



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

行业报告

越南工业地产 行业展望更新

国泰海通（越南）研究部
2026年10月1日

报告内容摘要

越南工业地产市场在2026年上半年保持较高的入住率，继续成为吸引外商投资的热门目的地

- 越南经济在2026年上半年延续增长势头，尽管全球宏观经济及地缘政治环境仍面临较大波动，GDP同比增长 8.18%，注册FDI同比增长 61%，持续支撑工业地产租赁需求。制造业及高科技产业投资增长，以及重点地区基础设施建设持续推进，将成为工业地产市场长期发展的重要支撑因素。
- 越南工业地产市场保持较高入住率，租赁需求主要集中于北宁、海防、同奈及西宁等重点工业集群。目前全国运营中的工业园区平均出租率达到 **78.8%**。工业用地吸纳情况表现良好，其中北部地区2026年第二季度单季吸纳面积超过 217公顷，创2024年第一季度以来新高；南部地区2026年上半年吸纳面积达到 124公顷，同比增长 125%。**工业用地租金水平继续温和上涨**，北部和南部分别达到 143美元/平方米和 185美元/平方米。在预制厂房及仓库方面，入住率维持高位，尤其是胡志明市的 RBW 出租率达到 98.7%，反映出市场对能够快速投入运营的工业地产产品保持旺盛需求。
- 从行业趋势来看，我们认为越南工业地产行业正从传统的土地密集型模式，加速向高科技、综合化及高附加值产业生态体系转型，**太原—北宁—北江—海防**产业走廊的集聚趋势日益明显。2026年政策框架也逐步从普惠型优惠转向选择性招商，更加重视项目质量，有望进一步推动对现代化工业园区基础设施的需求，并在长期内扩大潜在租户群体。
- 关于行业股票投资展望，我们重点关注拥有较大可出租土地储备、并在 RBF（预制厂房）及RBW（预制仓库）业务方面表现良好的工业地产企业。尤其是橡胶与工业地产双主业模式（Hybrid）的企业，在当前周期中展现出较好的经营表现。
- 重点关注股票：** GVR、PHR、SIP、VGC。

数据来源: GTHTSVN

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



2026年下半年工业园区房地产行业展望及投资机会

市场展望

我们认为，2026年下半年工业园区房地产行业的增长动能将主要由高质量FDI流入及区域互联互通基础设施建设进度所驱动，从而进一步拓展周边省份新增工业用地的开发空间。

2026年下半年上市公司业绩展望

预计2026年下半年各企业经营业绩将继续呈现分化，主要取决于土地交付进度、可销售土地储备以及可转换土地资源。拥有较大规模可出租土地储备的企业，其核心业务收入及现金流维持增长的空间相对更大。

2026年下半年股票投资展望

我们认为，工业园区房地产股票的投资机会主要受到三大驱动力支撑：**橡胶地转化带来的资金流入显著增加、国有资本退出带来的估值重估动力，以及大规模可销售土地储备的释放潜力。**其中，征地拆迁及土地清理进度，以及土地储备向现金流转化的能力，将成为区分不同企业发展前景的关键因素。

短期挑战

法律手续及征地拆迁进度仍是影响土地储备投入开发周期的重要因素，可能导致项目开发进度延后。

- 建筑行业投入成本大幅上升。钢材、塑料管材、水泥等材料价格自年初以来接近翻倍，人工成本目前较此前平均上涨超过 20%，推动项目开发成本进一步上升。
- 地缘政治风险仍然存在，并可能对生产及物流成本产生影响；随着贸易紧张局势持续，美国正依据《1974年美国贸易法》第301条开展调查，并可能对相关进口商品广泛加征高额关税。
- 区域FDI吸引竞争加剧，东南亚其他国家持续扩大税收优惠力度，可能进一步加大越南吸引外资面临的竞争压力。

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



按照国际标准向可持续发展转型：ESG标准、净零排放承诺以及欧盟碳边境调节机制（CBAM）带来的压力，正推动行业向纵深发展转型。集成可再生能源、循环水处理及生态基础设施的项目，已成为吸引高科技FDI资金的必要条件，尤其是在半导体和人工智能领域。

预建厂房及仓库细分市场正从工业地产的辅助型产品逐步转变为新的增长动力，主要受科技制造企业缩短投产周期的需求推动。此外，Build-to-Suit（定制化建设）模式正逐渐成为自动化分拣中心及第三方物流（3PL）的必要标准，并深度融入多式联运物流体系。

2027至2030年工业园区房地产行业发展趋势及市场展望

半导体、人工智能及数据中心将成为新的增长支柱，逐步取代传统加工制造业的部分增长驱动力。这些产业对基础设施、能源及技术标准提出了更高要求，同时也为工业地产行业带来全新的投资资产类别。

北部的宁平、兴安、太平，以及南部的同奈、西宁等二线省份正逐步成为新的增长极，并将在2026-2028年供应周期中发挥承上启下的作用，引领新增供应的发展。

推动工业园区房地产市场长期实现突破的动力

新一代FDI促进政策为市场提供基础增长动力，标志着越南投资政策从普惠型优惠逐步转向基于项目质量的选择性招商。重点交通基础设施体系的协同完善将发挥战略性推动作用，有助于优化物流时间及成本，并加强工业园区与全球供应链的直接连接。持续提升人力资源能力及劳动生产率，通过开展培训及技能发展计划，培养高素质劳动力队伍，以满足企业日益严格的人才需求。



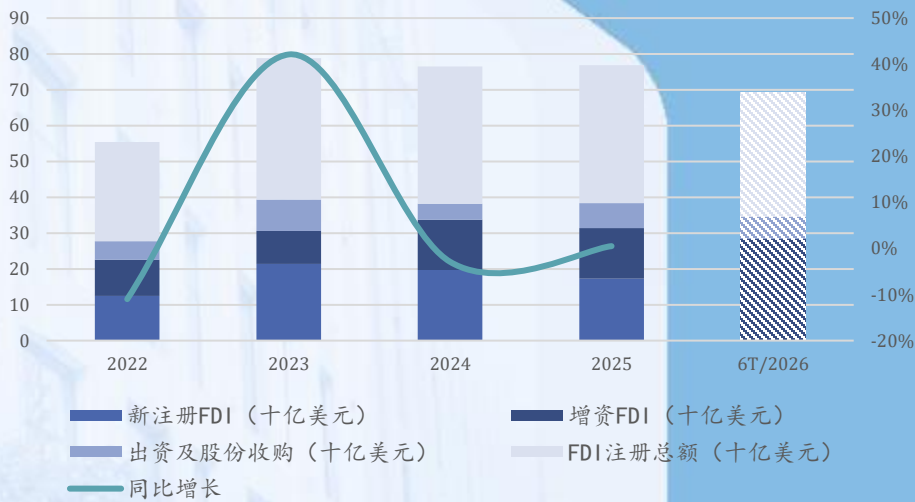
第一部分：2026年上半年宏观背景及 推动工业地产行业发展的驱动力



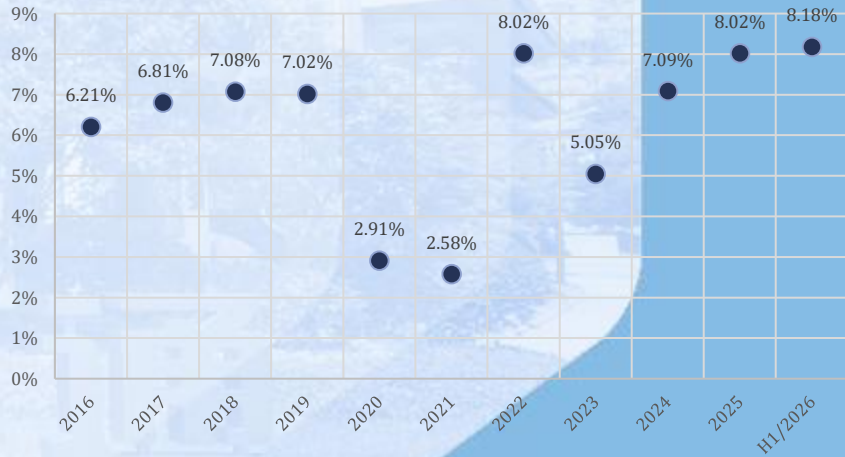
宏观双重驱动力：FDI资金流入强劲增长与经济两位数增长目标

- 2026年上半年越南经济延续强劲增长势头，GDP同比增长8.18%，出口额达到2665.2亿美元，同比增长21.0%。注册FDI达到346.5亿美元，同比增长61.0%，其中实际到位FDI为108亿美元，同比增长13.0%；新注册FDI同比大幅增长113%，充分体现出外资承诺流入市场的速度显著快于实际到位进度。这一积极的“缓冲垫”构成了规模可观的潜在增长资源，为工业园区房地产行业未来数年的长期增长提供充足空间。
- 实际生产能力与外资承诺流入同步扩张：2026年8月PMI达到53.3点，为近6个月最高水平，并连续第14个月处于扩张区间；2026年前8个月工业生产指数（IIP）累计同比增长11.9%，为2019年以来同期最高水平，其中加工制造业引领整体增长，同比增长12.5%。

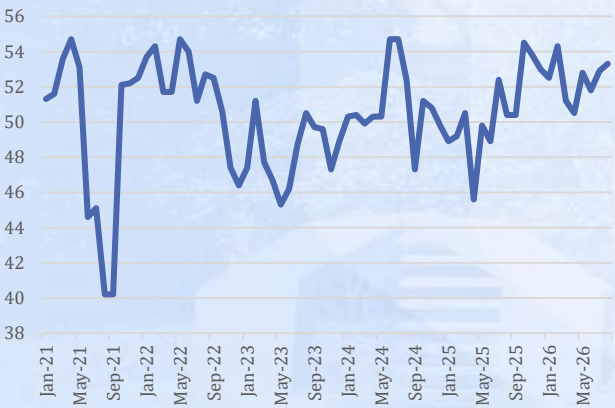
越南历年FDI趋势



越南力争2026-2030年GDP实现两位数增长



采购经理指数 (PMI)



工业生产指数 (IIP)



数据来源: GSO, CBRE, 国泰海通 (越南), 研究部

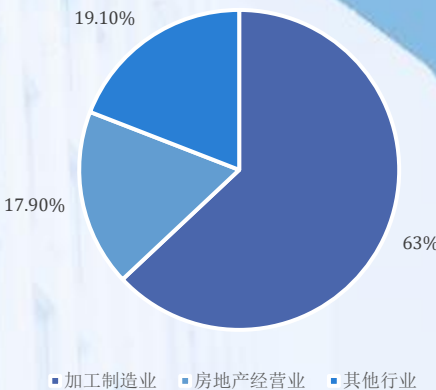
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



越南继续保持区域外资吸引力优势

- 资本流向结构正呈现质量层面的转变：加工制造业继续占据主导地位（63%），其次为房地产行业（17.9%）。十亿美元级别的资金流入已不再集中于单纯的加工制造环节，而是直接流向全球供应链核心领域（半导体、人工智能），主要由Samsung、Foxconn及Luxshare等企业引领。
- 在中国+1趋势下，越南在吸引外资方面具备多项优势。随着生产从中国向周边国家转移的趋势逐步形成，亚洲区域投资资金流向也随之调整。根据亚洲制造业竞争力指数，越南制造业竞争力位居全亚洲第3，仅次于中国和马来西亚，高于新加坡、印度及印度尼西亚。JETRO调查进一步确认了越南对FDI的吸引力，主要得益于市场仍具较大增长空间、较优的运营成本以及稳定的地缘政治环境。此外，越南已生效17项FTA，另有2项正在谈判中，覆盖全球大部分贸易额，形成了区域内较少有国家能够同时具备的高度国际化基础。

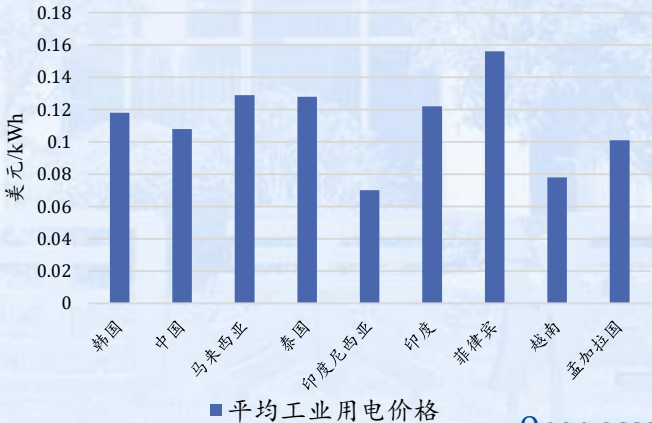
2026年上半年FDI行业结构



越南持续成为外资流入的热门目的地

企业/合作伙伴	注册资本 (百万美元)	地区	运营规模及业务细分
Samsung Electronics	4000	太原省	半导体芯片封装及测试工厂
Samsung Electronics	1500	太原省	高科技芯片测试生产线
LG Innotek	1000	海防市	半导体封装元件及电路板生产综合体
Zhongji Innolight	700	北宁省	AI数据中心高速光模块生产
Foxconn	~3000	北江省 / 北宁省	工业机器人组装及制造生产线
Luxshare-ICT	~10000	北部重点经济区	新一代电子模块、AI设备及精密光学产品
BYD	480	富寿省	电动汽车生产工厂

越南相较于区域其他国家具备成本优势



数据来源：GSO, CBRE, JETRA, VCCI, 国泰海通（越南），研究部

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





2026年政策框架：从普惠式“红毯式”招商转向筛选新一代资本流入

2026年上半年近乎同期出台的两项主要政策文件，标志着政策思路发生明显转变：政府不再采取普惠式优惠政策，而是转向根据项目质量进行选择筛选。越南政府FDI吸引政策的转变，不仅重塑宏观经济格局，也将直接影响越南工业园区房地产市场。新一代FDI资金流入伴随着更为严格的要求，迫使基础设施开发商转变产品供应思路。

最新政策	核心重点	政策亮点	主要影响
第10号中央政治局决议 (10-NQ/TW)	由追求投资数量转向注重投资质量，并实施严格的ESG标准。	目标为每年吸引 400-500亿美元注册FDI ，其中75%来自发达经济体，30%来自《财富500强企业》。 强制要求 10% 的工业园区为生态工业园区。 向事后监管机制（如违反承诺则收回相关优惠）。	竞争优势分化：传统工业园区可能面临日益加剧的竞争压力，而率先发展生态工业园区及可再生能源基础设施的开发商，在吸引重视ESG标准的租户方面具备优势，从而提高租金水平创造空间。
第20/2026/NĐ-CP号法令	优先向符合条件的民营企业提供土地资源及再租土地成本支持，包括高科技企业、中小企业及创新型初创企业。	强制将20公顷或工业园区面积的5%留给民营科技企业。 科技企业免征100%企业所得税（2年），随后减免50%（4年）。 前5年土地租金减免30%。 研发费用最高可按200%加计扣除。	降低企业获取生产经营场地的门槛，为国内企业扩大生产创造条件；同时，有望使具备适配土地储备的工业园区进一步实现租户结构多元化。

尽管2026年政策框架已明确勾勒出清晰的长期战略路径，但短期内相关配套实施细则及下位法文件仍相对缺乏，可能导致政策向企业实际现金流转化的过程中出现一定滞后。

数据来源：国泰海通（越南），研究部

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



重点基础设施公共投资持续引领经济增长

公共投资与补充融资机制推动战略基础设施发展

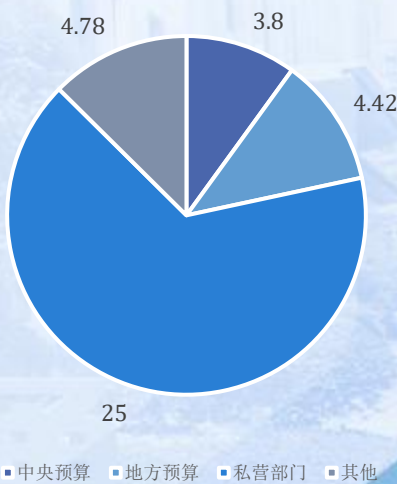
- 2026-2030年中期公共投资计划总额达8220万亿越南盾，重点投向战略基础设施及区域互联互通项目。除财政预算资金外，预计私营部门将为约38500万亿越南盾的全社会投资总需求贡献超过25000万亿越南盾；不过，PPP模式的融资能力仍取决于风险分担机制的进一步完善。
- 政府正加快纪录公共投资资金的实现到位进度，以推动经济增长。截至2026年前8个月，财政部数据显示，2026年公共投资计划资金实现到位进度约达到政府总理下达计划的48.9%，绝对金额较2025年同期增加约90.9万亿越南盾，实现到位比例较同期提高约8.7个百分点。
- 财政部正在制定相关机制，允许PPP项目企业面向公众发行债券，以取代目前的私募发行方式，从而进一步拓宽基础设施中长期融资渠道。根据草案，企业须已按照规定签署PPP项目合同，且债券须经独立信用评级，除非全部本金及利息均获得担保。对于尚未具备运营条件的项目，债券须获得无条件付款担保。

数据来源: 财政部 国泰海通 (越南), 研究部

政府制定创纪录的公共投资资金实现到位计划



2026-2030年全社会投资资金构成 (单位: 万亿越南盾)



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



- 正在推进的高速公路、机场、海港及环线等大型基础设施项目，将逐步加强工业园区与生产中心及交通枢纽之间的连接。
- 新建连接线路投入运营后，预计将缩短运输时间并提升物流能力，从而支持位于相关交通走廊、区位条件较优的工业园区租赁需求。



第二部分：2026年上半年工业地产 市场更新

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



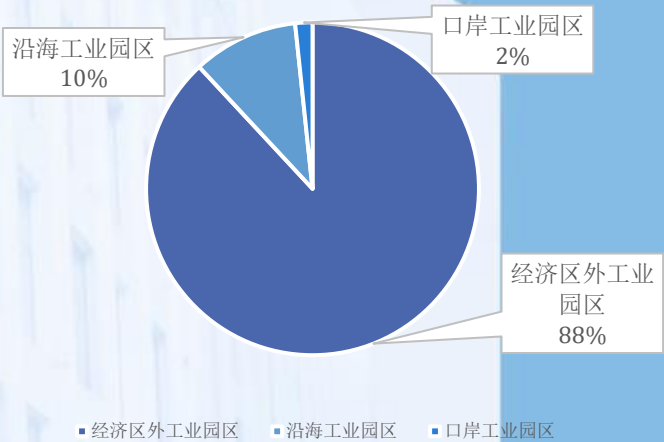
供需、入住率及租金概览

- 根据越南房地产经纪协会（VARs）数据，目前全国工业园区网络共有478个已成立项目；自然土地总面积达14.597万公顷，相当于可向市场提供约10.16万公顷的可销售工业用地。
- 目前全国共有324个工业园区正式投入运营，直接提供6.8万公顷工业用地，已投入运营工业园区的出租率达到 **78.8%**。与此同时，153个工业园区正在建设中，预计将在下一周期新增3.26万公顷供应。
- 在北部地区，仅2026年第二季度工业用地吸纳面积就超过217公顷，创下2024年第一季度以来的新高。强劲的需求推动一级市场平均工业用地租金升至 **143美元/平方米，同比增长2.9%**。随着大型开发商持续推出新项目，以及半导体和AI领域大型租户的进入，市场热度持续提升。
- 在南部市场，工业地产需求保持强劲复苏，2026年上半年工业用地吸纳面积达到124公顷，同比大幅增长125%，主要集中于平阳、同奈等核心工业省份。在此推动下，南部工业用地租金继续保持全国领先水平，达到 **185美元/平方米，同比增长3.7%**。租户结构主要集中于电子电气及物流行业。

数据来源: VARs, CBRE, JLL, 国泰海通（越南），研究部

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

截至2026年上半年已成立的工业园区网络



北部工业地产吸纳率表现亮眼，南部市场正处于复苏轨道



北部地区：工业用地吸纳率创2024年以来新高，RBW引领入住率持续改善

北部地区：外围地区土地储备释放增长空间，把握半导体及AI加速发展的趋势

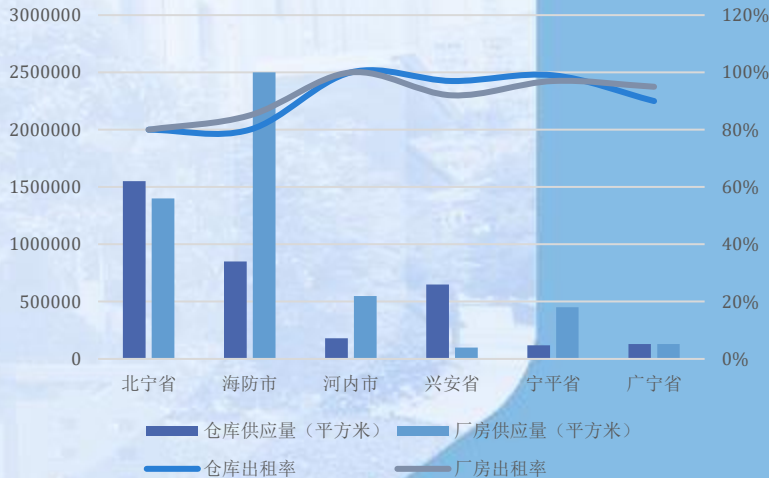
- 在河内土地储备趋于枯竭、入住率达到100%的背景下，扩产资金正加速向周边卫星增长极转移。北宁和海防逐步成为核心产业集聚地，分别占北部工业用地总储备的21%和26%。
- 得益于完善的交通基础设施连接，河内周边地区正吸引十亿美元级别的投资，主要受全球AI浪潮下高价值半导体扩产需求的推动。入住率维持高位：北宁、兴安超过70%；海防、富寿超过60%。
- 预建厂房模式正成为吸引新一代FDI的重要载体；RBF累计供应量达到580万平方米，RBW达到360万平方米。入住率维持高位（RBF为86%，RBW为85.7%）。值得注意的是，兴安和海防等物流枢纽的预建仓库（RBW）入住率分别达到92.4%和86.4%。在需求持续稳健的支撑下，租赁报价仍维持高位，RBF和RBW分别达到5.0美元/平方米/月和4.9美元/平方米/月。



工业园区土地业务的发展空间逐步向战略性地区扩散



预制仓库及厂房市场供应量和出租率均表现良好



胡志明市继续发挥龙头带动作用；西宁和同奈重塑新增供应格局

- FDI资金流入正进一步体现“质量化”趋势，从胡志明市核心区域向外转移，重点聚焦高科技及电子电气行业。截至2026年上半年，同奈和平阳合计占南部工业用地总吸纳面积（124公顷）的83%。值得关注的是，西宁凭借近期获批的49个工业园区（16000公顷）快速崛起，成为潜在投资目的地，其工业用地租赁报价为179.6美元/平方米，相较胡志明市的187.5美元/平方米更具价格竞争力。
- 预建厂房及仓库市场运营表现良好，新增供应47万平方米，吸纳面积达到37万平方米。其中，预建厂房（RBF）新增供应56000平方米全部位于西宁，推动该省入住率大幅提升10个百分点至93.7%。与此同时，预建仓库（RBW）受到物流及电子商务企业强劲需求推动，南部整体入住率同比大幅提升12.7个百分点至91.6%。其中，胡志明市扩展区域的RBW几乎“一库难求”，出租率达到创纪录的98.7%。尽管需求强劲增长，RBF和RBW租金水平仍保持稳定，分别为4.9美元和4.6美元/平方米/月。

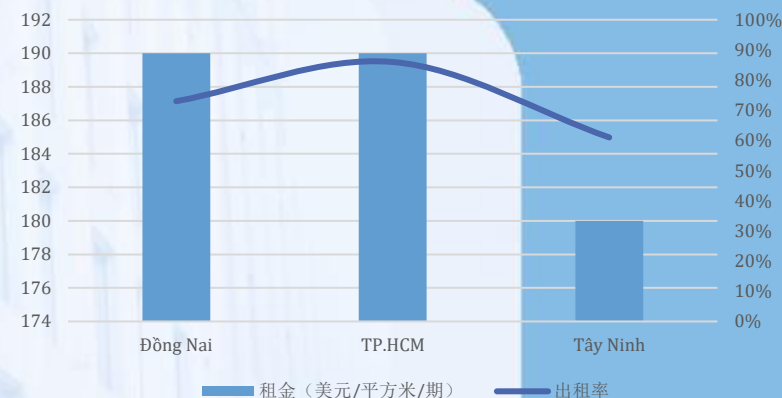
2026年上半年南部工业用地吸纳率大幅提升



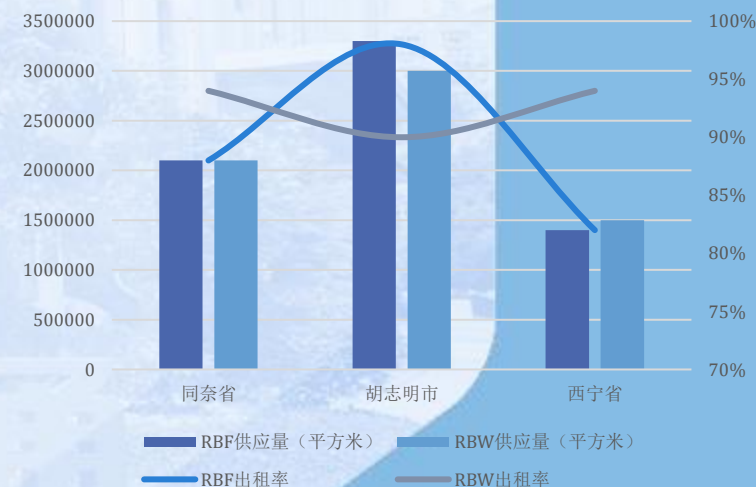
2026年上半年预制仓库及厂房市场保持良好运营态势



同奈省、西宁省成为工业园区土地业务新的增长动力



尽管预计供应量将大幅增加，胡志明市预制物业市场入住率仍接近满租水平



第三部分：2026至2030年工业地产 行业展望

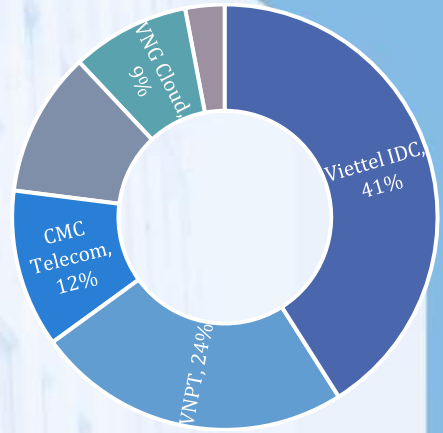
Open account in 3 minutes
(Hotline: 024 3577 9999)



高质量FDI浪潮：数字基础设施与AI引领长期增长

- 越南工业园区房地产市场正迎来数据中心（Data Center）大规模投资浪潮所带来的全新强劲增长动力。数字化转型及人工智能（AI）发展推动数十亿美元资金投入超大型数字基础设施项目，直接大幅提升工业园区及高科技园区的土地需求。据JLL数据显示，目前符合数据中心变电站及光纤基础设施严格标准的土地，其价格较普通工业用地溢价30%-50%。
- 受数字化转型、高互联网普及率及政府政策支持推动，越南数据中心市场正加速增长。根据Cushman & Wakefield报告，尽管越南仍属于新兴市场，但凭借亚太地区最低水平之一的建设成本，平均仅约7.0美元/瓦，以及区域最高水平之一的成本收益率（YoC），约18%，越南具备显著的竞争优势。根据CBRE，2026-2030年胡志明市数据中心容量预计增长811%，原平阳地区预计增长高达1071%，河内运营容量预计增至47MW；上述地区将成为工业园区房地产与数据中心融合发展投资主题中最值得关注的市场。

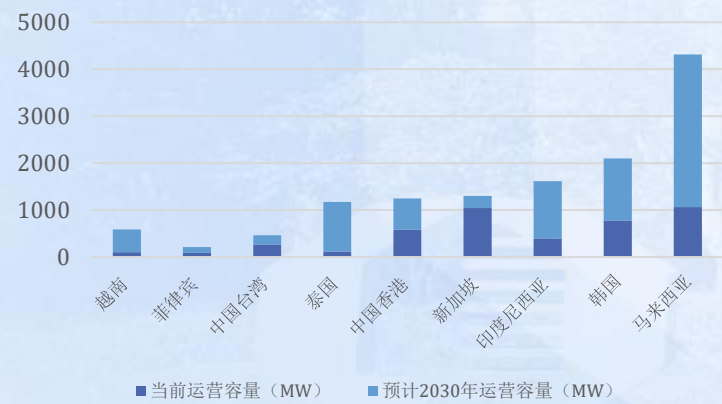
越南数据中心市场由五大企业主导



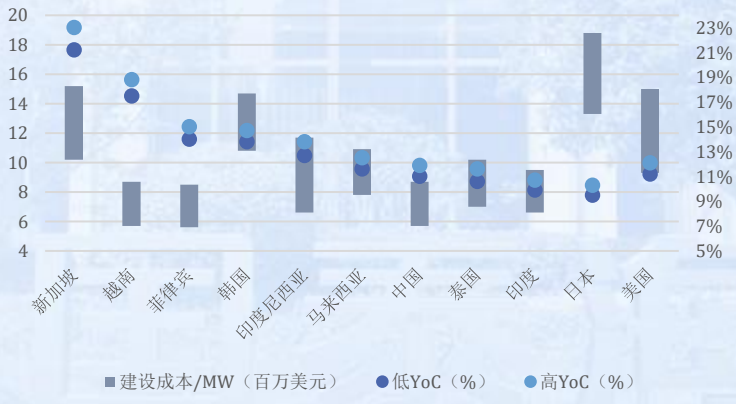
拟实施的数据中心项目

项目	开发商 / 合作伙伴	地点	投资额
AI Campus SGI-HCM	KBC + Accelerated Infrastructure Capital	胡志明市新富中工业园区	21亿美元
AI超级数据中心（G42联合体）	G42 + FPT + VinaCapital + 越泰集团	胡志明市高科技园区	20亿美元
StarMason	Sembcorp Development + BB Holdings	胡志明市高科技园区	4.8亿美元
CMC数据中心	CMC	胡志明市高科技园区	2.5亿美元
G-Campus	G-Group + OTECH	河内和乐高高科技园区	2.9亿美元
STT VNG Ho Chi Minh City 2	ST Telemedia Global Data Centres + VNG	胡志明市新顺出口加工区	4.2亿美元

预计2026-2030年越南运营容量将增长至目前的6倍



越南凭借较低的建设成本和较高的收益率，在数据中心发展方面具备优势



数据来源: CBRE, Cushman & Wakefield, JLL, 国泰海通（越南），研究部

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



- ESG标准正从加分项逐步转变为全球FDI资金投资越南时的必备条件。根据Cushman & Wakefield的调查，可持续性目前已成为企业选择工业房地产时排名前三的核心标准之一，超过 70%的租户愿意支付高出 7%-10% 的价格，以获取符合绿色建筑标准的物业。数据显示，约 80%的FDI企业优先选择具备绿色能源基础设施的园区，反映出随着全球环境标准日趋严格，投资偏好正在发生明显变化。
- 对于工业园区房地产而言，这一趋势可能进一步加剧符合与尚未符合绿色标准的工业园区之间的分化。CBAM、RE100及供应链减排要求正推动制造商，尤其是跨国企业（MNC），寻求可再生能源供应、污水处理基础设施、绿色建筑标准及排放管理能力。Cushman & Wakefield数据显示，越南获得LEED认证的建筑物中，75%属于工业及办公物业，占已认证建筑总面积的80%，表明ESG需求已开始直接反映于工业地产领域。
- 2026-2028年期间，ESG更有可能成为支撑工业用地吸纳能力及需求质量的因素，而非独立推动租金上涨的动力。在低价土地及税收优惠不再构成可持续竞争优势的背景下，具备清洁能源基础设施、绿色建筑认证，并能够从规划阶段起即满足ESG标准的工业园区，将在高质量FDI资金持续流入越南的过程中获得更为明显的需求支持。

开发商日益重视符合ESG标准的项目开发

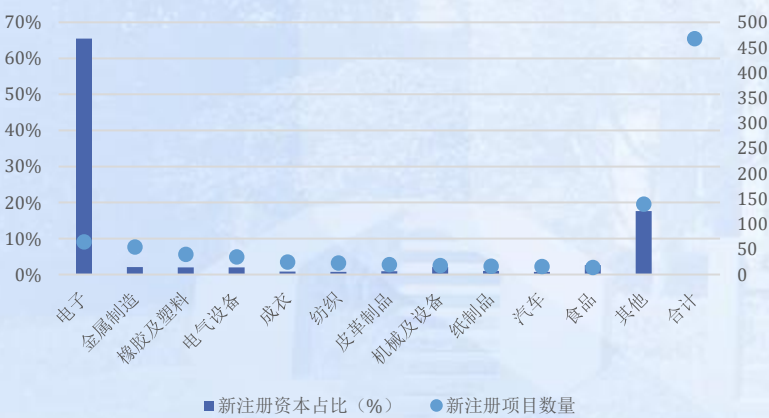
开发商	项目	规模
BCM	Cây Trường	700 公顷
	Bàu Bàng MR GD2	380公顷
VGC	Thuận Thành Eco-Smart	250公顷
	Yên Phong 2C	~221公顷
IDC	Tân Phước 1	470公顷
	IDICO Vinh Quang	226公顷
LHG	Long Hau LEED Park	56000 平方米
SNZ	Amata Biên Hòa	513公顷



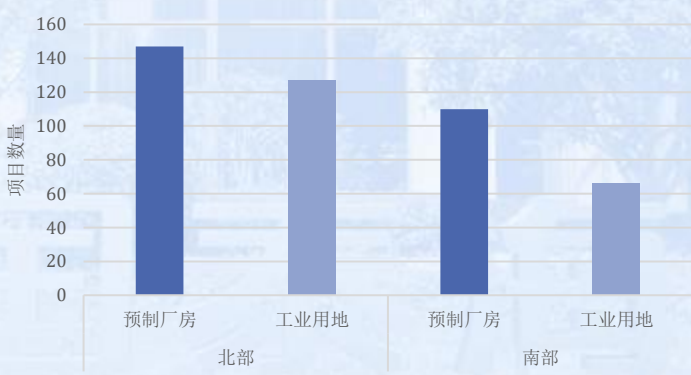
预建物业板块正逐步成为工业地产新的增长动力

- 2026年上半年，预建厂房（RBF）占北部新建制造业FDI项目数量的54%，但吸引了高达73%的总投资额，约63亿美元。全国范围内，预建厂房项目占新建制造业FDI项目数量的56.8%，占新项目FDI总额的66.2%，约71亿美元。此外，Savills越南研究显示，62% 的新增制造业项目选择RBF，为2018年以来最高水平。其中，南部地区约为70%，北部地区为56%。目前RBF项目整体入住率已超过 80%，反映出较高的运营效率，尤其受到FDI投资者的青睐。
- 根据Savills，全球供应链重构正使“上市时间（time-to-market）”成为日益重要的考量因素，投资者通过选择预建厂房，可缩短从项目实施到生产运营的时间。RBF模式的核心价值在于速度：企业自行购地建设厂房，通常至少需要36个月才能实现产品上市（包括土地征收、施工及审批等环节）；而租赁RBF可将这一周期缩短至6-7个月。这也是RBF成为高科技企业优先选择的重要原因之一，尤其适用于对快速部署及扩产能力有较高要求的企业。在南部地区，随着土地资源日益稀缺，这一趋势进一步延伸至多层厂房及定制化建设（Built-to-Suit, BTS）模式。
- Cushman & Wakefield预计，2026-2028年期间，南部地区将新增约 110万平方米RBF及超过 68万平方米RBW；北部地区未来三年预计新增约 90万平方米 RBF，同时2026-2028年期间新增超过 63万平方米RBW。因此，行业增长将更多来自可出租面积及经常性租赁收入的扩张，而租金水平在供应竞争加剧的背景下预计仅温和上涨。C&W预计，电子、高科技制造、电子商务及物流行业的需求将继续支撑新增供应释放期间的市场吸纳能力。

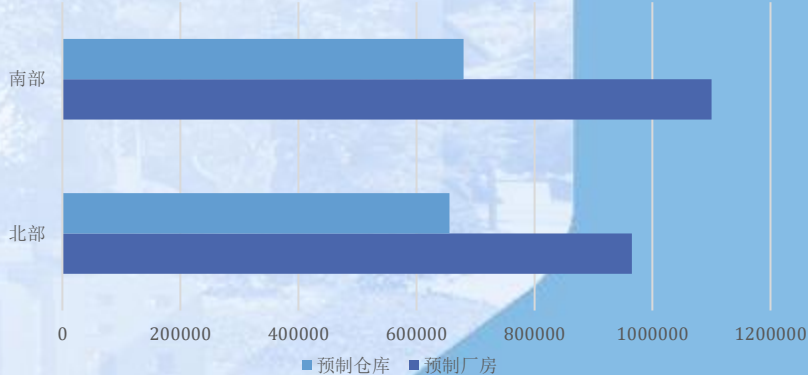
电子及高科技产业引领2026年上半年制造业FDI



RBF/RBW正逐步成为工业地产需求的重要组成部分



预制物业细分市场供应量将在2026-2028年大幅增长



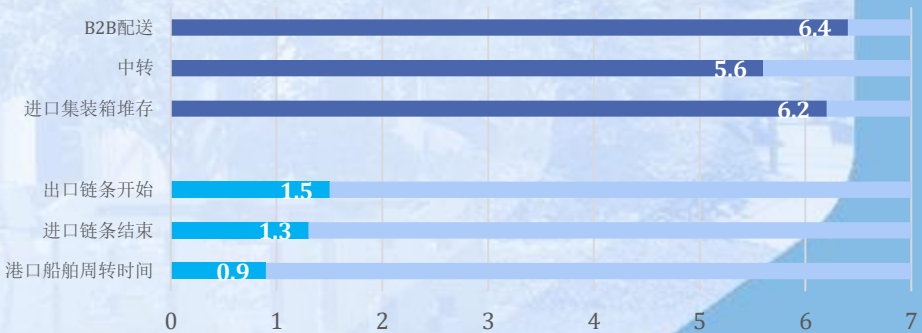
越南物流能力：海运连接是优势，成本及后方物流仍是瓶颈

- 2025年第一季度至2026年第二季度，班轮航运连接指数（LSCI）提升11.5%，达到489.84点，位居东南亚第三，仅次于新加坡和马来西亚。此外，世界银行《物流绩效指数2.0》（LPI 2.0）数据显示，越南港口船舶周转时间仅为0.9天，进口供应链末端时间为1.3天，均居东南亚首位。然而，进口集装箱堆存时间仍高达6.2天，中转时间为5.6天；上述差异表明，港口门户与腹地物流之间的衔接仍是行业核心瓶颈。
- 此外，根据越南工贸部数据，目前物流成本相当于GDP的16%-17%，显著高于新加坡（8%）和马来西亚（11%），反映出货物流通及经济竞争力仍面临较大的成本负担。部分压力源于对公路运输的高度依赖，以及港口、运输网络与仓储物流中心之间的连接尚不完善。这表明，提升港口与仓储、运输及配送网络之间的衔接，仍是改善物流能力的重要环节。
- 《20-NQ/TW号决议》（2026年7月28日）提出，到2030年将物流成本降至GDP的12%以下，并建设5-6个现代化物流中心。与此同时，越南政府总理于2025年10月9日签发的第2229/QĐ-TTg号决定提出，到2035年推动越南进入LPI排名前40的国家和地区行列。该目标不仅要求降低运输费用，更要求重构物流网络、加强多式联运、推动供应链数字化，并充分发挥海港优势，使海运成为未来推动越南经济增长的重要主轴。

越南物流成本仍高于区域国家平均水平



越南物流处理时间（单位：日）



数据来源: 越南工贸部, World Bank, Vietstock, 国泰海通 (越南), 研究部

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

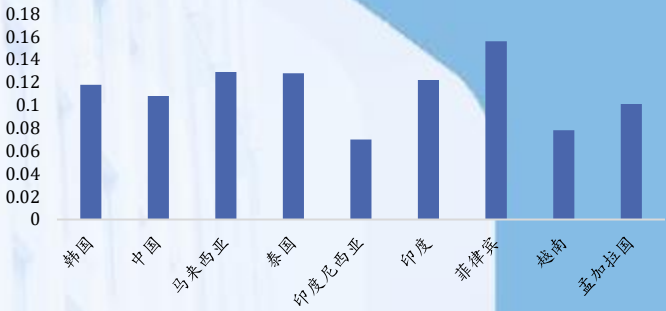


电力保障已成为重点产业发展的核心支撑因素

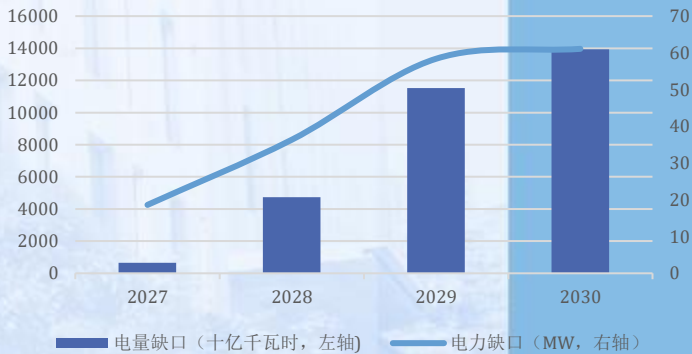
具有竞争力的电价可形成成本优势，但稳定供电能力及电力供应的区位匹配度，才是决定高科技产业基础设施准备度的关键因素。

- 根据调整后的《第八个国家电力发展规划》（PDP8），预计到2030年，全国电力系统最大负荷将达到约 89655–99934 MW。据越南工贸部数据，2026–2030年期间电力需求预计将以 10.5%–12.9% 的年均速度增长。截至2026年6月底，全国最大负荷已创下 58500 MW 的历史新高；与此同时，电力需求快速增长，2026年上半年全国商业用电量同比增长 10.2%，其中北部地区同比增长 13.1%。
- 越南工贸部表示，目前正对调整后的《第八个国家电力发展规划》进行审查和更新，以反映电力需求结构的快速变化，并重新评估按照规划建设的电源及电网容量能否满足2030年及更长期的用电需求。此举发生在越南未来数年面临日益加大的电力供应短缺风险之际：数据中心、人工智能及半导体制造等行业的用电需求快速增长，而部分规划中的电源及电网项目建设进度有所滞后。
- 对于工业地产市场而言，核心风险不仅在于全国范围内潜在的电力短缺，更在于电力基础设施建设进度与工业中心负荷增长速度之间可能存在错配。稳定电力供应的可获得性、配套完善的并网基础设施，以及本地可再生能源、直接购电协议（DPPA）和满足租户用电需求的能力，将日益成为吸引高科技 FDI 项目的重要因素。

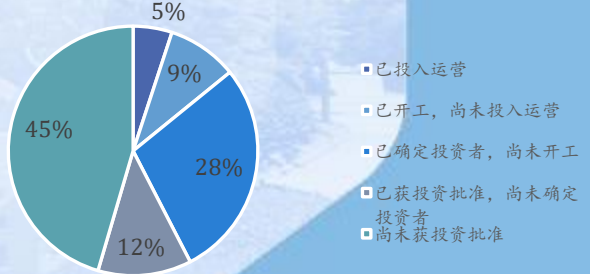
平均工业用电价格



2027–2030年全国电力及发电量缺口预测



规划电源项目实施进展情况



中美贸易紧张局势：越南受益于供应链转移，但贸易监管风险上升

中美贸易紧张局势：短期有所缓和，但战略不确定性仍存

- 据路透社报道，美国总统唐纳德·特朗普与中国国家主席习近平在华盛顿会晤后，双方同意制定非敏感商品清单，双方各自涉及约 300亿美元 的商品可享受降税待遇。同时，双方将贸易休战协议再延长两个月至 2027年1月10日。不过，降税清单不包括半导体、电动汽车等战略性商品。分析人士认为，延长贸易休战仅为双方继续谈判争取更多时间，尚不足以确保建立长期稳定的贸易机制。
- 路透社认为，此次峰会取得的成果较为有限，相关承诺主要旨在维持对话并避免短期内进一步升级。双方在产业政策、市场准入以及关键原材料出口限制等方面的分歧仍然存在。预计双方将在今年最后几个月继续展开谈判。
- 与此同时，竞争正进一步延伸至供应链安全和战略资源控制领域，例如美国与日本正推动实现钕及其他关键矿产供应来源多元化，以降低对中国的依赖。在此背景下，贸易政策可能将进一步转向针对特定行业、特定行为及特定商品来源的精准监管，而不再仅依赖全面加征关税。美国贸易代表办公室（USTR）同时推进针对产能过剩、强迫劳动及知识产权问题的 Section 301 调查，也表明这一趋势正逐步制度化。

越南持续受益于制造业转移，但贸易监管风险上升

- 2026年前8个月，越南进出口总额达到 7701亿美元（同比+28.7%），其中出口额为 3748亿美元（同比+22.4%），进口额为 3953亿美元（同比+35.3%）。美国仍是越南最大的出口市场，出口额达 1220亿美元；中国则是越南最大的进口来源国，进口额达 1619亿美元。
- 然而，伦敦政治经济学院（LSE）Business Review基于超过 5200万笔贸易交易 的研究显示，与低暴露企业相比，高度暴露于美国 Section 301 关税商品的越南企业对美出口增幅高出 126%，但与此同时，其从中国进口的零部件增幅也高出 85%。核心结论表明，越南确实从贸易战中受益，但中国对越南生产网络的主导程度几乎没有下降。
- 美国正加强对越南原产地认定及中国商品转运的监管，主要体现在三条并行的 Section 301 调查路径：知识产权方面，越南是唯一被列为 “Priority Foreign Country” 的国家；产能过剩；以及强迫劳动。其中，强迫劳动调查已作出最终结论：自 7月24日 起，属于适用范围的越南商品将面临 12.5% 的 Section 301 关税，部分产品类别享有例外。
- USTR于2026年7月针对强迫劳动采取 Section 301 措施后，越南颁布 第292/2026/NĐ-CP号法令，并承诺继续与美国开展对话，以完善和落实相关法律框架。积极因素在于，越南领导人于 9月22日 表示，美越贸易谈判已取得重大进展，有望较早达成协议；同时继续敦促美国处理包括 Section 301 调查在内的未决问题。



第四部分：2026年上半年 经营业绩更新

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



2026年第二季度及上半年经营业绩更新

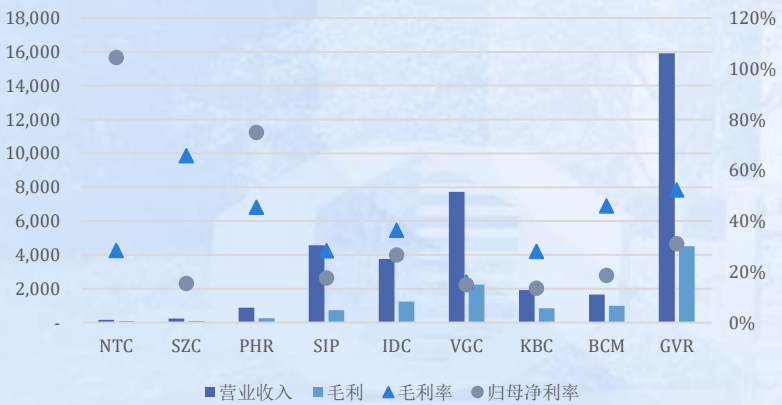
2026年第二季度业绩：盈利质量视角下的显著分化

截至2026年第二季度末，上市工业地产企业实现营业收入30.453万亿越南盾，较去年同期基本持平。然而，第二季度归母净利润同比下降9.8%，至6.678万亿越南盾。2026年上半年，行业整体经营业绩基本持平，未出现明显增长，共有19/32家企业实现盈利同比正增长；净收入达到59.405万亿越南盾，归母净利润达到12.438万亿越南盾。

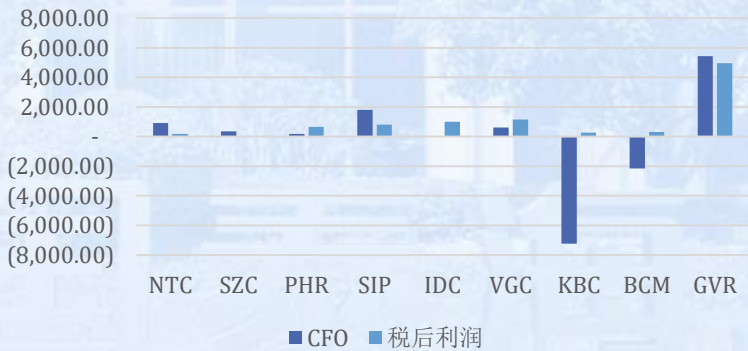
从盈利质量来看，2026年第二季度工业地产行业的业绩分化尤为明显，归母净利润同比增速区间由PHR的+291%至KBC的-96%。部分企业受益于核心业务持续改善，录得较高的盈利增长；与此同时，部分企业的业绩则受到会计核算方法调整及非经常性收益的显著影响。

- 《99/2025/TT-BTC号通知》要求企业按照租赁期限分摊工业园区土地租赁收入，而非一次性确认收入，这一会计政策变化显著改变了包括BCM、NTC及SZC在内多家企业的同比业绩比较基数。
- 即使在核心业务层面，行业内部亦呈现明显分化：VGC和IDC凭借拥有可随时交付的成熟土地储备，实现盈利快速增长；SIP则受益于公用事业服务业务在收入中的较高占比，维持稳定增长；而KBC则由于土地征收及清场补偿进度受阻，录得历史低位的盈利水平。
- 橡胶产业背景企业GVR和PHR所披露的创纪录盈利，主要由土地补偿收入等一次性收益贡献，而非来自持续性的经营现金流。

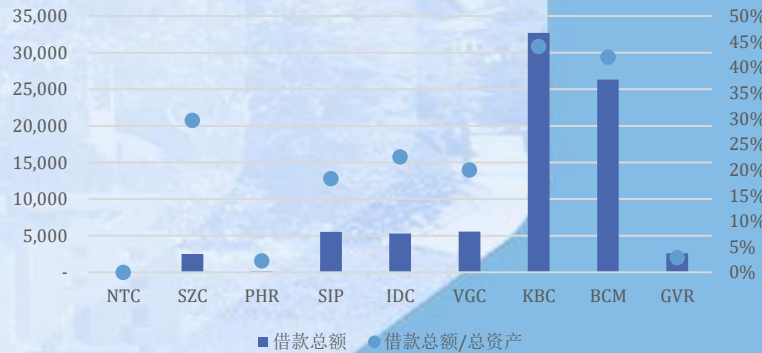
部分上市工业地产企业经营业绩



归母净利润与经营活动现金流对比



借款及财务状况



数据来源: FiinproX, 企业财报报告, 国泰海通 (越南), 研究部

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



- 在盈利表现亮眼的企业中，**现金流质量的分化**尤为明显。**GVR**和**PHR**均录得创纪录盈利，但主要驱动力来自大额土地补偿收入，分别占税前利润的43.1%和58.3%，而非核心经营业务。由于**PHR**目前仅将**VSIP III**土地补偿计入应收款项，导致上半年经营现金流仅为1779亿越南盾，与账面利润之间形成较大偏差。相比之下，**BCM**表现不及预期，母公司股东应占净利润降至2040亿越南盾（-86.1%），主要由于其盈利几乎完全依赖5250亿越南盾的联营公司投资收益；与此同时，借款规模攀升至26.334万亿越南盾，并带动利息费用升至创纪录的5390亿越南盾。
- VGC和IDC是核心业务板块的亮点**：VGC实现创纪录收入4.4625万亿越南盾（+38.2%），主要受工业园区基础设施租赁业务带动；同时，公司将10个工业园区合计5.450万亿越南盾的在建成本转入存货，进一步确认了规模较大的、已具备商业化条件的土地储备。IDC工业园区业务收入同比翻倍（+118.4%），主要得益于实际交付加速，推动毛利率升至37.4%；同时，公司仍持有5.724万亿越南盾的递延收入，为未来收入确认提供缓冲。
- KBC**则明显暴露出法律审批及土地征收与清场（GPMB）风险：尽管已签署超过170公顷土地的合同，但由于尚未满足交付条件，母公司股东应占净利润大幅“蒸发”96.2%，仅剩160亿越南盾。核心业务税前亏损1940亿越南盾，同时受到2890亿越南盾利息费用的严重挤压；存货进一步攀升至33.357万亿越南盾，其中 Trang Cat 项目约占17.8万亿越南盾，反映土地补偿进度与现金流确认进度之间存在明显错配。
- 受《99号通知》影响，**NTC**和**SZC**由于工业园区租赁收入由一次性确认改为按租赁期限分摊，账面收入大幅下降，分别同比下降42.9%和39%。然而，实际现金流情况仍较为积极：SZC长期递延收入较2026年第一季度大幅增长51.4%，达到8270亿越南盾；类似地，NTC该项余额也大幅增至5.084万亿越南盾，表明公司正在积累大量已收取但尚待转化为利润的土地租赁款项。
- SIP**进一步巩固其业绩表现，归母净利润同比增长40.7%至4472亿越南盾，主要受稳定的公用事业服务及工业园区基础设施业务，以及处置经营合同产生的收益带动；与此同时，公司持有高达12.362万亿越南盾的现金及现金等价物和银行存款，占总资产的41%。



上市工业地产企业对比表

工业地产与橡胶业务“混合型”企业表现出最为稳定的业绩表现

备注	股票	公司名称	交易所	当前价 (越南盾)	市值 (十亿越南盾)	P/E	P/B	D/E	ROE	ROA	2026年上半年收入 (十亿越南盾)	2026年上半年收入同比增长	2026年上半年税后利润 (十亿越南盾)	税后利润同比增长
橡胶及工业地产	GVR	越南橡胶工业集团	HOSE	32750	131000	18.7	2.17	0.04	12.00%	8.00%	15928	37.70%	4414	67.70%
拥有大量RBF及RBW	BCM	Becamex IDC	HOSE	39500	40883	21	1.87	1.17	8.90%	3.20%	1650	-65.20%	292	-84.10%
拥有大量RBF及RBW	IDC	IDICO	HNX	33600	14026	6.46	2.07	0.6	32.70%	9.50%	3756	5.60%	880	37.40%
拥有大量RBF及RBW	VGC	Viglacera	HOSE	44500	19952	14.02	2.37	0.47	16.20%	5.30%	7737	27.20%	779	2.60%
拥有大量可出租土地储备	SIP	西贡VRG投资	HOSE	49250	11924	8.39	2.47	1.02	27.70%	4.90%	4577	12.40%	734	15.30%
	NTC	南新洲工业区	HOSE	133300	3199	9.87	2.21	0	24.40%	5.20%	164	-41.00%	171	1.40%
橡胶及工业地产	PHR	福和橡胶	HOSE	33850	8256	8.83	1.77	0.03	21.90%	14.50%	875	28.70%	643	244.90%
	KBC	京北城市	HOSE	25400	23921	20.86	0.96	1.21	4.60%	1.60%	1925	-47.90%	231	-80.50%
	SZC	Sonadezi 周德	HOSE	17150	3087	19.34	0.96	0.78	5.00%	1.90%	234	-62.90%	36	-83.70%
中位数						14.02	2.07	0.6	16.20%	5.20%	5.60%		2.60%	

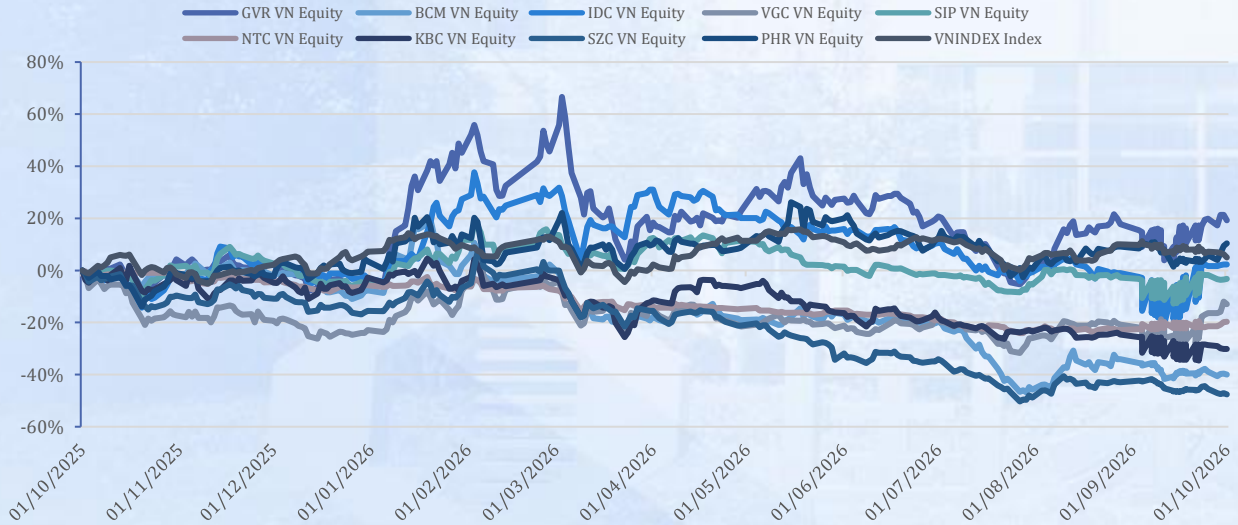


2026年下半年投资展望：推动行业重新估值的三大动力

我们认为，2026年下半年工业地产板块的估值将高度取决于企业将土地储备转化为现金流的能力，以及各企业自身催化剂的兑现程度。

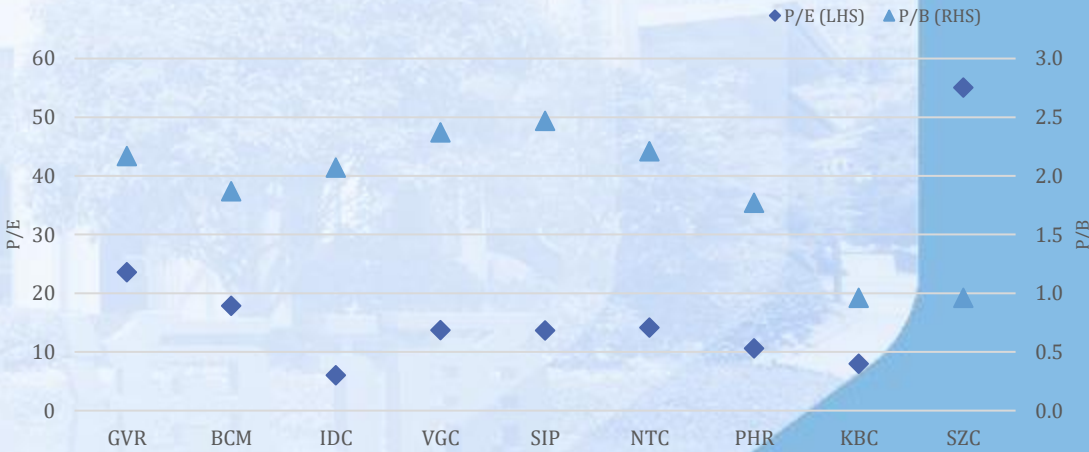
- **橡胶土地转型带来的大额补偿现金流：**GVR和PHR凭借将低成本土地储备转化为土地补偿现金流的趋势，有望显著受益。GVR目前管理19个工业园区，总面积超过6300公顷，并已提议在胡志明市新增10个工业园区；此外，西宁和嘉莱还有2604公顷橡胶土地正准备进行用途转换。PHR预计未来约有5000公顷橡胶土地具备转换用途的潜力。
- **国有资本退出带来的重估催化剂：**预计BCM、VGC和GVR等国有股东持股企业，在完成国有资本退出方案后，将成为2026年下半年的短期股价催化因素。
- **商业化土地储备交付：**行业龙头企业目前持有大规模待商业化的可开发土地储备，其中VGC、KBC、IDC、SZC和SIP较为突出。在新版《土地法》推动相关政策障碍逐步化解以及工业地产信贷政策趋于宽松的背景下，2026年下半年至2027年加快土地征收及清场进度，将成为推动盈利复苏拐点及自由现金流增长的关键条件。

工业地产股票与VN-Index的股价表现——1年回报率



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

工业地产股票估值处于历史平均水平以下



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



股票	建议	目标价(越南盾/股)	上涨空间	投资论点
PHR	买入	41200	20.64%	1. 橡胶业务凭借高位销售价格继续成为收入增长的支撑 今年以来，全球橡胶价格已上涨超过30%，主要原因是东南亚主要橡胶产区受到气候变化影响，橡胶产量下降。此外，美伊地缘政治紧张局势推高全球油价并使其维持高位，间接推动橡胶乳价格上涨。我们预计，随着冲突持续，橡胶价格仍将维持高位，2026年底平均价格预计达到6000万越南盾/吨；随后随着供给端逐步恢复平衡，2027-2028年价格预计保持横盘。 2. 录得橡胶土地补偿等非经常性收入 2026-2027年期间，预计PHR将从橡胶土地补偿款中获得可观的财务收入，相关土地将用于工业园区项目开发。我们预计PHR将从VSIP III工业园区、北新渊1工业园区以及胡志明市-守油一-真城高速公路项目获得约3.7万亿越南盾的土地补偿款。此外，PHR还拥有约5000公顷具备未来开发工业园区潜力的橡胶土地，为未来提供较大的收入确认空间。
SIP	买入	62700	27.7%	1. 大规模工业园区土地储备为未来收入确认提供充足空间 公司拥有超过930公顷已具备出租条件的商业化土地储备，主要集中于胡志明市、同奈、西宁等南部工业重镇。 2. 财务实力稳健，收入结构稳定 SIP资产负债表保持健康，现金、银行存款及贷款合计12.362万亿越南盾，占总资产的41%，显著高于5.507万亿越南盾的有息债务。此外，公司已确认的订单储备（backlog）达到14.023万亿越南盾，显示长期收入仍具备持续增长空间。SIP收入结构主要由稳定的工业园区公用事业服务业务贡献，同时工业园区土地租赁业务在2026年上半年实现较快增长。
VGC	客观	-	-	1. 大规模可开发土地储备为VGC工业园区业务收入增长提供动力 VGC拥有约19个工业园区，总商业化面积接近6000公顷。此外，VGC已通过约900公顷新增工业园区的开工准备计划，其中包括西普安（Tây Phổ Yên）、富宁一期（Phú Ninh giai đoạn 1）以及兴安1号工业园区（KCN số 1 Hưng Yên）等项目。2026年第二季度，VGC工业园区业务收入达到2,499十亿越南盾，继续成为公司规模较大且稳定的收入来源。VGC新签工业园区土地面积保持积极态势，目前已达到111公顷，接近125公顷的年度新增销售计划；与此同时，2026年土地交付目标已上调至150公顷。 2. 建材业务收入延续复苏趋势 2026年上半年，VGC建材业务收入同比增长约30%，达到4.616万亿越南盾，继续为公司最大收入来源，占总收入的58%。收入增长主要受房地产市场供应逐步复苏推动。此外，越南对来自印度尼西亚和马来西亚的建筑玻璃实施反倾销税，使VGC进一步获得竞争优势。





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。





GTHT 证券（越南） - 研究部

黎潘世

Research Analyst

thelp@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 702

陈氏红绒

Director of Research

nhungth@gtht.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:703



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)

