋势影响，越南仍在较大程度上依赖进口。

与此同时，国内天然气产量下降，使液化天然气（LNG）及相关基础设施的重要性日益凸显，但也带来了全球LNG价格、汇率及接收站处理能力等方面的风险。新一轮投资周期有望为上游勘探开发、钻井服务、管道、运输、LNG、炼油化工及电力等领域创造机遇。然而，相关机遇能否转化为实际业绩，仍取决于各项目的审批、施工进度、投产运营及投资回收情况。

03 油气产业链价值投资策略

本章将从产业链价值角度分析相关股票的投资机会。上游及油气服务板块有望受益于钻井需求增长和项目投资增加；中游板块的表现取决于运输、管道及液化天然气（LNG）基础设施的发展；下游板块则对炼油利润率波动及成本转嫁能力更为敏感。

增长机会主要来自投资周期的推进及能源基础设施需求的增长，但各细分板块的前景将显著分化，具体取决于项目进度、对进口的依赖程度，以及将投资转化为现金流的能力。

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

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

第一部分

全球油气行业动态

全球能源冲击

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

2026—2027年石油供需情景与价格预测

1. 供需平衡

脆弱的供需平衡

- **需求：**受高油价及经济前景影响，2026年需求增速放缓，但预计2027年将重新回升

105-108

百万桶/日

- 预计2026年第四季度全球石油需求同比下降250万桶/日，2026年全年平均下降260万桶/日。

收窄 2026 → 小幅过剩 2027

2. 中东供应受阻

预计供应压力将自2027年第一季度起缓解



100.7 百万桶/日 → **108.4** 百万桶/日

- **2026年末达到峰值：**预计今年全球石油供应平均每日减少580万桶。
- **自2027年第一季度起逐步缓解：**预计2027年全球石油供应将恢复，全年增加770万桶/日。
- **供应缓解的驱动因素：**政治协议达成及霍尔木兹海峡重新开放；海湾国家恢复生产能力；以及各国在战略储备消耗殆尽后，着手重建战略石油储备。

3. 布伦特原油价格预测

油价预测仍面临挑战

Q4/2026 **>105** 美元/桶 → 2027 **84** 美元/桶

- **2026年第四季度危机达到峰值：**消费旺季将推动油价继续攀升。
- **2027年趋于稳定：油价逐步回落至平均84美元/桶。**
- **注意：**油价预测基准上调至84美元/桶，较此前预测高出10美元/桶，反映出物流成本上升，以及战略石油储备补库（restocking）带来的压力。

较此前预测上调10美元/桶

2026年底 → 2027年第一季度 → 2027年

供需失衡预计于2026年末达到峰值，并有望自2027年下半年起逐步缓解

数据来源：OPEC, EIA STEO, IEA,国泰海通（越南），研究部

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

IEA《2026年10月报告》全球油气市场展望更新

- 根据国际能源署（IEA）10月更新的报告，全球油气市场主要呈现以下几个特点：全球石油需求预计在2026年第四季度同比下降250万桶/日，2026年全年日均下降260万桶。伊朗战争通过限制石油产品供应、推高燃料价格及恶化经济前景，对全球石油需求造成冲击，其中柴油需求下降占整体降幅的25%。IEA预计，2027年全球石油需求将部分复苏，增加200万桶/日，但仍比2025年低62万桶/日，相当于下降0.6%。9月，受益于海湾地区生产商增产，
- 全球石油供应环比增加250万桶/日，达到1.023亿桶/日。OPEC+产量增加210万桶/日，主要由沙特阿拉伯贡献；非OPEC+国家的供应增量则主要来自阿联酋。预计2026年全球石油供应日均减少580万桶，降至1.007亿桶/日，随后于2027年逆转趋势，增加770万桶/日。海湾地区再度发生袭击事件，使供应恢复进程仍面临较大不确定性。
- 全球炼油厂原油加工能力预计将在10月降至季节性低点，即8130万桶/日，随后于年底回升至8460万桶/日。海运及原油成本创下历史新高，导致欧洲和亚洲炼油利润率大幅收窄；与此同时，折价原料供应则推动美国炼油利润率升至新高。预计2026年全球炼油厂原油加工量将减少230万桶/日，降至8170万桶/日，随后于2027年增加280万桶/日。
- 柴油市场持续承受显著压力。供应中断长期化迫使各国在秋季炼厂检修及冬季需求旺季到来前，逆季节性趋势消耗库存。9月，全球柴油出口同比减少70万桶/日，其中俄罗斯和中东地区出口合计减少130万桶/日，仅部分被其他地区供应的增加所抵消。
- 9月，全球石油库存小幅减少1000万桶。陆上石油库存进一步减少1.13亿桶，但这一降幅大部分被海上运输中的石油库存大幅增加所抵消。非经合组织（OECD）国家的原油库存大幅减少7600万桶，其中中国占降幅的78%；经合组织国家库存则减少3700万桶。与2月底相比，全球石油库存累计减少5.09亿桶，相当于日均下降240万桶。
- 9月，北海即期布伦特原油（North Sea Dated）价格环比大幅上涨26.17美元/桶，达到116.89美元/桶。中东地区新一轮冲突扰乱供应，亚洲炼油厂加大采购力度，共同推动油价上涨。9月11日，沙特阿拉伯东西向输油管道遭轰炸，加上海运费呈指数级上涨，进一步加剧了油价涨势。报告编制时，北海即期布伦特原油价格约为134美元/桶。

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

IEA《2026年10月报告》全球油气市场展望更新

柴油与瓦斯油供应瓶颈：

• 尽管全球柴油价格已较9月创下的逾200美元/桶历史峰值有所回落，但柴油基准价格仍接近原油价格及危机前水平的两倍。柴油价格创历史新高正在引发广泛的经济影响，推高商品成本，同时冲击实际收入、经济活动及通胀。继2026年第二季度和第三季度全球石油需求同比分别下降500万桶/日和370万桶/日后，预计2026年第四季度需求将下降250万桶/日。受高油价及部分国家经济前景恶化的影响，消费持续承压，预计2026年全年全球石油需求将减少260万桶/日，降至1.024亿桶/日。

• 尽管需求下降，预计石油市场供需仍将持续处于供不应求状态，直至年底；中间馏分油产品，尤其是柴油，供应受限的局面可能延续至2027年。

• 2026年第三季度，全球瓦斯油市场逆季节性趋紧。中东和俄罗斯出口持续受阻，迫使各国动用库存。叠加2026年第二季度库存降幅远超常态，全球瓦斯油市场在冬季需求旺季到来前，已失去重要的库存缓冲。

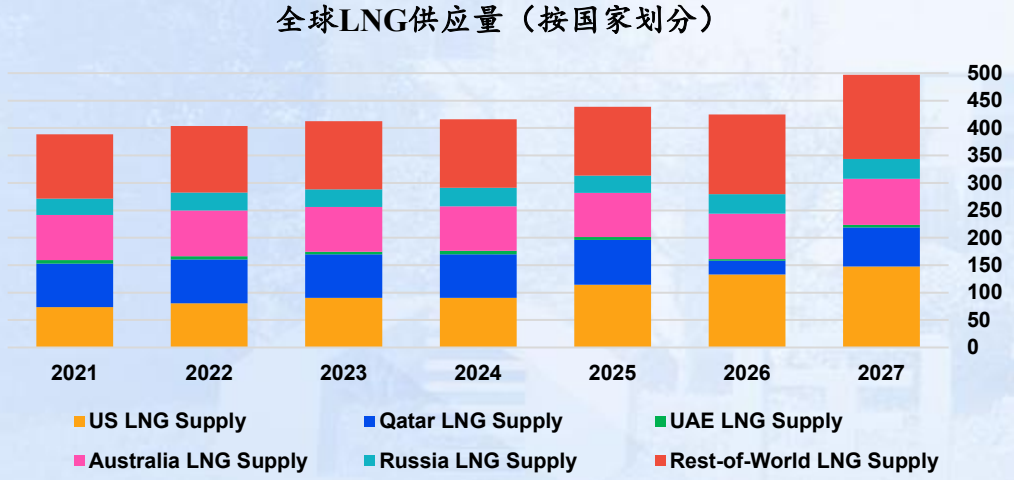
• 价格高企削弱了需求，消费者推迟购买对价格较为敏感的取暖油。相比之下，柴油需求对价格的敏感度相对较低，在政府采取措施减轻高燃料价格对消费者的冲击后，仍维持在较高水平。库存下降、瓦斯油相对原油的裂解价差（Crack Spread）大幅扩大，以及现货升水结构（Backwardation）日益加深，均表明市场亟需补充供应。然而，即使预计炼油厂加工能力将在年底前迅速恢复，瓦斯油供应仍不足以满足2026年第四季度的需求。这表明，除正常季节性波动外，要弥补此前损失的库存，可能仍需等到2027年下半年。

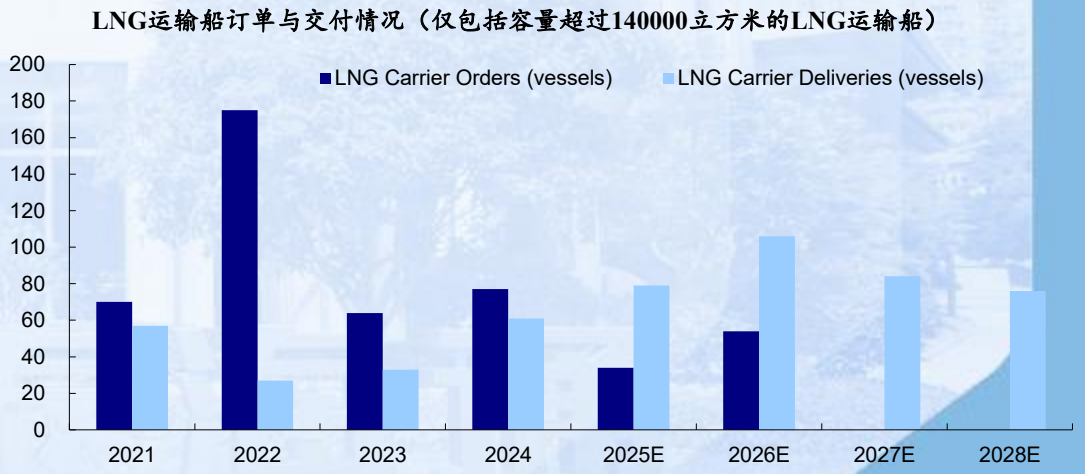
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

全球油气供需：油价、供需格局与运输成本







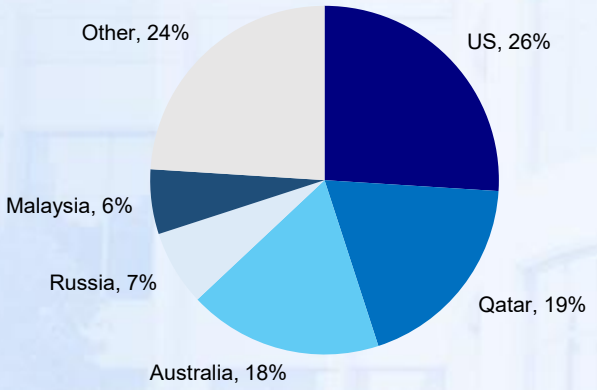


数据来源: Clarksons Research, Bloomberg, 国泰海通（越南），研究部

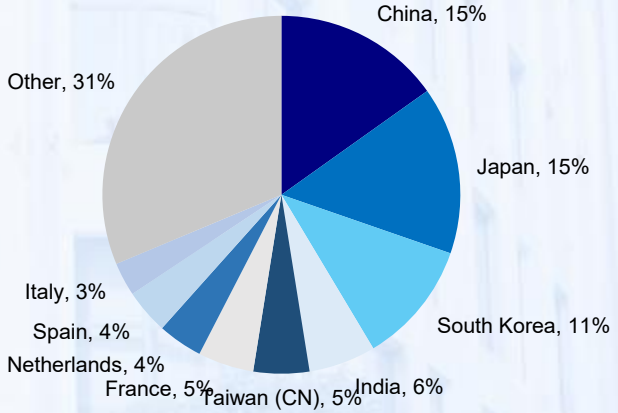
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

全球油气供需：LNG供需格局与运输成本

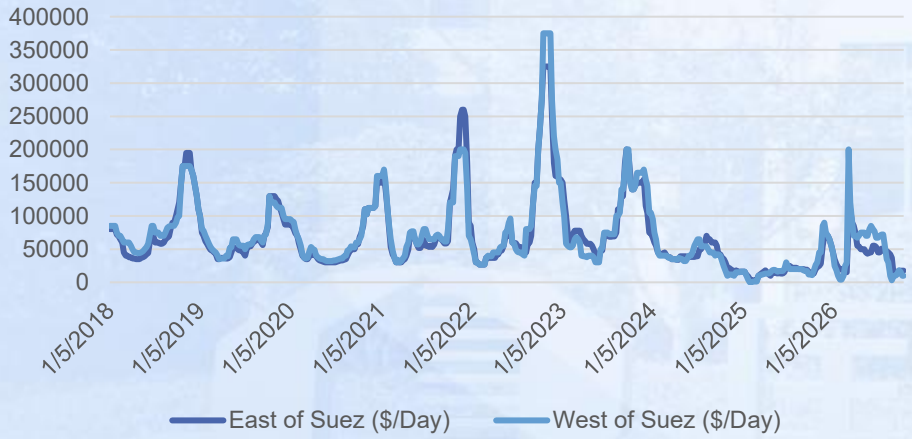
LNG出口市场份额（2025年）



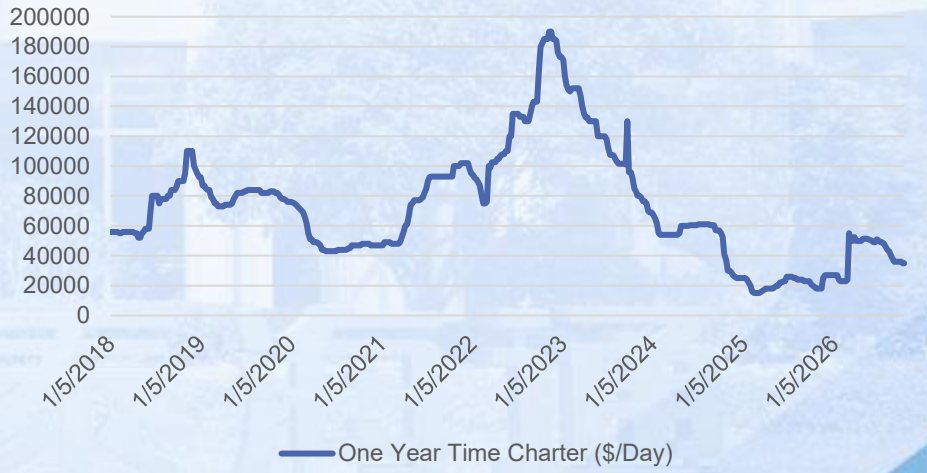
LNG进口市场份额（2025年）



LNG运输船现货运价（美元/天）



LNG运输船一年期定期租船租金（美元/天）

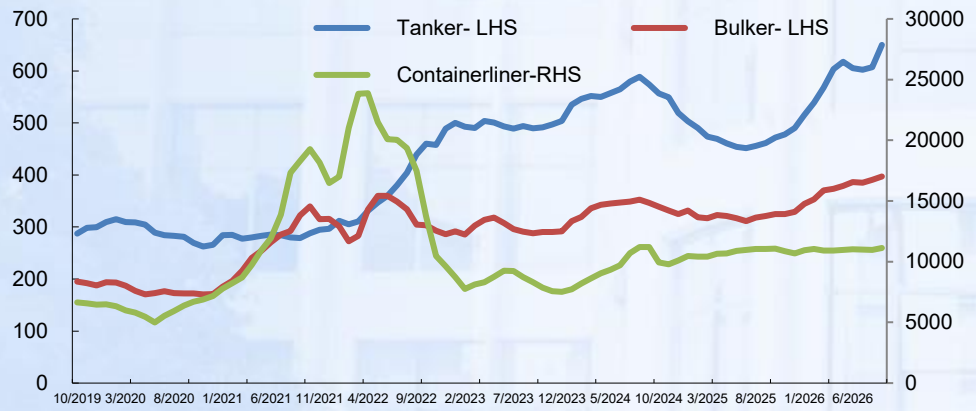


数据来源: IHS, Wood Mackenzie, Bloomberg, Fearnleys,国泰海通（越南），研究部

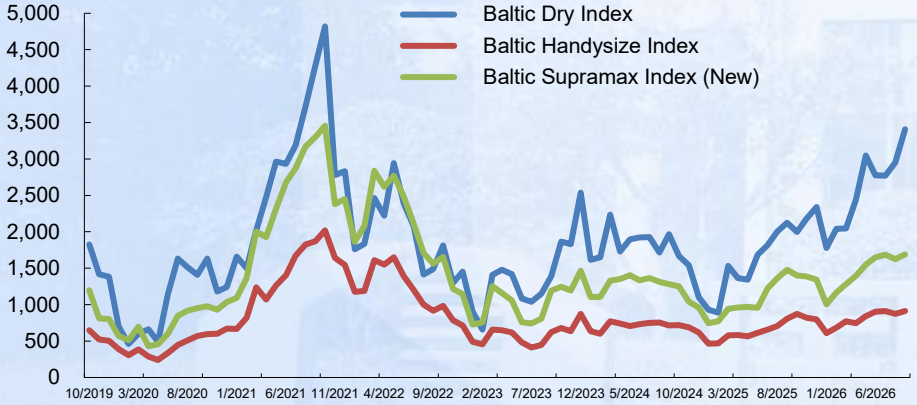
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

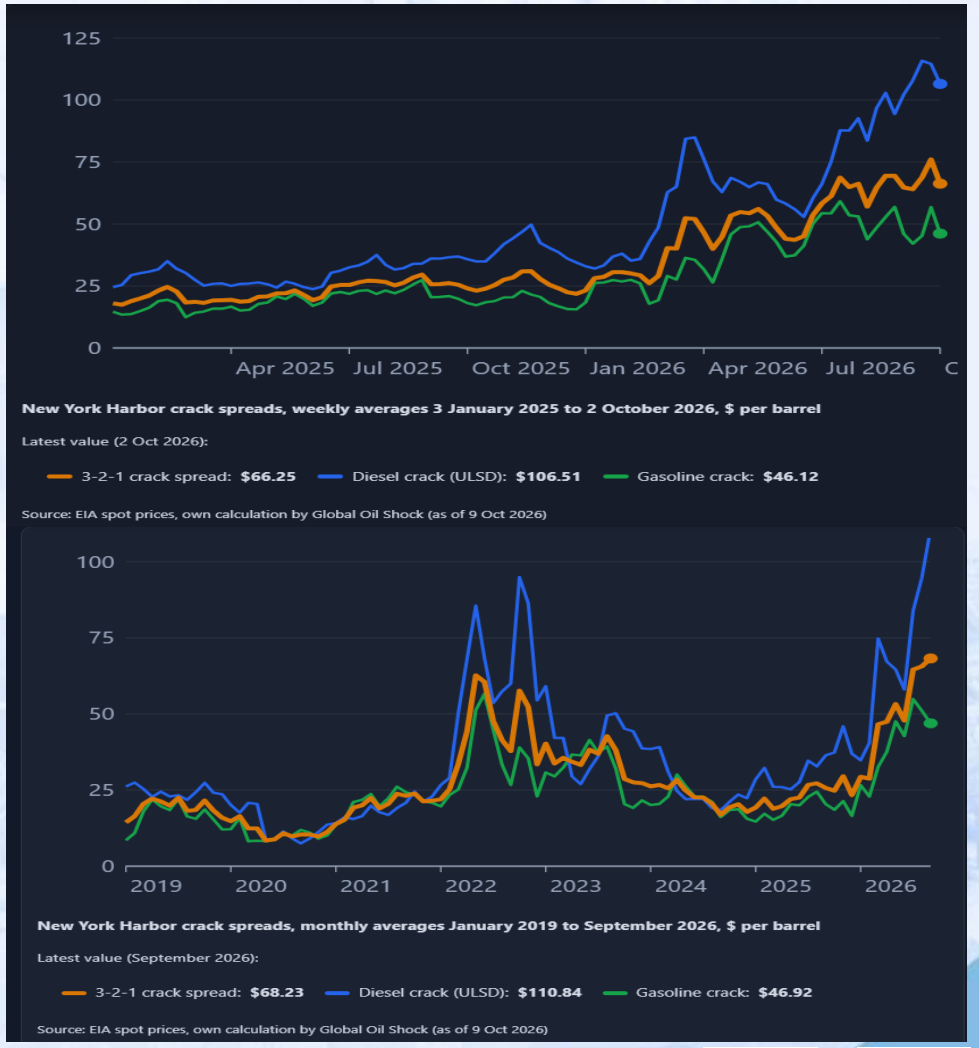
炼油利润率预计于今年见顶，随后受运输成本压力及价格波动影响而回落

船舶价格指数



波罗的海交易所指数





数据来源: EIA, Bloomberg, 国泰海通（越南），研究部

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

第二部分

越南油气行业概况

保障能源安全仍是首要任务，同时加快上游油气开发进程。

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

越南高度依赖燃料进口，能源安全面临挑战

1. 中东市场带来的战略风险与脆弱性

越南当前的能源结构显示，其对进口资源存在较大依赖，其中约87%的原油进口量来自中东地区。这种依赖使中东紧张局势对越南的影响尤为显著。尽管如此，越南政府通过政策调控与统筹引导所作出的努力值得肯定，2026年全年越南成品油供应以及经济生产和运营活动均保持连续运行。此次供应中断也对多个国家造成了重大冲击，并促使各国重新审视长期能源安全保障的思路与方向。具体而言，越南政府正积极推进能源安全建设，一方面通过多元化战略合作伙伴（如日本、韩国等）拓宽合作渠道，另一方面加强法律保障与资源投入，推动国内油气田的勘探、开发及建设活动，以逐步提升能源自主能力。

结构性矛盾：为何越南既开采、又出口，同时还要进口？

越南炼油化工行业的实际运营状况反映出一种结构性矛盾：越南既开采并出口原油，同时又必须进口原油作为炼化原料，并进口数百万吨成品油。这一现象主要源于以下几个核心原因：

原油的技术特性与进出口问题：

越南国内开采的原油主要属于轻质低硫原油（品质较高、硫含量较低），在国际市场上颇受青睐，通常出口以获取更高的利润空间（相较于布伦特原油价格可享有较高的溢价）。相反，为保障炼油系统运行，越南国内炼油厂必须从科威特及其他来源进口中质、重质及高硫原油，用于掺混调配。

重点炼油厂之间的技术差异：

典型案例是宜山炼油厂（Nghi Sơn），其成品油市场份额约占越南国内市场的40%。该炼油厂在设计上专门用于加工来自科威特的高硫/重质原油，因此其原油原料几乎100%依赖进口。相比之下，榕桔炼油厂（Dung Quất, BSR）尽管最初的技术设计是为加工越南国产低硫原油，但受老油田产量持续下降的影响，也不得不将进口外国原油的比例提高至40%–50%，以维持装置运行负荷。

炼油产能缺口与成品油进口压力：

榕桔炼油厂（Dung Quất）与宜山炼油厂（Nghi Sơn）的合计产能目前仅能满足越南国内成品油消费需求的约70%。因此，越南每年仍面临较大的外汇支出压力，需耗费数十亿美元，从新加坡、韩国、马来西亚等区域油气中心直接进口约900万—1000万吨成品油，以保障供需平衡并维持市场稳定。

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

越南油气上游：能源安全的基石与弥补“供应缺口”的挑战

1 上游行业特征：国家的战略调控作用与主导地位

集中统一的管理模式： 越南油气上游业务由国家通过越南国家石油集团（Petrovietnam，PVN）及相关专业法律框架进行直接监管与战略引导。

石油合同机制（PSC）： 所有油气田均通过国家/PVN与国内外承包商签订的产品分成合同（PSC）进行开发运营。PVN发挥核心作用，既代表国家行使所有者权益，也直接承担资本需求大、风险较高的重点项目。

价值链一体化规划： 上游在越南国内能源闭环产业链中发挥关键作用，负责向电力、化肥及炼油化工行业供应天然气，因此需要在价格政策、产品包销机制及全链条技术基础设施方面实现紧密协同。

2 自然衰减周期与“供应缺口”的形成

传统油气田的减产压力： 越南国内主要油气田于1986—2015年间投产，目前已进入开发生命周期的衰退阶段，面临油藏自然储量快速递减及开采成本持续上升的压力。

新项目的进度滞后与风险： 新油气田勘探正日益向深水、远海区域转移，地质结构更加复杂，需要投入巨额资本，且投资回收周期较长。重点项目（如B区块—乌门（Lô B–Ô Môn）天然气项目链、蓝鲸（Cá Voi Xanh）项目、金骆驼（Lạc Đà Vàng）项目等）因法律障碍、融资机制及商业谈判等问题而面临较大进度延误。值得关注的是，B区块—乌门项目正在加快推进，而蓝鲸项目则计划在中期重新启动。

后果——能源供应缺口： 现有油气田产量的下降未能得到新增产量的及时弥补，由此形成的“供应缺口”将直接威胁越南经济长期自主保障能源原料供应的能力。

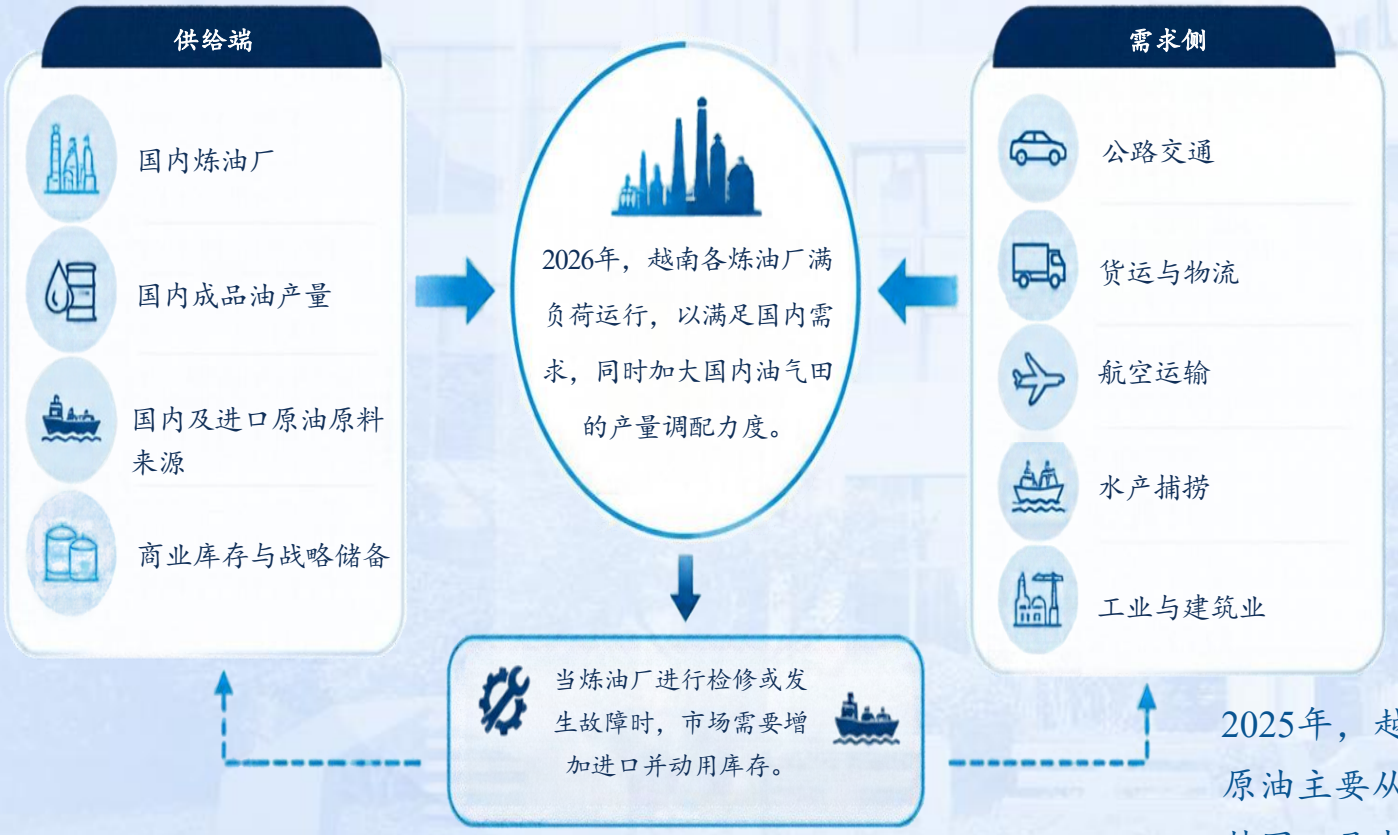
3 对国际市场的依赖程度不断加深

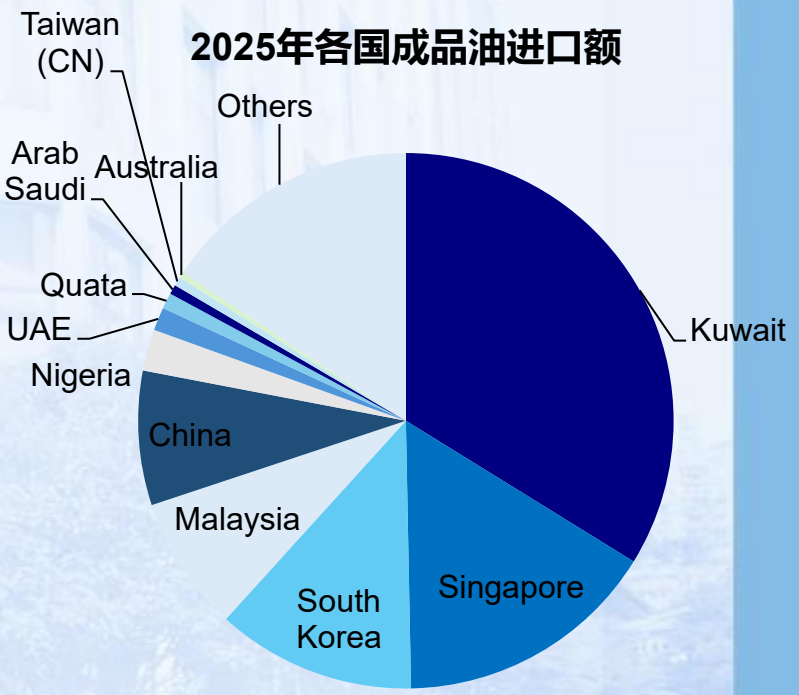
原油领域： 国内原油产量下降，迫使大型炼油厂（榕桔炼油厂、宜山炼油厂）提高进口外国原油的比例（根据炼厂技术设计不同，进口比例从40%到接近100%不等）。这使其利润率对国际油价波动、保险成本、超大型油轮（VLCC）海运运费以及全球物流中断风险更加敏感。

天然气领域： 越南国内干气资源已进入枯竭阶段，而发电及工业领域的天然气消费需求仍维持高位。高度依赖进口液化天然气（LNG）已成为必然趋势，但同时也带来了国际价格波动、物流成本上升及汇率压力等重大风险，直接影响燃气电厂的运营效益。

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

越南油气下游：高度依赖中东进口原油，弥补“供应缺口”面临挑战



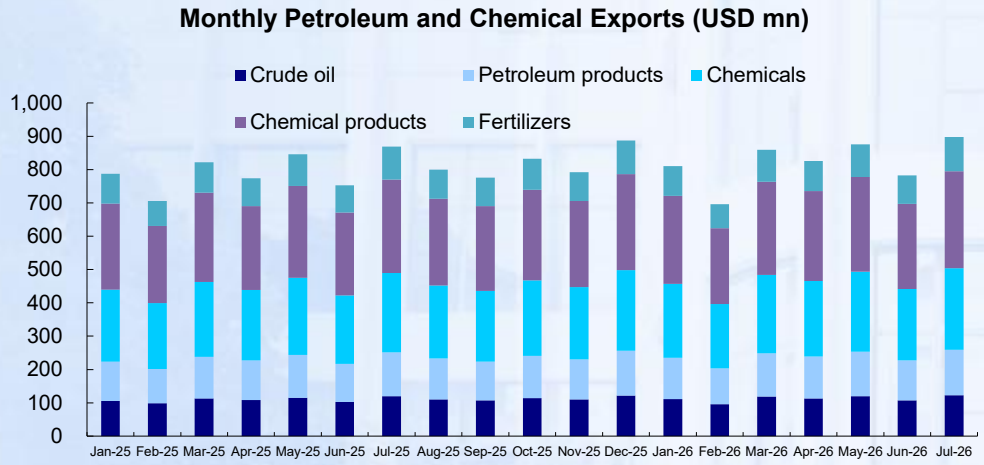


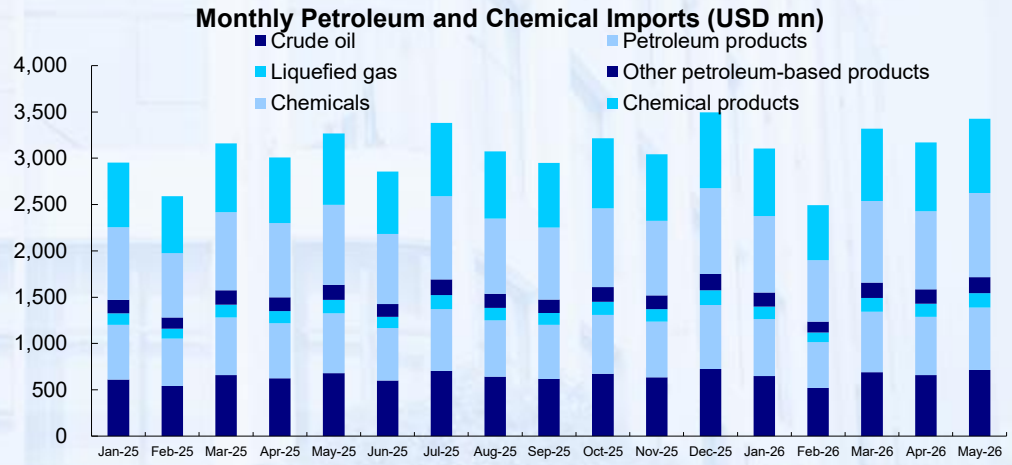
2025年，越南原油及各类成品油进口额超过180亿美元。其中，原油主要从科威特进口，而成品油及天然气则主要来自新加坡、韩国、马来西亚和中国。

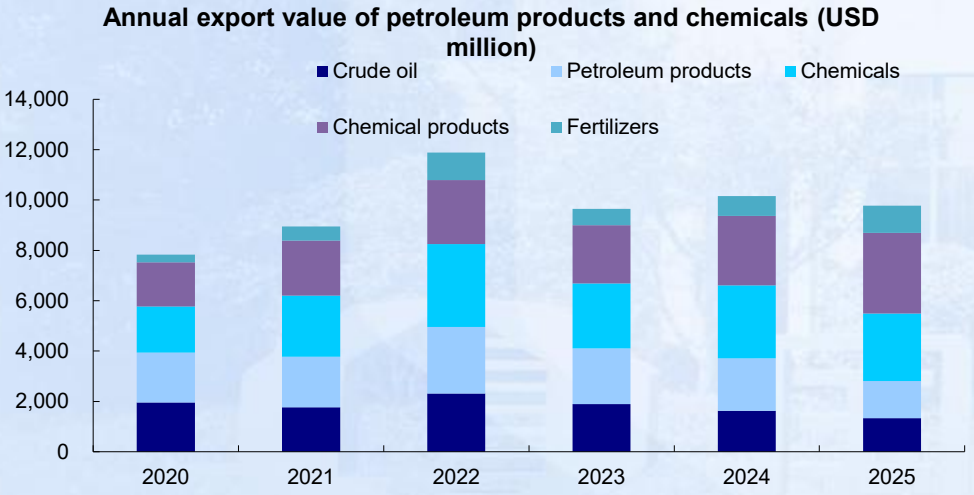
数据来源: Vietnam Customs,国泰海通（越南），研究部

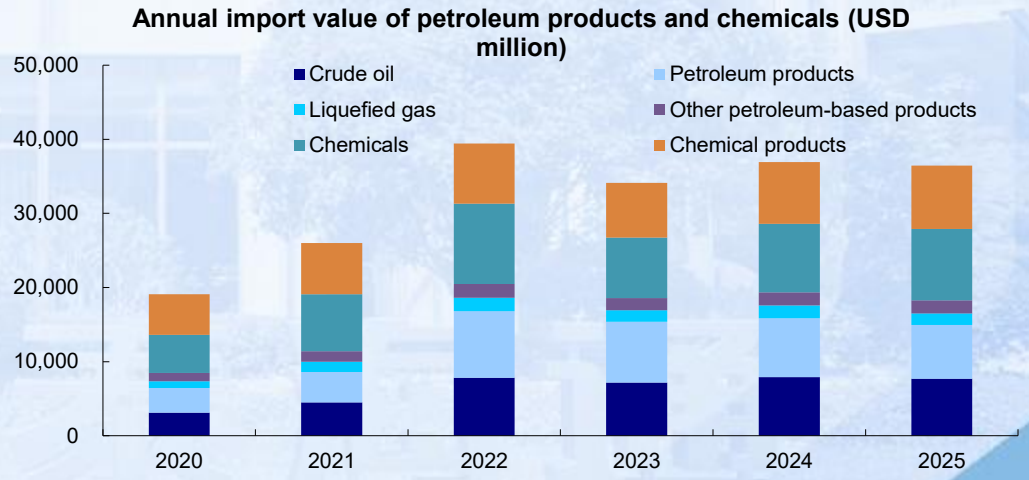
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

越南油气下游：高度依赖中东进口原油，弥补“供应缺口”面临挑战









数据来源: Vietnam Customs,国泰海通（越南），研究部

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

2026年以来越南油气行业的重点政策

06/03 **第36号政府决议**

应对中东冲突

优先保障国内炼油厂适用的原油及凝析油供应；灵活开展采购、销售及进口。

影响：保障BSR、PVOIL的原料供应。

09/03 **第72/2026/NĐ-CP号法令**

应对中东冲突- 调整进口关税

调整部分成品油及石油原料的优惠进口关税。

影响：实现进口来源多元化，缓解成本压力。

26/03 **第482/QĐ-TTg号决定**

应对中东冲突紧急税收机制

必要时允许对成品油及航空燃料实施特别税率。

影响：缓解燃料价格及投入成本压力。

12/04 **第19/2026/QH16号决议**

应对中东突发局势 - 大幅减免汽油税

4月16日至6月30日：环境保护税降至零；对规定范围内的商品实施增值税及特别消费税优惠。

影响：支撑成品油零售价格及消费需求。

16/06 **第29/2026/NQ-CP号决议**

试点推行E10乙醇汽油

2026—2028年开展试点：制定标准、确定E10 RON95-III汽油基准价格，并处理库存问题。

影响：推动乙醇产业、燃料调和及分销业务发展。

23/08 **第10/2026/QH16号法律**

新版《石油天然气法》

建立新的上游油气法律框架；自2027年3月1日起生效。

影响：影响项目审批及油气合同。

25/09 **第1852/QĐ-TTg号决定**

法律实施计划

2026年第四季度开展相关法规审查；计划于2026年12月提交配套指导法令草案。

影响：明确完善法律体系的实施路线图。

30/09 **第43/2026/NQ-CP号决议**

延长税收优惠政策

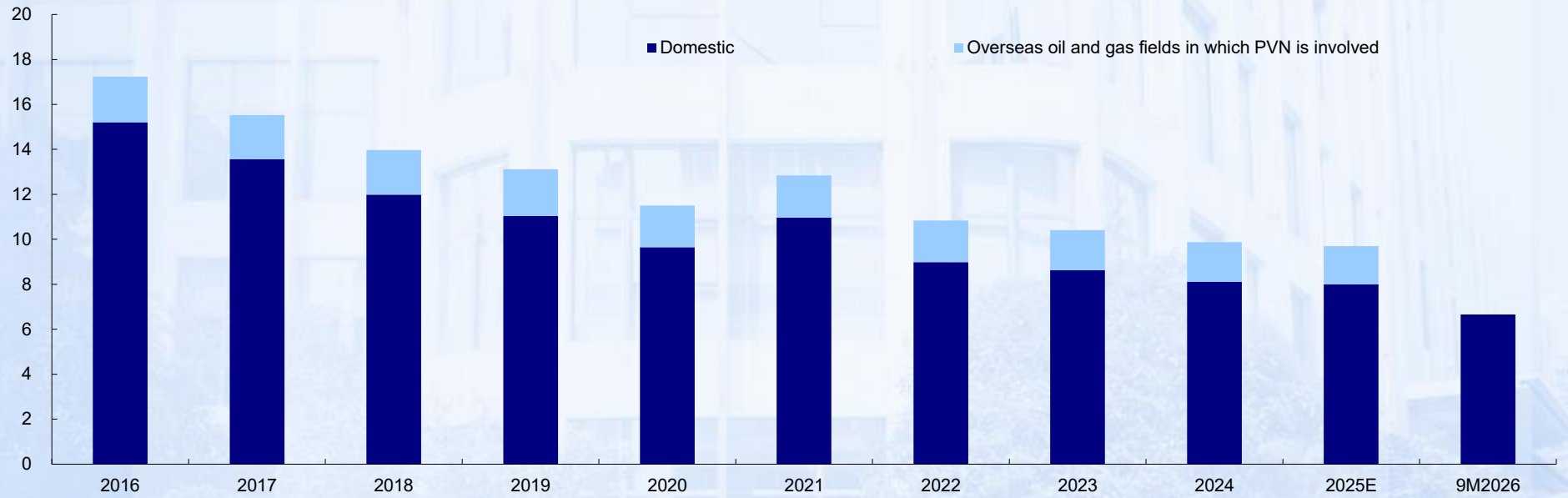
自10月1日起，继续延长与成品油及原料相关的税收优惠政策。

影响：支持进口并稳定市场。

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

自中东战事爆发以来，越南国内能源供应安全得到保障

2016—2026年越南原油开采量（百万吨）



据越南国家石油集团（Petrovietnam）数据，2026年前9个月，Petrovietnam国内原油开采量达到666万吨，同比增长10.4%；天然气陆上接收量达到48.2亿立方米。与此同时，新增油气储量达到1300万吨油当量，超过同期开采量，有助于维持油气生产水平并保障能源安全。

得益于国内产量调控措施，预计2026年越南国内原油供应占比将达到约88%，高于最初设定的国内原油供应70%、进口原油供应30%的方案。与此同时，企业还积极拓展西非、地中海、美国及南美等地区的新原油来源，以保障进口供应。

数据来源：越南海关,PVN,国泰海通（越南），研究部

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

第三部分

基于行业价值链视角的投资策略

受益板块定位与增长驱动力

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

越南油气行业价值链

地缘政治紧张局势 → 物流中断 → 油价高 → 原油投入成本上升

油田



上游

钻井及技术服务



受益程度最大

- 高油价推动多个项目重启勘探、开发及开采活动。
- 订单储备（Backlog）：B区块—乌门）、金骆驼、白狮2B等项目加快推进。

中游

运输与储存



现金流稳定

- 原油/天然气经运输、储存后分销至市场。
- 物流中断推动运输费率维持高位。

下游

炼油化工、分销与零售



利润率承压与通胀压力

- 裂解价差（Crack Spread）决定炼油厂的盈利能力；营运资金需求较大。
- 分销企业的经营表现受到供应链状况及政策变化的影响。

终端需求与CPI



能源价格影响消费者及居民消费价格指数（CPI）。

高油价：上游企业受益 → 中游企业经营相对稳定 → 成本压力与利润率压力向下游传导

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

越南油气行业仍处于新油气田开发阶段，多项项目正在推进实施

1 **勘探与调查**
地震勘探、测量及技术咨询服务。

2 **投资决策**
EPC、机械工程、设备制造及技术承包商开始获得新增订单。

3 **油气田开发**
钻井、工程建设、运输及海上后勤活动增加。

4 **首批产品投产**
油气开采、处理及运输企业开始体现项目带来的业绩贡献。

5 **稳定运营**
基础设施、运输、储运码头及油气开采企业受益于产量增长和长期合同。

受益时点		增长驱动力	需跟踪的关键变量
1	最早收益	服务合同、勘探费用及技术咨询收入	勘探结果、地质数据、勘探计划
2	较早收益	EPC/FEED合同、订单储备（Backlog）及预付款	最终投资决策（FID）、预算、EPC进度
3	中期收益	钻井、工程建设、物流及相关服务合同	钻井进度、海上服务、投资资金拨付
4	较晚收益	油气开采、处理及运输收入	试运行进度、商业产量、运输合同
5	最晚收益	来自产量及长期合同的长期现金流	稳定产量、天然气价格、长期合同、法律框架

油气开发服务企业率先受益于项目开发周期

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

在国内油气开采及国际运输需求增长的背景下，中游板块有望受益

原油流向


海上油气田


管道或运输船


储罐 / 石油码头


炼油厂


成品油储库


消费者

天然气流向国内


天然气田


集输系统


管道


发电厂、化肥厂及工业客户



LNG流向


国际供应商


LNG运输船


接收港


储罐及气化设施


管道


发电厂及工业客户

主要瓶颈

- 管道输送能力
- 储存设施容量
- LNG接收港连接能力
- 下游客户
- 气源—基础设施—消费端的协同能力

中游是油气产业链的“动脉”。相关企业在国内及国际油气、化工产品运输业务方面均获得充足的业务量。

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

下游企业面临多重交织的压力：原油供应、油价与裂解价差（Crack Spread）、产能

1 原油采购价格

- 油价下跌可能导致库存价值缩水。
- 油价上涨会推高原油原料成本。

2 成品油销售价格

- 当成品油价格下降幅度小于原油投入成本的降幅时，企业可能受益。
- 成品油价格大幅下跌将压缩利润率。

3 裂解价差与产能利用率

- 较高的裂解价差（Crack Spread）可抵消油价带来的不利影响。
- 较高的产能利用率有助于增加产品销量。
- 高负荷运行可能导致维护成本上升及运营风险增加。

主要指数

- Crack spread
- 产能利用率
- 库存
- 维护周期
- 原料成本

2026年，下游企业面临多重压力，包括中东局势变化及油价波动带来的燃料供应保障挑战。与此同时，多项支持性政策的出台，加之裂解价差（Crack Spread）走高，正为炼油企业的毛利率（BLG）提供支撑。另一方面，分销企业也面临政策调整、定价机制变化，以及油价波动背景下供需平衡与成本管控方面的压力。

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

正在推进的重点项目

项目	规模	进度	项目储备管线	受益股票
B区块—乌门（Lô B – Ô Môn）	天然气储量950亿—1100亿立方米；凝析油1265万桶。投资额约128亿美元。	钻井作业已基本启动，CPP上部组块及海上管道工程正在加快推进；同时，正制定与LNG发电厂同步衔接的计划。	预计于2027年8月实现首批天然气产出。	PVS • PVD • PVB • GAS
金骆驼（Lạc Đà Vàng）	约6000万—1亿桶油当量（boe）投资额约6.93亿美元	已于2026年9月27日实现首次产油，预计产量将逐步提升至2028年。	已投产，并计划加快开发进度，至2028年逐步提升产量。	PVS • PVD
白狮 2B（Sư Tử Trắng 2B）	天然气储量约200亿立方米投资额约11亿—13亿美元	已从ST-9P井接收首批早期天然气。	已实现早期天然气产出；后续将推进项目规模扩张。	PVS • PVD • GAS
庆美 - 登瑞（Khánh Mỹ – Đầm Dơi）	约3.5亿—3.95亿美元	已进入EPCIC阶段；46/13区块项目在签署合同后转入设备制造阶段。	预计于2027年第四季度实现首批天然气产出。	PVS • PVD
金鲸（Kình Ngư Vàng）	日产量约为6470桶原油及310万立方英尺天然气。	于2026年9月18日开工建设；项目包括井口平台、海底管道及电缆/光缆。	预计于2027年第四季度实现首批原油产出。	PVS/PVD
大熊南（Đại Hùng Nam）	日产量为10000桶原油。	该项目属于PVEP优先推进的项目之一；2026年5月13日，定位桩及打桩框架成功下水。	预计于2027年初实现首批天然气产出。	PVS • PVD

数据来源:PVN，国泰海通（越南），研究部

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

越南油气行业——2026至2030年重点项目

2026至2030年项目储备管线

2026 | 2027 | 2028- 2030+

短期: 2026至2027

金骆驼：已于2026年9月27日实现首次产油。

白狮2B：已实现早期天然气产出。

B区块—乌门：目标于2027年8月实现首次产气。

金鲸：目标于2027年第四季度实现首次产油。

天鹅—海鸥（：已签署钻井合同，预计于2026年第四季度实现首次产气。

中期: 2027至2028

庆美—登瑞：目标于2027年第四季度实现首次产气。

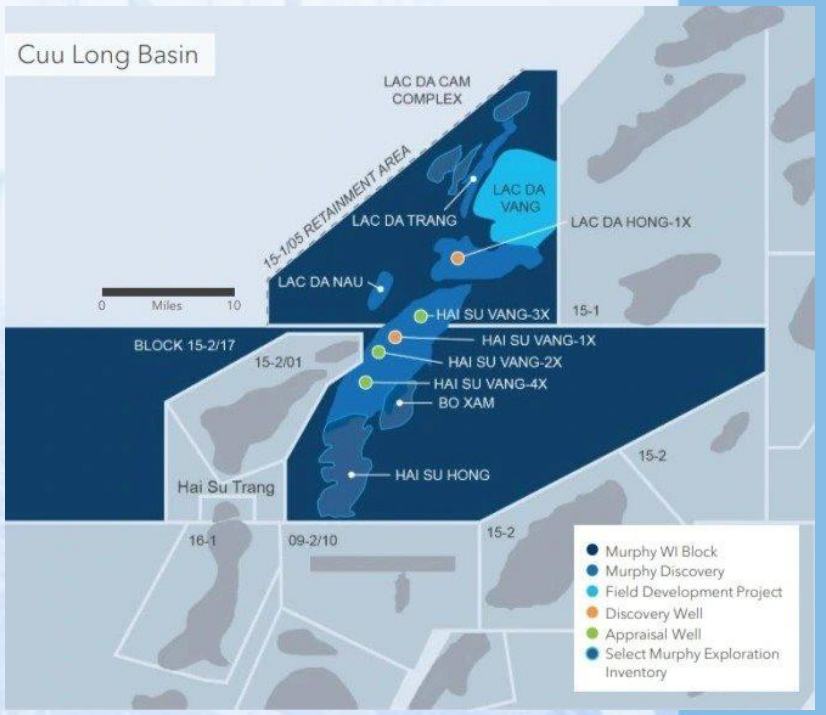
南游—乌明： 项目预计于2028年底前完成最终投资决策（FID），并启动后续开发工作。其中，南游气田有望率先投产。

长期: 2028至2030+

金海狮： 预计该油气田拥有巨大储量，并具有重要战略地位；目前仍处于勘探钻井阶段，目标于2027年第四季度作出最终投资决策（FID）。

蓝鲸： 目标于2026年第四季度重启，并于2027年作出最终投资决策（FID）。

虔匏（Kèn Bầu）、金豹—黑豹： 目前正考虑在长期内推进开发。



数据来源: PVN，Murphy Oil，国泰海通（越南），研究部

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

价值链受益板块定位

在评估油气行业价值链、各企业所处的产业链环节及影响其经营表现的关键变量后，我们对行业内主要企业的经营前景作出如下判断：

油气服务
PVS, PVD, PVB

PVS： 受益于正在实施的海上油气工程建设项目订单储备（Backlog）。
PVD： 受益于钻井平台租赁价格上涨，以及钻井平台数量和井下服务业务的扩张。

天然气与运输
GAS, PVT

GAS： 依托旗下成员企业构建的业务生态体系，增长动力覆盖整个产业链。GAS目前推进的液化天然气（LNG）基础设施建设，也符合越南政府的长期发展战略。
PVT： 通过扩大船队规模实现业务增长，并受益于2026年较高的市场价格水平。

炼油
BSR

炼油厂检修结束并恢复运营，炼油利润率改善，为2026年盈利前景提供支撑。然而，随着裂解价差（Crack Spread）见顶，营收及利润可能转而下滑。

分销
PLX, OIL

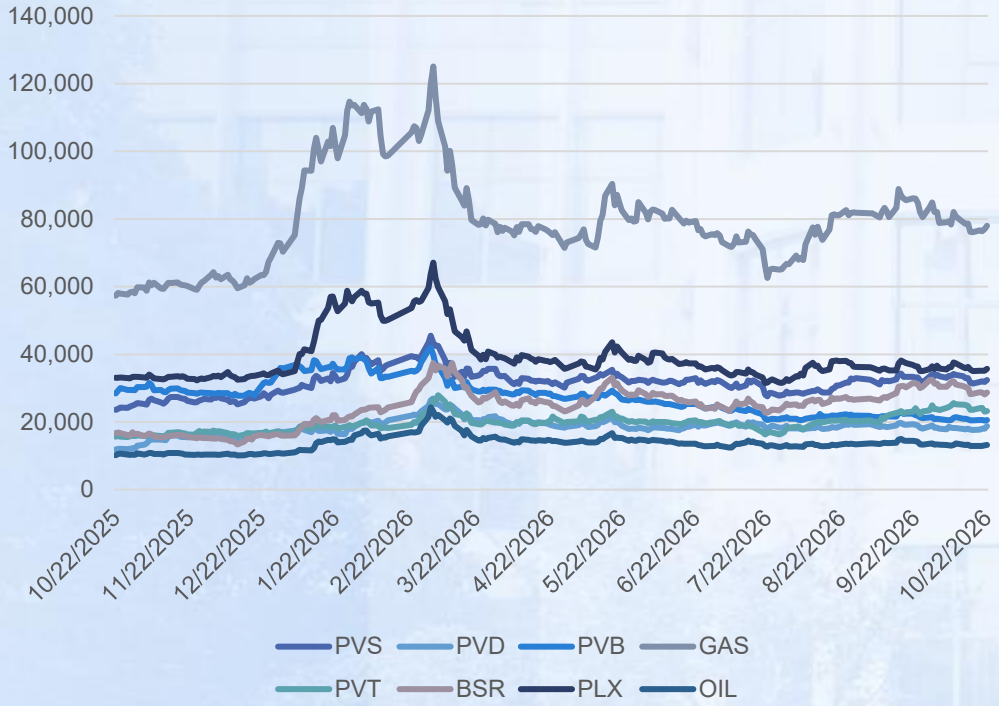
产销量提升及直接零售业务扩张，为利润率改善创造了空间。短期内，下游企业仍将受到国际油价走势及越南国内成品油价格调整的较大影响。库存调配管理及销售价格谈判将发挥关键作用。

数据来源：PVN,国泰海通（越南），研究部

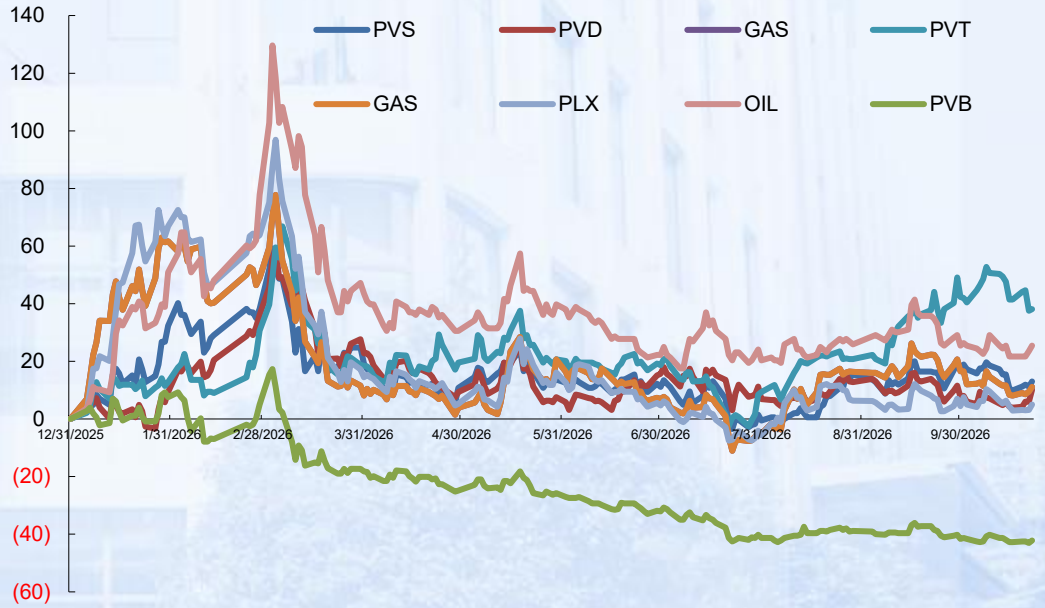
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

油气行业股票走势

油气股近一年股价走势



年初至今股票回报率



过去一年，油气板块的行情自2025年末启动，主要受国内油气项目相关困难逐步得到解决、项目建设进度加快等消息推动，市场资金积极流入。此后，随着投资者陆续获利了结，以及中东局势自第一季度末至第二季度持续存在不确定性，板块行情有所降温。近期，随着行业内企业经营业绩释放积极信号，资金再度回流油气板块。

数据来源: Bloomberg,国泰海通（越南），研究部

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

越南油气行业股票

油气行业股票概览

股票	市值 (十亿越盾)	P/E	P/B	BVPS	ROE TTM Q2/2026	D/E Q2/2026	D/E 2025	营收 1H2026 (十亿越盾)	营收 2025 (十亿越盾)	净利润 1H2026 (十亿越盾)	净利润 2025 (十亿越盾)
BSR	140705	7.07	1.89	14885	30.48%	0.42	0.41	104636	141582	15933	5217
GAS	185797	14.61	2.70	28499	18.89%	0.46	0.38	81269	135129	9026	11572
OIL	13426	21.95	1.26	10295	5.72%	3.47	2.95	136569	150557	499	503
PLX	45480	13.93	1.76	19958	12.46%	2.03	1.90	234744	309875	2390	3027
PVB	441	4.99	0.96	21178	19.86%	2.30	1.67	737	832	52	61
PVD	16699	15.01	0.96	18665	6.52%	0.69	0.66	6437	10897	479	1052
PVS	19516	9.27	1.26	25210	13.99%	1.58	1.41	17273	32718	1003	1921
PVT	11889	8.33	1.25	18342	16.09%	0.86	0.94	9754	16013	1094	1329

除基本面因素外，公众公司资格维持条件的相关规定也是2026年油气行业值得关注的事项。根据第54/2019/QH14号《证券法》及第56/2024/QH15号法律的修订补充规定，企业须确保至少10%的有表决权股份由不少于100名非大股东投资者持有。然而，由于股权集中度较高，GAS、BSR和PLX目前尚未满足该条件，非大股东持股比例分别约为4.24%、7.87%和9.42%。

根据越南国家证券委员会（UBCKNN）于2026年发布的审查指引，企业自不再符合相关条件之日起，有一年的整改期限，之后须按照规定办理取消公众公司资格的手续。此外，法律针对部分已完成股份制改造、正在执行经主管机关批准的重组计划的国有企业设有过渡性安排。因此，短期风险并不意味着相关企业将立即退市，但GAS、PLX和BSR的合规情况及股东结构调整方案仍值得持续关注。对股票流动性及上市地位的影响，将取决于各企业最终采取的具体处理方案。

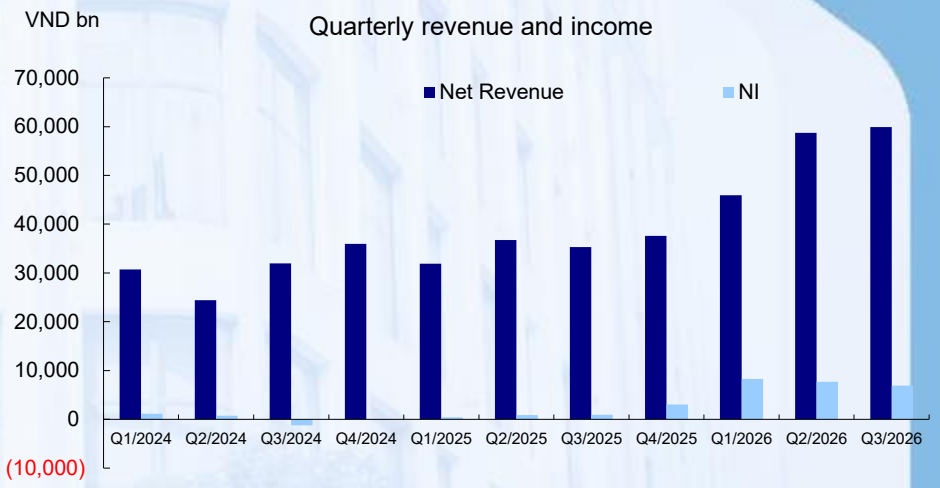
数据来源: FiinproX,国泰海通（越南），研究部

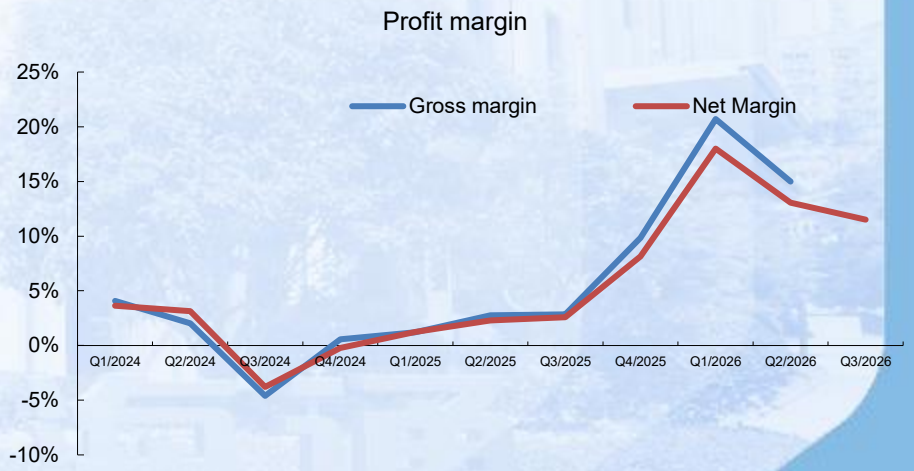
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

产能提升与裂解价差走阔，推动收入规模及利润率同步增长

投资观点与估值

- 受益于国内成品油消费需求持续增长、榕桔炼油厂维持高负荷稳定运行，以及裂解价差有望保持有利水平，BSR预计将在2026年实现强劲的业绩增长。2026年上半年，在根据国内生产需求调整运营安排之前，榕桔炼油厂曾以124%的产能利用率高负荷运行。
- 同时，公司销量同比增长5%，布伦特原油价格上涨26%，叠加裂解价差维持高位，共同推动BSR毛利率（BLG）改善。不过，我们认为，受原料成本压力及裂解价差可能回落的影响，BSR的利润率或于2026年第三季度见顶。截至目前的数据表明，RON 95汽油裂解价差已降至每桶20美元以下，而航空煤油（Jet Fuel）和柴油的裂解价差仍维持在较高水平。
- 2027年，公司还计划开展第六次全面检修，这将对BSR的产能利用率及产量造成影响。因此，我们预计，BSR在2026年收入及净利润分别同比增长45%和490%、达到阶段性高点后，2027年收入及税后净利润将分别同比下降28%和52%。
- **估值**：我们采用市净率（P/B）估值法，以2027年预测市净率1.4倍为目标倍数，确定BSR截至2027年末的目标价为28000越南盾/股。该估值反映了公司庞大的资产规模、榕桔炼油厂的战略地位，以及全面检修后运营有望恢复稳定的预期。同时，我们认为，1.4倍的目标市净率与市场对BSR中期维持运营效率及盈利能力的预期相符。投资评级：中性

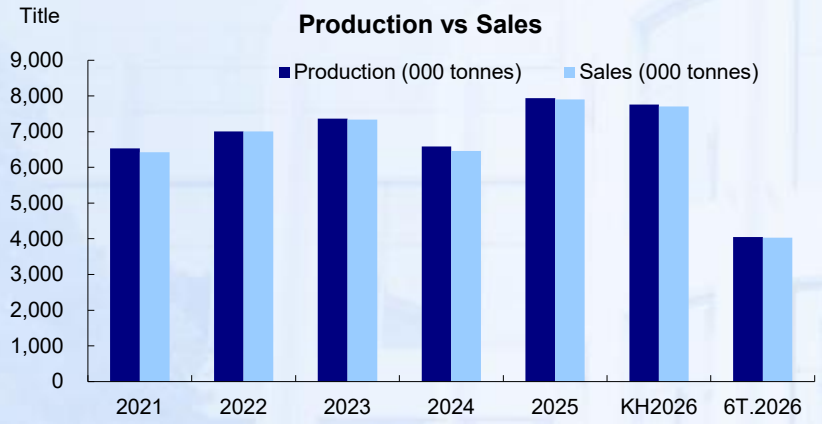


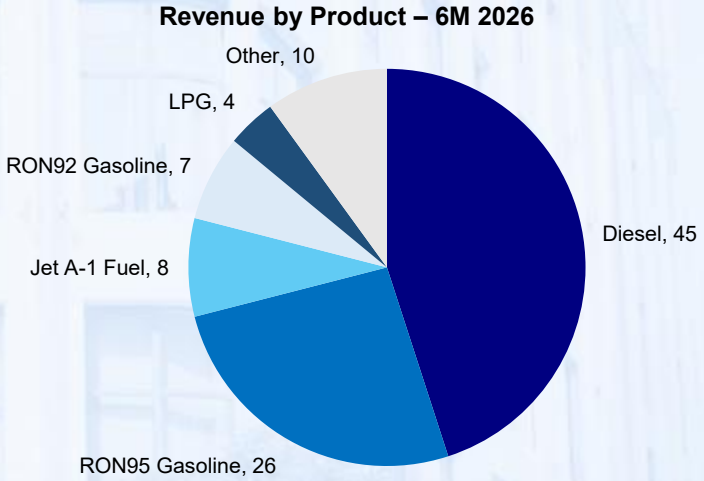


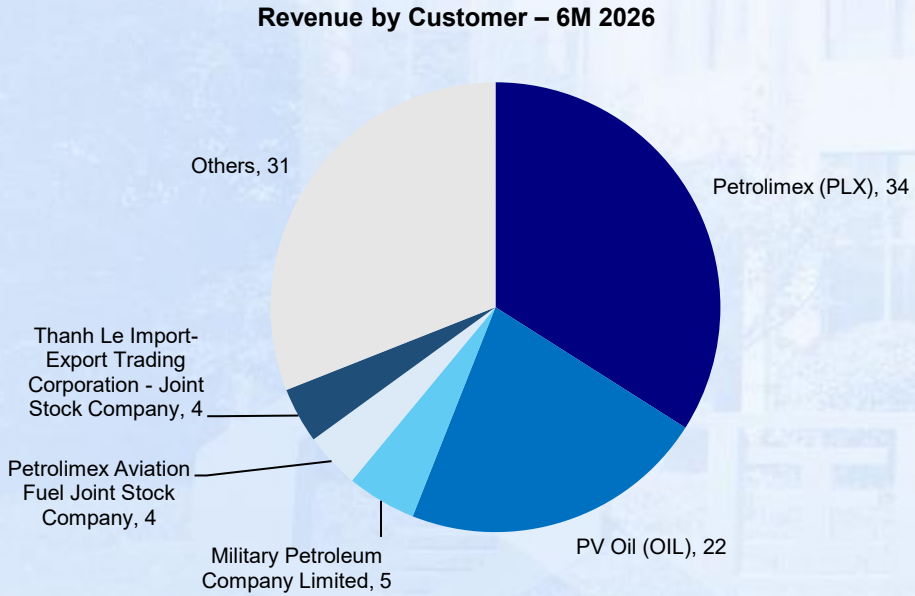
数据来源: BSR, FiinproX, GTHTSVN RS

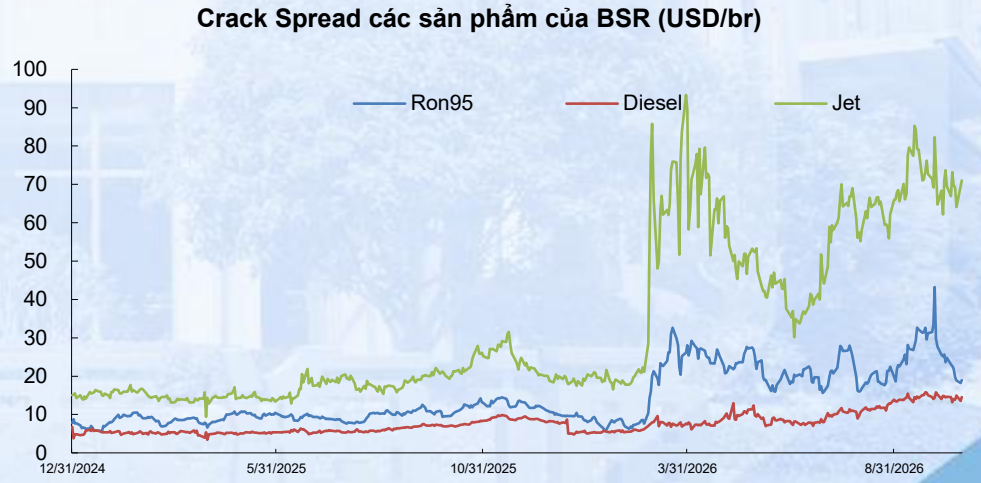
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

产能提升与裂解价差走阔，推动收入规模及利润率同步增长









数据来源: BSR, Bloomberg,国泰海通（越南），研究部

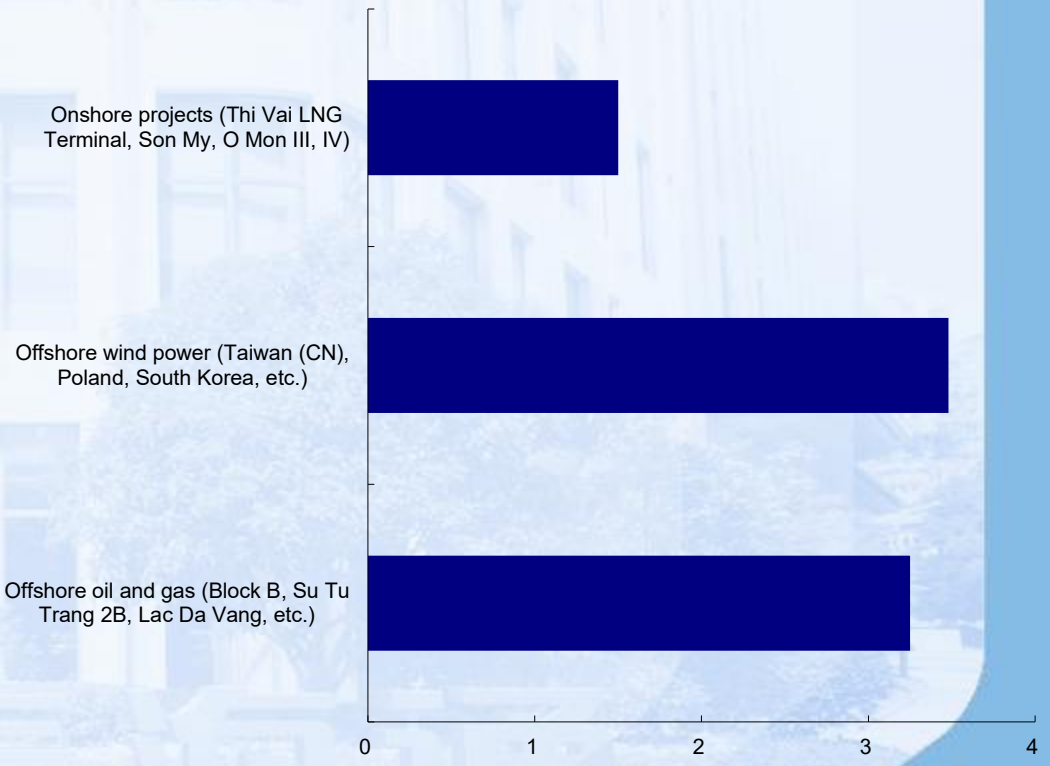
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

国内油气开发提速，支撑国内EPC订单储备；国际市场持续增长

投资论点

- 国内油气项目及海上风电项目组合为PVS提供了中期业务保障，预计2026—2030年订单储备（Backlog）将达到82.3亿美元。PVS正同步推进Lô B、Lạc Đà Vàng、Sư Tử Trắng 2B等油气项目及多个国际海上风电项目，为短中期订单储备提供支撑。
- 9月，PVS获得多个新合同，其中较具代表性的是与PTSC M&C—Seatrium联合体参与卡塔尔Maydan Mahzam项目的海上EPC工程建设，合同总金额高达30亿美元。尽管目前尚未披露PVS在该合同中的具体参与比例，但此次参与有助于进一步巩固其工程施工能力，并提升其在国际市场竞标其他同类项目的前景。
- 2026—2030年，PVS计划实现合并营业收入210万亿—220万亿越南盾，年均增长15%。根据我们对订单储备规模的假设，我们认为PVS有望实现这一目标。
- 我们认为，PVS适合中期布局。我们给予PVS 2027年预测目标价38000越南盾/股，相较2026年10月20日收盘价具有18.7%的上涨空间。建议：**“买入”**

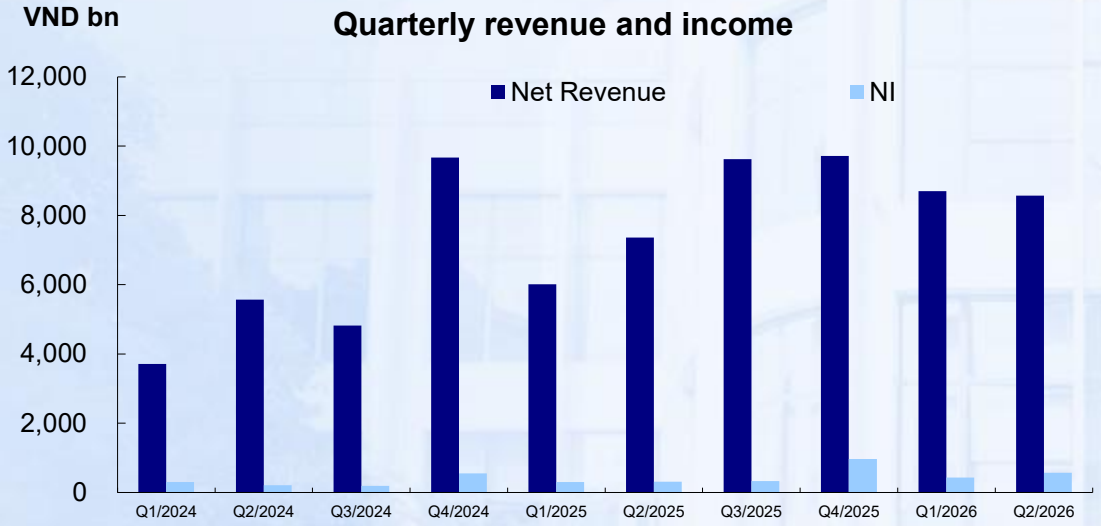
2026—2030年PVS工程与建设（M&C）项目订单储备（单位：十亿美元）

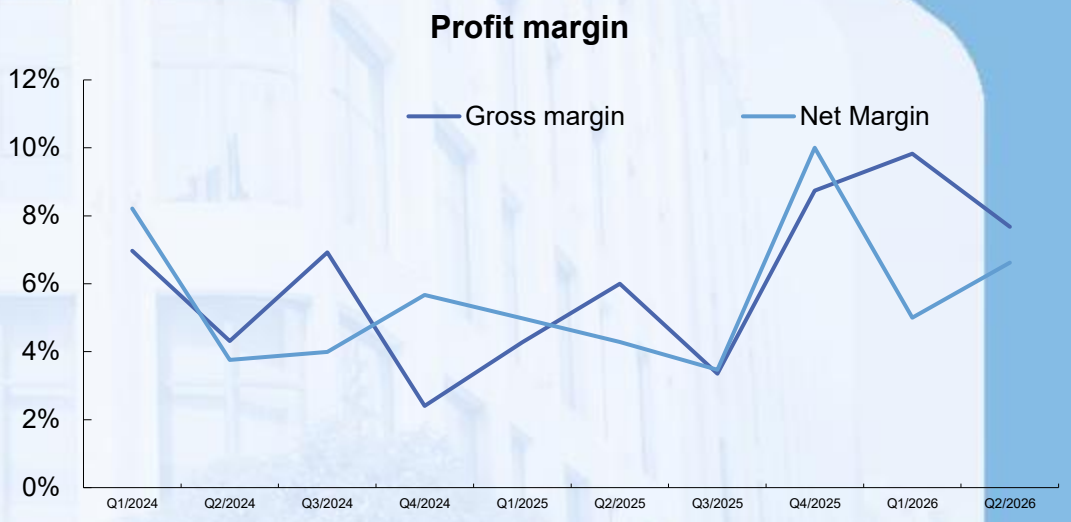


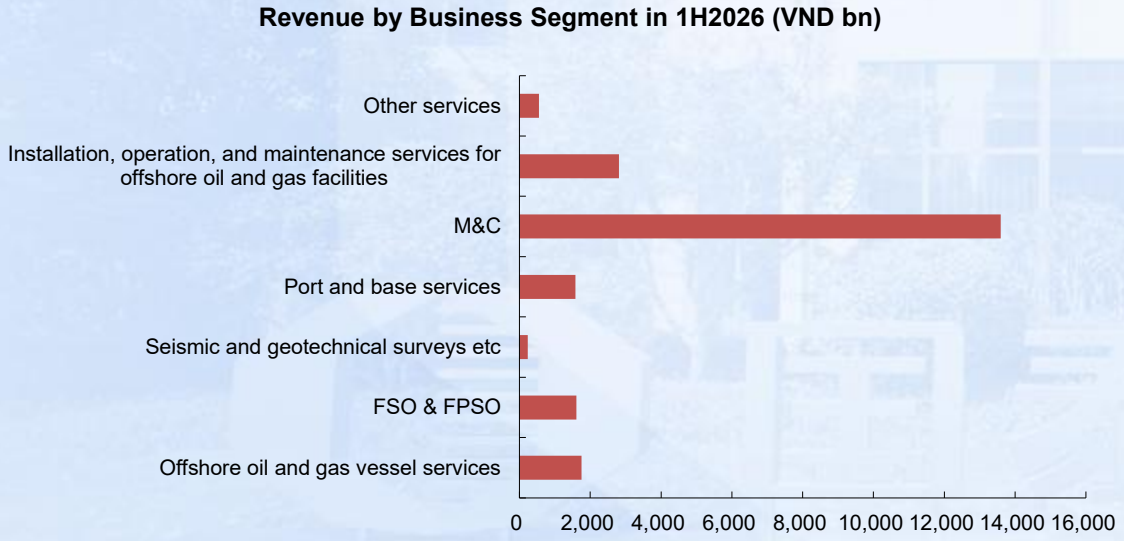
数据来源:PVS,国泰海通（越南），研究部

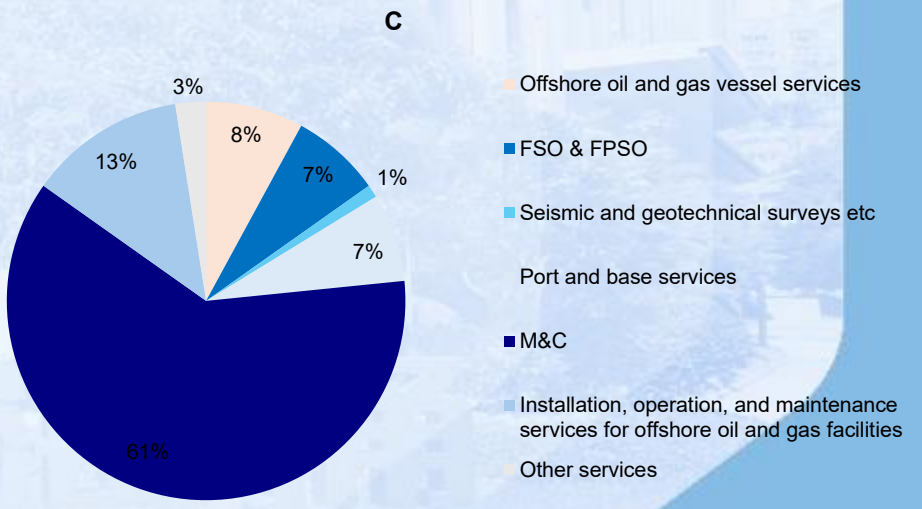
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

产能提升与裂解价差走阔，推动收入规模及利润率同步增长









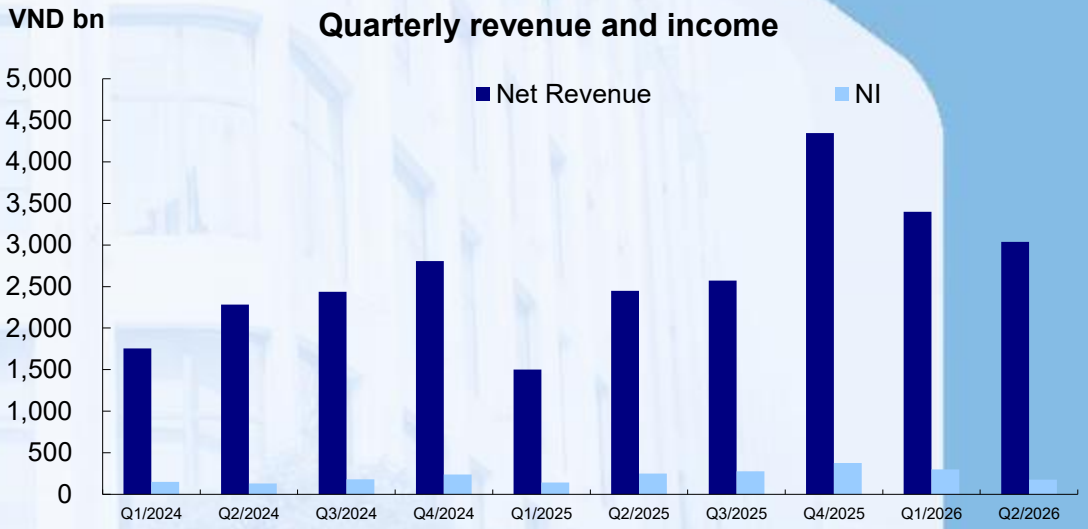
数据来源: PVS, 国泰海通（越南），研究部

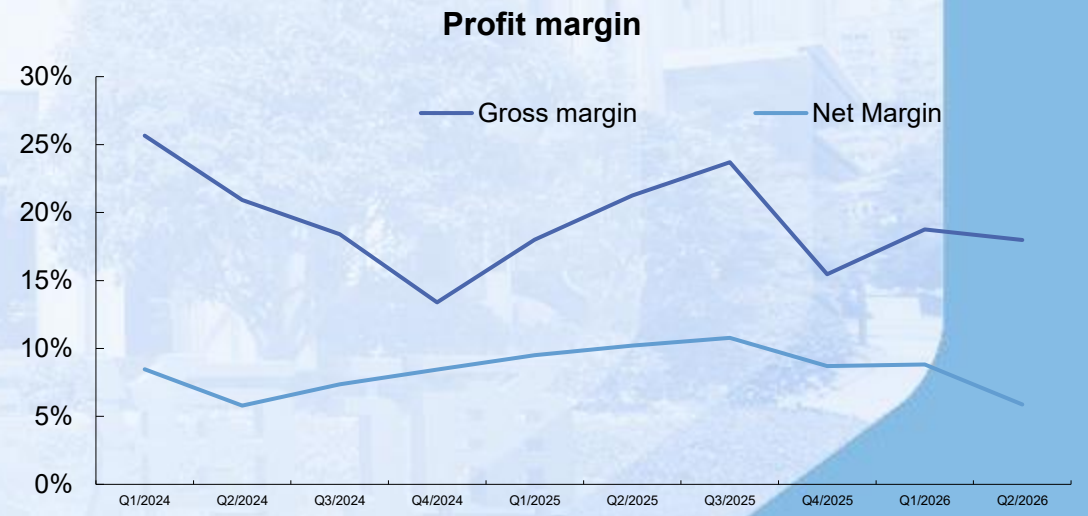
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

受益于钻井需求强劲增长

投资论点

- 随着东南亚地区油气田钻井需求增加、日租金率（Day Rate）上升，PVD有望进一步改善营业收入及盈利能力。
- **新增钻井平台扩大创收能力。** PV DRILLING IX自2026年4月起投入运营，为公司2026年钻井平台业务贡献新增收入。此外，PVD于2026年6月签署PV DRILLING X钻井平台采购合同，预计该平台将于2027年第二季度开始商业运营，届时PVD自有钻井平台数量将增至8座。PVD及其合作伙伴的10座钻井平台中，已有4座获得保障至2027年末的工作量；其他平台已签署租赁合同，工作期限延续至2027年年中；另有4座平台正在就2027年末前的工作量进行谈判。
- 我们预计，2027年国内及东南亚地区钻井活动将保持稳定，PVD旗下钻井平台有望实现满负荷利用。我们预测，PVD在2027年的营业收入及利润将分别同比增长4.8%和13.3%。
- **估值：**我们给予PVD 2027年预测目标价20200越南盾/股，对应2027年预测市净率（P/B）1.0倍。相较2026年10月21日收盘价，该目标价对应12.2%的上涨空间。**建议：买入**





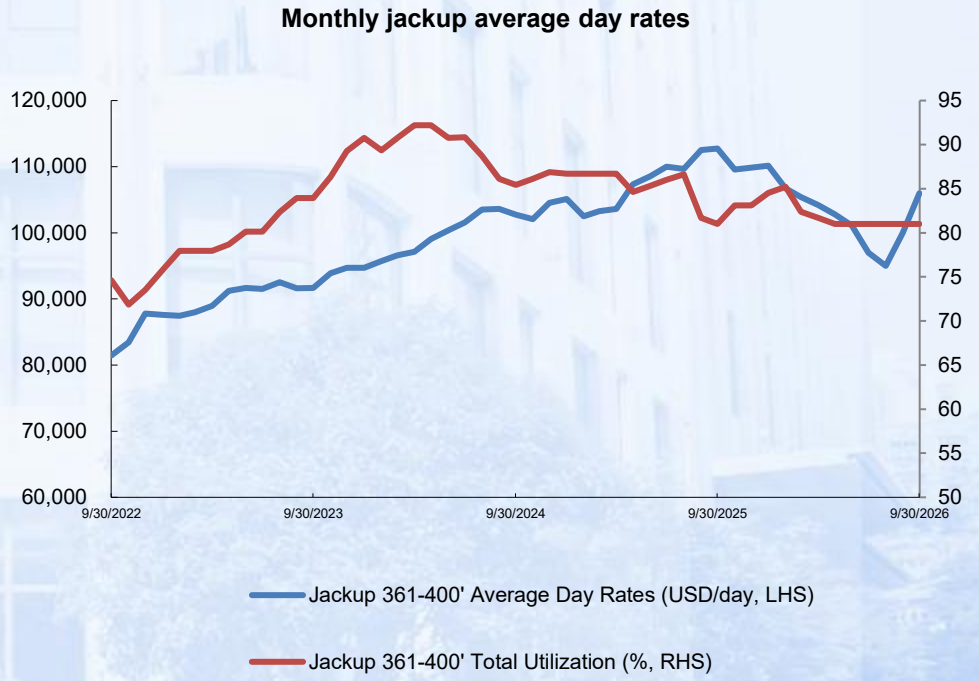
数据来源: PVD,国泰海通（越南），研究部

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

受益于钻井需求强劲增长

根据2026年第三季度最新报告，PVD目前共有10座钻井平台对外出租（其中3座为合作钻井平台），具体参数如下：

Rig	Water Depth (ft)	Year Built	Status	Country	Current Contract Start	Current Contract End	Next Contract Start	Next Contract End	Remaining Contract (days)	Fleet Type
PV DRILLING I	300	2007	Drilling	Vietnam	04/2026	11/2026	—	—	37	Owned
PV DRILLING II	400	2009	Drilling	Indonesia	12/2022	12/2028	—	—	798	Owned
PV DRILLING III	400	2009	Drilling	Indonesia	05/2025	05/2028	—	—	586	Owned
PV DRILLING V	6000	2011	Drilling	Brunei	01/2022	01/2028	—	—	484	Owned
PV DRILLING VI	400	2015	Drilling	Malaysia	09/2026	12/2026	12/2026	03/2027	473	Owned
PV DRILLING VIII	400	2007	Drilling	Vietnam	07/2026	07/2027	07/2027	07/2030	1380	Owned
PV DRILLING IX	425	2016	Drilling	Vietnam	04/2026	09/2026	10/2026	07/2027	241	Owned
PARTNER RIG #1	400	2018	Drilling	Vietnam	10/2025	06/2026	07/2026	10/2026	204	Partner
PARTNER RIG #2	400	2018	Drilling	Vietnam	05/2026	08/2026	08/2026	04/2027	205	Partner
PARTNER RIG #3	350	2013	Drilling	Vietnam	10/2026	11/2026	11/2026	04/2027	166	Partner

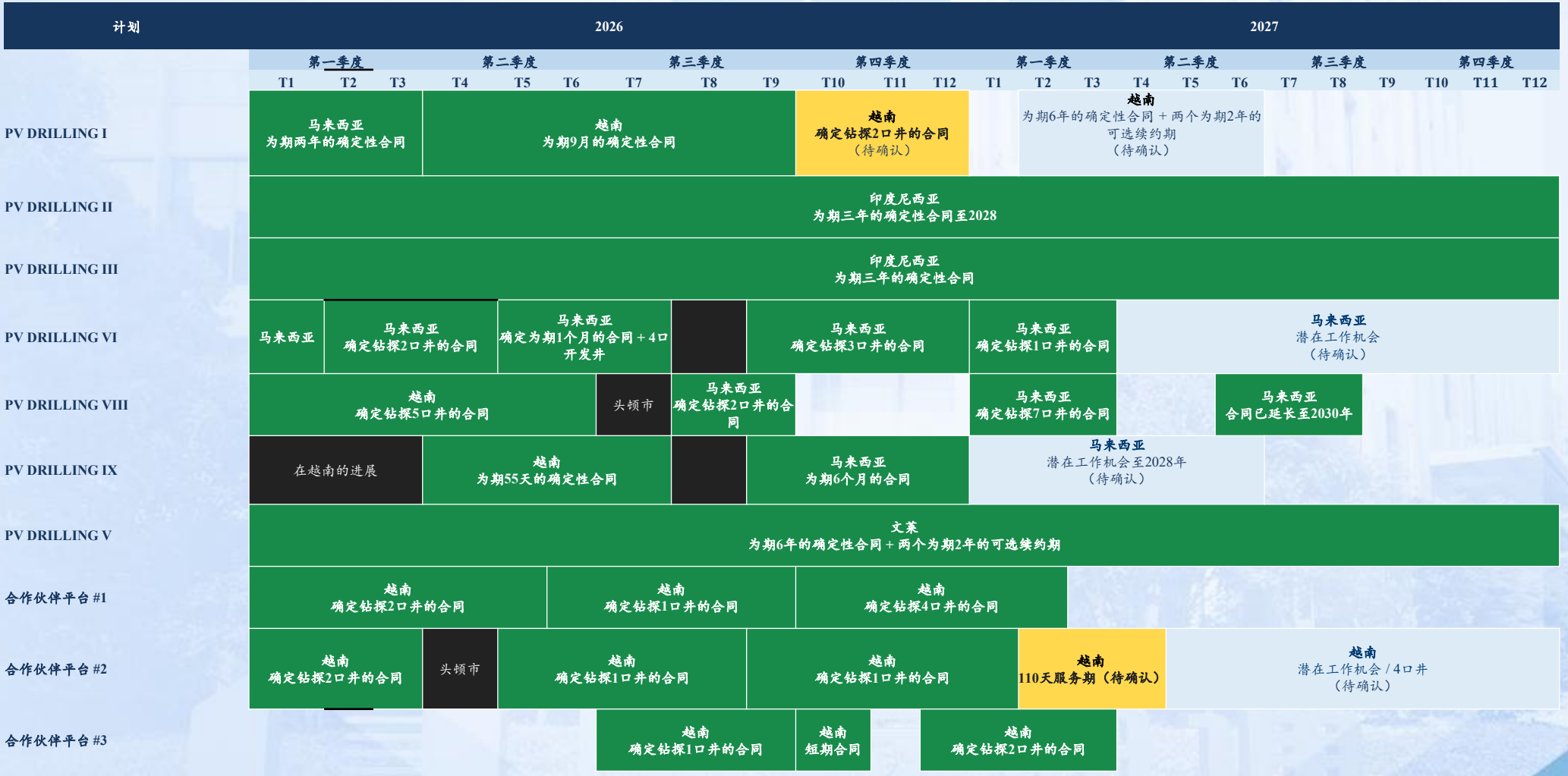


近年来，亚洲地区钻井活动总体保持相对稳定。2026年初至今，钻井平台平均利用率超过90%，反映出该地区钻井平台供给相对充裕的市场格局。与此同时，亚洲地区钻井平台日租金整体保持相对稳定，平均日租金低于12万美元。PVD的主要增长动力来自钻井平台数量增加，以及国内钻井平台工作量的提升。

数据来源: PVD,国泰海通（越南），研究部

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

PVD钻井平台运营情况更新



明确的工作量　可选钻机 / 待分配 / 合同延期　UWILD / SPS / Port　潜在的工作机会

数据来源: PVD,国泰海通（越南），研究部

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

2026年业绩加速增长：船队扩张与运价上行周期形成双重驱动

投资观点与估值

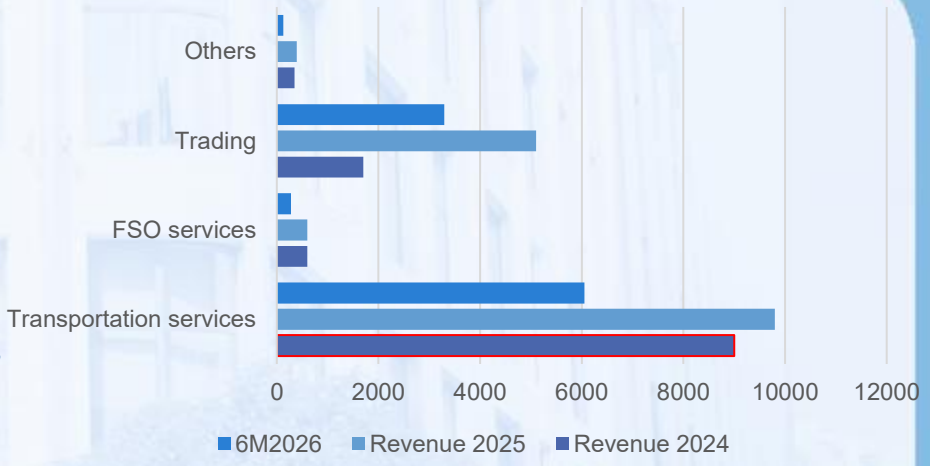
整体而言，油轮及液化气、成品油运输市场受益于原油运输航线重新规划的需求，以及局部船舶供应短缺。与此同时，化学品运输和干散货运输业务整体保持相对稳定。在此背景下，随着PVT于2024—2026年持续扩大船队规模，公司营业收入及利润显著增长。目前，PVT仍在继续扩充船队。2026年第二季度，公司新增接收2艘船舶，第三季度再接收1艘，使其管理船舶总数增至68艘，总载重吨位达到210万DWT。

2024—2025年，PVT逐步优化运输业务的收入结构，扩大化学品运输业务规模，并进一步拓展国际市场。这种更加多元化的收入结构在一定程度上有助于稳定公司的运输业务前景。目前，PVT总公司约90%的船队在远洋航线上运营，航线覆盖亚太地区以及欧洲、美国等更远的市场，推动国际业务收入占运输总收入的比重达到约70%。在国内运输业务方面，油气开采及炼油活动持续开展，为PVT向BSR、宜山炼油厂（Nghi Sơn）、PVOIL、GAS等合作伙伴运输原油及成品油提供了稳定的业务量保障。

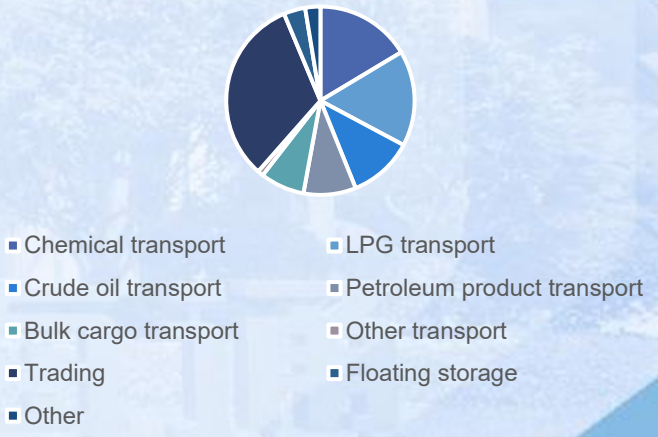
短期内，PVT正受益于运输租金水平大幅上涨，而这一轮运价上行恰逢公司完成船队扩张，从而形成船队规模扩大与运价上涨的双重增长驱动力。我们认为，2027年预测期内，船舶供给增加及运价调整将对PVT的营业收入和利润前景造成影响。因此，我们预计，在2026年预测期达到业绩高点后，PVT于2027年的营业收入和净利润将分别同比下降12%和34%。2026年预测营业收入及税后净利润分别为21.754万亿越南盾和2.600万亿越南盾。

我们给予PVT 2027年预测目标价25200越南盾/股，投资评级为中性

2024年至2026年上半年营业收入变动



各业务板块收入占比（%）

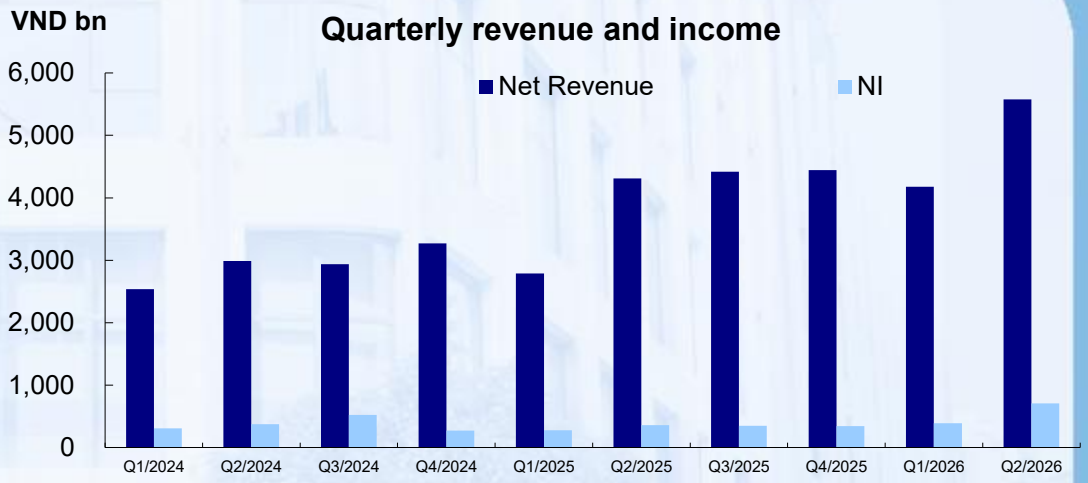


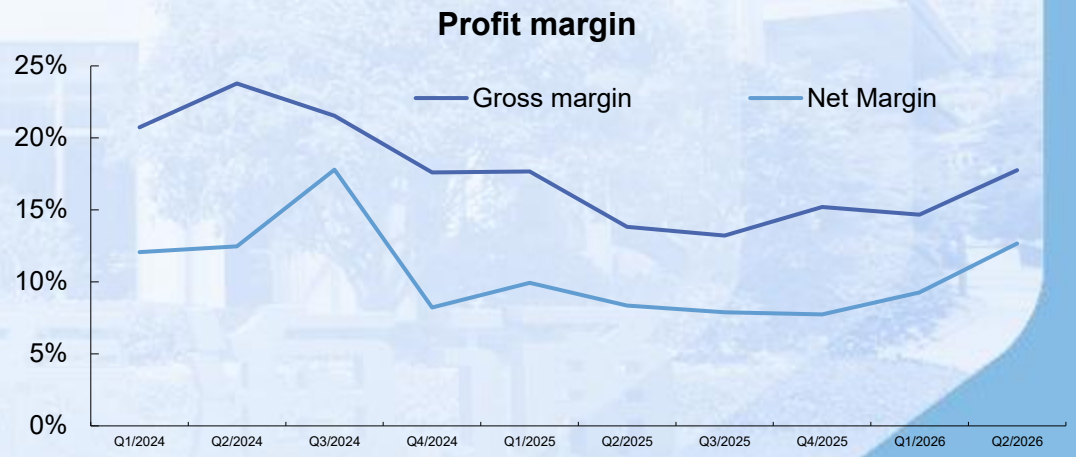
数据来源: PVT, Bloomberg,国泰海通（越南），研究部

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

PVT的船队扩张周期或已基本完成

船舶类型	数量(艘)	总载重吨（DWT）
原油运输船	4	超过 427000
成品油运输船	8	超过 388000
化学品船	19	超过 335000
（LPG）运输船	21	超过 184000
干散货船	15	超过 656000
FSO/FPSO	1	约 104000
总共	68	接近 2100000

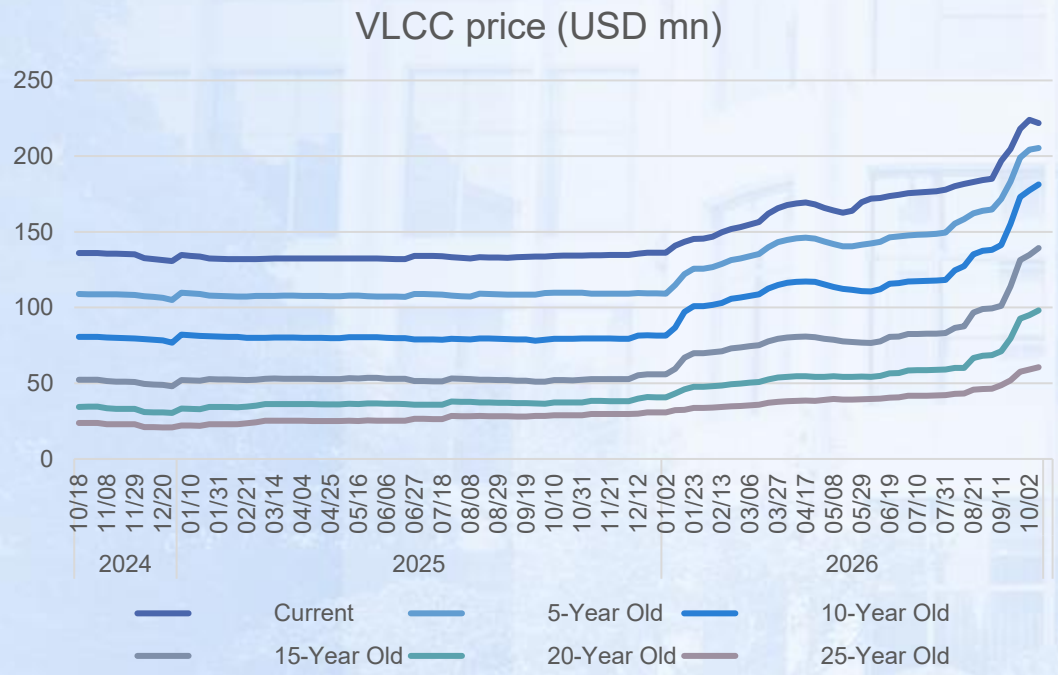


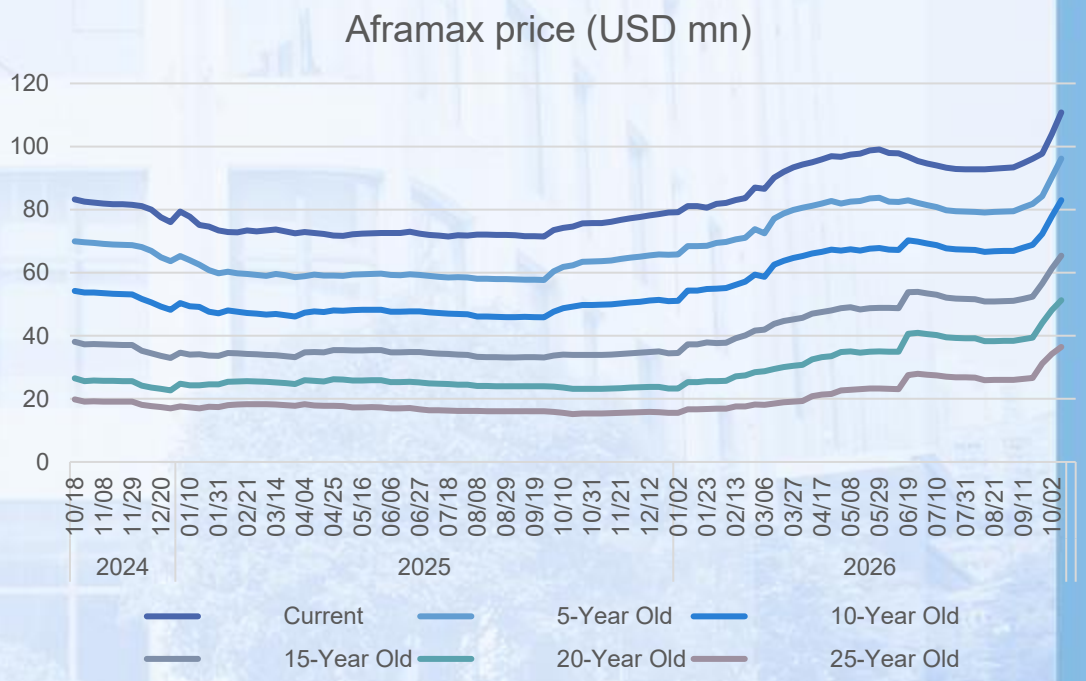


数据来源: PVT, Bloomberg,国泰海通（越南），研究部

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

当前船舶价格水平较两年前大幅上涨，但这也意味着扩张投资将面临更高的资本成本。





数据来源: PVT, Bloomberg,国泰海通（越南），研究部

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

GAS- 观察

评估

- GAS正从国内天然气开采与分销模式，向更为一体化的业务模式转型，逐步涵盖进口液化天然气（LNG）、液化石油气（LPG）以及天然气接收与分销基础设施。这一转型拓宽了潜在市场空间，但同时也使GAS的盈利对LNG采购价格、价格传导机制以及发电厂的天然气消费需求更加敏感。
- 我们认为，GAS不仅是一家以盈利为导向的企业，还在强化越南能源供应保障与能源安全方面发挥着关键作用。

产量指标	单位	2026年计划	2026年第二季度实际完成	Q2 2026实际完成/2026年计划
到岸天然气及进口LNG	百万立方米	7435	3738	50%
生产				
干气（含LNG）	百万立方米	7117	3617	51%
凝析油	千吨	75.5	35.2	47%
液化石油气（LPG）	千吨	410	175	43%
消费				
干气（含LNG）	百万立方米	7117	3617	51%
电力客户	百万立方米	4851	2540	52%
化肥客户	百万立方米	1181	575	49%
TA/CNG客户	百万立方米	1085	502	46%
凝析油	千吨	75.5	35.2	47%
LPG/LNG（包括进出口及国际贸易）	千吨	3875	1818	47%

数据来源: GAS, PLX,国泰海通（越南），研究部

PLX- 观察

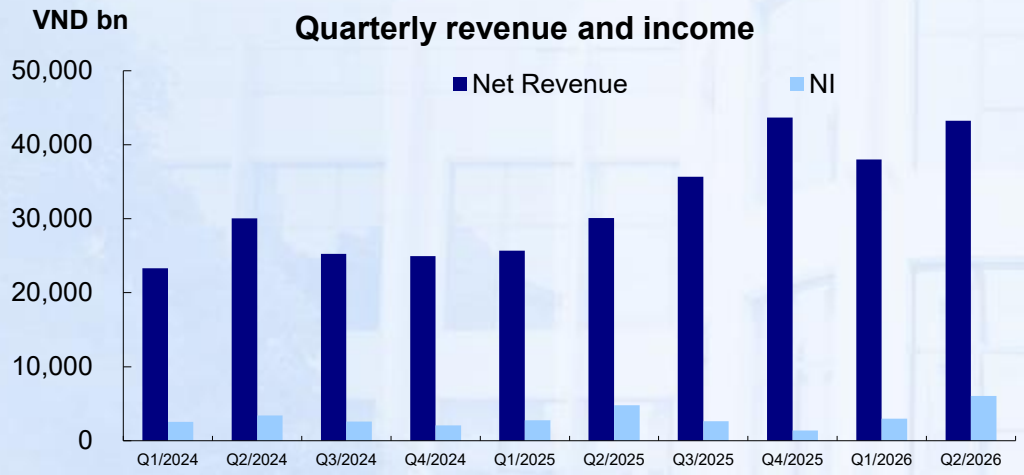
评估

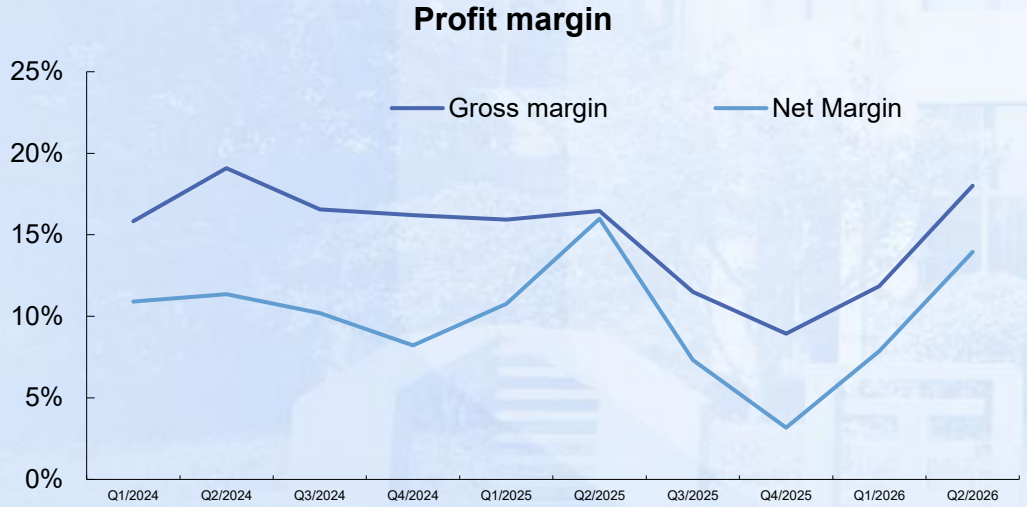
PLX的经营业绩对供应变化及油价波动极为敏感。2026年第一季度，受中东战事影响，PLX录得超过1万亿越南盾的亏损；随着市场趋于稳定，公司在第二、第三季度恢复盈利。长期来看，我们认为，随着成品油经营机制的调整，PLX的经营效率有望改善。具体而言，2026年9月30日，越南工贸部就取代现行成品油经营规定的新法令草案广泛征求意见。该草案主要聚焦三个方向：精简中间环节、提高价格自主权，以及通过数据加强市场管理。对于PLX而言，凭借其规模庞大的油库、运输及零售网络优势，新机制预计将使企业更充分地反映投入成本，从而改善利润率。

此外，E10汽油的启动推广也是影响PLX经营的重要因素。短期内，公司需要对油库设施及物流系统进行大规模投资；而长期效益仍难以明确评估，因为调和比例、销售价格以及政策风险均存在不确定性。

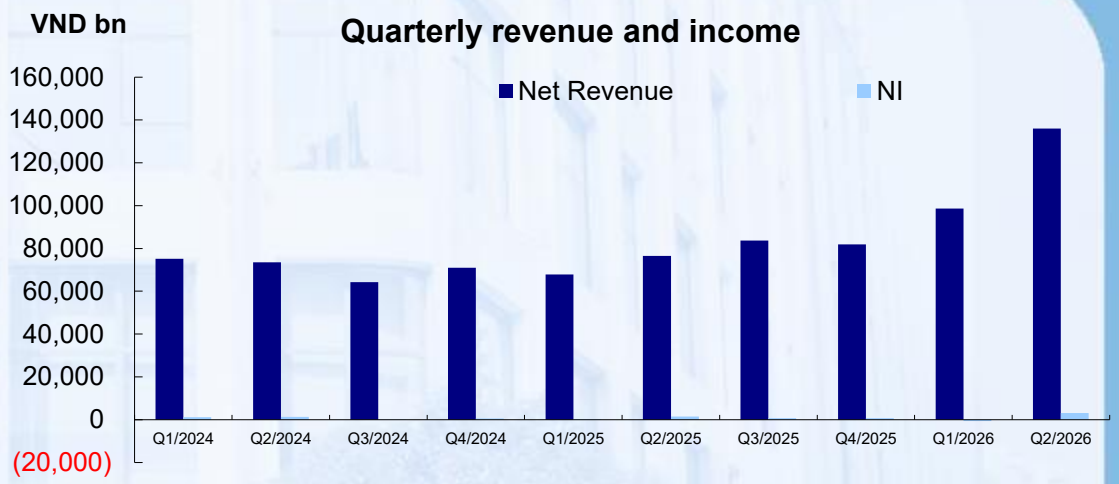
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)

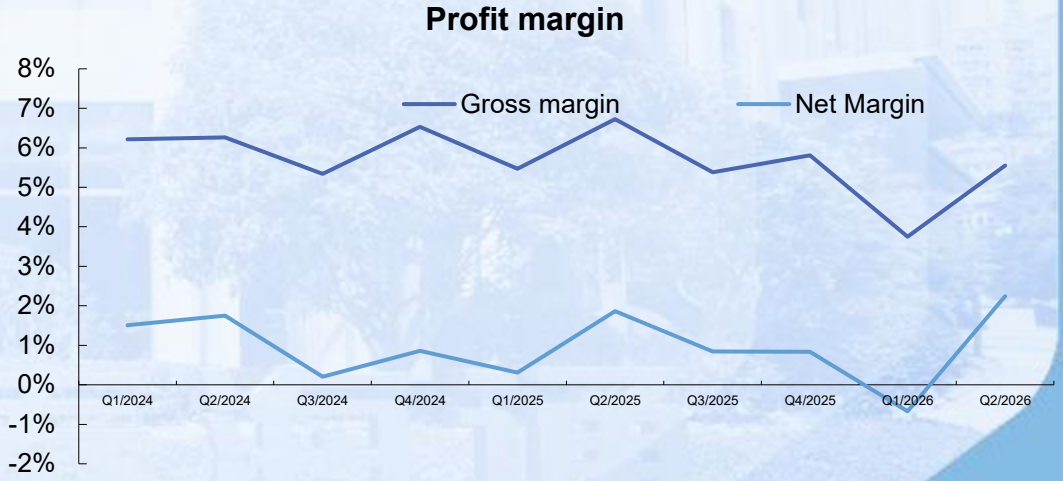
GAS





PLX





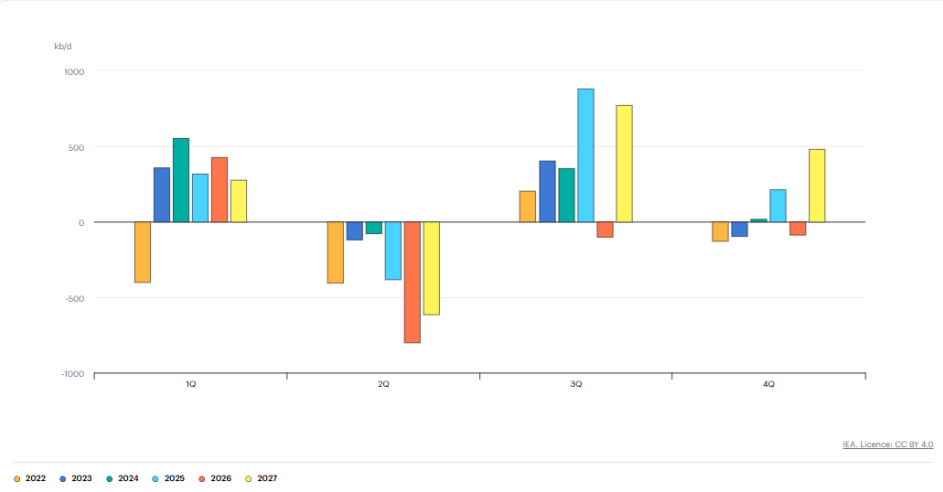
数据来源: GAS, PLX,国泰海通（越南），研究部

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

附录：IEA全球油气市场展望数据

IEA《2026年10月全球石油与天然气市场展望》更新

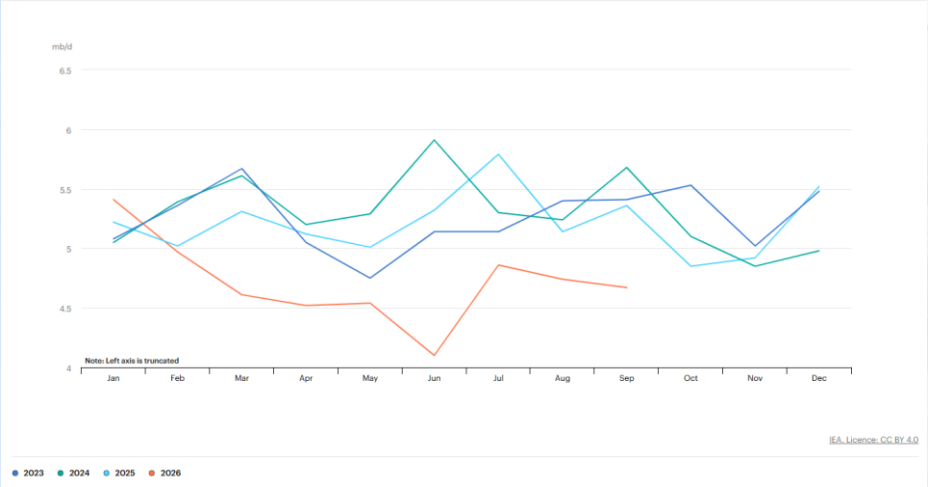
Quarterly global gasoil balance, 2022-2027



Global gasoil and diesel demand, 2024-2027



Global seaborne gasoil and diesel net exports, 2023-2026



2026年前9个月，炼油厂产量大幅下降，推动全球柴油出口量（日均）降至470万桶，较上年同期下降10%。初步贸易数据显示，9月份出口量降至日均470万桶，较上年同期减少近70万桶/日。

中东和俄罗斯的净出口总量下降130万桶/日，9月份降至日均82万桶，较上年同期减少逾60%。

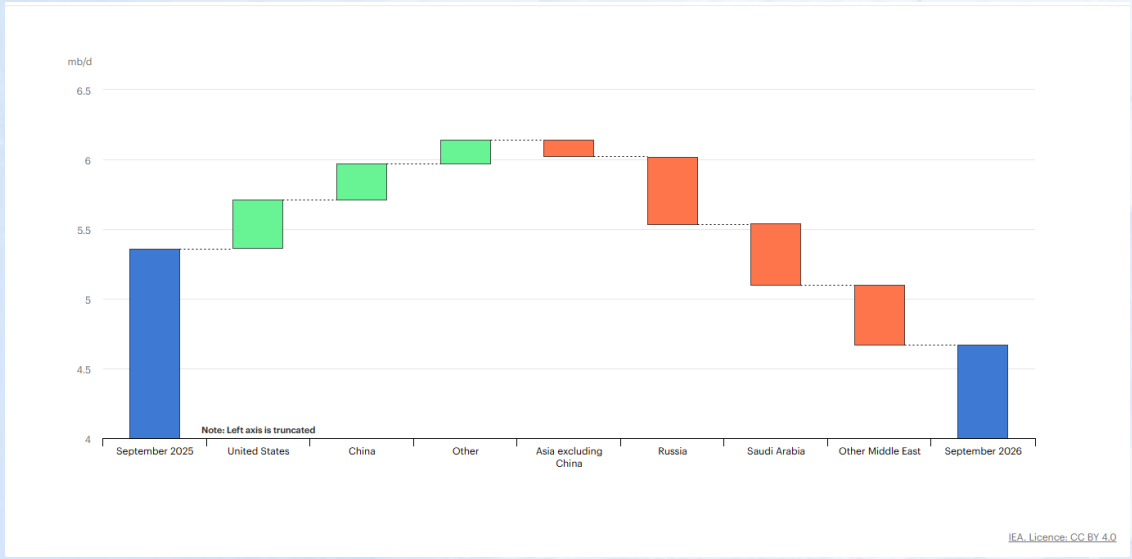
尽管美国和中国的出口量较上年同期增加61万桶/日，但出口量仍较8月份创下的峰值减少15万桶/日，不足以弥补中东和俄罗斯的供应缺口。

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

附录：IEA全球油气市场展望数据

IEA《2026年10月全球石油与天然气市场展望》更新

Annual change of global gasoil and diesel exports by country or region, September 2025-September 2026



OECD total gasoil and diesel stocks, 2023-2026



根据IEA的预测，全球炼油产量增长将使柴油市场于2027年第一季度重新进入供应过剩状态，推动库存按照正常的季节性规律回升。然而，库存增幅仍不足以弥补2026年累积的供应缺口。因此，2027年柴油市场的供需平衡仍将趋于紧张，并取决于中东石油产品供应的恢复情况。若供应未能恢复，市场可能需要通过调整需求来重新实现供需平衡，但这将造成显著的经济损失。

在这一充满挑战的背景下，10月2日，七国集团（G7）领导人宣布，将加快投放此前于3月11日在国际能源署（IEA）集体行动框架下商定的石油储备，并优先在未来几周内迅速向市场释放柴油供应。

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

附录：LNG面临的两难困境

LNG的经济性问题：天然气价格与电价之间的联动机制

LNG采购价格 → 再气化后天然气价格 → 电厂燃料成本 → 上网电价 → 发电调度概率 → Doanh thu của nhà máy và doanh nghiệp hạ tầng

LNG价格较低

燃气发电的竞争力增强，调度率提高，LNG接收站及输气管道的利用率上升。



LNG平均价格

其经济效益取决于长期合同及价格传导机制。



LNG价格较高

燃气发电可能面临调度量下降、基础设施低负荷运行等问题，进口企业则面临资金占用及库存压力。



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

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。国泰海通证券（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。国泰海通证券（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。国泰海通证券（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，不能视为国泰海通证券（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海通证券（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海通证券（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。

未经国泰海通证券（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。

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

GTHT 证券（越南）– 研究部

郑庆玲

Research Analyst

linhtk@gtht.com.vn

(024) 35.730.073- ext:707

陈氏红绒

Director of Research

nhungtth@gtht.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703

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

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

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@gtht.com.vn Website: www.gtht.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

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