



公司报告：德江化工集团股份公司（DGC）

分析与投资战略部门
 邮件: research@gtjas.com.vn

2023年12月25日

DGC个股研报（第一期）：引领化工行业的雄心壮志

经营业绩更新

截至 2023 年第三季度末，DGC 连续四季度的收入（从 2022 年第四季度-2023 年第三季度）仅为 10.473 万亿越盾，相当于 2022 年收入的 72.5% 和 2023 年收入计划的 96.3%。四个季度的毛利率也下降至 37.8%，相比之下 2022 年毛利率为 46.7%。因为一些 DCG 产品的销售量和销售价格因需求疲软而有所下降。

2024 年业绩预期：由于磷和化肥需求得以改善，加上收购 Tia Sang Battery 股份公司带来的收入增长，因此 DGC 的收入和毛利率预计将在 2024 年有望恢复。我们预计 DGC 2023 年每股收益为 8968 越南盾/股，2024 年为 15666 越南盾/股。

建议

我们认为，公司当前股价尚未充分反映公司价值，该股在未来 6-18 个月内仍有上涨潜力。DGC 股价上涨潜力来自于：（1）凭借良好的成本管理，营业效率超越竞争对手；（2）对 DGC 磷类产品需求将于 2024 年恢复，未来几年仍有增长潜力；（3）锂电池等新产品以及宜山氯化钠项目、得农铝土矿项目等新项目。我们评估 DGC 在未来一段时间内将获得投资得农铝土矿项目的许可，这将成为股价上涨的催化剂。我们预测接下来 6-18 个月，目标价为 128000 越南盾/股。以 2023 年 12 月 22 日收盘价 90500 越南盾/股计算，该目标价相当于 6-18 个月的预期回报率为 41.44%。

建议：

买入

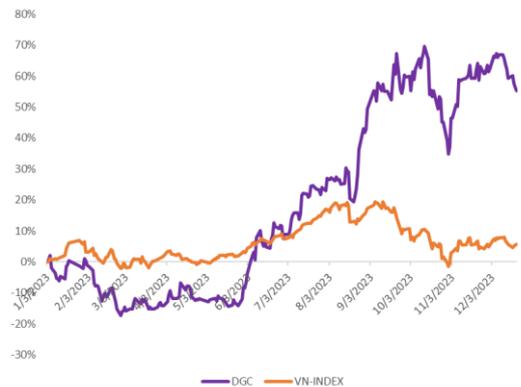
6-18个月的目标价：

VND 128000

当日股价：

VND 90500

股票累计收益率 (%)



价格波动

1 M

3 M

1Y

波动率 %

-5.45

-7.14

+89.87

与越南指数相比

-1.02

-7.60

+15.79

平均价（越盾）

95,182

92,734

68,649

源：Guotai Junan (VN) 整合

	Net Sales (VND b)	Net Profit (VND b)	EPS (VND)	EPS (Δ%)	BVPS (VND)	DPS (VND)	Yield (%)	ROAE (%)
2020A	6,236	907	2,638	39.13	10,734	1,500	2.94	26.59
2021A	9,550	2,388	6,047	129.23	16,712	1,000	0.63	44.07
2022A	14,444	5,565	13,774	127.78	28,593	4,000	6.79	60.81
2023F	10,875	3,406	8,968	-34.89	34,561	3,000	3.28	28.40
2024F	15,270	5,950	15,666	74.69	50,227	N/A	N/A	36.95

流通股数（百万）

379.8

大股东 (%)

陶友玄 18.4

吴氏玉兰 6.6

陶友科 6.0

市值（十亿越盾）

34,370

Free float (%)

57

三个月平均交易量（股票）

2,897,423

ROA trailing 4Q (%)

24.70

52 周最高/最低价（越盾）

101,000/ 47,683

ROE trailing 4Q (%)

29.02

源：the Company, Guotai Junan (VN).

企业概述

德江化工集团股份公司 (DGC, 证券代码: DGC), 前身为德江化工公司, 成立于 1963 年。2004 年, 公司转为股份公司模式运营。DGC 股票从 2020 年 7 月起开始在胡志明市证券交易所 (HOSE) 交易。



图1: DGC 在老街的黄磷工厂 (源: DGC)

DGC 的产品组合围绕从磷灰石矿石生产的磷 (一种化学元素)。越南老街的磷灰石矿石富含五氧化二磷 (P_2O_5), 长期以来一直被用于生产化肥。DGC 使用磷灰石矿石生产黄磷 (P_4) 和来自磷的产品以及多种其他化工产品, 主要产品线包括: 磷 (黄磷和磷化铁), 工业化学品, 肥料和洗涤剂。前几年, 来自黄磷的收入约占 DGC 总收入的一半至 60%。DGC 管理层预计, 2022-2023 年, 黄磷收入将占未来几年总收入的平均约 40%, 其余收入将来自其他产品。



图2: DGC 的一些产品 (源: DGC) 从左到右, 从上到下: 地板清洁剂、洗衣液、磷酸、DAP 肥料、免洗手消毒凝胶、黄磷、超磷肥、洗衣粉。

黄磷和来自磷的化工产品有许多重要用途。磷是肥料, 饲料添加剂, 生物燃料、药品、洗涤剂、半导体、电子电路、锂电池和太阳能电池板等产品的主要成分。磷也用于水务处理和冶金过程。

根据公司网站以及媒体渠道的报道, DGC 的黄磷产品以及一些其他产品经常出口到世界许多国家如: 印度、日本、韩国、欧盟和美国。2022 年, 出口收入占公司总收入的 81.9%。据《福布斯》越南杂志 2022 年 6 月第 106 期的报道, DGC 是越南 4 家生产商中领先的黄磷制造商, 也是全球 18 家黄磷生产商之一。DGC 的黄磷总产能超过 6 万吨/年, 约占全国总产能的 70%。(最近, DGC 报告, 该公司又有一家

新厂投入运营，使黄磷总产能提高了 16%，达到 7 万吨/年。DGC 不仅是国内领先的生产商，也是世界少数能够生产符合国际标准的黄磷和磷酸两种产品的公司之一。据 DGC 报告，该公司在电子，食品和畜牧等行业拥有国内外熟悉的客户群。DGC 的部分客户包括 Mitsubishi Corp, UNID Global Corp, UPL, CJ, Cargill, Proconco, Wilmar International 等。

DGC 的经营业绩和财务状况更新

(单位: 十亿越盾)	Q4/2022- Q3/2023 末	2022	2021	2020	2019	2018
净收入	10,473	14,444	9,550	6,236	5,091	6,090
%净收入增长率 (同比)		51.2%	53.1%	22.5%	-16.4%	
毛利润	3,959	6,750	3,182	1,479	1,006	1,362
%毛利率	37.8%	46.7%	33.3%	23.7%	19.8%	22.4%
SG&A 销售费用和管理费用	(665)	(752)	(641)	(493)	(415)	(423)
EBIT 息税前利润	3,294	5,998	2,541	986	591	939
折旧费用	(327)	(285)	(279)	(268)	(258)	(212)
EBITDA 税息折旧及摊销前利润	3,621	6,283	2,820	1,254	849	1,151
税后利润	3,629	6,037	2,514	948	572	873
%税后利润增长率 (同比)		140.1%	165.2%	65.7%	-34.5%	
所有者权益	12,507	10,834	6,332	4,067	3,452	3,165
%股本回报率	29.02%	55.72%	39.70%	23.31%	16.57%	27.58%
短期贷款	978	468	842	1,149	735	1,133
现金及现金等价物	73	1,535	124	282	128	274
存款	9,594	7,471	3,632	1,558	643	246
净债务	(8,689)	(8,538)	(2,914)	(691)	(36)	613

表 1: DGC 到 2023 年第三季度末的经营业绩 (源: DGC, GTJASVN Research)

截至 2023 年第三季度末，DGC 连续四季度的收入（从 2022 年第四季度-2023 年第三季度）仅为 10.473 万亿越盾，相当于 2022 年收入的 72.5% 和 2023 年收入计划的 96.3%。四个季度的毛利率也下降至 37.8%，相比之下 2022 年毛利率为 46.7%。因为一些 DGC 产品的销售量和销售价格因需求疲软而有所下降。

根据 ChemAnalyst 在 2023 年第三季度末的报告，由于化肥，电动汽车和国防工业的需求下降，2023 年 4 月亚太地区的黄磷价格下降了 12.6%。此外，美国限制进口中国黄磷，造成中国黄磷过剩，价格大幅下降，导致亚太地区的黄磷售价也跟着下降。到 2023 年 5 月和 6 月，黄磷价格已趋于稳定，但由于经济复苏缓慢，欧盟和中国等发达经济体的需求仍然疲软。到 2023 年 7 月和 8 月，越南黄磷价格再次因越南国内需求和出口持续低迷而遭受压力。此外，2023 年全球半导体行业的衰退也是导致磷需求下降的原因之一。

DGC 设定 2023 年的收入目标为 10.875 万亿越盾，税后利润为 3 万亿越盾，分别比 2022 年的实际收入和利润下降 25% 和 50%。在黄磷和化肥价格下降的背景下，公司领导层制定“倒退”的业绩计划也是情理之中。今年前三个季度的累计收入和累计利润分别达到 7.361 万亿越盾（相当于 2023 年目标收入的 67.7%）和 2.505 万亿越盾（相当于 2023 年目标税后利润的 83.5%）。我们预测，DGC 可以在 2023 年完成其收入计划并超额完成税后利润计划。

健康的财务状况：截至 2023 年第三季度末，DGC 的净债务为负 8.689 万亿越盾。公司也通过了董事会决议关于向股东支付 2023 年的现金股息，股息率为 30%（1 支股票收 3000 越盾股息）。除息日为 2023 年 12 月

20 日。

投资论点 1: 通过良好的成本管理提高业务效率

DGC 的最大投入成本是磷灰石矿石、焦炭和电力。用于公司生产和业务的其他原材料还包括硫磺。对于焦炭和硫磺而言，公司报告是从国内和进口来源采购的。

磷灰石矿石供应逐渐自给自足

公司最重要的材料来源是磷灰石矿石。根据 2022 年 年度报告，公司的战略是逐步实现磷灰石矿石供应的自给自足。公司磷灰石矿石的供应有部分来自外部采购，有部分由公司在老街省， 坝洒县， 25 号采矿区开采。因此， DGC 的优势在于拥有自己开采的磷灰石矿石源，而其他在越南用磷灰石矿石来制造化学品的生产商如 CSV（南方基础化学品公司）或 HVT（越池化学品公司）则必须从外部购买矿石。这有助于 DGC 改善投入成本，使毛利率高于竞争对手。



图3: 一些 25 号采矿区和 19B 采矿区的图片 (源: DGC)

根据 DGC 在 2020 年 11 月收到的 25 号采矿区的开采许可证， DGC 将在 6 年内开采约 370 万吨磷灰石矿石。在逐步实现供应自给自足的战略下，为进一步提高磷灰石矿石供应的主动性， 2022 年 11 月， DGC 与老街化工股份公司签署了一份业务合作合同，在老街省老街市同选社 19B 采矿区开采磷灰石矿石，储量约 510 万吨，开采期 5 年。

从磷灰石矿石生产的磷类产品技术

据 2021 年环境杂志报道，越南的磷灰石矿石主要集中在老街省，总储量超过 20 亿吨，开采期约 20 多年。根据矿石中五氧化二磷(P_2O_5) 的含量，磷灰石矿石可分为富的磷灰石矿石和贫的磷灰石矿石。贫矿储量约占越南磷灰石矿石总储量的 60%。2021 年之前，这些贫矿几乎被丢弃，而开采和处理矿石的公司要投入大量资金购买设备，并组织深层开采富矿。

老街的磷灰石矿石根据形成和材料成分而分为四种类型：1 类、2 类、3 类和 4 类。矿石也有两种形式：块状或粉状。越南大多数处理磷灰石矿石的工厂在处理矿石的过程中都很挑剔，而 DGC 研究出的技术不仅可以使富矿，还可以使用贫矿；不仅可以使块矿，还可以使用粉矿；不仅可以使 1 类矿石，还可以使用 2 类矿石、3 类矿石以及不同矿石的混合物来加工磷基产品。同时， DGC 还可以在生产过程中使用粉状焦炭（成本比块状焦炭低）。

DGC 总经理 陶友维英先生表示， DGC 向往节约最多资源，不浪费任何矿石。他肯定 DGC 是 "唯一 一个地方可以使用块状和粉状的 1 类， 2 类， 3 类矿石作为原材料以生产磷基产品。据陶先生称，这是由一位在 DGC 工作的越南工程师所研究出来的技术，他曾获得国际化学奥林匹克金奖，现在是公司的高级领导。许多外国公司都想购买 DGC 的技术，但他们没有同意。得益于这项技术， DGC 与其他制造商相比具有价格优势和巨大的竞争优势，因为粉末矿石、粉末焦炭、2 类和 3 类磷灰石矿石的价格比块状矿石和块状焦炭和 1 类磷灰石矿石便宜。

应用循环经济，节约用电，保护环境

在公司 2022 年年报中，DGC 报告，公司利用生产过程中排放的一氧化碳在锅炉中燃烧来替代煤炭，帮助公司在 2022 年节约了 9 万吨煤炭，降低原材料成本。据估计，通过此措施，公司一年可节省数百亿越盾。

除了节约成本，在生产中利用废物还有助于保护环境，并使 DGC 的收入来源多样化。公司非常积极地研究和投资到废物（包括废水、废气和固体废物）的处理和回收过程。公司的研发部门不仅负责开发新产品，还负责研究废物处理，将废物转化为可销售或可用的产品，而不是像以前一样排放到外部环境或埋在工厂里。据 DGC 报告，在其运营期间，该公司已花费 5000 多亿越盾建造了许多环保、废水处理、废气处理和固体废物处理等工程。该公司也花费约 2000 亿越盾研究如何将固体废物加工成水泥、石膏、免烧砖等行业的产品。

到目前为止，磷生产过程中 100% 的固体废弃物和化肥生产过程中 50% 的固体废弃物已得到处理，不会向外排放，公司正在寻找提高全部固体废弃物的处理率到 100% 的方案。在废水方面，据公司 2023 年报告，公司所有工厂都有水处理系统，工厂的水回用率达到 90-95%，因此公司几乎不向环境排放水。在废气排放方面，到目前为止，公司所有的排放烟囱都进行了在线测量，并 24/7 与省自然资源和环境厅联网，以便进行控制。

良好的成本管理带来出色的毛利率和业务效率

从 2021 年（也是 DGC 开始在 25 号采矿区开采磷灰石矿石的年份）至今，DGC 的毛利率优于 CSV、HVT 和 DDV 等同类企业。除了产品结构的差异外，我们还评估 DGC 通过逐步提高自主供应源、拥有自己的技术和应用循环经济来管理成本的能力，这帮助 DGC 获得了与同行其他企业相比非常高的毛利率。出色的毛利率和良好的 SG&A 成本管理使 DGC 的经营业绩优于国内同行企业，成为近三年 ROA 最高的企业（与 CSV、HVT 和 DDV 相比）。DGC 2022 年的 ROA 达到 45.04%，连续 4 季度的 ROA 达到 24.70%。

越南部分化工生产包括磷类产品企业的毛利率

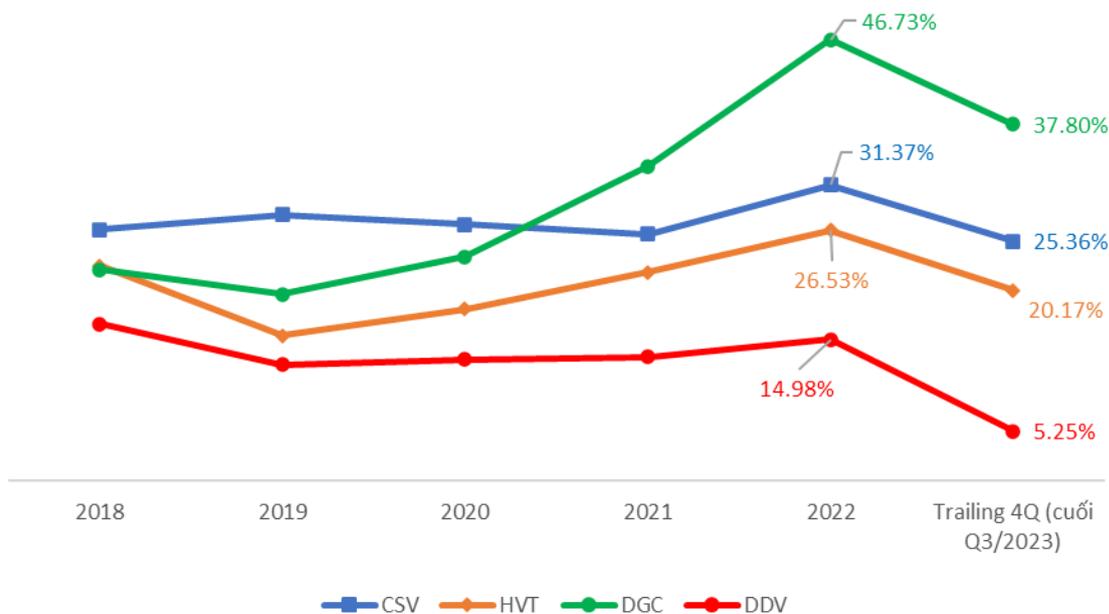


图 4：越南部分化工生产包括磷类产品企业的毛利率（源：FiinPro, GTJASVN Research）。与同行其他企业相比，DGC 近年来的毛利率较高，除了产品结构的差异外，还得益于以下因素：(1) 逐步主动供应源，(2) 生产技术，(3) 应用循环经济。

越南部分化工生产包括磷类产品企业的 ROA

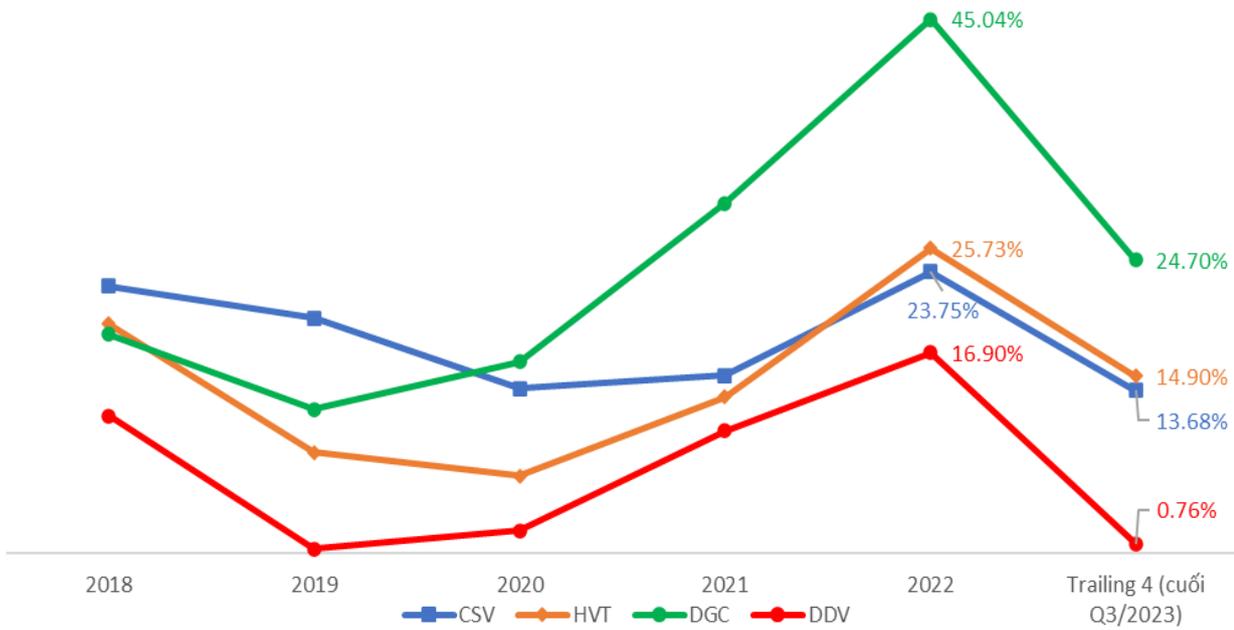


图 5: 越南部分化工生产包括磷类产品企业的 ROA (源: FiinPro, GTJASVN Research)。与国内同行企业相比, DGC 拥有更优越的 ROA。

投资论点 #2: DGC 对磷类产品的需求

黄磷和磷酸需求来自半导体行业

根据世界半导体贸易统计组织 (WSTS) 的数据, 全球半导体市场虽然今年 (2023 年) 将面临两位数的下滑, 但 2024 年的发展将更加明朗。具体而言, WSTS 预计全球半导体行业将在明年增长 11.8%, 达到 5760 亿美元, 这得益于内存部门的增长可能达到 2023 年水平的 40%。根据 Statista Market Insights 在 2023 年 8 月的数据和预测, 全球半导体行业的总收入将在 2024 年重回增长趋势, 预计 2024 年的同比增长率为 10.87%。

全球半导体行业收入 (十亿美元)

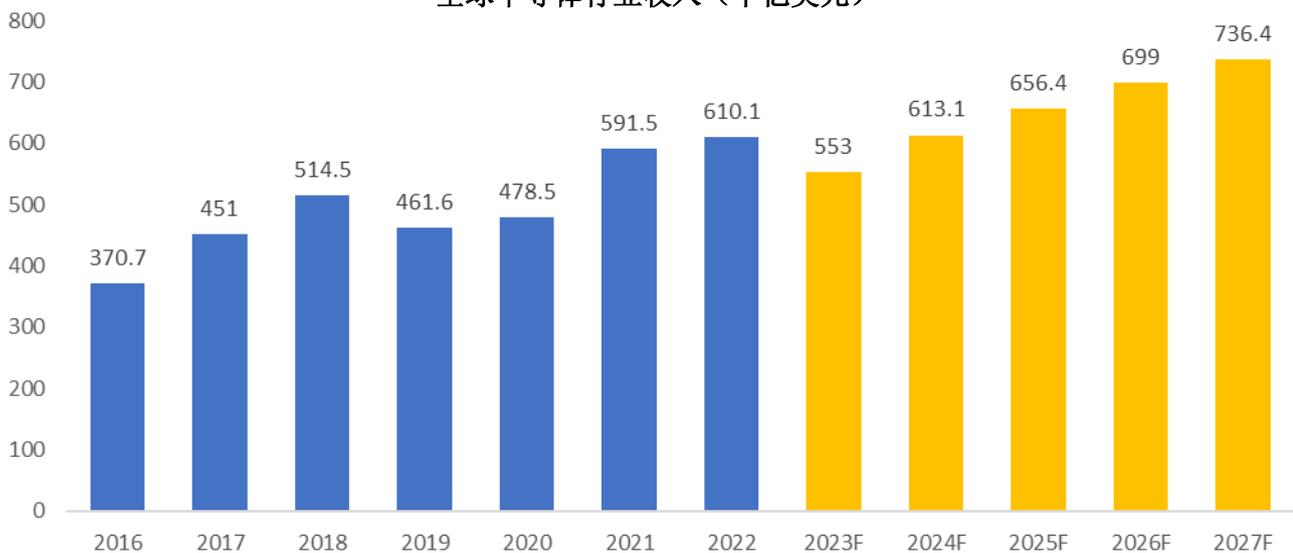


图 6: 全球半导体行业收入, 数据更新至 2023 年 8 月 (源: Statista Market Insights, GTJASVN Research)

据 DGC 领导层的评估，到 2024 年底，在东亚和北美地区的芯片和电池制造厂正计划多元化其供应链（中国之外的新供应市场）的背景下，对该公司磷类产品需求将会激增。《经济学人》杂志在 2023 年 6 月也评估，西方希望减少对中国在战略矿产和化学品供应方面的依赖。DGC 告知，除了黄磷产品外，还将重点增加电子级磷酸生产（最高级别，用于生产电子芯片、半导体和 LCD 屏幕）。该公司在 2022 年已经投入运营了 3 万吨/年的生产线。

DGC 的黄磷和磷酸收入增长将不仅来自出口。由于越南的稳定性和开放政策以及中国+1 趋势，FDI 资本正在流入越南。根据 VnEconomy 2023 年 9 月的数据，世界上许多芯片和半导体制造公司已在越南投资，其中包括全球两大芯片巨头英特尔和三星。

英特尔早在 10 多年前就开始在越南开发一家工厂，规模为 10 亿美元。至今，越南已成为英特尔全球生产网络的重要组成部分，英特尔还在胡志明市高科技园区设立最大的组装和测试工厂。据估计，该工厂占英特尔全球总产量的 50% 以上。2021 年，英特尔将该项目的投资资金增加至近 15 亿美元，并计划进一步扩大投资。与英特尔的同时，三星也宣布了越南生产半导体的计划。预计在完成试生产工作后，位于太原省的三星电气机械越南工厂将于 2023 年底开始大规模生产半导体晶圆。

除了英特尔和三星之外，许多全球芯片和半导体制造商也有倾向于在越南建设工厂/中心的趋向。一些越南科技单位和企业也已研究，并有设计和生产芯片的计划，例如 FPT Semiconductor, CMC 和 Viettel。电子级磷酸是生产半导体所必需的原材料。芯片和半导体制造商将工厂/中心转移到越南，以及一些国内集团参与该行业，是 DGC 增长的动力。我们评估，为了降低原材料成本，制造商将寻求越南供应商，而不是从国外进口原材料。

序号	公司名称 (国家)	工厂/中心位置	投入运营时间	总投资额
1	Hana Micron Vina (韩国)	北江，云中工业区	2023 年 9 月 16 日落成	6 亿美元，到 2025 年可能增加到 10 亿美元
2	Amkor Technology 越南 (美国，韩国)	北宁	预期 2023 年 9 月	16 亿美元
3	Hanmi Semiconductor (韩国)	北宁	2023 年 5 月	N/A
4	Infineon Technologies AG (德国)	河内	2023 年 5 月	N/A
5	Synopsys (美国)	胡志明市高科技园区	N/A	N/A
6	Victory Giant Technology (中国)	北宁	N/A	4 亿美元

表 2: 全球部分芯片和半导体生产企业在越南开设工厂/中心的信息 (源: VnEconomy, GTIASVN Research)

全球净零趋势

根据德勤发布 2024 年化工行业展望的报告，虽然 2023 年化工行业的整体需求有所下降，但支持能源转型所需的化学品和材料的需求预计从 2024 年起将有所上升。据估计，2023 年全球投资约为 2.8 万亿美元到能源领域，其中 60% 以上投资于清洁能源技术，如：可再生能源、电动汽车以及 LiFePO₄ 和 LiPF₆ 储能电池。总体而言，化工行业正在支持到 2050 年实现全球净零排放目标所需 75% 以上的减排技术。其中，磷被认为是能源转换过程中的重要元素，也是生产 LiFePO₄ 和 LiPF₆ 储能电池的重要材料。锂离子电池、太阳能电池板和许多其他清洁能源技术都需要磷。因此，得益于全球“净零” (Net Zero) 趋势的推动，磷价格预计将继续保持高位。

肥料需求

对于肥料产品，2020-2022 年期间，DGC 的 MAP 和 DAP 肥料收入增长 61%，占年度总收入的 12%-15%（据 2023 年《工贸》杂志报道）。据 DGC 报告，该公司是越南目前唯一一家能够生产 MAP 复合肥（12% N, 61% P）的企业。这种肥料含磷量较高，正要进口来弥补国内需求的不足。因此，DGC 在国内化肥消费方面的增长潜力仍然很大。根据 TechSciResearch 的预测，2023-2028 年期间，越南国内化肥市场的年均复合增长率（CAGR）将达到 4.31%。

俄乌战争导致世界粮食和能源短缺，迫使各国想方设法减少对进口粮食的依赖。最近，印度和阿联酋等一些国家禁止出口部分食品。据预测，全球市场的农耕活动和农耕活动所需的化肥需求将会增加。目前，公司计划从 2023 年开始，促进对印度尼西亚、菲律宾、印度和孟加拉国的化肥出口。DGC 领导层认为世界化肥供应依然疲软，因为世界两个最大的化肥出口国家俄罗斯和中国对尿素、DAP、MAP、NPK 等重要化肥实行了出口配额。

世界磷供应正进入稀缺期

到 2030 年，全球将可能进入一个名为 "磷峰值" 的里程碑。这意味着 2030 年后，全球磷供应将进入稀缺期。导致 P4 的价格预期将有上升趋势。我们估计，随着这一里程碑的临近，P4 的价格将在 2030 年前几年进入上升趋势。

越南是世界磷市场的重要国家。根据 2018 年 WorldAtlas 的报告，越南的磷储备产量在全球排名第 16 位。摩洛哥是世界上储量产量最大的国家，但我们认为，由于物流原因，来自印度、日本和韩国等国家的许多客户将倾向于从越南进口磷。根据 Statista Research Department 2023 年的报告，2022 年越南磷产量将达到 805 千吨，预计 2030 年将增至 1046 千吨，年复合增长率 (CAGR) 为 2.8%。然而，随着磷价格的预期上涨，磷生产商的收入年复合增长率预计将高于 2.8%。

投资论点#3: 新产品和项目的潜力

得农铝土矿项目

DGC 的长期增长动力还来自未来的两个潜在项目包括：宜山（清化）项目和铝土矿-铝项目（得农）。

2023 年 7 月 18 日，越南国务院副总理签署决定，批准 2021-2030 年、展望到 2050 年的矿产勘探、开采、加工和利用规划。其中，铝土矿的最大开采量为每年 1.18 亿吨原料。越南政府已确定，2021-2030 年铝土矿的勘探和开采必须与深加工（至少与铝产品）相结合。被选中实施勘探和开采项目的投资者必须“具备从勘探到深加工的能力，使用先进技术、现代设备并保护环境”。这被认为有利于 DGC，这是一家国内领先的化工企业，拥有高超的技术水平和良好的财务状况。目前，DGC 正在申请在得农省进行铝土矿勘探、开采和加工的许可证，是得农省铝土矿勘探、开采和加工投资预算最大的三家企业之一（首钢集团预算 42 亿美元，DGC 预算 24 亿美元，广汽集团预算 5000 亿元）。

DGC 在得农省的项目预计投资总额为 24 亿美元。该项目分为三个阶段：开采铝土矿、将铝土矿加工成氧化铝（第一阶段和第二阶段在 2025-2026 年）以及将氧化铝加工成铝（第三阶段）。根据领导层，该项目的第一阶段就有可能创造与公司目前的磷酸业务相当的收入，即 4.3 亿美元。DGC 集团领导层还表示，铝土矿-铝项目可能在 2027 年完成所有三个阶段，包括完全批准两年和建设两年。

我们认为，DGC 获得开采铝土矿和在得农实施项目的许可的可能性非常高，我们将该项目的预测纳入了我们对 DGC 股票的估值中。我们还认为，DGC 股票的当前价格并未充分反映 DGC 从该项目中获得的机会。我们预计该项目将于 2027 年完成第一阶段并开始部分运营。

宜山组合项目

德江宜山化工一人有限责任公司的注册资本为 1 万亿越盾，将不但为 DGC 而且整个越南化工行业开辟一个新的阶段，主要生产氢氧化钠、氯胺 B、PVC 塑料等产品。这也是得农省铝土矿项目使用铝土矿矿石以造出氧化铝的生产链的投入原料。

按计划，该项目分为两个阶段。第一阶段，总投资额为 10 万亿越盾，预计在 2021-2025 年实施，占地 60 公顷。其中，公司将投资建设总产能 39 万吨化学品/年的设施。第二阶段，占地 20 公顷，总投资 2 万亿越盾，将从 2026 年到 2027 年进行，预计产能为 25 万吨化学品/年。到 2023 年年中，DGC 表示该项目仍未开工，原因是仍在解决受影响地区的居民安置问题。DGC 已将该项目第一阶段的建设推迟到 2024 年第一季度。同时，该集团还将该项目第一阶段的规模从 15 万吨氢氧化钠/年下调至 5 万吨氢氧化钠/年。该项目预计将于 2025 年第一季度投入运营，并在 2025 年为 DGC 贡献约 12% 的收入。

我们预计该项目将从 2027 年起达到或接近满负荷运营。根据(设计)功率, 该项目将每年生产 15 万吨 100% 浓缩的氢氧化钠; 15 万吨 PVC 塑料; 3.4 万吨 Ca (OCI)₂ 漂白粉等, 总投资额为 12 万亿越盾。从长期来看, 该项目将与得农省的铝土矿项目一起引领 DGC 的增长。据 DGC 领导层, 目前越南国内氢氧化钠和 PVC 塑料两种产品的供应不足以满足需求。DGC 董事长陶友玄先生表示, “该组合完成后将带来约 15 万亿越盾的收入”, “加上老街德江 [收入] 约 30 万亿越盾, 将使 DGC 的总收入超过 20 亿美元”。

锂电池产品

董事会主席 陶友玄 先生在 2023 年 3 月 29 日的年度股东大会上分享: DGC 于 2023 年收购了 Tia Sang Battery (证券代码: TSB), 其战略是利用 Tia Sang Battery 的平台优势来生产锂电池--当今电动汽车的一个非常重要的因素之一。该公司已经招聘 200 名从事这一领域的员工, 并将于 2023 年第二季度开始工作。事实上, DGC 已开发出多种磷化学品以服务于近两年在全球蓬勃发展的锂电池行业。一些分析师预测, 锂电池价格可能会在 2025 年进入上升趋势。



图7: DGC 的 1.2V 7.5Ah 锂电池产品 (源: DGC)

惠誉解决方案公司的研究部门-BMI-是预测 2025 年全球锂供应短缺和锂电池产品价格上涨的单位之一。该单位表示: “我们预计, 在 2023 年至 2032 年期间, 中国电动汽车的锂需求年均增长将是 20.4%”。中国锂供应量同期仅增长 6%, 这一比率甚至无法满足预测需求的三分之一。预计到 2023 年, 电动汽车销量将达到 1380 万辆, 到 2030 年将继续飙升至 3000 万辆以上。因此, 满足中国电动汽车需求以及全球电动汽车需求的锂电池生产行业是一个非常有潜力的领域, 也是 DGC 未来的增长动力。

房地产项目

DGC 还雄心勃勃地将业务扩展到房地产领域, 首先是位于河内, 龙边, 上青, 德江街 18/44 号的 德江公寓大楼项目。这也是公司总部所在地。该项目的总投资额为 12 万亿越盾。DGC 公司表示, 该项目已获得 1/500 规划批准, 但由于尚未获得投资政策, 目前尚无法实施。

预测, 估值和建议

根据收集到的信息, 我们预测 DGC 的收入将在 2024-2029 年期间大幅增长。2024 年, 由于磷和化肥需求的改善, 以及收购 Tia Sang Battery 带来的收入增长, DGC 的收入和毛利率将有所恢复。从 2025 年起, 收入增长不仅来自磷和化肥产品, 还将来自新产品和新项目。2027 年, 宜山项目预计将接近满负荷运营, 以及得农铝土矿项目也将开始部分运营, 这将使 DGC 的净收入总额达到 48 万亿越盾, 接近 20 亿美元。到 2029 年, 我们预计 DGC 的净收入将达到约 59.957 万亿越盾, 约为 2022 年净收入的 4.2 倍。

在毛利率方面, 由于黄磷价格回升, 我们假设 DGC 的毛利率将在 2024 年恢复到 42%。最初几年, 预计氢氧化钠, 氯和锂电池等产品的毛利率会相当低, 从而使 DGC 在 2025-2027 年期间的平均毛利率下降。从长期来看, 我们预测氢氧化钠和锂电池等产品在拥有市场份额和品牌后, 毛利率会有所改善。在 2027-2029 年期间, PVC 塑料和铝产品的逐步出现预期也使平均毛利率回升, 2029 年可达到 40% 左右。

DGC 的预计净收入、毛利率%

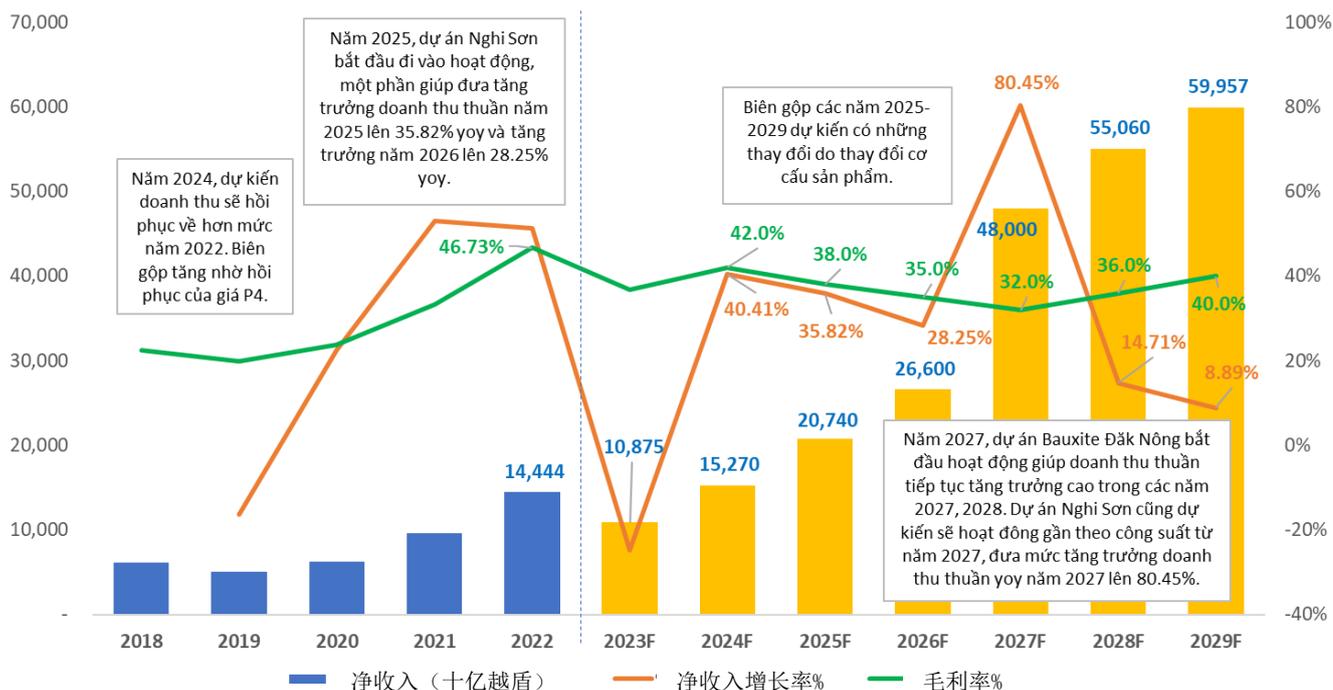


图 8: DGC 到 2029 年的预计净收入、毛利率% (源: GTJASVN Research)

关于平均投资资本, DGC 预期花费约 12 万亿越盾来投资于宜山项目, 以及约 24 亿美元投资于得农铝土矿项目 (两个项目的投资总额相当于 70.8 万亿越盾)。因此, 我们预测 DGC 的平均投资资本将在 2024-2029 年期间大幅增长, 2029 年将达到约 64.34 万亿越盾。

(单位: 十亿越盾)	2029F	2028F	2027F	2026F	2025F	2024F	2023F
净收入	59,957	55,060	48,000	26,600	20,740	15,270	10,875
净收入增长率% (同比)	8.89%	14.71%	80.45%	28.25%	35.82%	40.41%	-24.71%
毛利润	23,983	19,822	15,360	9,310	7,881	6,413	4,000
毛利润率%	40%	36%	32%	35%	38%	42%	36.78%
SG&A 销售费用和管理费用	(3,309)	(3,152)	(2,526)	(1,929)	(1,361)	(820)	(680)
EBIT 息税前利润	20,673	16,670	12,834	7,381	6,520	5,593	3,320
平均投资资本	64,343	50,193	36,043	21,893	11,818	6,318	3,057

表 3: DGC 到 2029 年的业务活动预测 (源: GTJASVN Research)。除上表外, 我们还有以下假设: DGC 的加权平均资本成本为 13%, 2029 年后的收入增长率为 2%/年, ω (持续因子) 为 0.90。

根据我们对 DGC 业务运营的预测和假设, 我们采用剩余营业收入贴现法对 DGC 股票进行估值。我们估计 DGC 股份的公允价值为 128000 越盾/股。此估值考虑了 DGC 向股东支付的 3000 越盾/股的股息 (除权除息日为 2023 年 12 月 20 日) 的影响。根据我们的估值, DGC 股在 6 至 18 个月的目标价格为 128000 越南盾/股。

投资风险

来自矿石开采的风险:

- 根据网站 nongnghiep.vn 2022 年的一篇文章, DGC 的磷灰石矿石开采活动影响了当地居民的生活, 引起了人们的愤怒。具体, 公司在 25 号采矿区开采时挖掘了一条居民区道路。事件发生后, DGC 建了新道路供居民使用。
- 除上述事件外, 有些人认为开采还影响了农耕的地下水、造林和生活用水。居民抱怨说, DGC 砍掉了靠近居民区的半座山, 开采过深, 切断了地下水, 有可能造成灌溉用水流失的风险。
- 据居民反映, DGC24 小时不间断的矿石开采影响了采矿区附近居民的生活, 尤其是机械和车辆产生的灰尘和噪音。

矿石开采过程中的风险不仅会影响工作进度，还会影响公司的声誉和品牌。

来自磷灰石矿石供应的风险：DGC 有一部分自行开采的磷灰石矿石，供应保证到 2027 年。不过，未来几年，DGC 必须寻找新的自采矿石供应或外部购买资源，以保证 2027 年之后的运营。我们的估值假设 DGC 将平衡磷灰石矿石供应与合理成本以继续运营。但是，DGC 存在供应不足或不得不以高价从外部购买的风险。

来自项目进度的风险：我们预计宜山项目将于 2025 年投入运营，而得农铝土矿项目预计将于 2027 年投入运营。然而，这两个项目以及 DGC 的其他项目存在未能如期完成的风险。此外，我们的估值假设 DGC 将获得在得农 勘探、开采和加工铝土矿的许可证。DGC 在投资得农项目存在与许可问题相关的风险。

来自黄磷，磷酸和化肥需求复苏的风险：黄磷，磷酸和化肥市场的复苏可能慢于预期，导致 DGC 无法实现其预期收入和毛利率。

来自估值的风险：我们的估值基于有关 DGC 运营的一系列假设。这些假设不可能完全正确。此外，DGC 不断变化的内外部环境可能会导致本报告中使用的信息和假设以及我们的估值在报告发布后不再适用。

股票排名

参考指数: VN – Index.

投资期: 6 至 18 个月

建议	具体
买入	预期收益率相当或大于 15% 或公司/行业前景乐观
加仓	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
中立	预期收益率 -5% 至 5% 或公司/行业前景中等
减持	预期收益率-15% 至 -5% 或公司/行业前景不乐观
卖出	预期收益率小于 -15% 或公司/行业前景不乐观

行业排名

参考指数: VN – Index

投资期: 6 至 18 个月

评级	具体
跑赢大市	与越南指数相比.平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观
中立	与越南指数相比.平均行业利润率-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。投资者应晓得可能将出现利益冲突，影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容，其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券（越南）股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。

未经国泰君安证券（越南）股份公司的授权代表的书面同意，任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。



GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

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

范氏美凤

Customer Service Specialist
and translator

phuongptm@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext: 114



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN 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@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