

## 週報：儘管大多數其他市場在同一地區小幅拋售，但 VNIndex 上漲

Matthew Smith, CFA

分析總監

[matthew.smith@yuanta.com.vn](mailto:matthew.smith@yuanta.com.vn)

VNIndex 再次走上自己的道路。越南股市表現優於同一地區的其他市場，則上漲 +2.9% WoW（以美元計算）。VNIndex 在週五下跌 0.28%，顯示美國銀行破產表面上對越南股市沒有影響的全球擔憂，這 1) 完全合理，因為該事件對越南沒有直接影響，並且 2) 無論如何，這是一個不錯的驚喜。這一結果加強我們的觀點，即越南房地產行業的全球宏觀/流動性風險和負面問題已反映在價格中。



### 指數、現金流、貨幣

- VNINDEX: 1053 (+2,8% WoW / +4,6% YTD / -28,8% YoY)
- VHINDEX: 208 (+1,4% WoW / +1,2% YTD / -53,6% YoY)
- UPCOM Index: 77 (+1,3% WoW / +7,1% YTD / -33,4% YoY)
- 日均交易價值：418 萬美元 (+13,8% WoW)
- 外資賣超：42,0 萬美元
- VND:USD: 23,697 (+13bp WoW / -27bp YTD / -3,61% YoY)

### VN30 股

股票	收盤價 (千越南盾)	變更 WoW	總共 VN30(WoW)	累計市盈 率(x)
ACB	24,9	1,6%	3,4%	6
BCM	83,8	0,4%	0,0%	63
BID	47,2	2,7%	0,8%	13
BVH	49,2	1,5%	0,2%	24
CTG	29,2	5,0%	3,1%	8
FPT	79,5	1,3%	2,8%	16
GAS	107,0	2,4%	0,7%	14
GVR	15,0	6,4%	0,4%	16
HDB	18,5	3,9%	3,7%	6
HPG	21,3	4,7%	9,3%	14
MBB	17,8	3,5%	4,5%	5
MSN	83,9	10,4%	16,3%	33
MWG	39,8	0,9%	1,1%	14
NVL	10,7	2,9%	1,0%	9
PDR	11,8	11,9%	1,2%	7
PLX	38,2	-1,7%	-0,2%	33
POW	13,0	4,9%	1,1%	16
SAB	185,6	-0,7%	-0,3%	23
SSI	19,8	7,3%	4,4%	13
STB	26,0	4,0%	5,7%	10
TCB	27,2	1,3%	2,4%	5
TPB	24,0	2,6%	1,7%	6
VCB	92,1	1,3%	1,8%	15
VHM	42,9	4,6%	6,3%	6
VIB	21,0	1,5%	0,9%	5
VIC	53,1	0,8%	1,1%	23
VJC	100,6	-0,6%	-0,5%	--
VNM	76,9	1,2%	2,2%	21
VPB	18,3	7,6%	19,2%	7
VRE	28,0	7,7%	5,7%	22

市場走勢延續。儘管同一地區的其他市場在週五拋售，但越南股市仍繼續上漲，暫時顯示邊際市場可以（並非全部）提出出色的效率。外資在一個月內首次在每周買超 — 現金流在週五流入最大，儘管全球對 Silicon Valley 銀行事件微有恐慌。VNIndex（270 檔上漲股/ 103 檔下跌股）和 VN30（27 檔上漲股/ 3 檔下跌股）之間的市場寬度為正。

**房地產行業：波動太大。**我們已更新對排名前 20 位的上市房地產開發商的獨家 CIGARR 分析模型。在市場仍處於衰退階段並可能延續至 2024 年的背景下，2022 年第四季度模型的結果顯示債務償付能力顯著下降並不奇怪。總體而言，房地產開發商和購房者都已轉為防禦針對負面市場走勢的策略。

**第 08 號法令：這不是激進的解決方案。**我們認為，08 號法令被視為一個積極的支持因素，而不是一個激進的解決方案。我們認為目前不是提出建議的時候，也許這將在今年年底發生。我們認為目前的房地產市場衰退將在 2024 年可能會出現復甦，股價會在這一上漲趨勢之前下跌。不過，目前我們對該行業仍維持中性評級。投資者應關注會計資產表和現金流強勁的優質股票。我們的首選仍然是 KDH（詳情請參閱第 9-12 頁）。

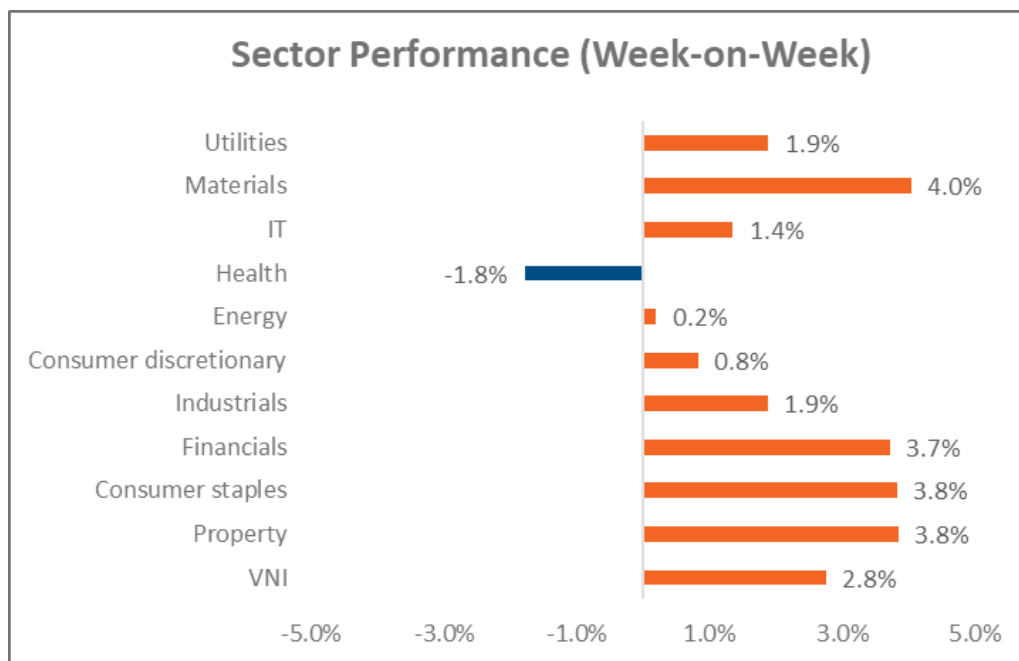
**宏觀：未來前景依然光明，**或者至少不像我們想像的那麼消極。1 月至 2 月的數據匯總（僅忽略 2 月的變化，因農曆新年假期而出現偏差）已確認工業產出和商品總出口下降的觀點。不過，2 月份的製造業 PMI 指數顯示出四個月來首次積極復甦的跡象，根據受訪者的回應顯示新訂單數量復甦；零售支出保持穩定（詳情請參閱第 17-23 頁）。

## Yuanta Vietnam Coverage Universe

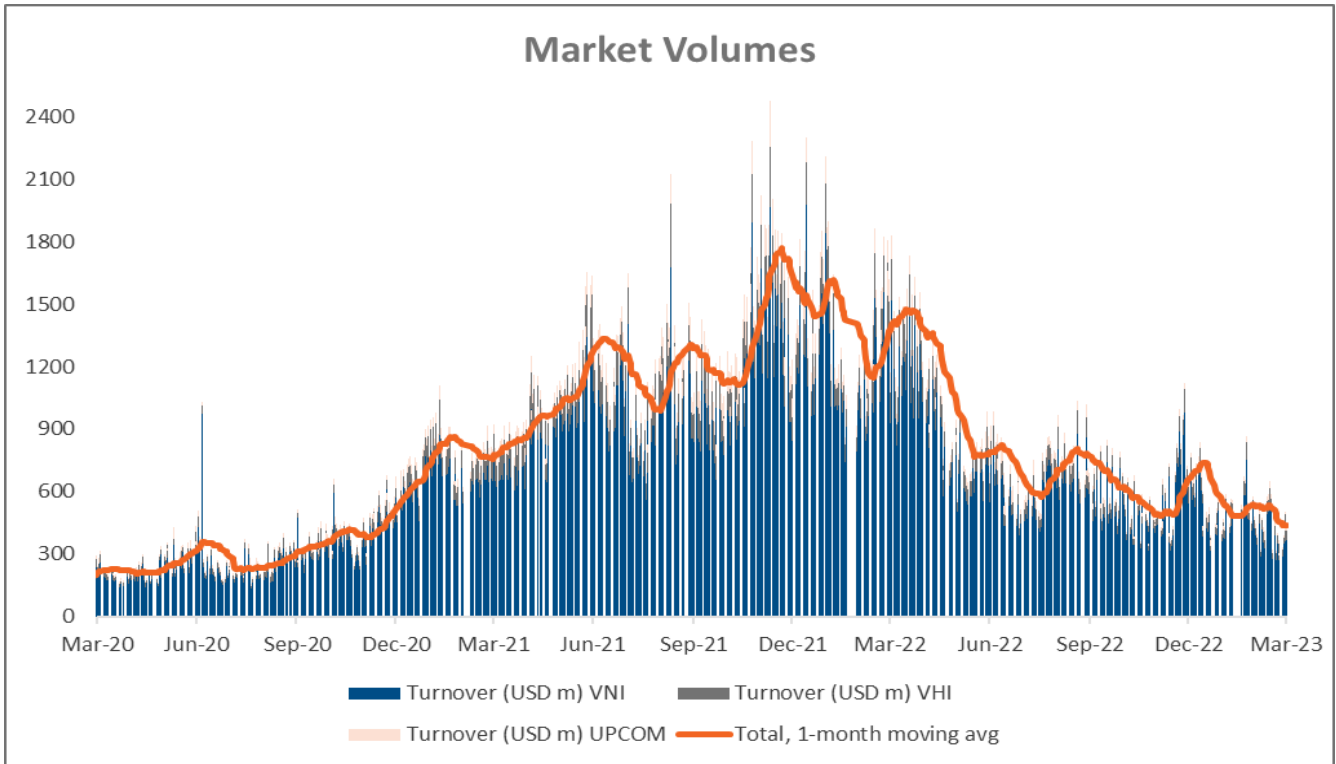
Sector	Company	Stock code	Market cap (USDm)	3-month ADT (USDm)	Yuanta Rating	Current price (VND)	Target price (VND)	Up (down) side	2022 E Dividend yield	12 -m TSR*
<b>Banks</b>	Asia Commercial Bank	ACB VN	3,549	3.2	BUY	24,900	27,958	12%	0.0%	12%
	BIDV	BID VN	10,065	2.7	HOLD-Underperform	47,150	38,860	-18%	1.0%	-17%
	HD Bank	HDB VN	1,964	1.7	BUY	18,500	23,510	27%	0.0%	27%
	MB Bank	MBB VN	3,396	6.8	BUY	17,750	25,480	44%	0.0%	44%
	Sacombank	STB VN	2,068	18.8	BUY	26,000	28,860	11%	0.0%	11%
	Vietcombank	VCB VN	18,393	4.1	BUY	92,100	93,230	1%	0.7%	2%
	Vietnam Prosperity Bank	VPB VN	5,184	15.5	BUY	18,300	22,060	21%	0.0%	21%
<b>Brokers</b>	HCM City Securities	HCM VN	469	5.2	BUY	24,300	29,957	23%	5.2%	28%
	Saigon Securities	SSI VN	1,253	12.7	BUY	19,800	26,092	32%	2.3%	34%
	Viet Capital Securities	VCI VN	512	6.3	BUY	27,850	47,656	71%	7.9%	79%
	VNDirect Securities	VND VN	745	14.1	BUY	14,500	26,539	83%	1.9%	85%
<b>Energy</b>	PV POW	POW VN	1,280	4.1	BUY	12,950	16,877	30%	0.0%	30%
	PV NT2	NT2 VN	360	0.8	SELL	29,600	19,318	-35%	6.8%	-28%
	PCC1	PC1 VN	319	2.2	BUY	27,950	50,728	81%	0.0%	81%
<b>Consumer</b>	Masan Group	MSN VN	5,041	2.8	Suspended	83,900	N/A	N/A	0.0%	N/A
	Phu Nhuan Jewelry	PNJ VN	1,093	1.2	BUY	79,000	101,700	29%	2.4%	31%
	Digiworld	DGW VN	261	1.4	Suspended	37,000	N/A	N/A	5.0%	N/A
<b>Oil &amp; GAS</b>	PV Drilling	PVD VN	514	4.0	BUY	21,900	36,103	65%	3.2%	68%
<b>Property</b>	Kinh Bac City	KBC VN	729	4.6	BUY	22,500	38,300	70%	0.0%	70%
	Dat Xanh Group	DXG VN	290	5.9	BUY	11,250	40,500	260%	0.0%	260%
	Khang Dien House	KDH VN	802	1.9	BUY	26,500	55,300	109%	1.9%	111%
	Nam Long	NLG VN	410	1.4	HOLD-Outperform	25,300	55,500	119%	4.0%	123%
	Novaland	NVL VN	876	11.1	Coverage Suspended	10,650	-	-	-	-
	Vinhomes	VHM VN	7,874	4.6	BUY	42,850	108,100	152%	3.5%	156%
<b>Transport</b>	Airports Corp Vietnam	ACV VN	7,781	0.2	HOLD-Underperform	84,700	76,400	-10%	0.0%	-10%
<b>Industrials</b>	Dohaco	DHC VN	141	0.2	BUY	41,450	63,571	53%	6.0%	59%
	Biwase	BWE VN	364	0.2	BUY	44,700	70,902	59%	3.1%	62%

\*Notes: 1) TSR = Total shareholder return over the next 12 months inclusive of expected share price change and dividends. 2) 3-month ADT refers to matched orders and does not include put-through blocks. 3) Stock ratings and pricing data is as of close on Mar 10 2022

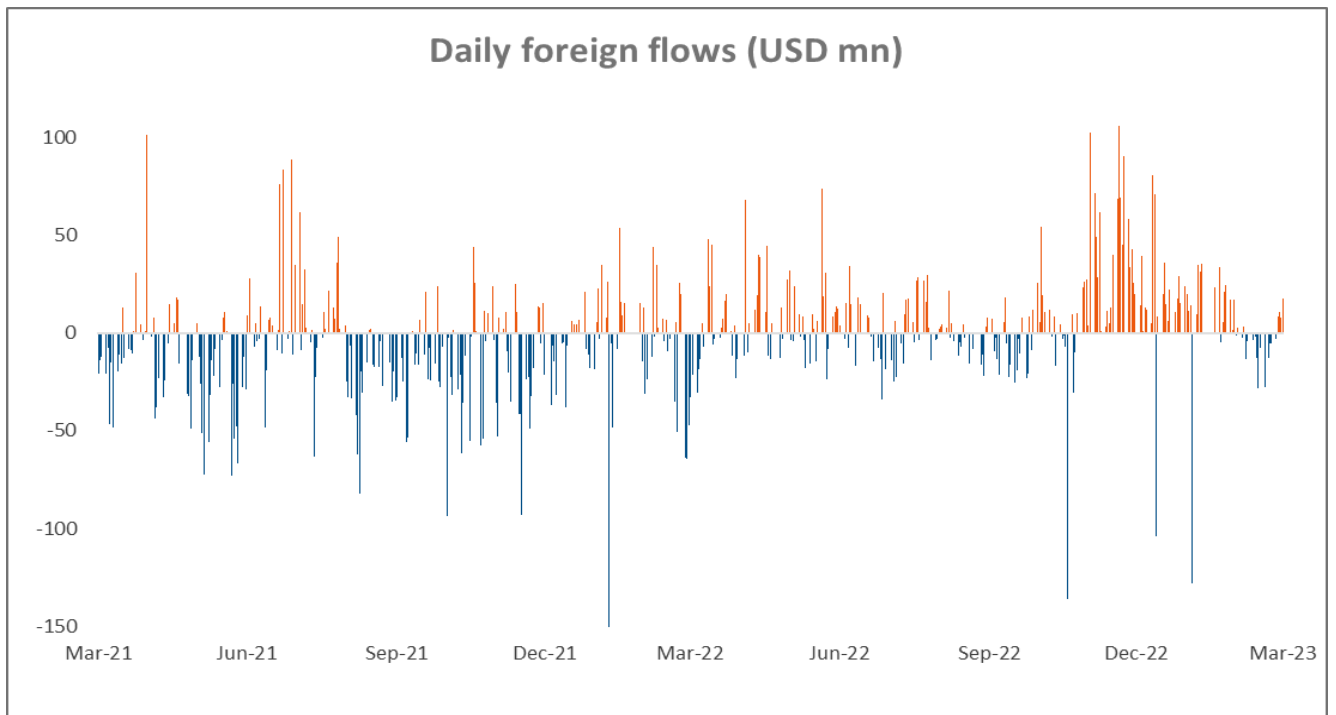
Source: Bloomberg, Yuanta Vietnam



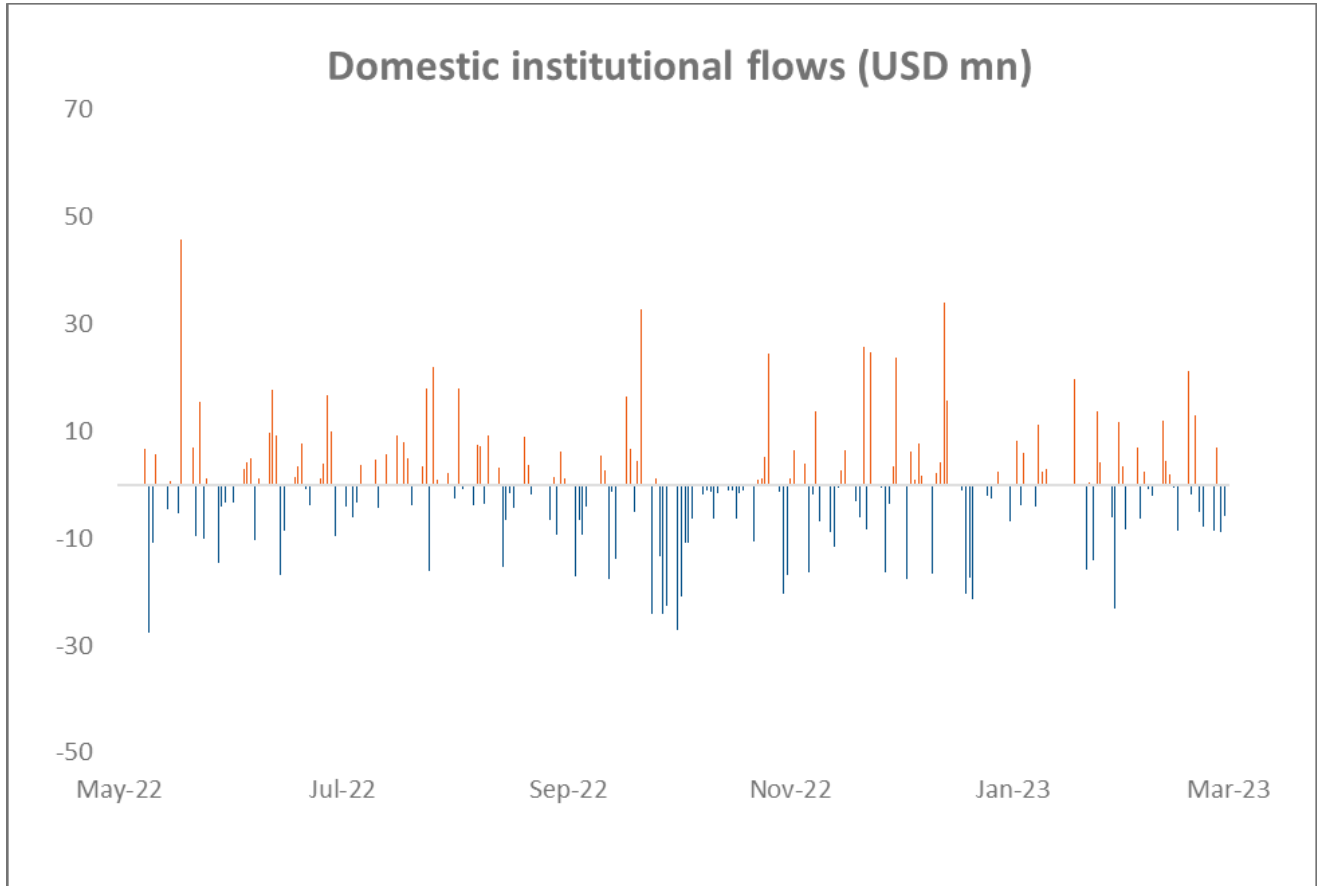
源：Bloomberg (10/03)



源：FiinPro, 元大越南 (10/03)

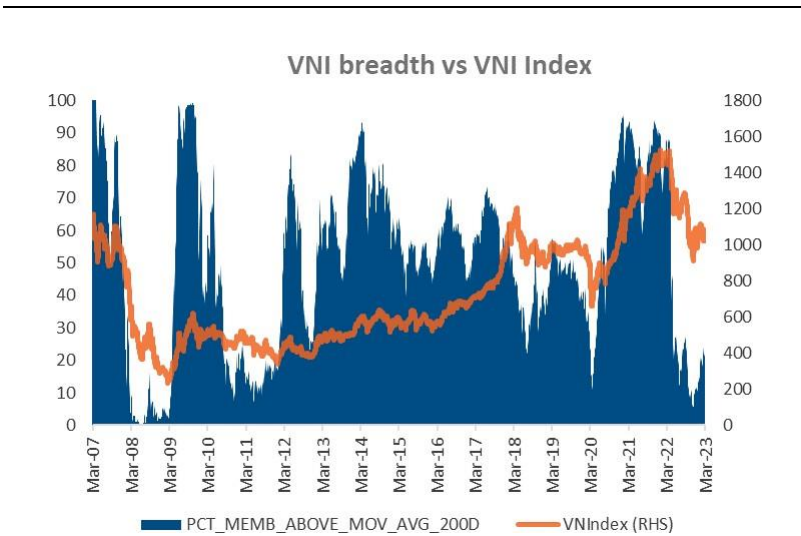


源：FiinPro, 元大越南 (10/03)



源：FiinPro, 元大越南 (10/03)

VN-Index 和 VN30 的寬度均為正



源：Bloomberg, 元大越南 (10/03)

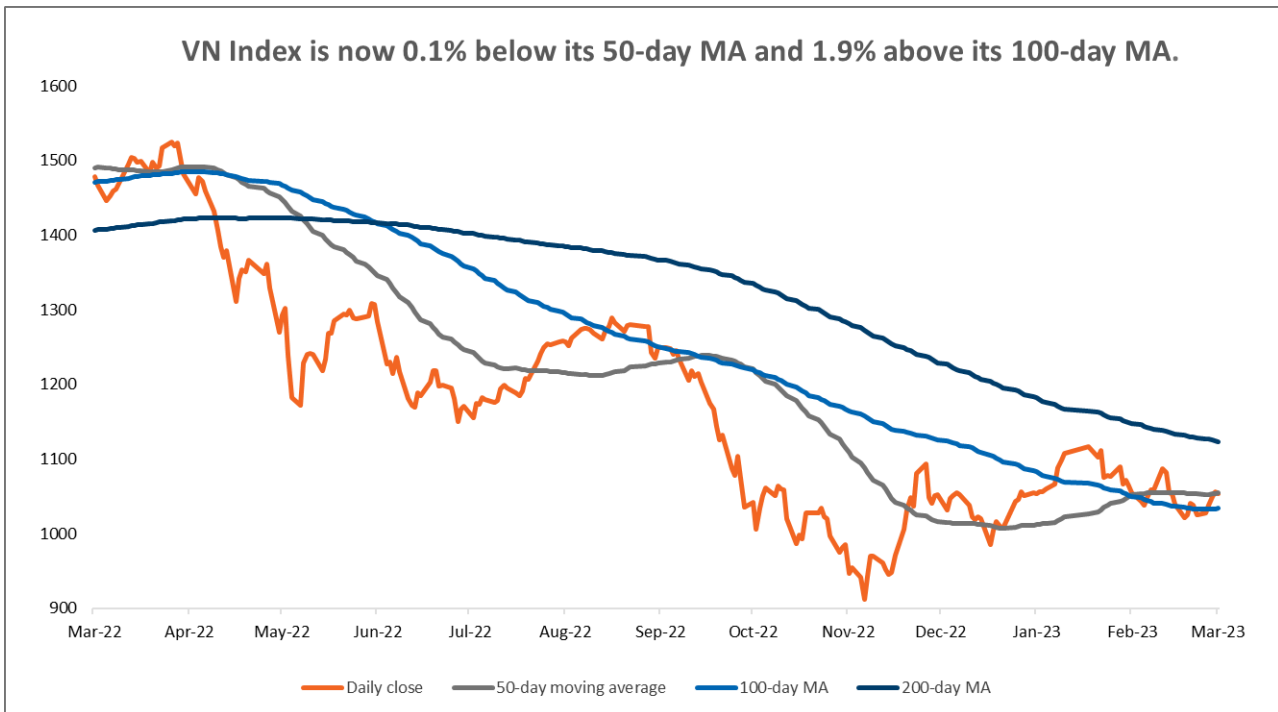
VN 30 breadth			
	WoW	MoM	YTD
Gainers	27	14	23
Losers	3	16	7

源：Bloomberg (10/03/2023)

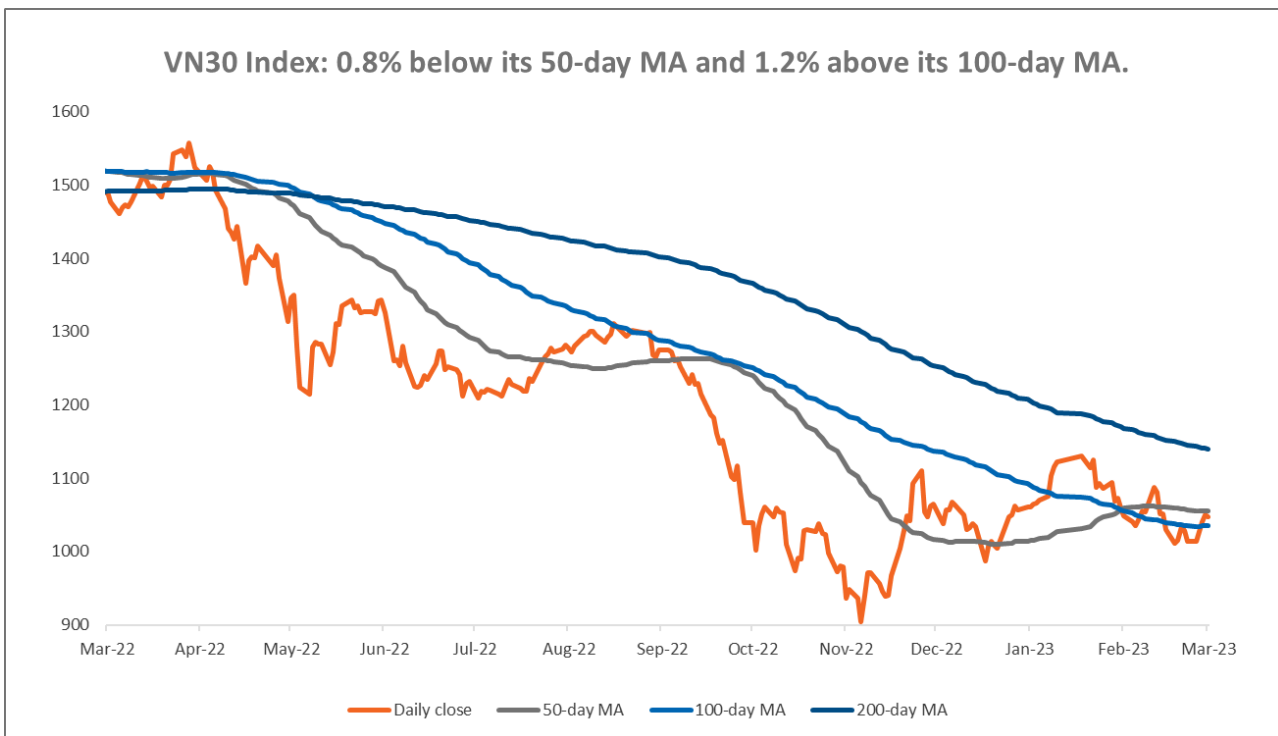
VNI breadth			
	WoW	MoM	YTD
Gainers	270	178	249
Losers	103	209	139

源：Bloomberg (10/03/2023)

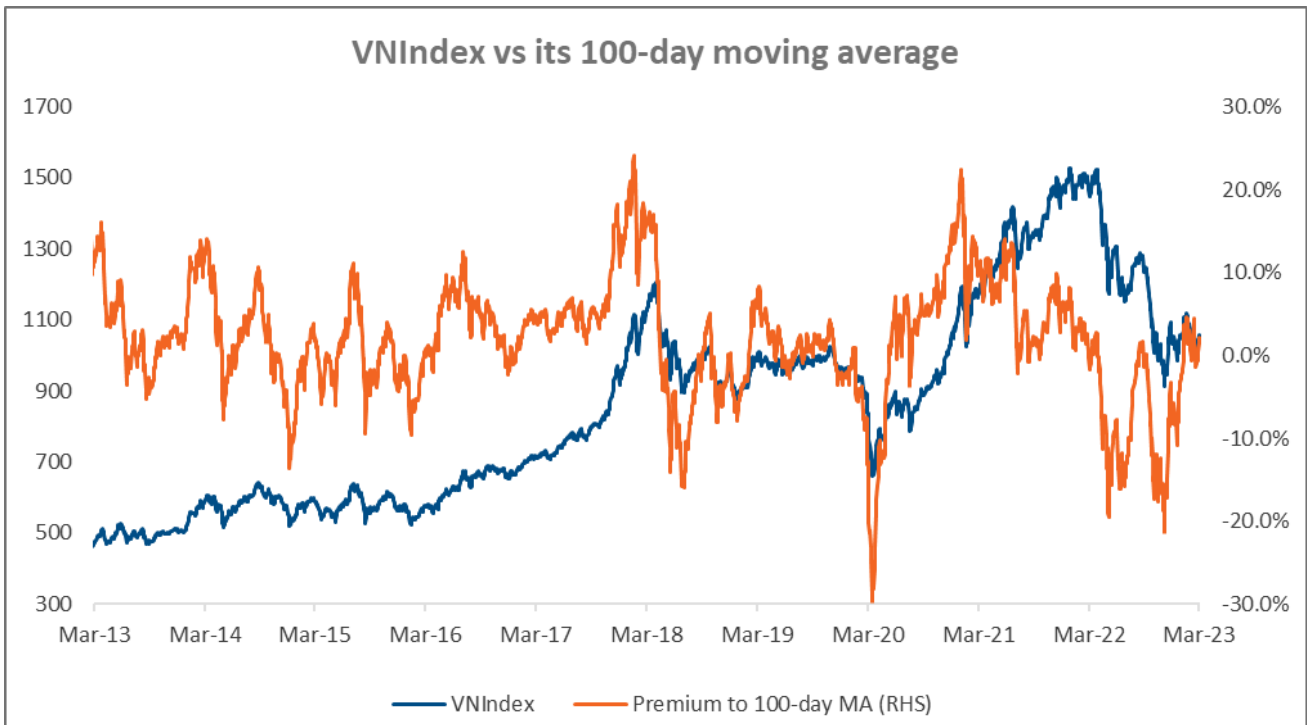
源：Bloomberg, 元大越南



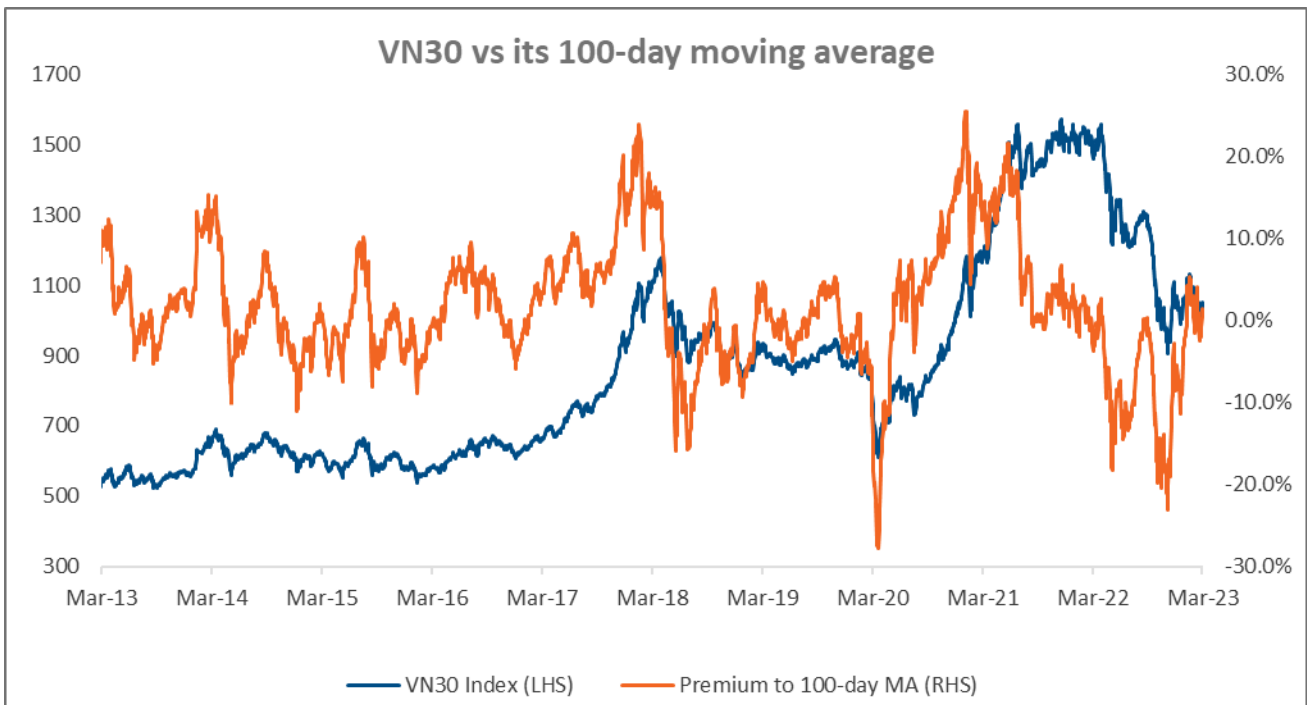
源：Bloomberg, 元大越南



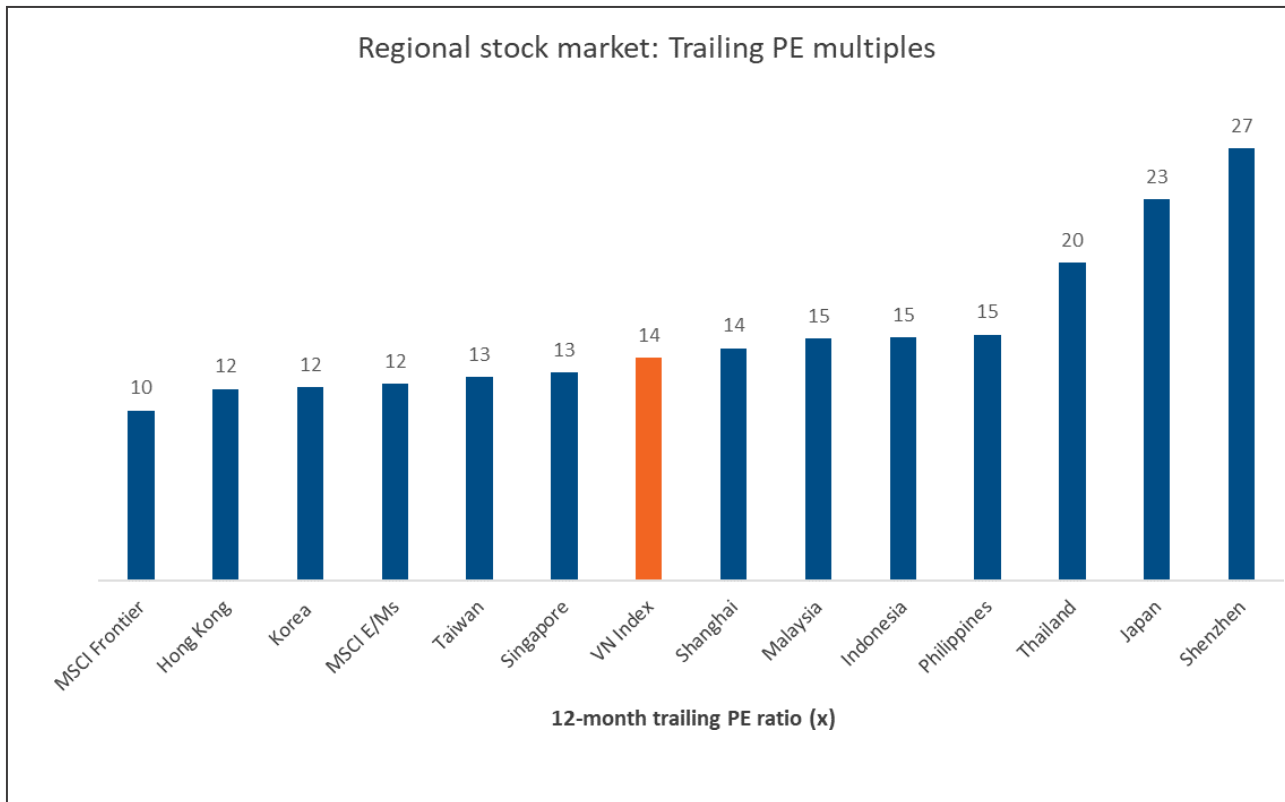
源：Bloomberg, 元大越南



源：Bloomberg, 元大越南

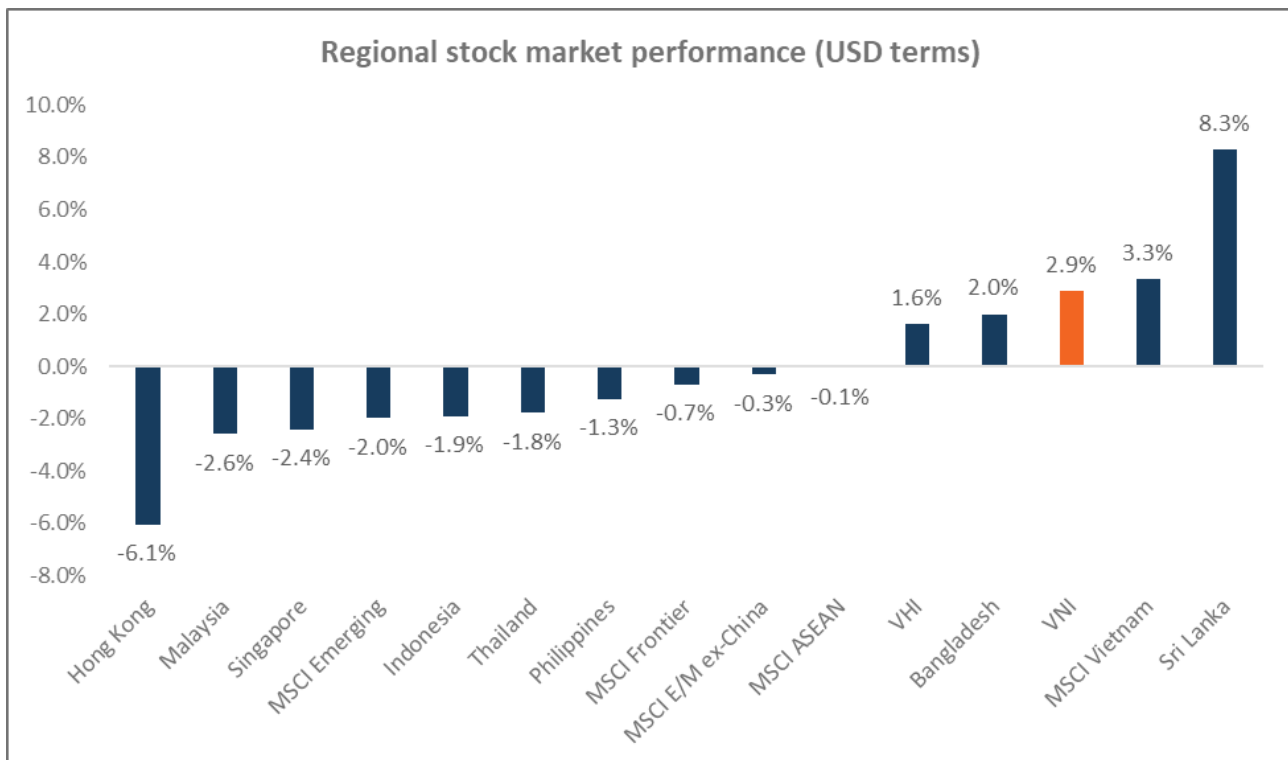


源：Bloomberg, 元大越南



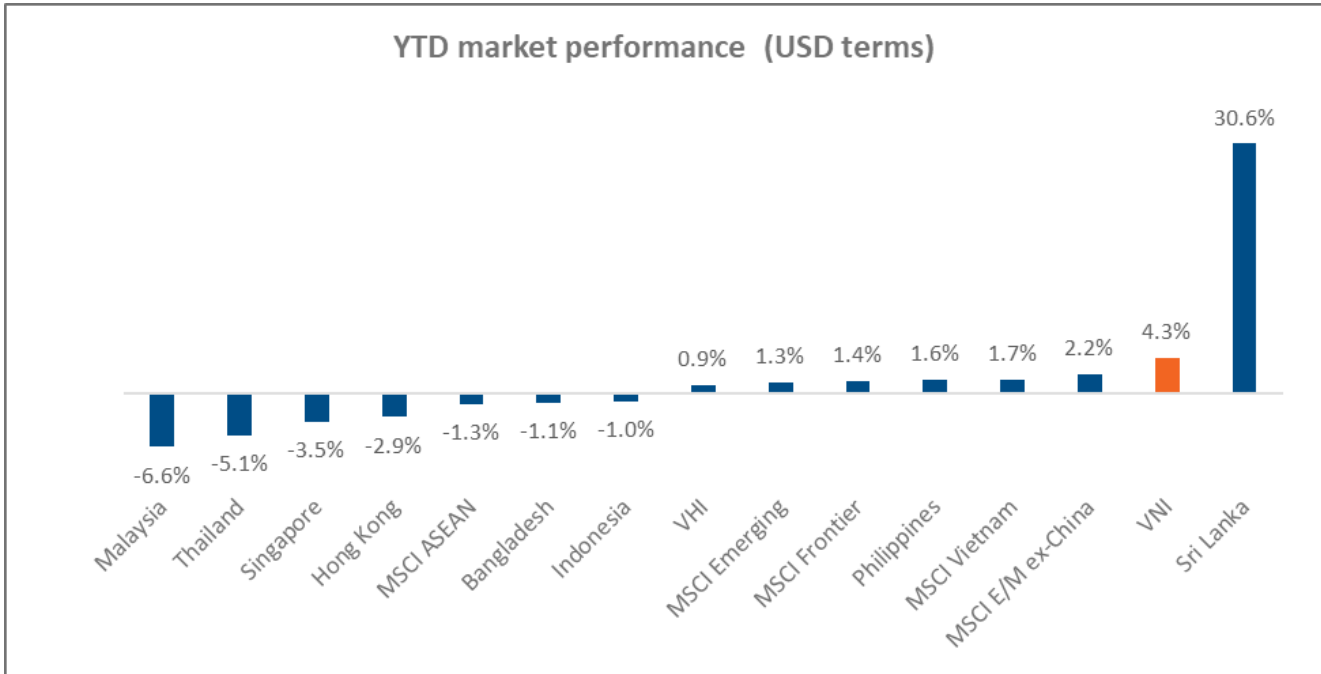
源：Bloomberg, 元大越南 (10/03)

VNIndex 在上周優於行業中位數 (+2.9% WoW) ……



源：Bloomberg, 元大越南 (10/03)

…以及以美元計算上漲 4.3% YTD

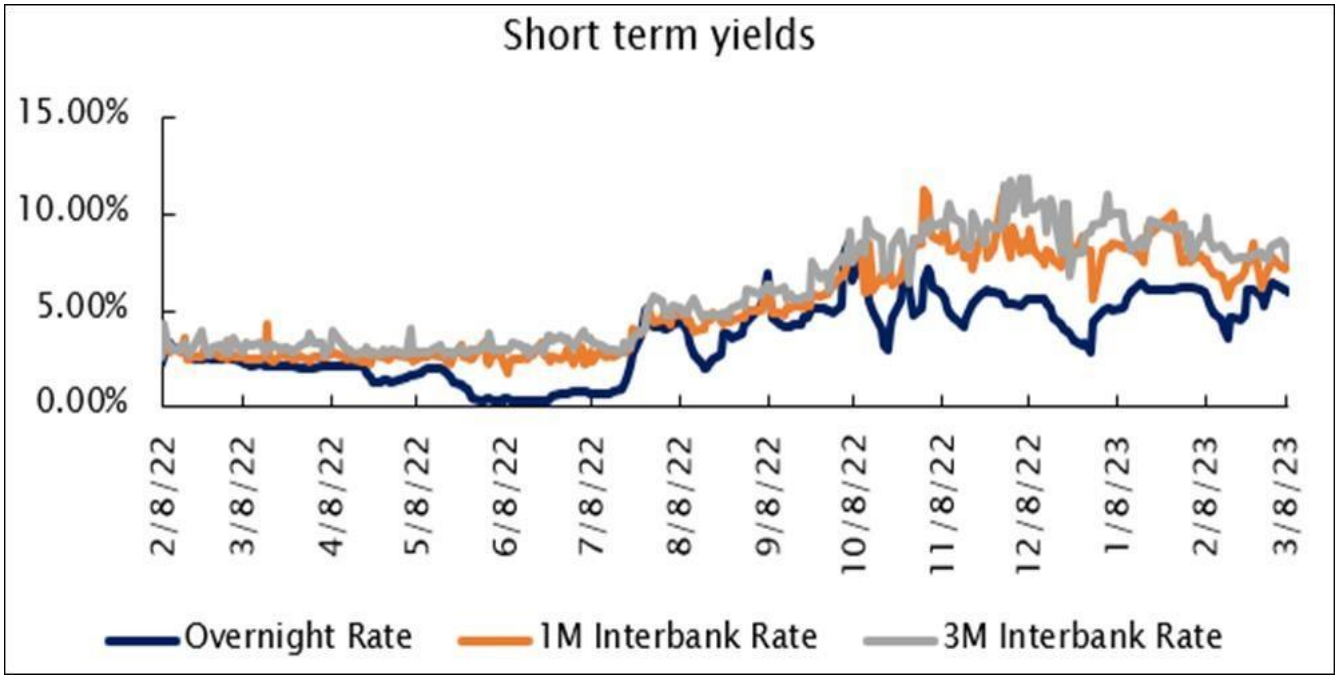


源：Bloomberg, 元大越南 (10/03)

**銀行業新聞：**

- **降低存款利率 — 風險資產的利好消息。** 商業銀行宣布降低存款利率後，4 家國家銀行也開始降低存款利率。
- Vietinbank (CTG) 和 Vietcombank (VCB) 均將 6T 或以上期限的存款利率降低 -20 個基點。BIDV (BID) 將 6T-9T 期限的存款利率降低 -20 個基點。
- 源：<https://vietstock.vn/2023/03/big-4-ngan-hang-gia-nhap-duong-dua-giam-lai-suat-757-1045462.htm>
- **銀行持謹慎態度。** 根據國家銀行的調查結果，信貸機構對 2023 年的業務業績預測持謹慎態度。
- 約 56.4% 至 75.4% 的信貸機構預計在 2023 年第一季度和 2023 年全年的業務狀況將有所改善，但預期改善幅度將低於 2022 年。
- 95.3% 的信貸機構預計 2023 年同期利潤將增長為正；而 2.8% 的信貸機構預測同期利潤增長為負，1.9% 預測利潤持平。
- 源：<https://thoibaonganhang.vn/ngan-hang-than-trong-voi-ke-hoach-king-doanh-136958.html>
- **流動性在本周繼續收緊**
- 隔夜利潤微有增長 +1 WoW 個基點至 5.98%，
- 3 月 8 日，1 個月期銀行同業拆借利潤增長 +25 WoW 個基點至 7.43%。





源：SBV

### 房地產行業：更新 2022 年第四季度的 CIGARR 模型 – 波動太大

我們已對排名前 20 位的上市房地產開發商更新專有 CIGARR 分析模型。更新後的分數反映了房地產週期的衰退階段，各組的總體分數在 2022 年第四季度環比顯著下降。

需要找到企業債務問題的激進解決方案，因為 08 號法令（在我們的看法）被視為一個積極的支持因素，而不是一個激進的解決方案。當債券市場停滯不前且行政程序總體上仍然非常困難時，流動性是一個重要的因素。

在此背景下，我們繼續優先考慮資產負債表強勁、現金流穩定的優質開發商。我們維持對 KDH 的買進建議。

CIGARR 點 — 2022 年第四季度與 2022 年第三季度

CIGARR_4Q22	AGG	CEO	DIG	DXG	HDC	HDG	HPX	IDJ	IJC	KDH	NBB	NLG	NTL	NVL	PDR	QCG	SCR	SJS	VHM	VPI	Total	
Capital efficiency		★																	★		2	
Increasing ASPs / Expanding gross margin		★														★					★	3
Growth in PATMI		★				★	★												★		★	5
Accelerating project development	★	★	★	★				★	★		★				★				★	★	★	11
Ramping up presales	★									★										★	★	4
Reasonable financial leverage	★	★				★		★		★		★	★			★				★		9
<b>Scores</b>	●3	●5	●1	●1	●1	●2	●0	●2	●1	●2	●1	●2	●1	●1	●0	●2	●0	●2	●4	●3		34
CIGARR_3Q22	AGG	CEO	DIG	DXG	HDC	HDG	HPX	IDJ	IJC	KDH	NBB	NLG	NTL	NVL	PDR	QCG	SCR	SJS	VHM	VPI	Total	
Capital efficiency		★			★	★			★			★									★	6
Increasing ASPs / Expanding gross margin		★			★	★	★			★		★		★	★			★			★	10
Growth in PATMI		★	★		★	★		★		★					★	★					★	9
Accelerating project development	★	★	★		★					★	★	★		★	★			★		★		11
Ramping up presales							★			★				★		★				★		5
Reasonable financial leverage	★	★	★			★		★		★		★	★							★		9
<b>Scores</b>	●2	●4	●3	●1	●3	●5	●2	●2	●1	●5	●1	●4	●1	●3	●3	●2	●2	●0	●3	●3		50

源：元大越南

總結：我們根據 2022 年第四季度的數據已對排名前 20 位的上市房地產開發商更新專有 CIGARR 分析模型，以篩選企業的財務實力、業務績效和確保流動性的能力等 6 項標準。我們預計這是排名前 20 位的上市房地產開發商的季度快速分析，我們相信這個分析框架的價值在於則能夠確定哪些開發商正在進行市場可能錯過的根本性改進，並可能預測股票突出的上漲潛力。

房地產市場處於深陷衰退的階段，反映在 6 個 CIGARR 標準的寬幅的跌幅。該組中的開發商經歷著資本效率的下降，回報率難以維持在高位。由於購房者信心較低、購買力下降和行政程序延長，銷售面臨壓力。此外，債務市場基本是停滯，迫使開發商採取防禦策略，專注於正在進行的項目，並謹慎決定何時推出新項目。

元大對房地產市場的看法

HOUSING DEMAND



FIRST-HOME BUYER CONFIDENCE



INVESTORS



SPECULATORS



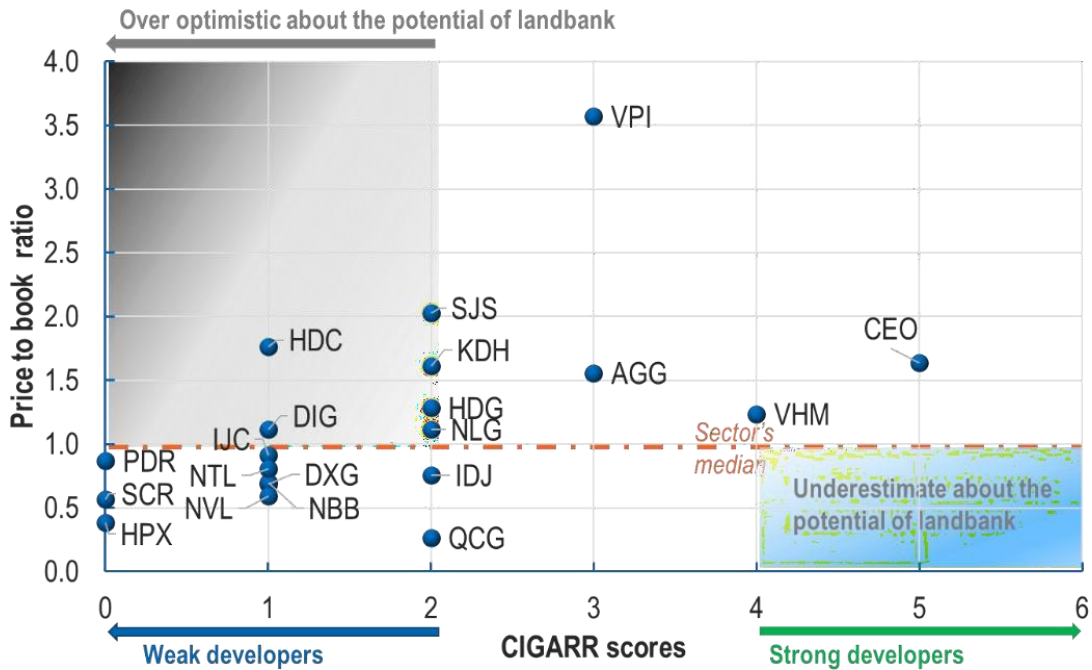
SUPPLIER CONFIDENCE



源：元大越南

估值看起來很有吸引力，但將評級上調至積極需要有令人信服的解決方案以解決債務市場的問題，尤其是公司債券的債務問題。我們認為，08 號法令被視為積極支持的因素，但並不是解決基本問題的激進方案。因此，儘管估值較低，我們仍維持行業中性觀點。我們認為目前不是提出建議的時候，也許會在年底發生。我們認為目前的房地產市場的衰退週期將在 2024 年出現復甦，股價將在這一上漲趨勢下跌。

2022 年第四季度 CIGARR 點的當前市盈率



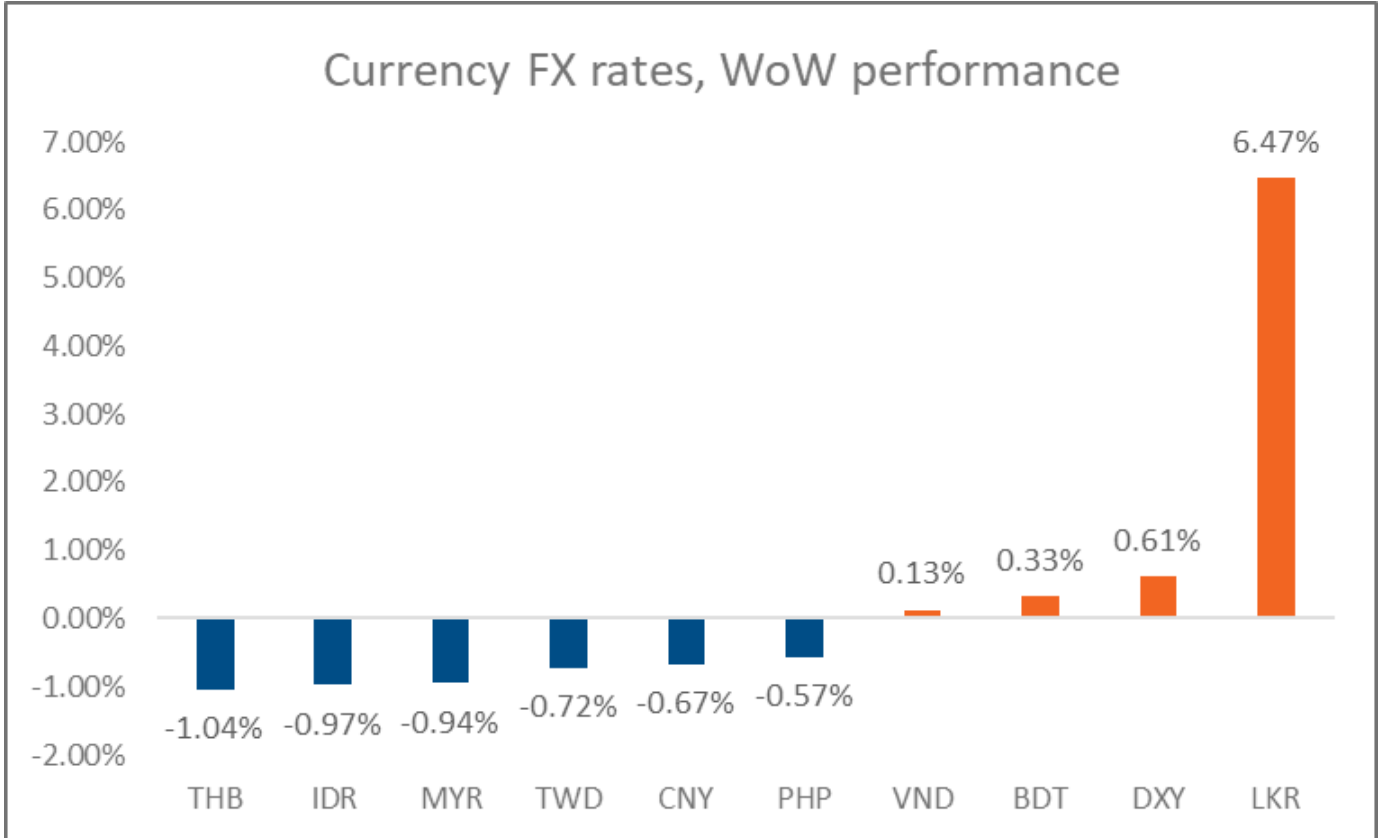
源：元大越南

我們建議風險投資者應選擇資產負債表強勁、現金流前景穩定的優質開發商。因此，KDH（買進）仍然是我們的首選。更謹慎的投資者可以等待積極的支持因素出現，例如新項目的批准、宏觀環境的改善以及政府更多的支持政策，這些潛在因素可能幫助支持行業效率並降低與持續流動性問題有關的一些價格波動風險。

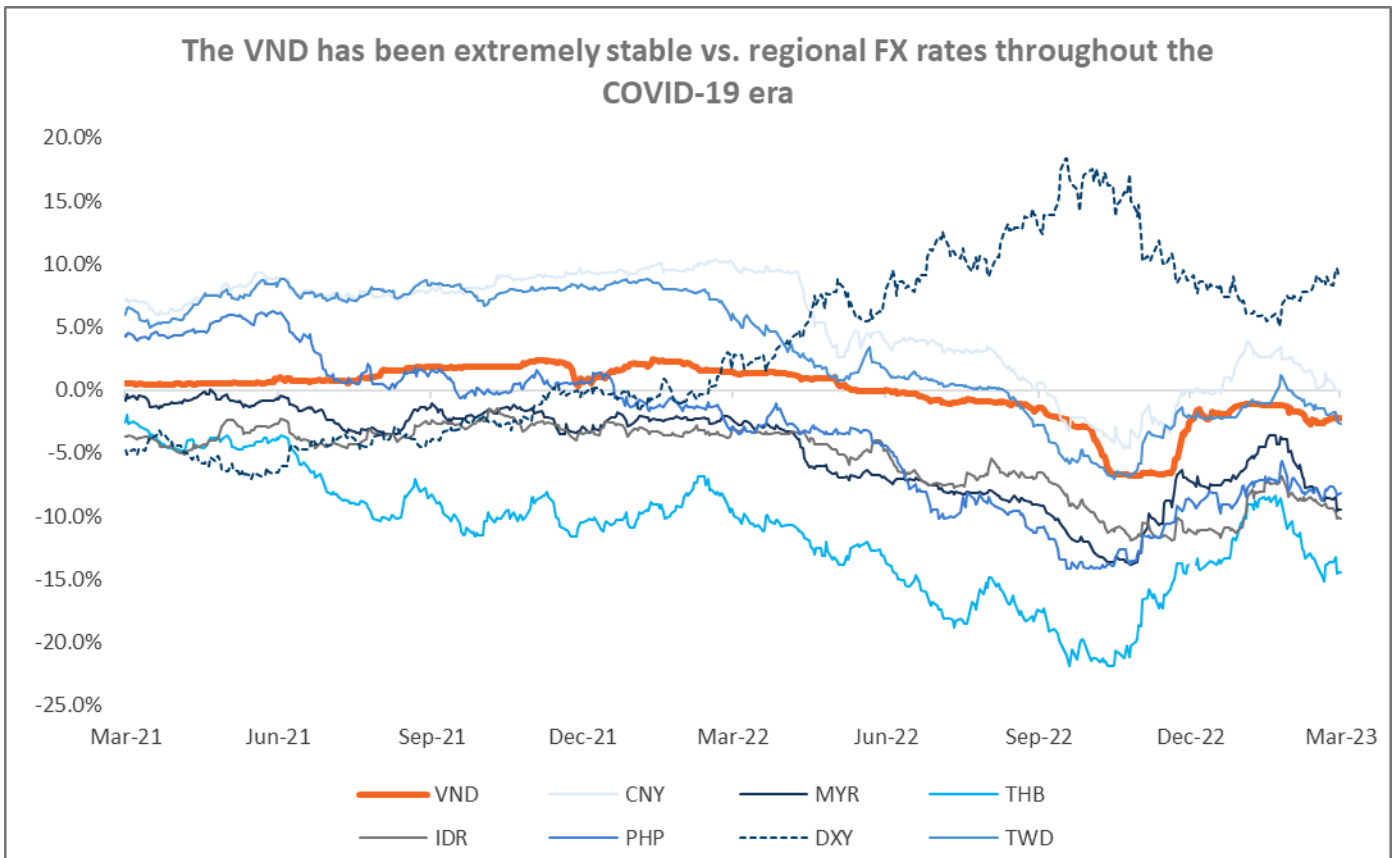
我們認為房地產市場的流動性在 1H23 可能繼續收緊。各省的房地產價格可能再下跌 10-20%，大城市二級價格可能再下跌 5-10%。不過，在 2H23，若宏觀經濟沒有出現意外，流動性可能會改善，同時有誘人的投資機會，這可以支持投資者、購房者居住以及購房者投資的信心。我們認為，短期風險不會使越南房地產市場的長期前景慘淡，其 GDP 增長前景較高、人口結構良好、城市化率不斷提高。

請訪問鏈接查看我們的詳細報告：<https://yuanta.com.vn/wp-content/uploads/2023/03/4Q22-CIGARR-update-Feel-the-burn.pdf>

Regional currencies: VND was up +13bps last week



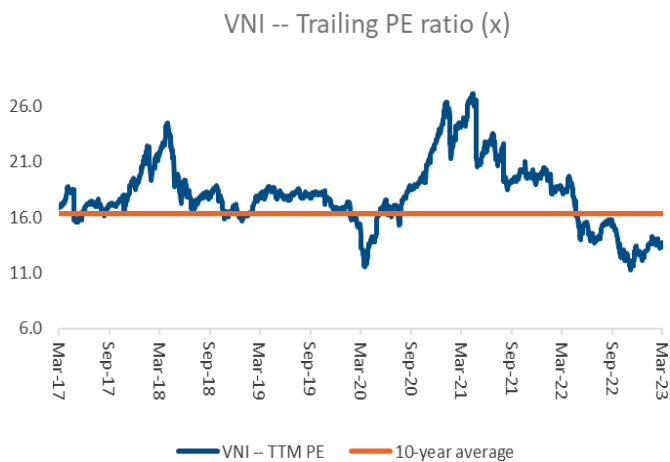
源：Bloomberg (10/03)



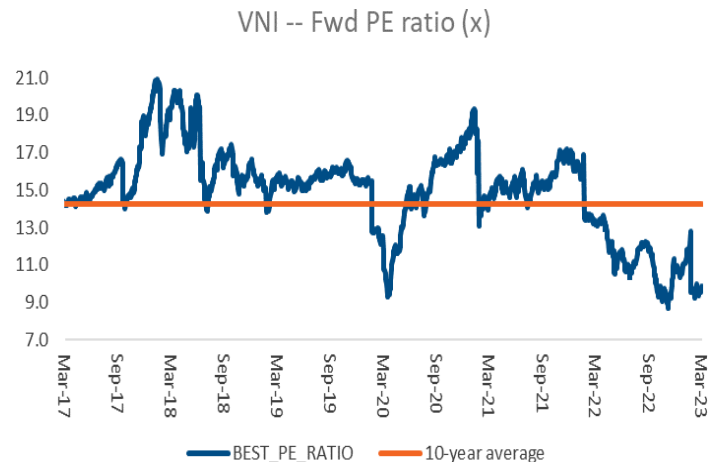
源：Bloomberg (10/03)

12T 累計市盈率目前為 13.7 倍，低於 16.3 倍的歷史平均水平。

……同時，遠期市盈率僅為 9.9 倍。



源：Bloomberg, 元大越南 (10/03)

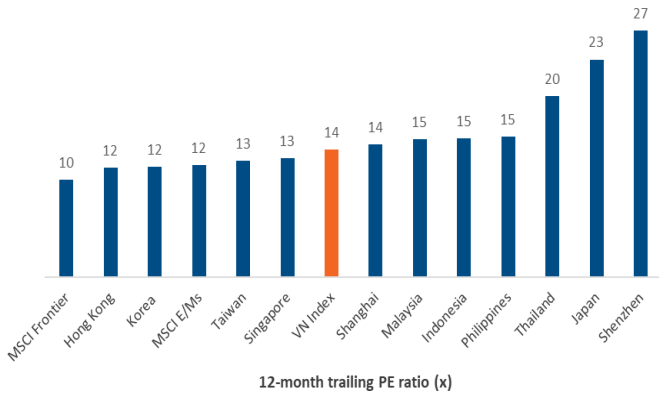


源：Bloomberg (各方 P/E 2023E 預測), 元大越南 (10/03)

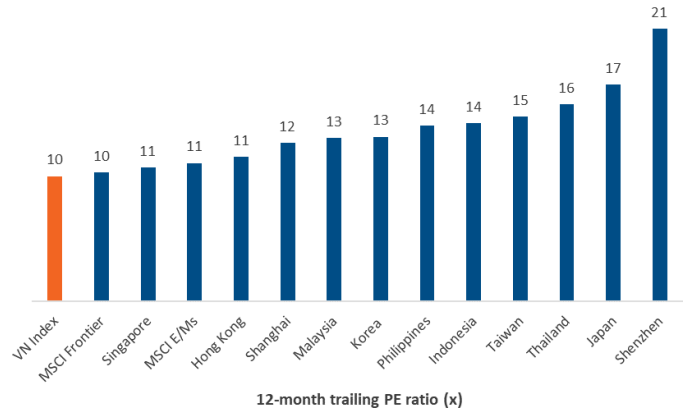
越南股市的累計市盈率目前對應於同一地區的其他市場……

……但遠低於 ASIAN 的遠期市盈率，甚至低於當前的 HK。

Regional stock market: Trailing PE multiples



Regional stock market: 2023E PE multiples



源：Bloomberg, 元大越南 (10/03)

源：Bloomberg (各方 P/E 2023E 預測), 元大越南 (10/03)

現金美元抵消和中央利率正式消失

……因為中央利率急劇下降，尤其是在過去兩週內。

Cash rate vs bank rate for buying USD with VND



源：FiinPro, 元大越南

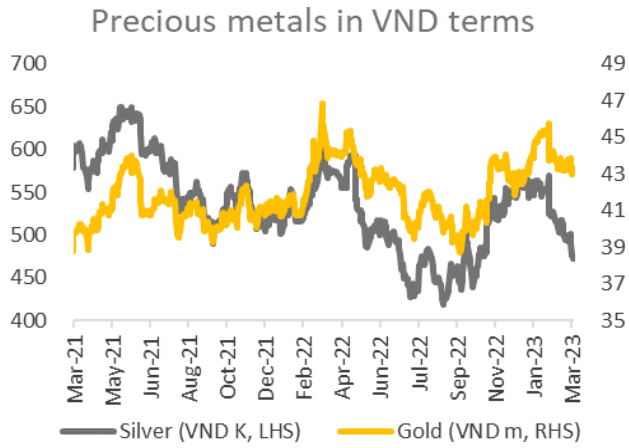
VND rates to buy USD



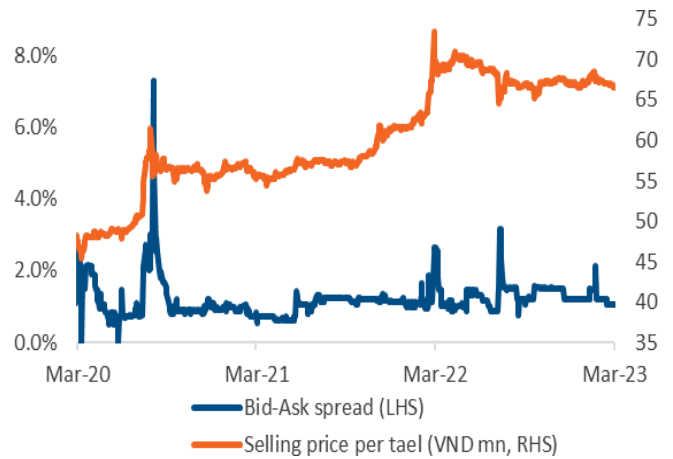
源：FiinPro, 元大越南

貴金屬價格兌美元似乎已觸底（因此，越南盾也一樣）。

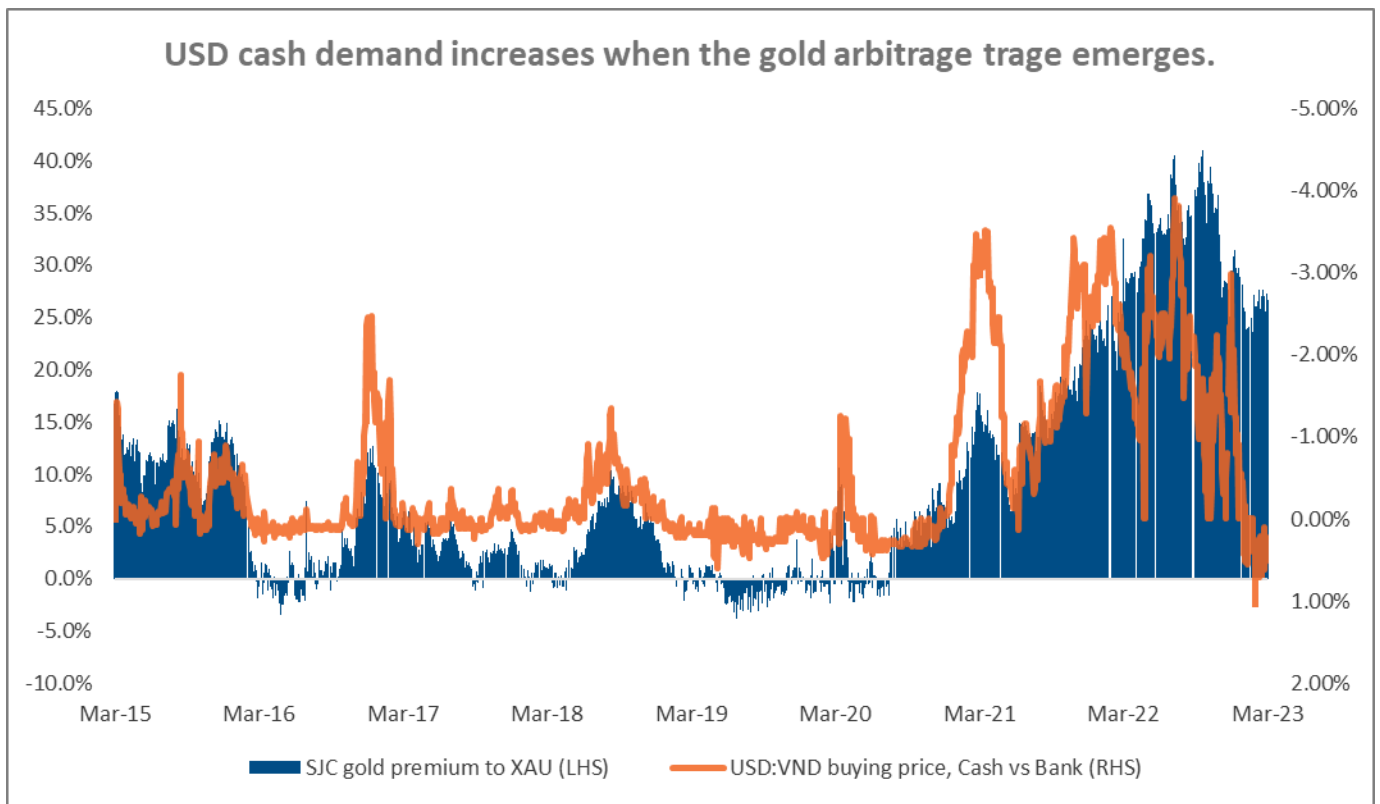
SJC 黃金溢價維持高位，但買賣差價有所收窄。



源：Bloomberg, 元大越南.

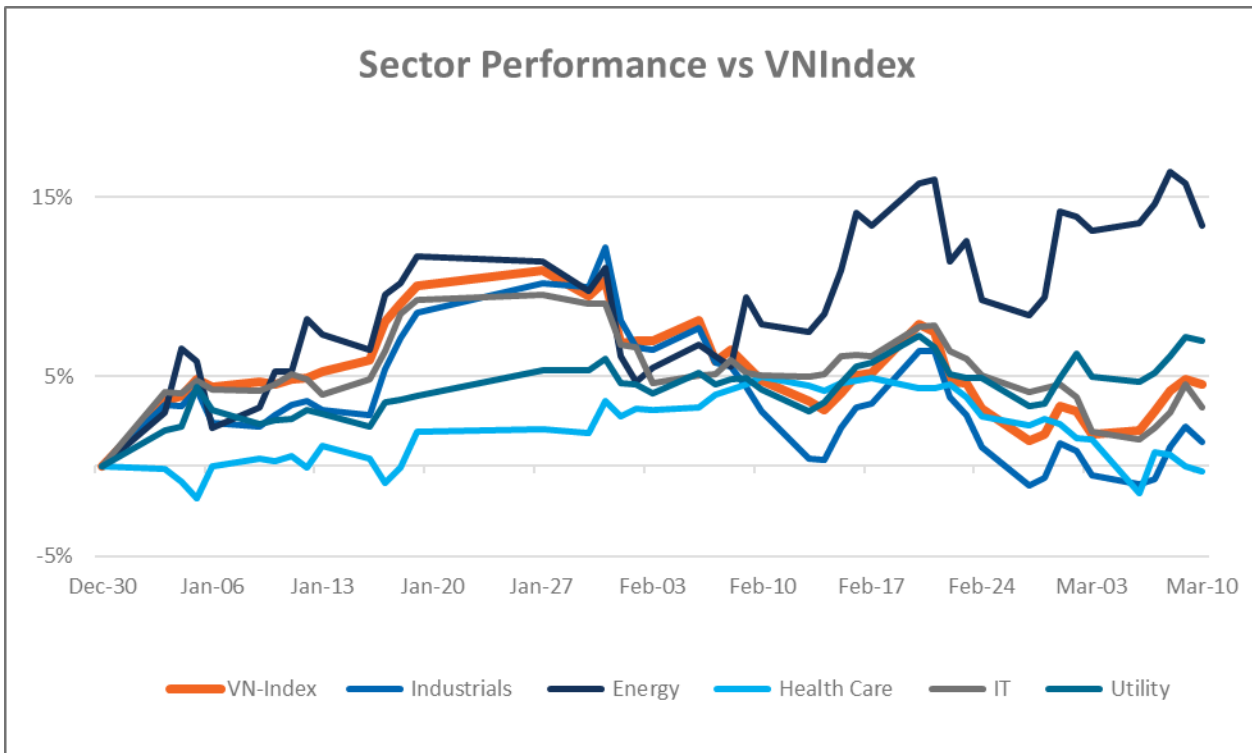
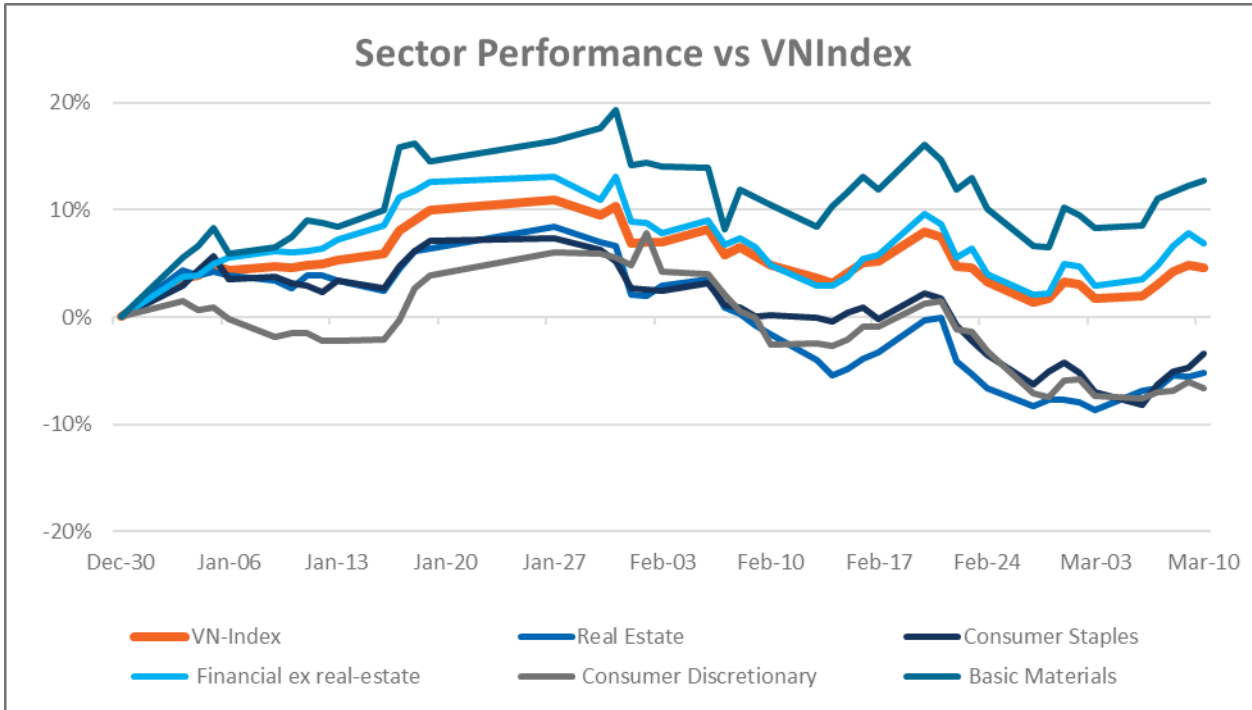


源：FiinPro, 元大越南



源：FiinPro, Bloomberg, 元大越南 (10/03)

YTD 行業的結果



源：Bloomberg (10/03)



## 宏觀更新 – Momentum decelerating

-- Truong Quang Binh, 研究部副主任

[binh.truong@yuanta.com.vn](mailto:binh.truong@yuanta.com.vn)

正如我們之前（並再次）指出的那樣，農曆新年假期扭曲了總統計局 (GSO) 的月度同比比較數據。例如：考慮 2022 年 2 月期間（不包括春節假期）與 2021 年 2 月（包括春節假期期間）相比的工業生產同比增長不是預測宏觀經濟趨勢的有益方法。因此，分析專家 Truong Quang Binh 先生整理了 1-2 月的 GSO 數據，作為更完整的比較依據。

不幸的是，大多數指數均是相當負面的景象，進一步強化了我們的觀點，即 1H23 宏觀經濟背景將充滿挑戰。主要觀點：

- 1) 負面：工業生產在 2023 年 2 個月下降 -6.3% YoY，GSO 將下降歸因於訂單減少。2023 年 2 個月的商品出口總額下降 -10.4%，進一步證明了全球需求走弱。
- 2) 負面：2T2023 的支付 FDI 資本下降 -4.9% YoY。若這種下降繼續下去，可能會成為一個主要問題。
- 3) 正面：政府同比加快公共投資。我們認為，由於 2023 年全球需求下降，公共投資在減少出口下降對 GDP 的影響方面作為非常重要的作用。
- 4) 正面：2023 年 2 個月的零售支出保持兩位數增長，儘管低於 1 月份約 20% 的同比增長。
- 5) 中性：CPI 仍受控，但我們認為中國重新開放後油價上漲的風險。此外，美國服務通脹顯示美國長期利率較高，這支持美元指數，並對越南盾造成額外壓力。

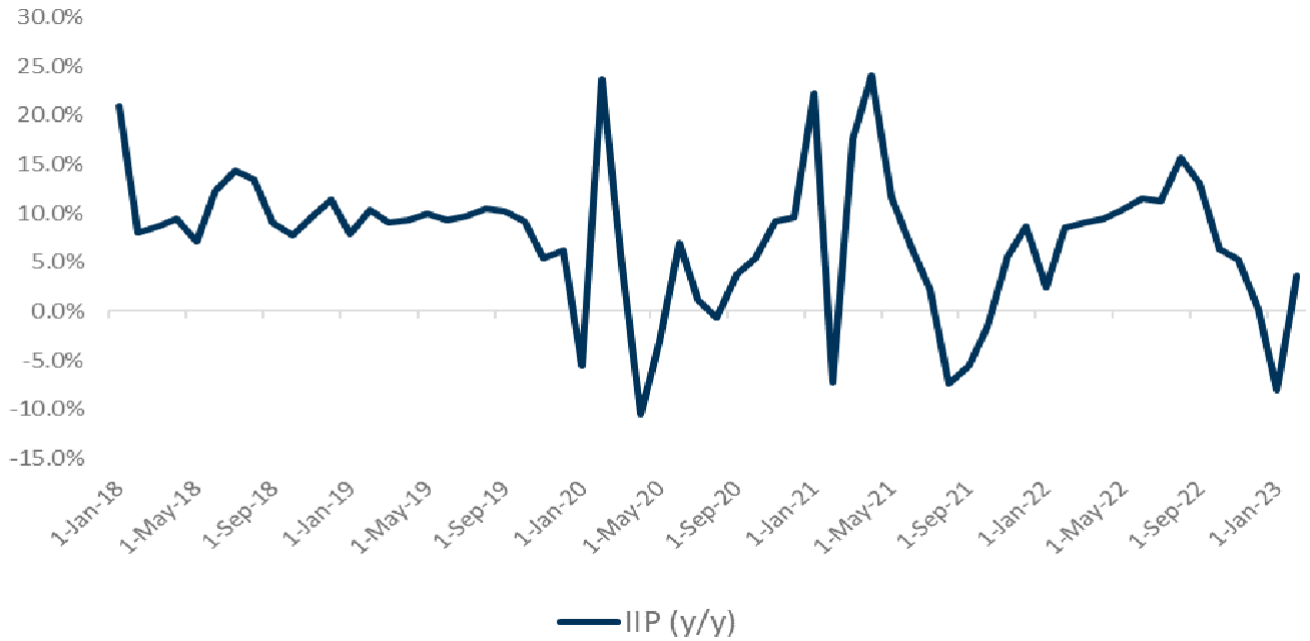
### 2T2023 工業生產同比下降……

2023 年前 2 個月，工業生產指數 (IIP) 下降 -6.3% YoY。這略好於 1 月份下降 -14.6% YoY（部分原因是春節假期），但這一數字強化了工業產值下降的觀點。

GSO 認為工業生產下降歸因於全球經濟衰退，從而導致出口訂單減少。事實上，2023 年 2 個月的商品出口總額下降 -10.4% YoY。

在 IIP 中，2T2023 的產量下降 -6.9% YoY；電力生產和分銷下降 -5.2% YoY；礦業下降 -3.8% YoY。相比之下，2T2023 的供水和廢物處理增長 +2.3% YoY。

1-2 月的工業生產下降 -6.3% YoY



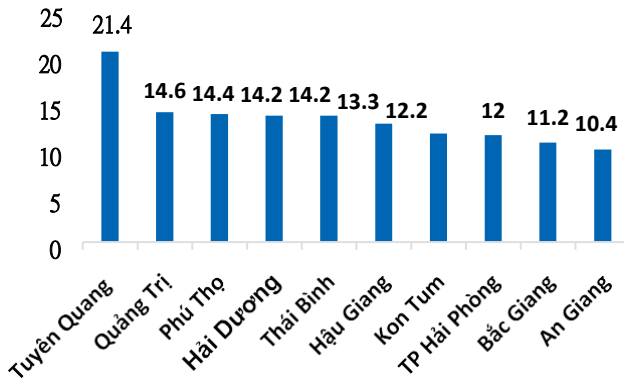
源：GSO

在 2T2023 產值同比大幅下降的重點行業中，電氣設備製造業表現突出，產量下降 -50.7% YoY。此外，床、櫃、桌椅的產量下降 -13.6% YoY；紙和紙製品的產量下降 -13%；金屬產量下降 -12.2% YoY；服裝下降 -11.7% YoY；運輸工具和非金屬礦產品生產也下降 -8.6%。

但並非所有行業都減少產量。例如，產量顯著增長的是飲料 (+32.4% YoY)、焦炭和精煉石油產品 (+20% YoY)。

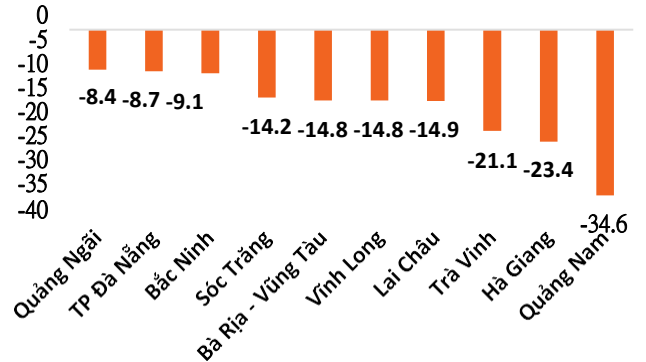
2 月份有 44 個省份的 IIP 增加，而 19 個省份的 IIP 為負值。

2T2023 IIP 增長率最高的 10 個地區



源：GSO

2T2023 IIP 增長率最低的 10 個地區



源：GSO

### …不過，2 月份的製造業 PMI 顯示積極復甦的跡象

S&P Global（之前為 Markit）在 2 月份的調查顯示，製造業在 12 個月的前景出人意料地樂觀。PMI 指數在 2 月份達到 51.2，遠高於 1 月份的 47.4，四個月來首次錄得正值（即大於 50）。這僅是一個月的數據點，全球成品庫存問題可能是趨勢逆轉的風險。

但 PMI 結果對我們來說是一個驚喜。我們認為，中國的重新開放可能是支持受訪者信心的主要動力。2 月份的報告顯示，受訪者預計未來 12 個月的新訂單將增加，並支持產量增加。根據受訪者對吸引新客戶和增加新訂單的程度的回答，調查顯示需求有復甦的跡象。

#### 2 月的製造業 PMI 指數在 4 個月來首次處於正值區域



源：S&P Global, PMI 越南製造業

新訂單增加幫助製造業活動、就業和採購活動復甦。儘管產量增幅不大，但與年初的急劇下降相比有顯著的改善。報告顯示，產出增長主要集中在資本品生產商。

隨著市場需求明顯好轉，新訂單開始再度增加，受訪者表示對明年前景的信心增強。事實上，這種信心在過去三個月有所增加，並達到自 9 月以來的最高水平，甚至高於歷史平均水平。此外，受訪者預計中國放寬 COVID-19 限制將繼續促進明年的增長。

此外，一家紡織上市公司向我們透露，他們在 2 月份收到來自中國客戶的新訂單。這支持了假設，即中國的重新開放正在對越南製造商復甦支持樂觀信念。

## 2T2023 的出口減少但貨物貿易順差

2T2023 的商品淨出口額達到 28.2 億美元，而 2T2022 的淨進口額為 3 億美元。

正如我們之前提到的，美國和歐盟的需求仍然走弱。因此，2T2023 的出口額下降 -10.4% YoY 至 494.4 億美元也就不足為奇了。有 8 個關於出口額超過 10 億美元的項目，占出口總額的 69.9%。

### 2T2023 的一些出口商品價值

	預計 2T2023 (百萬美元)	同比增長 (%)
<b>價值超過 50 億美元的商品</b>		
電話和零件	9,421	7,6
電子、計算機和零件	6,872	-13,9
其他 PT 機械、設備和工具	6,401	-1,6

源：GSO

2T2023 的進口額達 466.2 億美元，下降 -16% YoY。有 13 個進口額超過 10 億美元的項目，佔 2T2023 進口總額的 69.1%。有 2 個進口額超過 50 億美元的項目，如下表所示。值得關注的是，電子、計算機和零件是最大的兩個進口產品，其中出口額下降 -8.3% YoY。

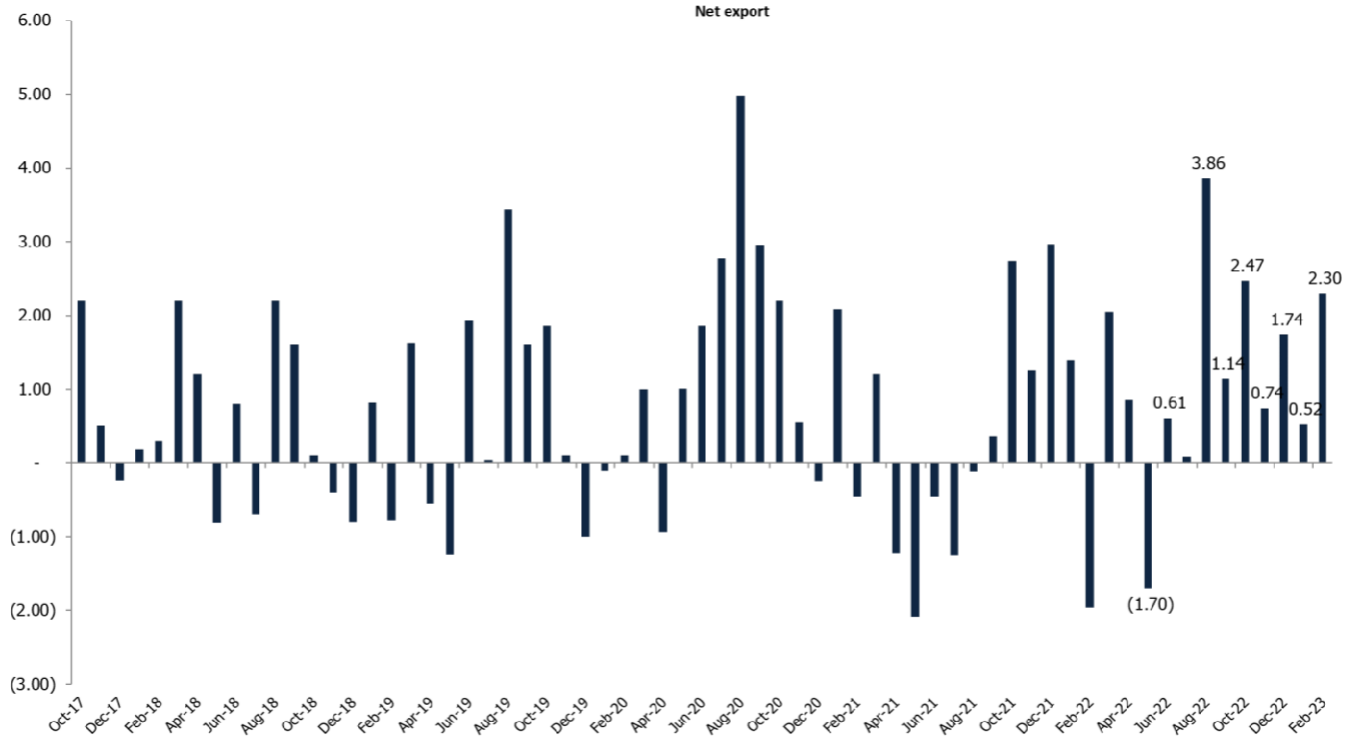
### 電子、計算機和零件在 2T2023 為最大的兩個進口品

	預計 2T2023 (萬美元)	同比增長 (%)
<b>價值超過 50 億美元的商品</b>		
電子、計算機和零件	12,763	-8,3
其他機械、設備、工具和備件	5,539	-21,8

源：GSO

對越南最大出口市場美國的出口下降 -21% YoY，而對歐盟的出口下降 -4.2% YoY。對美國的淨出口總額在 2T2023 為 112 億美元，而對歐盟的出口總額為 48 億美元。我們仍然認為，由於美國消費者信心減弱，美國出口前景在 2023 年並不樂觀。

保持貨物貿易順差（億美元）



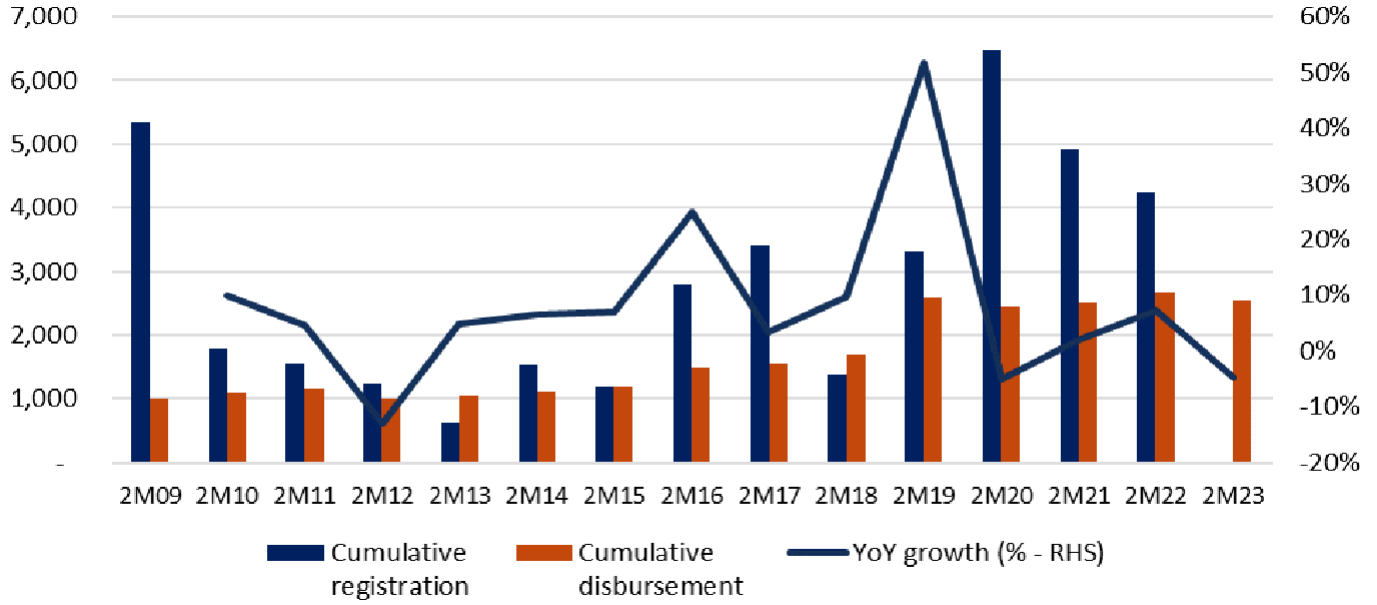
源：GSO

在全球需求下降的情況下，公共投資配置是 2023 年的重要增長動力

年初至今，公共投資以兩位數的速度暴漲，2T2023 的公共投資達到 56 兆 9,000 億越南盾。儘管這意味著增長 +18.3% YoY，但則僅完成政府 2023 年全年預算的 8.3%。換句話說，我們預計公共投資的分配將在今年年底前按計劃進行。具體而言，中央投資達到 10 兆 5,000 億越南盾，相當於預算的 7.9%，增長 +40.1% YoY。省政府投資達到 46 兆 4,000 億越南盾，相當於年度預算的 8.4%，增長 14.3% YoY。

FDI 在 2T2023 下降 -4.9% YoY。2023 年第 2 個月的已支付外國直接投資 (FDI) 達到 25.5 億美元，下降 -4.9% YoY，逆轉 2T2023 增長率的 +7.2%。2T2023 製造業佔已支付外國直接投資總額的 77.6%，為 19.7 億美元。分配給房地產的 FDI 資金達到 1.543 億美元，佔 FDI 資金總額的 6%；燃氣、熱水、蒸汽和空調達到 2.318 億美元，佔 FDI 總額的 9.1%。

2023 年 2 月的 FDI 資本同比下降

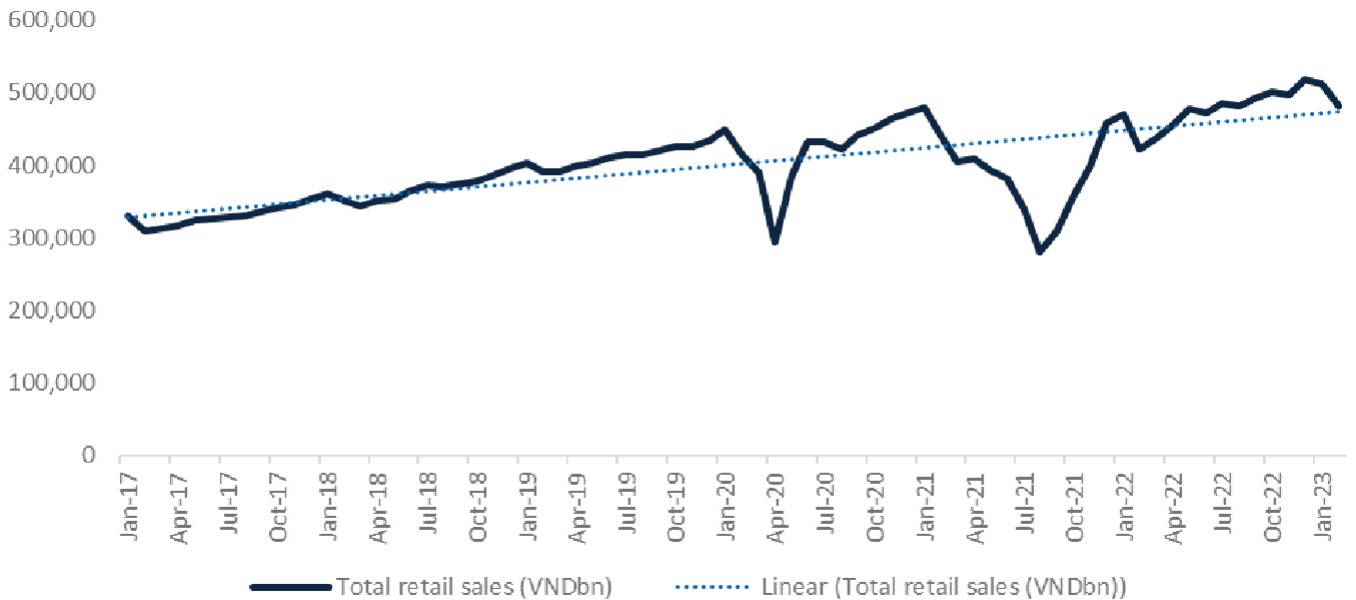


源：GSO, YSVN

一如預期，零售支出增長微有下降，但消費者需求依然強勁

消費需求依然強勁。2T2023 的商品和服務零售額增長 +13% YoY（實際增長 +9.2% YoY）至 994 兆越南盾。

需求正在復甦



源：GSO

GSO 估計 2T2023 的商品零售額將達到 781 兆 8,000 億越南盾，增長 +10.1% YoY（實際增長 +6.5%）。服裝銷售額增長 +18.4% YoY，而食品和穀物支出增長 +12.5% YoY。

總統計局估計，2T2023 的住宿和餐飲服務收入將達到 109 兆 1,000 億越南盾（增長 +31.6% YoY），旅遊收入將達到 4 兆 7,000 億越南盾（+320% YoY）。

## 通脹率下降，但油價是一個風險

春節假期可能會扭曲 1 至 2 月的 CPI 數據，但從更長期的角度來看，我們認為 CPI 仍然是一個嚴重的風險，尤其是由於石油和能源價格的波動。

據 GSO 稱，2 月份的 CPI 上漲 +0.45% MoM/ +4.29% YoY，微低於上個月的 4.89%。CPI 籃子上漲中的 11 個項目中有 6 個，尤其是：

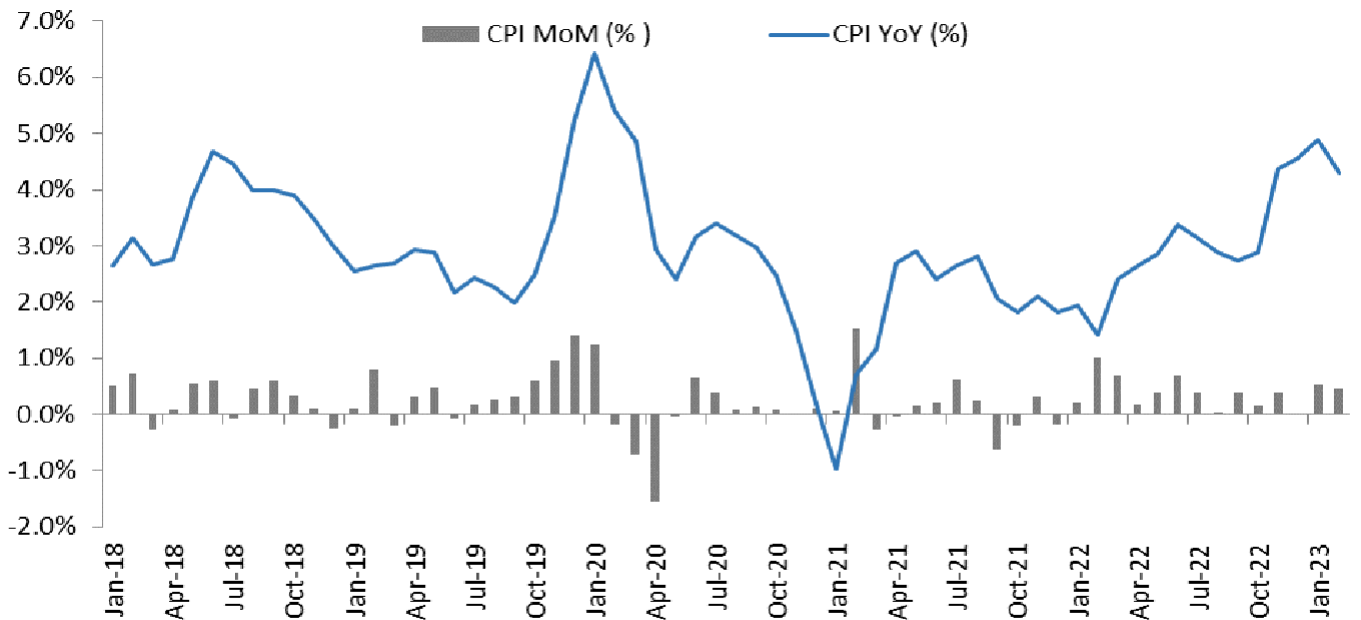
流量（在 CPI 籃子中佔 9.67%）增幅最大為 2.11% MoM。這是因為當月的汽油價格上漲 +5.66% MoM。

住房和建築材料（佔 CPI 籃子的 18.82%）上漲 +1.81% MoM，原因是煤氣價格上漲 +14.56% MoM，電價上漲 +1.12%，租金上漲 +0.28% MoM。相反，水價下跌 -2.06% MoM。

與此同時，當政府發布第 165/NQ-CP 號決議以穩定各省的學費時，教育（在 CPI 籃子中佔 6.17%）下跌 -0.57%。

儘管 CPI 通脹總體出現降溫的跡象，但我們仍對 CPI 為 2023 年的主要風險，並持謹慎態度，尤其是在油價復甦的背景下。具體而言，布倫特原油將穩定在 84 美元以上，原因是投資者考慮中國需求的復甦以及顯示中國製造業和服務業活動也強勁復甦的數據。

### 由於大宗商品價格上漲，通脹顯示再次上漲的跡象



源：GSO

**Yuanta Universe: Valuations and ratings**

Sector	Stock Code	PER (x)			EPS Growth (%)			PEG (x)			PBV (x)			ROE (%)			ROA (%)			
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
<b>Banks</b>	ACB VN	7.1	5.5	5.3	24.6	29.5	3.6	0.3	0.2	1.5	1.5	1.4	1.1	23.5	26.6	23.8	2.0	2.5	2.6	
	BID VN	27.3	17.4	13.8	50.3	56.3	26.3	0.5	0.3	0.5	2.9	2.5	2.2	10.5	14.8	16.3	0.7	0.9	1.0	
	HDB VN	6.1	5.3	4.8	15.1	15.8	8.7	0.4	0.3	0.6	1.2	1.2	0.9	21.8	22.6	21.7	1.9	2.0	2.1	
	MBB VN	4.6	4.1	3.8	39.1	11.1	7.8	0.1	0.4	0.5	1.1	1.0	0.8	22.6	24.8	22.7	2.4	2.8	2.9	
	STB VN	16.0	13.9	11.7	30.5	15.1	19.0	0.5	0.9	0.6	1.4	1.3	1.2	9.5	9.8	10.5	0.7	0.8	0.8	
	VCB VN	22.0	17.3	12.3	23.9	27.1	40.2	0.9	0.6	0.3	4.0	3.1	2.5	19.6	20.1	22.5	1.6	1.8	2.1	
	VPB VN	7.1	6.7	7.4	(39.2)	5.8	(9.3)	n/a	1.1	n/a	1.6	1.3	1.1	16.9	19.2	14.9	2.4	2.9	2.2	
<b>Brokers</b>	HCM VN	8.8	8.5	8.3	109.5	2.4	2.7	0.1	3.6	3.1	1.5	1.3	1.2	19.5	16.9	15.9	6.2	4.7	3.9	
	SSI VN	5.8	8.2	8.1	49.8	(28.8)	1.4	0.1	n/a	5.6	1.4	1.2	1.1	22.5	18.5	14.0	6.2	6.8	6.5	
	VCI VN	6.3	6.0	5.8	(3.1)	5.4	2.9	n/a	1.1	2.0	1.4	1.3	1.1	22.9	22.7	20.9	8.8	8.8	8.3	
	VND VN	5.8	6.2	5.3	212.3	(7.4)	17.9	0.0	n/a	0.3	1.6	1.4	1.2	34.9	27.0	25.6	8.7	7.4	8.1	
<b>Energy</b>	PVD VN	480.0	14.4	7.6	(89.7)	3,245.0	88.4	n/a	0.0	0.1	0.7	0.6	0.6	0.1	4.6	8.8	0.1	3.2	5.7	
	NT2 VN	18.6	14.5	13.0	(25.3)	28.7	11.1	n/a	0.5	1.2	2.3	2.3	2.2	15.9	17.5	17.7	7.4	9.6	10.4	
	PC1 VN	10.0	7.6	6.4	(6.8)	31.3	17.8	n/a	0.2	0.4	1.0	0.9	0.8	12.6	13.6	14.1	4.7	5.1	6.4	
<b>Consumer</b>	MSN VN	15.8			22.9	20.9	4.2	0.7	0.7	0.7	2.1	1.8	1.6	14.5	15.2	13.7	8.0	8.9	8.2	
	PNJ VN	19.0	10.3	8.9	(3.4)	68.4	16.2	n/a	0.2	0.5	3.0	2.5	2.4	17.2	23.2	26.5	11.2	13.9	15.6	
	DGW VN	8.2	6.9		8.5	17.8	(100.0)	1.0	0.4	n/a	1.4	1.4	1.4	18.4	18.4	18.4	7.1	7.1	7.1	
<b>Oil &amp; GAS</b>	POW VN	17.9	16.9	12.1	(25.0)	5.6	40.0	n/a	3.0	0.3	1.2	1.1	1.0	5.8	5.9	7.6	3.4	3.5	4.7	
<b>Property</b>	KBC VN	7.7	4.0	2.9	230.0	91.0	40.0	0.0	0.0	0.1	1.0	0.9	0.7	14.0	22.0	26.0	6.0	10.0	12.0	
	DXG VN	5.8	7.4	3.8	(303.0)	(22.0)	97.0	n/a	n/a	0.1	0.8	0.7	0.7	14.0	9.0	15.0	6.0	4.0	6.0	
	KDH VN	19.3	12.0	9.6	(31.0)	61.0	25.0	n/a	0.2	0.4	2.0	1.9	1.8	11.0	17.0	21.0	6.0	10.0	13.0	
	NLG VN	8.5	8.0	6.7	(3.0)	5.0	20.0	n/a	1.6	0.3	0.9	1.0	0.8	12.0	12.0	14.0	6.0	7.0	7.0	
	NVL VN	-	-	-	(41.7)	18.3	53.3	n/a	-	-	-	-	-	-	10.0	10.6	14.8	2.3	2.4	3.4
	VHM VN	4.8	4.1	3.7	8.5	19.0	8.4	0.6	0.2	0.4	1.3	1.0	0.8	31.0	28.0	25.0	14.0	14.0	14.0	



<b>Transport</b>	ACV VN	21.4			28.8			0.7	n/a	n/a	3.7	3.5	3.2	20.2	11.0	12.6	11.3	5.2	5.3
<b>Industrials</b>	DHC VN	6.0	6.2	5.8	25.4	(3.4)	6.6	0.2	n/a	0.9	1.7	1.5	1.3	31.1	25.6	23.9	20.6	12.7	10.1
	BWE VN	13.4	11.5	9.2	46.1	17.0	24.9	0.3	0.7	0.4	2.2	1.9	1.7	20.4	18.8	20.6	8.6	8.6	10.6

Stock ratings and pricing data is as of close on Mar 10 2022

Source: Bloomberg, Yuanta Vietnam

## Appendix A: Important Disclosures

### Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

### Ratings Definitions

**BUY:** We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

**HOLD-Outperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**HOLD-Underperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

**SELL:** We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position. **Under Review:** We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

**Restricted:** The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

### Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact: Attn: Research  
Yuanta Securities Investment Consulting  
4F, 225, Section 3 Nanking East Road, Taipei 104 Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

18 Harcourt Road,  
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office  
Yuanta Securities Building  
Euljiro 76 Jung-gu  
Seoul, Korea 100-845  
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact: Attn: Research

PT YUANTA SECURITIES INDONESIA  
(A member of the Yuanta Group) Equity  
Tower, 10th Floor Unit EFGH SCBD Lot  
9  
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53 Tel:  
(6221) - 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact: Research

department  
Yuanta Securities (Thailand) 127  
Gaysorn Tower, 16th floor  
Ratchadamri Road, Pathumwan  
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact: Research

department  
Yuanta Securities (Vietnam) 4th  
Floor, Saigon Centre  
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1,  
HCMC, Vietnam

**China**  
Beijing Rep. Office  
Shanghai Rep. Office  
Shenzhen Rep. Office

**Hong Kong**  
Yuanta Securities Hong Kong  
Polaris Securities  
Hong Kong Rep. Office

**Vietnam**  
Yuanta Securities Vietnam

**Myanmar**  
Myanmar Rep. Office

**Cambodia**  
Yuanta Securities Cambodia



**South Korea**  
Yuanta Securities Korea  
Hanshin Mutual Savings

**Taiwan**  
Yuanta Securities  
Yuanta Bank  
Yuanta Life

**Philippines**  
Yuanta Saving Bank

**Indonesia**  
Yuanta Securities Indonesia

**Thailand**  
Yuanta Securities Thailand

## YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

**Head office:** 4<sup>th</sup> Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

### Institutional Research

**Matthew Smith, CFA**  
Head of Research  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)  
[matthew.smith@yuanta.com.vn](mailto:matthew.smith@yuanta.com.vn)

**Tanh Tran**  
Analyst (Banks)  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)  
[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)

**Di Luu**  
Analyst (Consumer)  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)  
[di.luu@yuanta.com.vn](mailto:di.luu@yuanta.com.vn)

**Binh Truong**  
Deputy Head of Research (O&G, Energy) Tel:  
+84 28 3622 6868 (ext. 3845)  
[binh.truong@yuanta.com.vn](mailto:binh.truong@yuanta.com.vn)

**Tam Nguyen**  
Analyst (Property)  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)  
[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

**An Nguyen**  
Assistant Analyst  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)  
[an.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:an.nguyen@yuanta.com.vn)

### Institutional Sales

**Tuan-Anh Nguyen**  
Sales Trader  
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)  
[anh.nguyen2@yuanta.com.vn](mailto:anh.nguyen2@yuanta.com.vn)

**Vi Truong**  
Sales Trader  
Tel: +84 28 3622 6868 (3940)  
[vi.truong@yuanta.com.vn](mailto:vi.truong@yuanta.com.vn)

**Hien Le**  
Sales Trader  
Tel: +84 28 3622 6868  
[hien.le@yuanta.com.vn](mailto:hien.le@yuanta.com.vn)

**Dat Bui**  
Sales Trader  
Tel: +84 28 3622 6868 (3941)  
[dat.bui@yuanta.com.vn](mailto:dat.bui@yuanta.com.vn)