



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

企业报告

港口与海运行业展望：

乐观

Guotai Junan (VN) Research
March 21, 2025

2024年越南港口与海运行业价值链

投入要素

港口基础设施及设备



货运船舶



技术



燃料



人力资源



港口与海运

海防港



西贡港



产出

码头装卸服务



货物处理服务



仓储服务



拖船引航服务



地理位置决定港口货物吞吐量

- **北部地区：**港口货物主要集中在海防港和广宁港。其中，集装箱货物运输主要依赖海防港。该地区企业竞争激烈，预计在未来几年，随着莱县港（Lach Huyen）的正式运营，这一趋势仍将持续。
- **巴地-头顿地区：**这里是全国最大的深水港区域，汇聚众多由西贡新港公司及全球知名航运和港口企业投资的港口，并被规划为越南最大的国际中转港。
- **胡志明市地区：**吉莱港（Cat Lai）因地处南部多个重要工业区附近，并由越南集装箱港口市场份额领先的企业——西贡新港公司运营，具备完善的运输服务体系，与国内外多家大型航运公司建立紧密合作关系。

海防港口群地图



胡志明市港口群地图

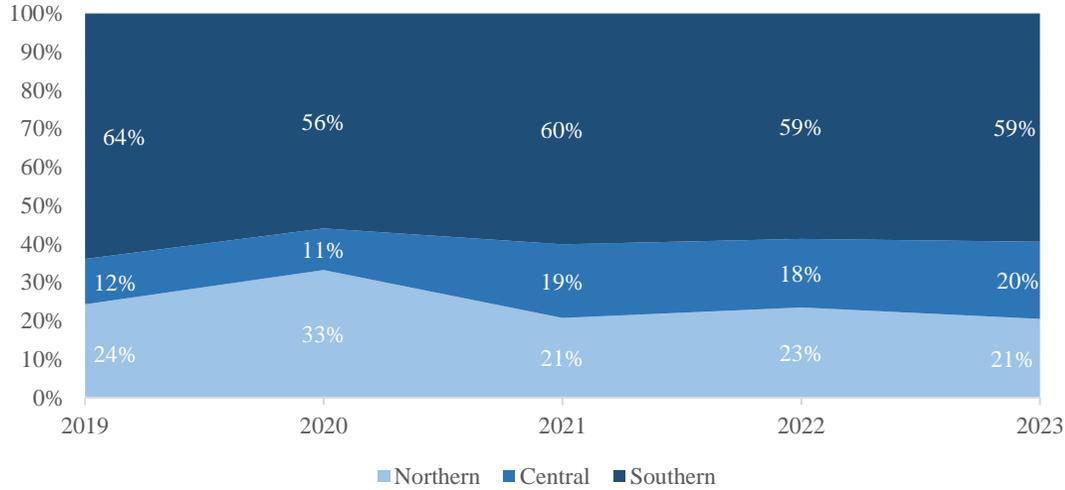


盖梅-市威港口群地图

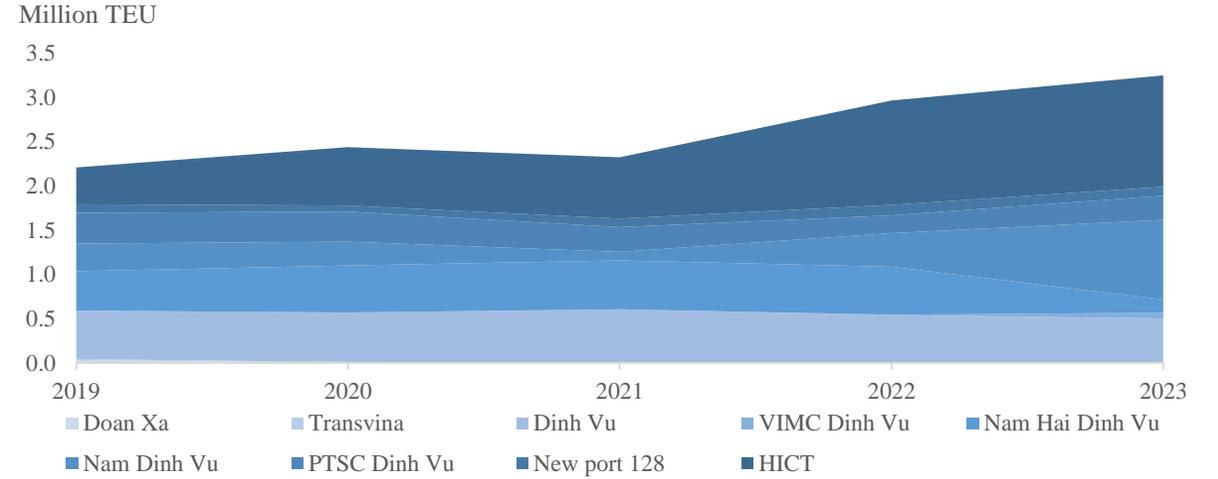


地理位置决定港口货物吞吐量

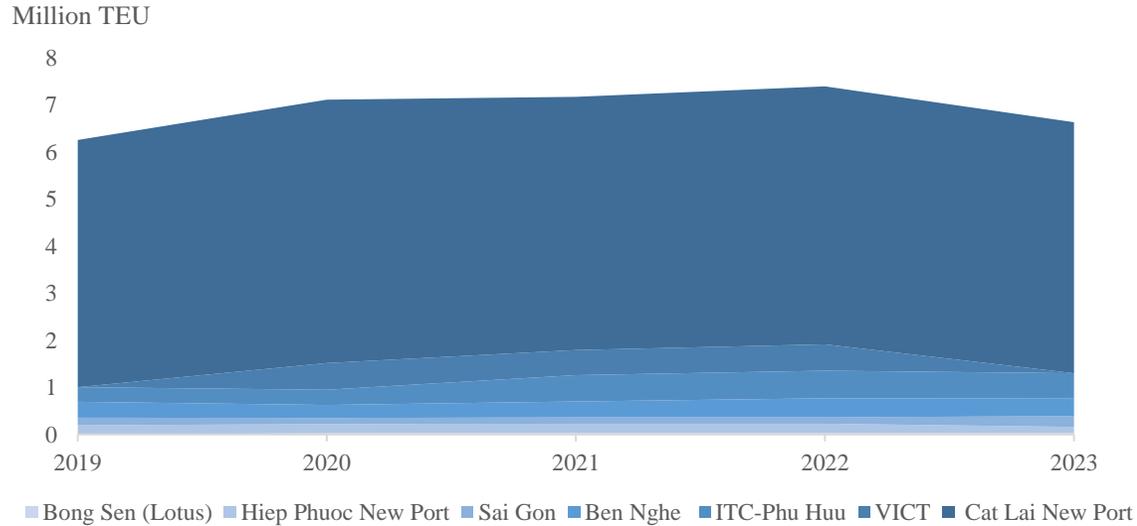
货物吞吐量结构主要集中在南部地区



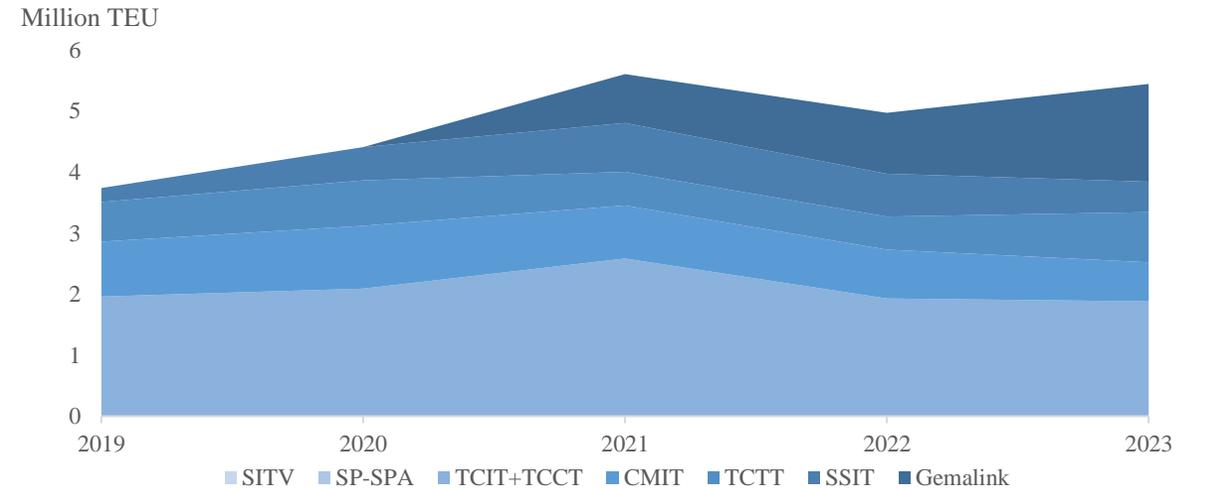
海防港货物吞吐量按白藤桥（Bach Dang）前后位置区分



吉莱港在胡志明市港口群中占据最大市场份额



Gemalink投产后，盖梅-市威港口群吞吐量大幅提升



越南在全球航运版图上的战略地位

越南凭借其优越的地理位置、现代化的港口基础设施及多项自由贸易协定，成为连接亚洲与欧洲航线的重要中转枢纽。来自亚洲的货物通常经由越南港口中转，沿南海、马六甲海峡和苏伊士运河航行至欧洲，而欧洲至亚洲的货物亦沿相反路线运输，越南在全球供应链中发挥关键的分拨和衔接作用。随着港口基础设施的持续投资和制造业的蓬勃发展，越南正进一步巩固其在国际航运网络中的战略地位。

地理位置概览

越南地处东南亚核心区域，东临南海，海岸线长达3260多公里，坐拥全球最繁忙的海运通道之一，承担约50%的国际货物运输量。南海直接连接马六甲海峡，这一关键航道沟通印度洋与太平洋，构成亚欧贸易往来的重要枢纽。尽管越南未直接位于马六甲海峡沿线，但其紧邻新加坡、马来西亚等主要国际港口，凭借这一区位优势，成为区域乃至全球货物转运的重要节点。

港口基础设施与贸易协定推动发展

越南持续加大对港口基础设施的投资，致力于打造区域物流枢纽。目前，越南拥有34个港口，设有超过320个泊位，其中包括盖梅-施威港和莱县港等深水港。在基础设施建设方面，越南已投入巨资提升港口能力。其中，盖梅-施威港可停泊24万载重吨的超大型船舶，而莱县港的年吞吐能力高达1200万TEU。此外，越南积极参与EVFTA、CPTPP、RCEP和英越FTA等自由贸易协定（FTA），推动货物流通并降低贸易壁垒。据Gembah研究，EVFTA已助力越南商品出口至欧洲，而CPTPP则进一步拓展日本、加拿大等市场。

越南在全球供应链中的战略地位提升

除了作为重要的中转枢纽，越南正逐步发展成为全球制造业出口中心。纺织品、电子产品和农产品等商品通过越南港口出口至欧洲和美国，带动货运量的持续增长。这一趋势不仅提升越南在全球供应链中的影响力，还使其成为马士基（Maersk）、地中海航运（MSC）等全球知名航运公司扩展业务的重要目的地。



芹耶港规划的战略意义

芹耶港规划的战略意义

芹耶港项目是越南港口系统发展战略的重要组成部分，该项目于2025年初获批，并被纳入至2030年的发展规划，展望至2050年。港口总投资额近60亿美元，预计到2045年吞吐量可达1690万TEU，成为世界最大港口之一。该港口位于盖梅河口的战略位置，自然条件适合大型集装箱船舶停靠，使该港口能够通往欧洲、非洲和美洲的国际航线。

吸引FDI与提升地位的重要性

芹耶港不仅是一项基础设施建设项目，更是吸引外国直接投资的驱动力，尤其是在制造业和物流领域。根据规划，该项目将补充盖梅-市威港口体系，共同构建国际中转枢纽，从而提升对外国投资者的吸引力。这一点尤为重要，因为越南正成为FDI的主要目的地。

越南在海运流量竞争中的机遇

越南现有的盖梅-市牌港、Gemalink港，以及即将建成的芹耶港，将共同打造一个高效且现代化的港口体系，提升与泰国林查班港（Laem Chabang）和马来西亚巴生港（Port Klang）的竞争力。然而，若要在区域航运格局中超越新加坡和印度尼西亚，越南仍需在技术升级、政策优化及降低物流成本方面持续改进，以提升整体竞争优势。

与区域国家（特别是印尼）的竞争优势对比

芹耶与盖梅-市威地区拥有突出的地理优势，毗邻中国、日本、韩国等主要市场，有助于缩短运输时间并降低成本。从规模来看，芹耶港的预计吞吐量远超印尼巴丁班港（Patimban），预计到2027年将达到700万TEU，这表明越南正大力投资港口基础设施，以增强竞争力。尽管印尼因接近马六甲海峡而在全球航运网络中占据有利位置，但越南凭借制造业FDI的高速增长，尤其是电子和纺织行业，带动海运需求持续上升。总体而言，越南在港口规模和经济发展方面更具竞争优势，而印尼则主要侧重于农业等初级产品的出口。

越南与印尼港口优势对比表

因素	越南芹耶港	印尼巴丁班港（Patimban）
预计吞吐量	16.9百万TEU (2045年)	7百万TEU (2027年)
战略位置	靠近中国、日本	靠近马六甲海峡
当前状态	规划阶段（2025年）	第一阶段已完成（2020年）
经济优势	制造业FDI强劲	以初级产品出口为主
区域竞争	竞争对手：新加坡	竞争对手：马来西亚



源: 胡志明市交通运输局



行业展望

展望

01

进出口与外资

- 预计2025年进出口总额增长10%。
- + 外国直接投资（FDI）积极。全球经济衰退风险可能影响消费能力及商业活动（生产和订单减少）。

02

费用

预计2025年至2026年海运费保持不变或小幅上涨。货物装卸费用预计保持稳定。

03

关税

美国不确定的关税政策及各国的反倾销调查（ADV）可能影响货物流动及越南的出口。

04

政策

越南政府的投资及港口基础设施发展政策。芹耶港超大型项目助力越南融入全球供应链。

05

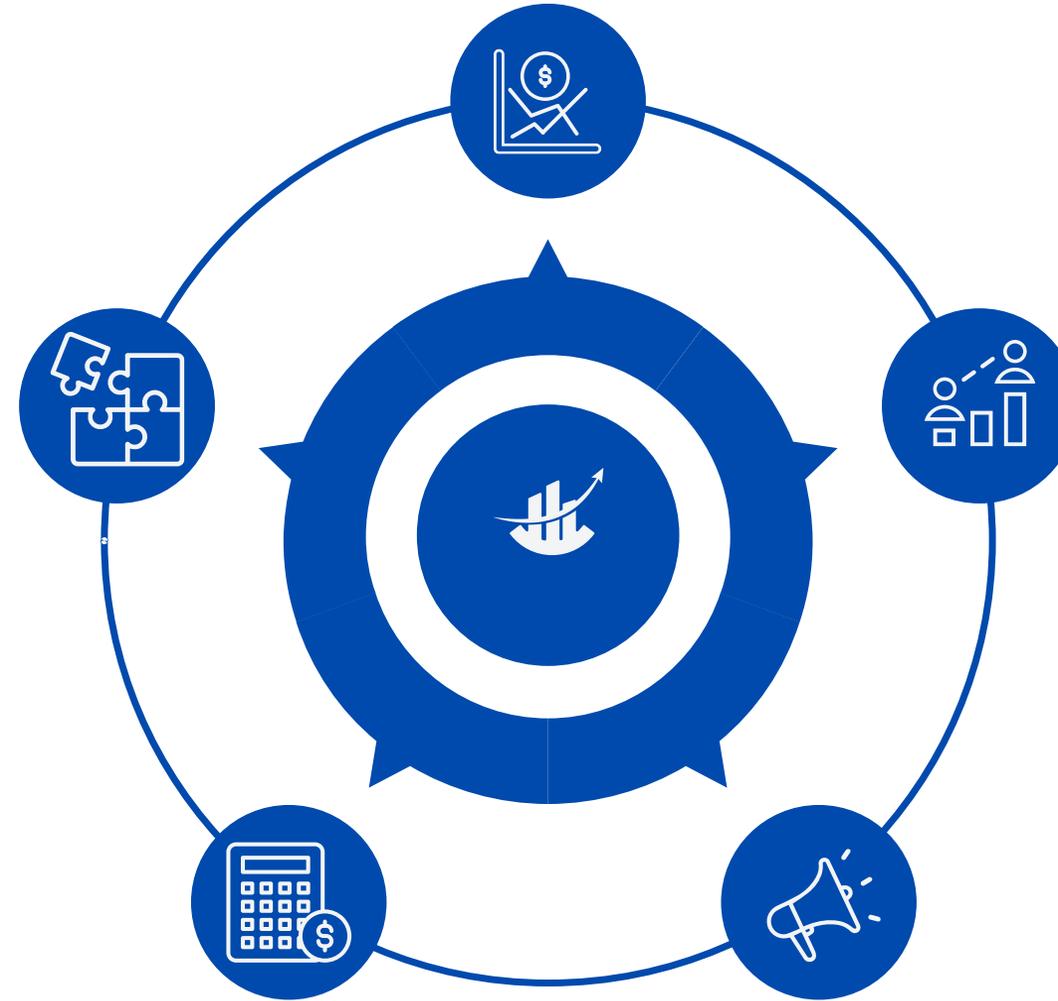
行业竞争

海防港地区供过于求。与东南亚其他港口的竞争。

06

其他因素

运输成本：油价预计保持低位，OPEC增产，全球经济衰退风险。航运结构变化将推动越南在全球供应链中的作用。



美国总统特朗普关税和供应链转移的影响

- 由于特朗普持续对中国及加拿大、墨西哥等主要贸易伙伴征收进口关税，这可能会减缓全球贸易增长速度。进口关税的增加将导致商品价格上涨，从而减少各国之间的进出口需求。关税上调可能促使航运公司考虑减少前往美国的航线，或者在短期内对海运企业产生积极影响，尤其是在关税调整前，市场对商品的再库存需求增加，预计运费将小幅上升。
- **越南及东南亚各国将受益于供应链和生产活动从中国转移的趋势**，尤其是在中国所有商品的进口关税较现行税率上调20%的情况下。随着贸易往来日益活跃，越南的海运及港口服务将迎来良好的增长机遇。其中，新加坡计划到2026年发展Tuas Megaport，新增吞吐能力400万TEU；泰国正在扩建Laem Chabang Terminal D码头，提升240万TEU吞吐能力。在越南，Gemalink港口正在升级，以处理额外的120万TEU，而海防港也在扩建，包括莱县港（Lach Huyen）3号、4号码头（110万TEU）以及莱县港（Lach Huyen）5号、6号码头（Hateco），预计吞吐能力将提升183万TEU。此外，印度尼西亚及其他东南亚国家也计划扩建港口，平均新增吞吐能力约100万TEU。

特朗普2.0时代的关税政策

日期	国家/地区	税率	商品
4/3/2025	中国	20%	全部
4/3/2025	加拿大、墨西哥	共25%；对来自加拿大的能源产品10%；对钾肥10%（从25%降低）	不符合《美墨加协议》（USMCA）的商品
12/3/2025	进口国家	25%	钢铁、铝
2/4/2025	欧盟	25%	全部
2/4/2025	进口国家	25%	汽车、芯片、药品

至2026年东南亚港口扩容比例

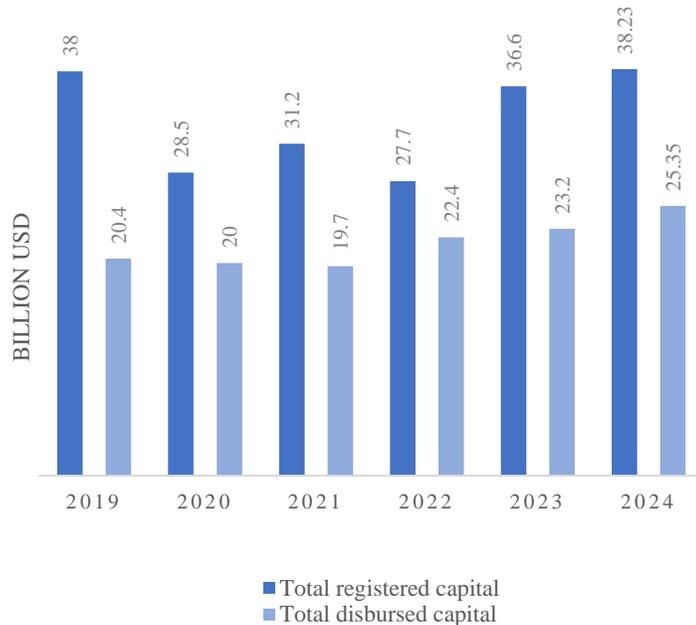


越南的FDI与进出口直接受益于上述趋势

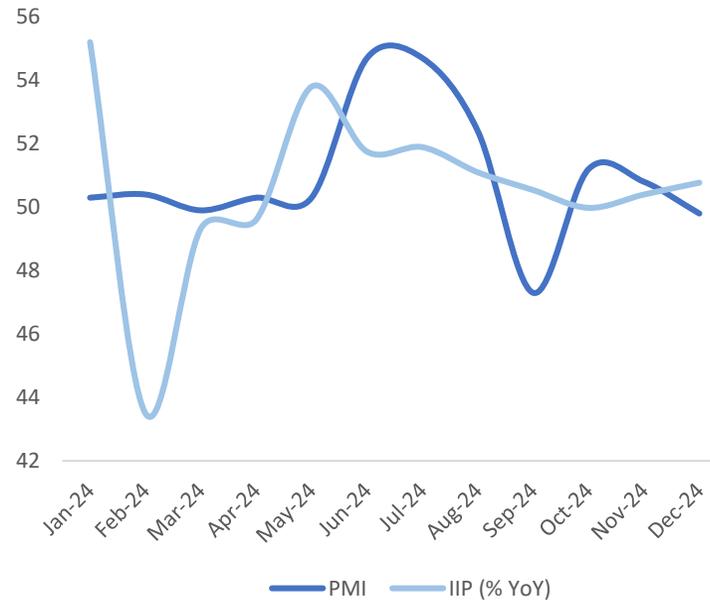
2024年，越南港口吞吐量大幅增长，展现出生产、贸易和物流领域的强劲复苏态势

- 外商直接投资（FDI）：2024年，越南吸引的FDI资金创下历史新高，达253.5亿美元，同比增长9.4%。这一增长得益于越南与美国、韩国、中国等主要出口市场签署的多项双边合作协议。
- 制造业PMI指数：2024年12月PMI指数虽小幅回落至50点以下，但全年平均仍保持在51点以上，表明市场需求持续复苏。此外，工业生产指数（IIP）同比增长8.8%，延续良好增长势头。
- 港口货运量：据越南海事局统计，2024年全年，越南港口货物吞吐总量突破8.6亿吨，同比增长24.6%；进出港的海运船舶预计达10.267万次，同比增长2%。

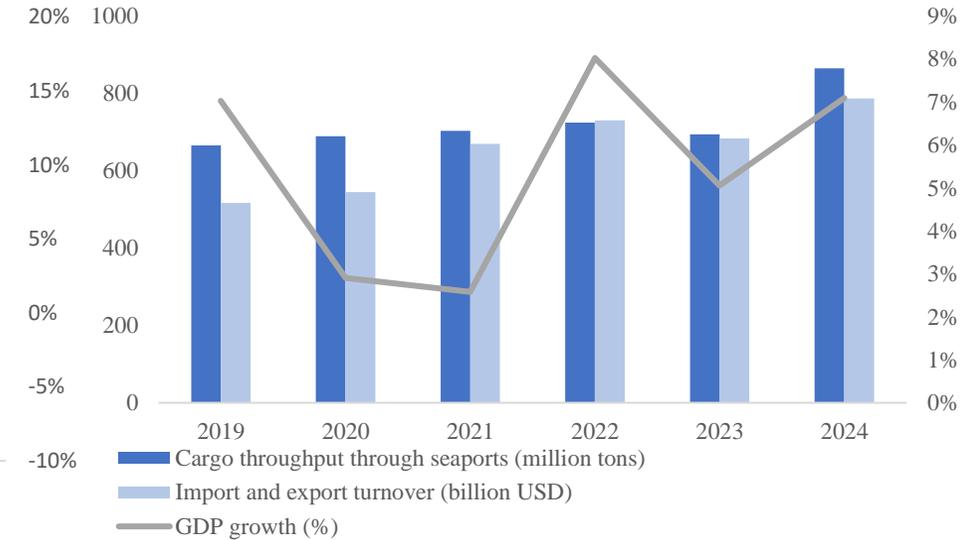
外商直接投资（FDI）



越南PMI和IIP



通过港口的货物吞吐量

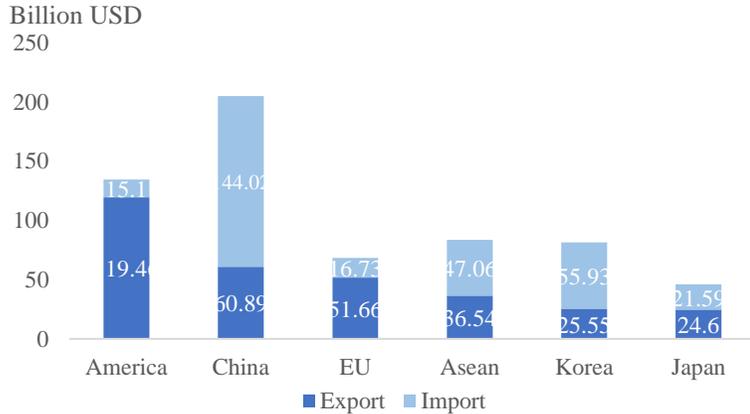


越南的FDI与进出口直接受益于上述趋势

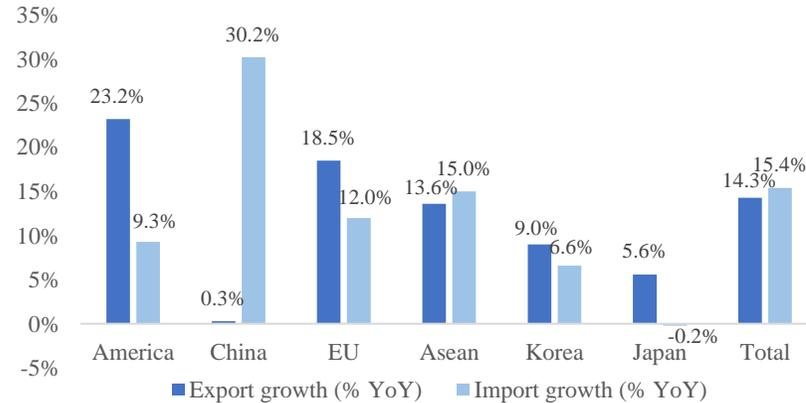
2024年全球贸易复苏助推越南国内生产与进出口强劲增长

- 据越南海关总局统计，2024年全国出口总额达4055.3亿美元，同比增长14.3%，其中出口额为3699.3亿美元，同比增长14.4%，进口额为3456.2亿美元，同比增长16.3%。值得注意的是，外资企业（FDI）对出口的贡献显著提升，其出口总值达2909.4亿美元，同比增长12.3%，占全国出口总额的71.7%。
- 贸易伙伴概况：越南对美国的出口总额达1194.6亿美元，同比增长23.2%，美国继续保持越南最大出口市场的地位，占全国出口总额的29.5%。与此同时，中国仍是越南最大进口市场，占全国进口总额的38%，进口总值超过1440亿美元，同比增长30.2%。主要出口商品均实现两位数增长，其中：电子产品及零部件（同比增长26.6%）、手机及零部件（同比增长2.9%）、纺织品（同比增长11.2%）、鞋类（同比增长13%）、木材及木制品（同比增长20.9%）。

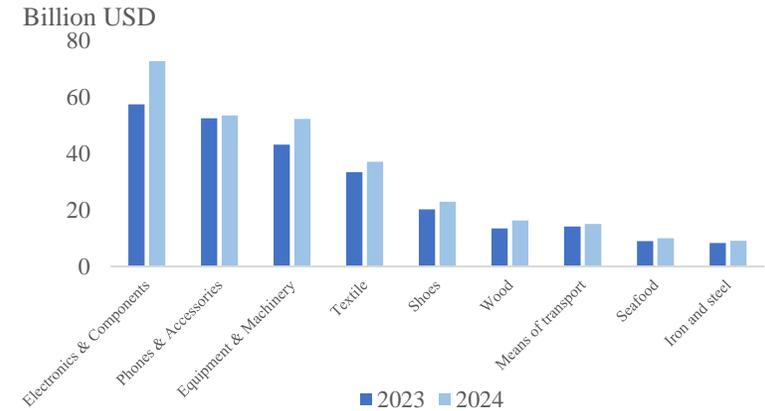
按市场划分的进出口总额结构



2024年各市场进出口增长



主要商品出口价值



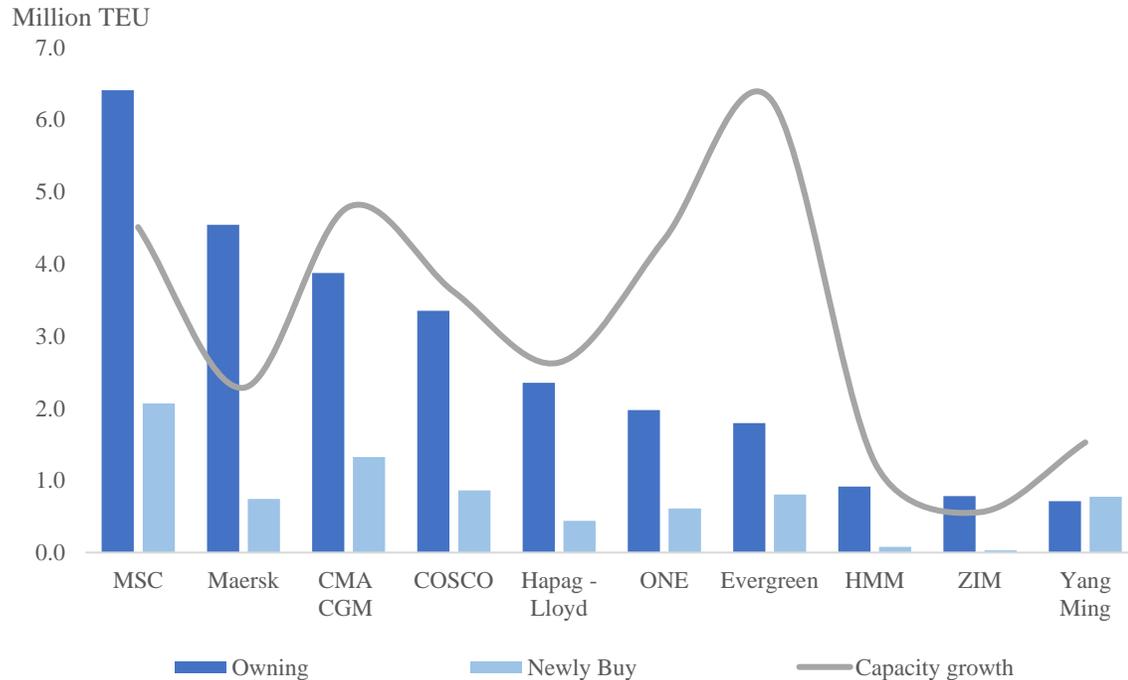
源: 越南计划与投资部, GTJAS VN 综合整理

尽管市场对美国关税政策可能影响全球经济前景存在担忧，但我们预计2025年越南进出口总额仍将保持两位数增长（10%）。此外，2025年前两个月外国直接投资大幅增长（同比增长36%），叠加越南政府的积极政策，为市场带来积极信号。

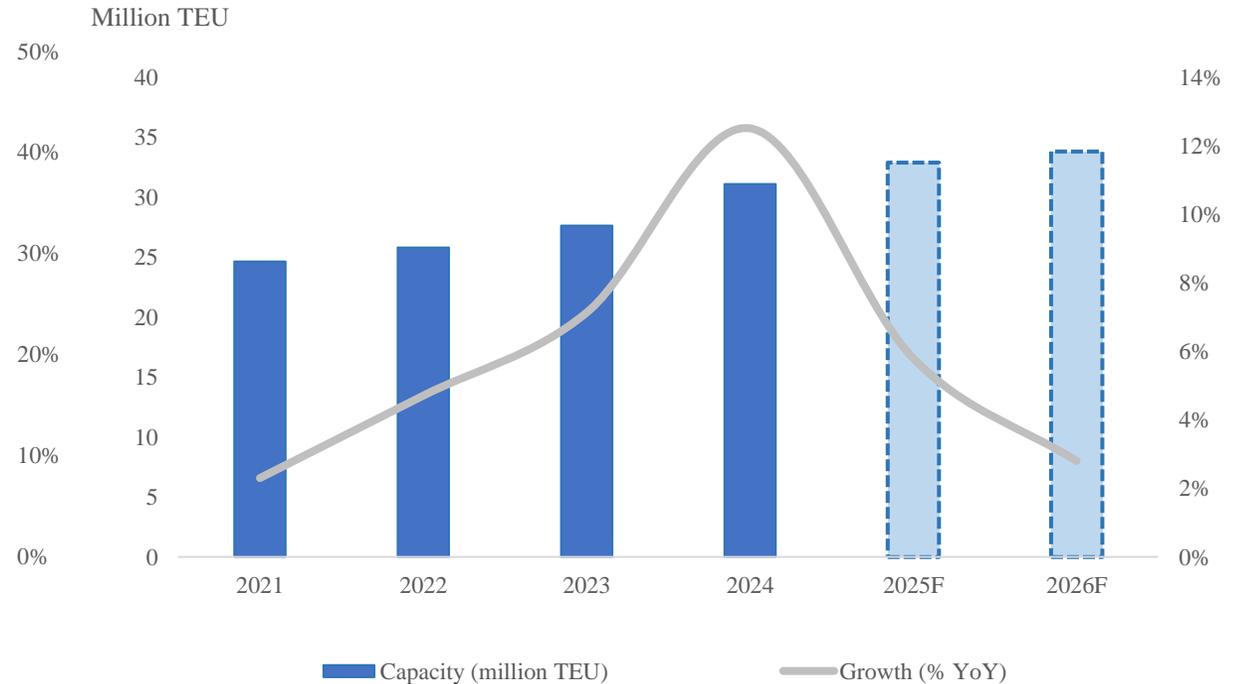
集装箱海运行业展望

- 根据Alphaliner数据，截至2025年3月初，全球新造船订单总量约874万TEU，占全球船队总运力的27.4%，主要用于扩张运力并替换老旧大型船舶。因此，预计全球集装箱船队运力将增长至3290/3380万TEU，同比增长5.8%/2.8%。
- 尽管2025年船舶供应预计将大幅增长，但受红海冲突持续影响，全球船队仍需调整航线以规避苏伊士运河。此外，在特朗普关税政策影响下，全球贸易格局和供应链迁移趋势仍是行业发展的关键变量，需持续关注其对未来海运需求的影响。

全球十大航运公司运力（2025年3月）



2025年至2026年全球集装箱船队运力增长预测



全球海运费呈下降趋势

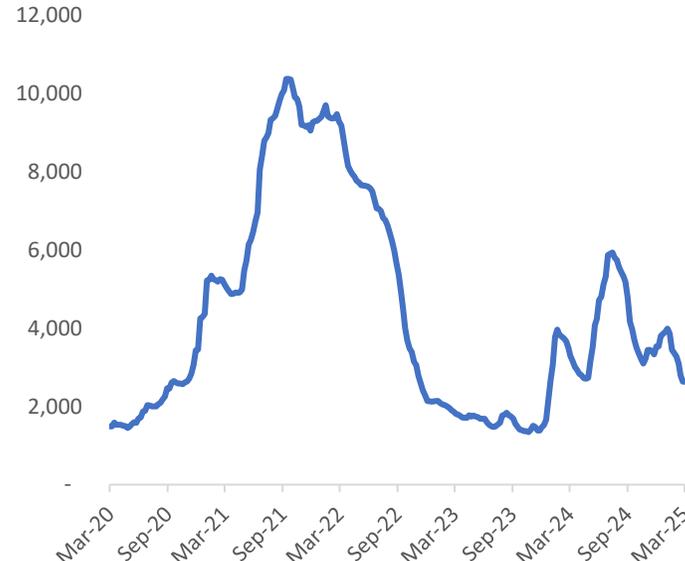
全球海运费呈下降趋势

- 自2024年初以来，全球海运费大幅上涨，但自2024年第三季度起开始回落，并持续下降。
- 受新冠疫情影响，2020年3月至2022年初，集装箱运费一度飙升至近10500美元。随后，在2024年，运费再次攀升至接近6000美元，主要受以下因素推动：(1) 红海战争持续，迫使多家大型航运公司调整航线，绕行好望角；(2) 货物大量积压至新加坡，导致港口拥堵，全球集装箱供应减少约7%；(3) 受国际码头工人协会（ILA）与美国海事工会（USMX）薪资谈判僵局影响，美国港口爆发罢工。然而，截至2024年11月底，运费已降至约3330美元，较2024年峰值下跌43.9%。这一下降主要得益于航运公司适应更长航线，并在周边区域寻找中转港，以缓解港口拥堵问题。
- 在定期租船领域，截至2025年3月，定期租船费同比大幅上涨107%，主要原因是美国、新加坡等主要港口大量集装箱滞留，导致租船需求激增。

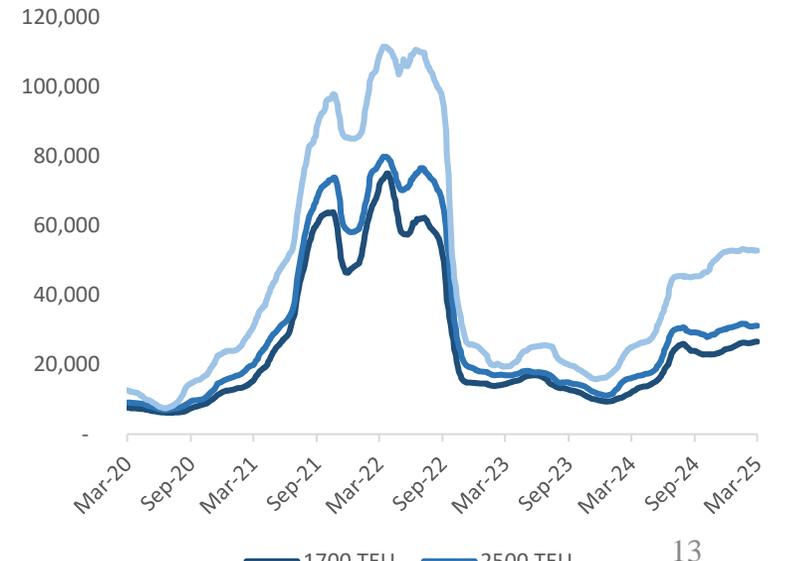
绕行好望角的航线变更



全球集装箱海运费（美元/40英尺）



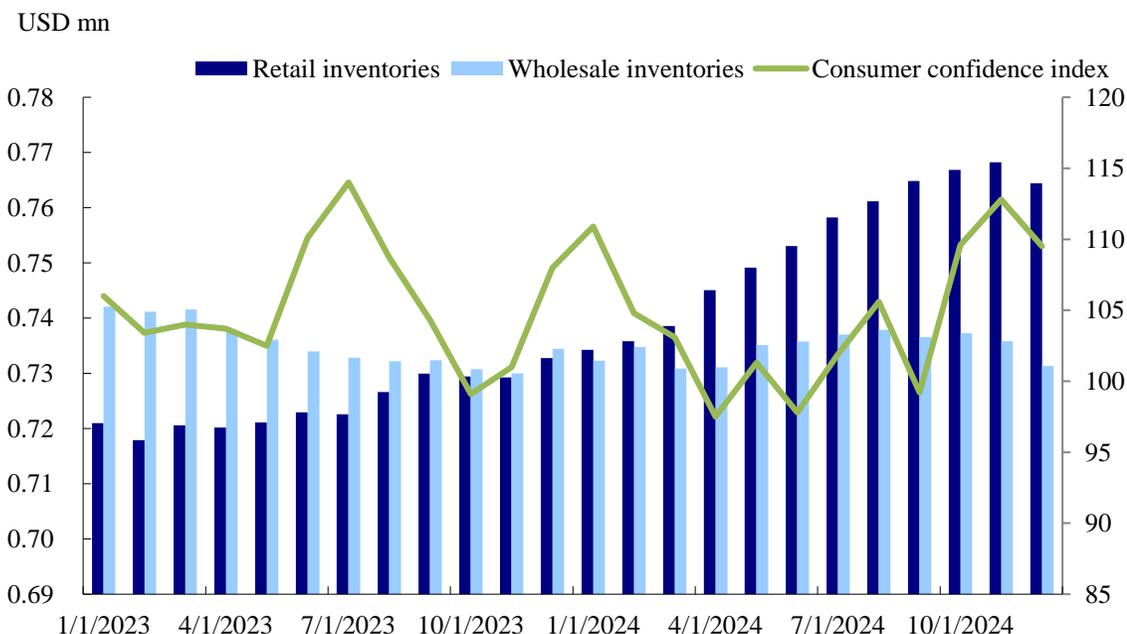
不同船型定期租船费（美元/天）



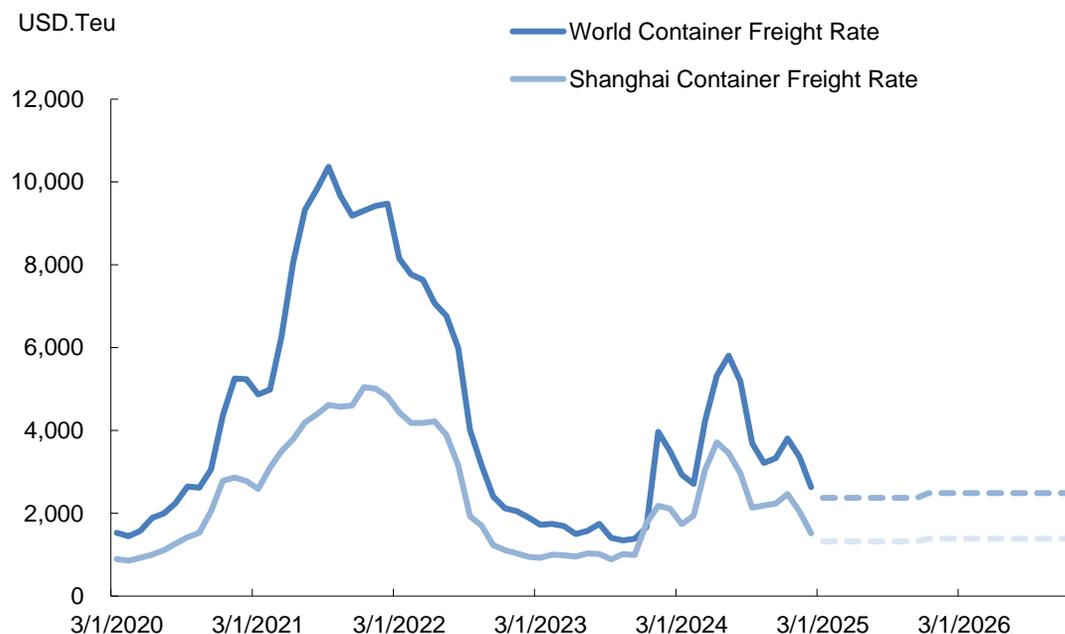
...但预计在2025年至2026年小幅上涨或持平

- 美国零售商的库存数据自2024年初以来大幅增长，这一方面反映出市场对2024年消费复苏的预期，另一方面可能表明企业在特朗普总统的关税政策于2025年初生效前加大商品储备需求。
- 在消费者信心方面，近期已出现疲软信号。2025年2月底的美国调查显示，消费者信心下降，同时通胀预期升高，使消费者在支出上更加谨慎。
- 我们认为，2025年航运行业的前景仍较为不确定，除了特朗普总统的关税政策外，红海战争的影响、航运市场运力过剩以及航运联盟的变化（我们将在后续页面详细分析）都将成为影响行业前景和运价走势的关键因素。因此，预计2025年全球海运运价将小幅上涨，同比增长5%，并在2026年保持稳定。

美国库存数据与消费者信心



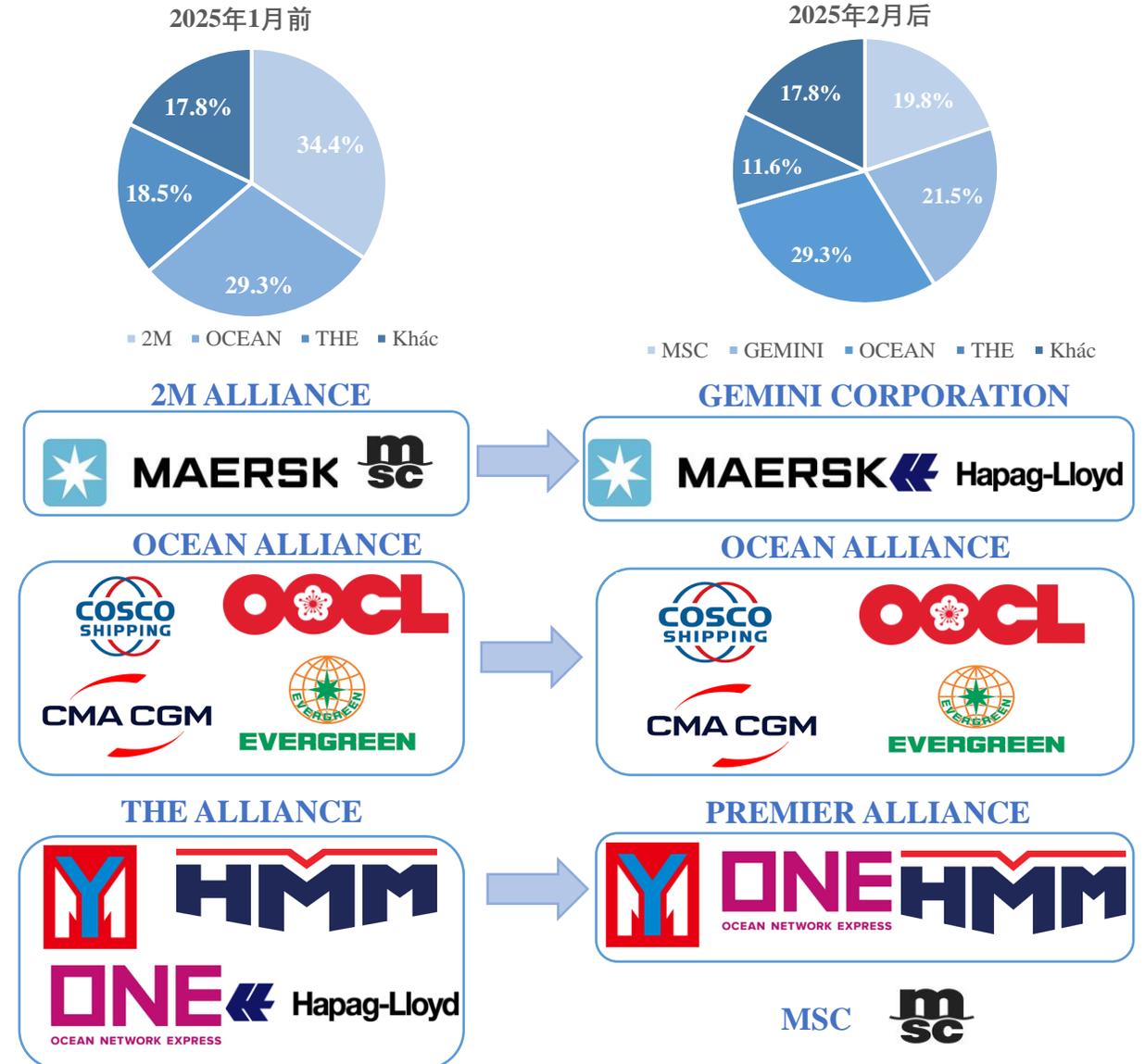
预计2025年至2026年运价将小幅上涨并保持稳定



大型航运公司联盟重组的影响（自2025年2月起）

- 自2025年2月起，全球航运业正迎来重大变革，主要航运联盟的重组正在引发深远的市场影响。Gemini Cooperation（马士基 Maersk、赫伯罗特 Hapag-Lloyd）和 Premier Alliance（HMM、ONE、阳明 Yang Ming）等新联盟的成立，以及海洋联盟 Ocean Alliance（达飞CMA CGM、中远COSCO、长荣 Evergreen、东方海外OOCL）的持续运营，不仅重塑全球航运市场格局，也为越南港口体系带来新的机遇与挑战。
- 2M联盟解散：**马士基（Maersk）与地中海航运（MSC）将在2025年1月正式结束长达近十年的合作，主要由于两家公司战略方向不同——MSC专注于扩张船队规模，而马士基则致力于发展综合物流服务。因此，MSC将成为全球最大的私人航运公司，并在市场份额上进一步拉开与第二大航运公司马士基的差距，因为马士基正逐步缩减船队规模。
- Gemini Cooperation：**由马士基（Maersk）和赫伯罗特（Hapag-Lloyd）联合成立，该联盟计划于2025年2月正式投入运营，船队规模达290艘，总运力340万TEU。Gemini联盟将优化港口挂靠布局，减少主要航线的直接停靠，通过内陆港口集结货物，再运往大型枢纽港进行中转，以提升整体运输效率。
- Premier Alliance：**由THE Alliance重组而成，该联盟由HMM、ONE和阳明（Yang Ming）组成，主要聚焦于太平洋航线及亚欧航线的核心运输市场。
- Ocean Alliance：**保持现有组织结构，并将运营协议延长至2032年。该联盟继续保持市场最大份额，总运力高达600万TEU。

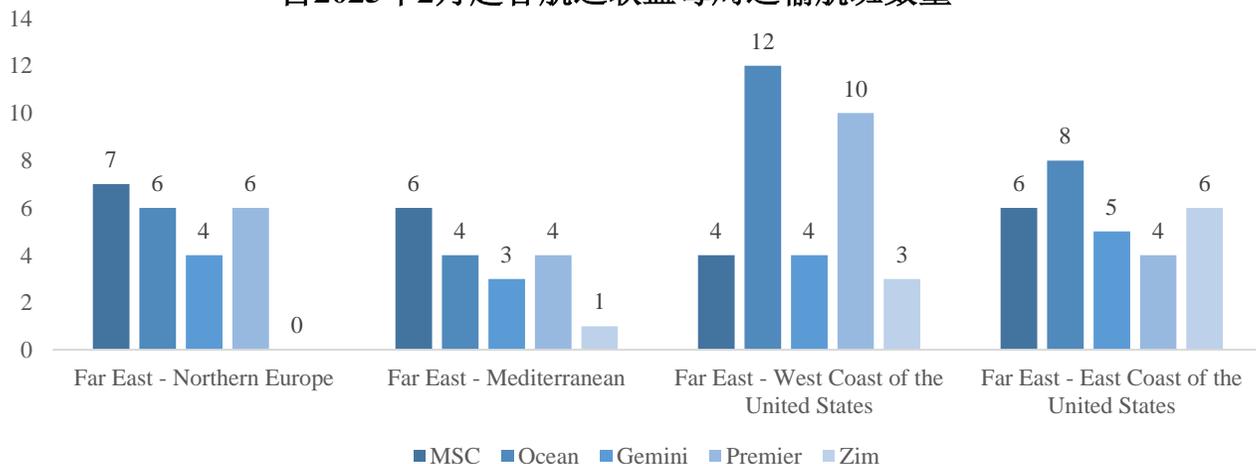
自2025年2月起航运联盟变动



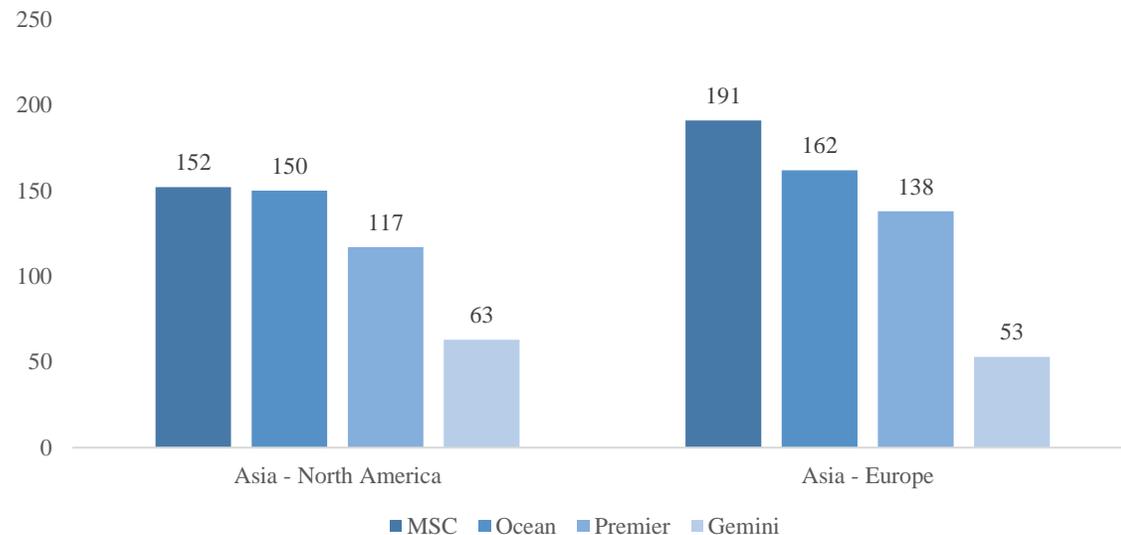
自2025年2月起对越南港口行业的影响

- 自2025年2月起，航运联盟的重组将推动各大航运公司扩展航线网络，覆盖更广泛的地区，并优先选择挂靠其自有港口，包括亚洲及越南的深水港。其中，OCEAN联盟仍是连接中东与全球多个地区航线最多的联盟，计划运营30条航线，凭借其庞大的船队规模和强劲运力保持市场领先地位。同时，MSC将在远东至北欧航线上占据主导地位，成为该航线运营频率最高的航运公司，预计运力可达约450万TEU。
- 目前，在盖梅-市威港口群，原2M联盟、OCEAN联盟和THE联盟分别在CMIT、TCIT和Gemalink港口运营。因此，随着2M联盟解散并各自独立运营，预计货物流向将转移至其他深水港，这为越南带来发展机遇，有助于其朝着成为区域性国际中转港的目标迈进。

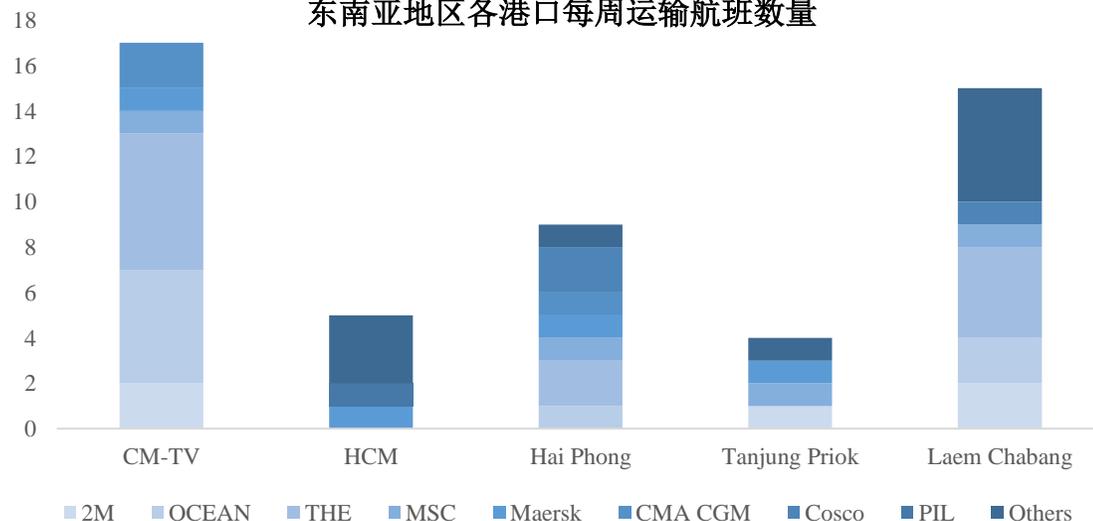
自2025年2月起各航运联盟每周运输航班数量



自2025年2月起，各航运联盟的直航港口挂靠次数



东南亚地区各港口每周运输航班数量



增强港口运力：竞争压力加剧？

我们注意到，除了重组各大洲之间的海运航线外，航运公司之间的联盟变化也对越南深水港的发展产生重大影响。尤其是航运巨头MSC的加入——该公司已投资莱县港（Lach Huyen）5号和6号码头，与PHP合作，并计划与VIMC共同投资建设设计吞吐量高达480万TEU的芹耶国际中转超级港。根据芹耶国际中转港的规划方案，MSC计划将部分中转业务转移至越南，建设国际中转港，打造越南的航运中转中心。

海防和盖梅-市威区域深水港扩建计划

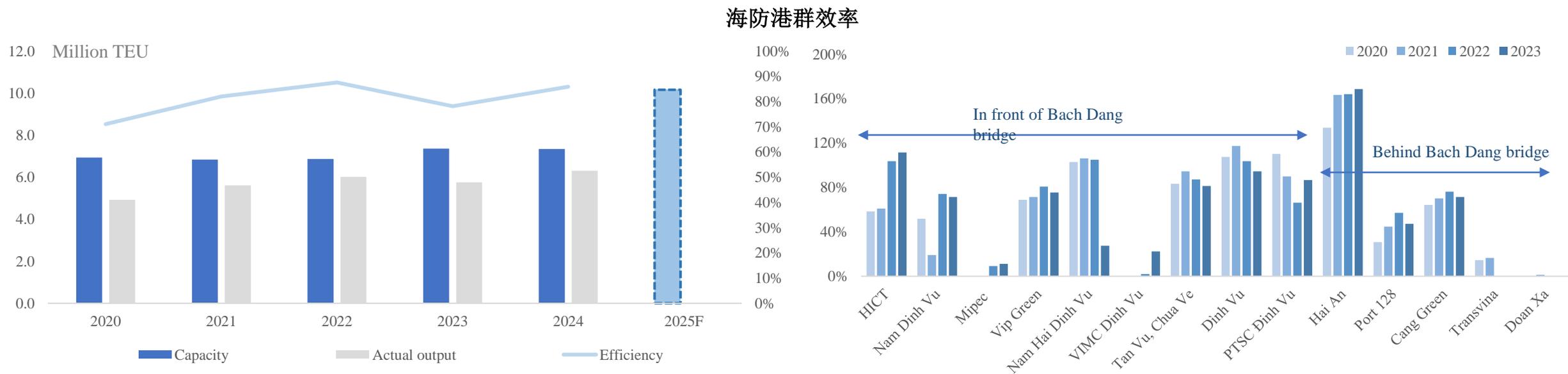
位置	港口	投资商	投资额 (十亿越南盾)	设计吞吐量 (百万TEU)	船舶规模 (TEU)	投入运营年份
海防	Nam Dinh Vu 3	GMD	2,800	0.7	3,000	2026
	Lach Huyen 3-4	PHP & TIL (MSC)	6,946	1.1	8,000	预计2025年第一季度
	Lach Huyen 5-6	Hateco & APMT (Maersk)	8,951	1.8	12,000	预计2025年第一季度
	Lach Huyen 7-8	SNP	12,793	1.5	18,000	2027
胡志明市	Gemalink 2A	GMD	8,900	0.6	18,000	2026
	芹苴	VIMC & TIL (MSC)	113,500	2.1	24,000	2027
				4.8		2030

芹耶港的兴建引发对Gemalink港口未来定位的讨论。然而，与芹耶港相比，Gemalink港规模较小，但两者并非直接竞争关系，而是相互补充。根据规划，芹耶港将专注于更大规模的集装箱处理，而Gemalink港则侧重于支线运输及其他类型的货物运输。为了确保区域内港口的高效运营，必须对各港口的功能进行合理划分，以避免资源过载或业务重叠的情况。

海防港群和盖梅-市威港群持续供应过剩

海防港群和盖梅-市威港群持续供应过剩

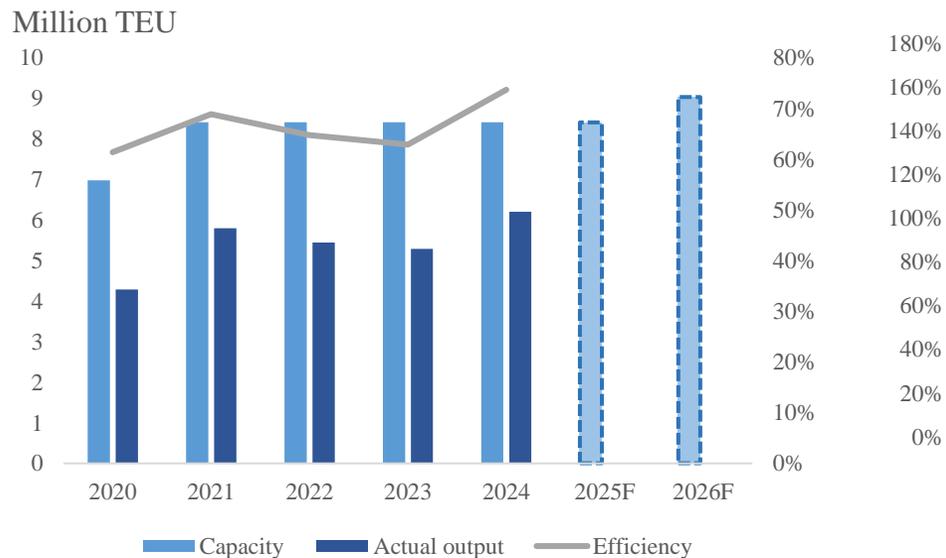
- 海防港群的竞争愈发激烈。目前，在2020年至2024年期间，港口的实际运营产能平均维持在80%的水平，表明供应量比货物吞吐需求高出约20%。此外，海防港的货物吞吐效率相较其他区域表现更优，并且在白藤桥前后位置的货物吞吐量差异明显。
- 在白藤桥前的下游区域，除Mippec港和VIMC Dinh Vu港因刚投入运营且尚未找到大型合作伙伴，运营效率较低外，其余港口的运营情况均较为良好。相比之下，白藤桥后的上游区域港口由于无法接纳大吨位船舶，整体运营效率较低。然而，海安港凭借自有集装箱船队带来的稳定货源，成为该区域内运营效率最高的港口。
- 2025年至2026年期间，随着莱县港（Lach Huyen）深水港群、PHP的3号和4号泊位（110万TEU）、Hateco的5号和6号泊位（80万TEU第一阶段）和GMD的南亭武（Nam Dinh Vu）港第三阶段（增加65万TEU），供应量预计将继续强劲增长，与当前容量相比增加34%。虽然未来几年供应过剩的局面仍将持续，但从长远来看，根据2021年至2030年越南港口体系发展总体规划，展望2050年，剑河码头面积将不会进一步扩大。因此，从长期来看，下游港口将逐步受益于上游货物的转移，有助于减轻产能过剩带来的竞争压力。



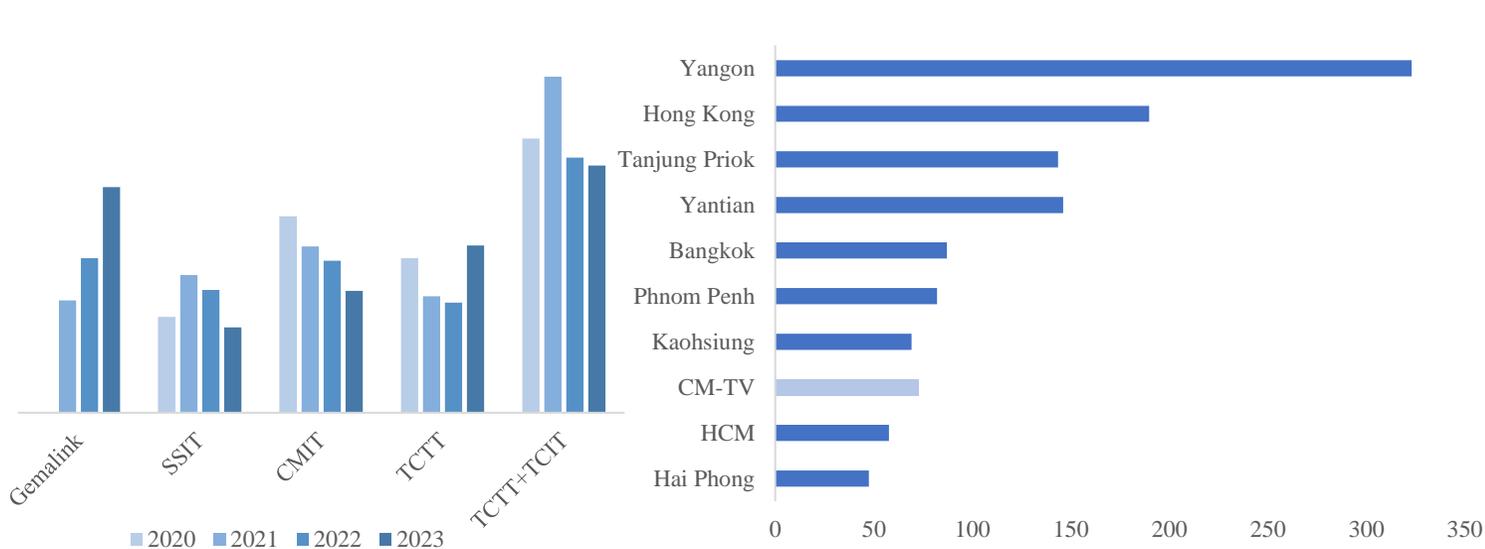
海防港群和盖梅-市威港群持续供应过剩

- 盖梅-市威港群的供应过剩情况仍在持续，主要原因是该区域的货物装卸需求较低，具体表现为：港口周边配套服务尚不完善；南部许多工厂和工业园区仍优先选择将货物运往距离更近的港口如吉莱港、协福港，尚未大规模转向盖梅-市威港群。预计到2025-2026年，随着Gemalink港2A阶段于2026年投入运营（新增60万TEU），供应量将进一步增加。此外，航运联盟的调整也将成为影响港口运营效率的重要因素，因其涉及航线的重新规划，而该区域的多家大型航运公司同时也是港口的主要股东。
- 建立芹耶国际中转港的必要性：**据预测，2025年东南亚地区各港口的运输需求将达到8200万至8800万TEU，占全球中转货物总量的30%，而目前该地区的港口总吞吐能力仅为5360万TEU。因此，建设芹耶国际中转港具有巨大的长期潜力。尤其是芹耶国际中转港的拟建位置具有许多竞争优势，可吸引来自柬埔寨、泰国、文莱、中国南部和菲律宾等国家的国际货源；与新加坡相比，盖梅—芹耶地区进出口集装箱装卸成本低约**54%**，国际中转集装箱的装卸成本低约**40%**，而越南港口的装卸成本目前已是本地区最低的。

盖梅-市威港口群的效率



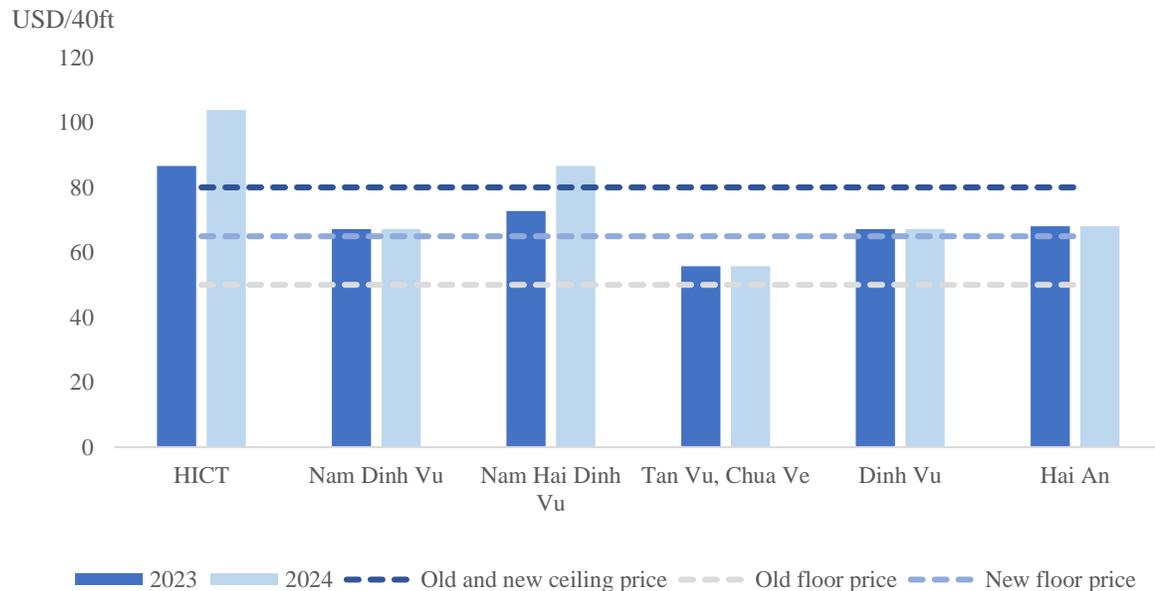
区域内各港口的货物装卸费用（美元）



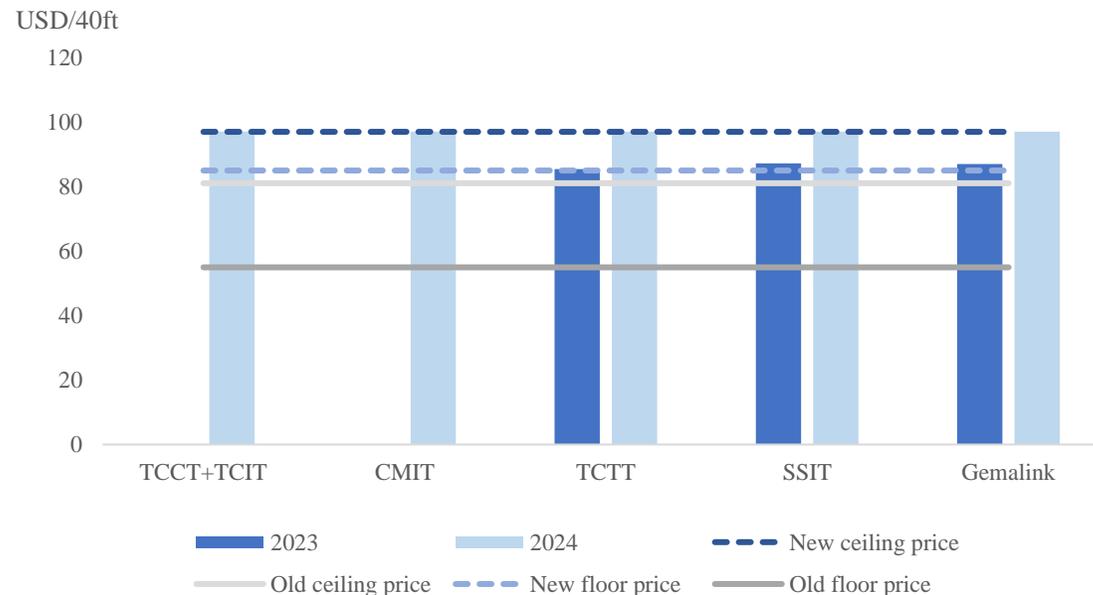
预计装卸费将保持稳定

- 根据2024年2月15日起生效的第39/2023/TT-BGTVT号通函，越南各港口群的货物装卸费较2023年上调10%。其中，深水港莱县（Lach Huyen）和盖梅-氏威采用独立的定价框架。具体而言，40英尺以上的进口、出口及临时进口集装箱，从船舶或驳船装卸至港口堆场的费用为94至108美元/箱。此外，针对超大、超重、危险品及需特殊储存的特殊集装箱，装卸费最高可上浮150%。
- 2025-2026年期间，在海防港群，港口收费将因上游和下游港口的货物接收地点不同而有所差异。然而，随着莱县（Lach Huyen）港的扩建，港口吞吐能力大幅提升，预计该地区的装卸费用将保持稳定。在盖梅-氏威港口群，由于货物装卸及运输需求旺盛，2024年的港口服务费已接近最高限价。预计这一价格水平将在短期内维持，并可能自2026年起略有上升，主要受航运公司联盟调整的影响，进一步推动货运需求增长。

海防港口群的国际装卸费用



盖梅-氏威港口群的国际装卸费率





个股推荐

HAH – 买入 – 目标价61500越南盾/股 (+23.2%)

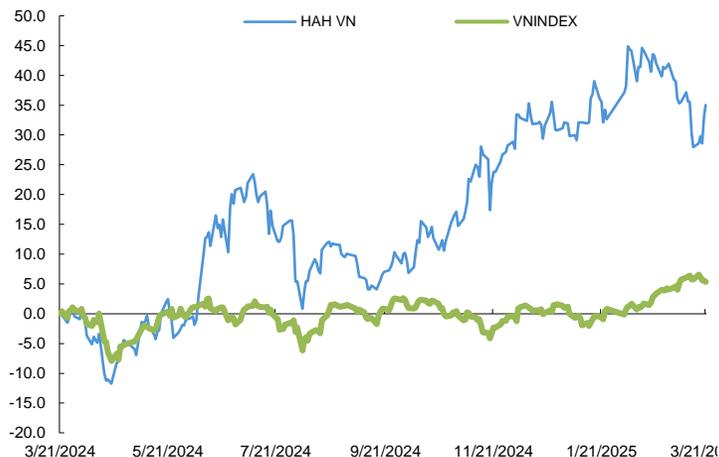
GMD – 持有 – 目标价66000越南盾/股 (+11.1%)





海安运输与装卸股份公司 (HOSE: HAH)

股价走势



股票信息 (2025年3月20日)

目前价 (越南盾)	49,900
52周最低/最高价	33,260 – 55,000
52周平均交易量	3,979,076
市值 (越南盾)	6,443.32
P/E	8.45
P/B	1.47

企业概括:

海安运输与装卸股份公司 (HAH) 是海防市海安港的运营商, 并持续扩展其物流网络, 覆盖航运、港口运营及堆场与物流 (Depot & Logistics) 三大核心业务。公司致力于构建覆盖全国的高效一体化物流体系。目前, 海安的业务重点集中在越南北部, 运营海安港 (海防市) 及PAN-HAIAN堆场 (海防市亭武地区)。未来, 公司计划拓展其物流网络至越南中部及南部地区。

投资论点:

- 一、HAH持续扩张船队规模, 预计总运力将达到26500TEU, 同比增长50.03%。在2025年航运业增长的背景下, 公司预计将维持30%的市场份额, 进一步巩固其在 集装箱航运行业的龙头地位。预计2025年营收与净利润将分别增长16.8%和14.1%。
- 二、此外, 由于2024年后新船供应增长受限, 定期租船需求预计大幅上升, HAH将从中受益。在 汇率维持高位的情况下, 公司有望获得更多高价租船合同并重新签订租赁协议, 该业务预计贡献 近1.3万亿越南盾营收, 同比增长40.3%。
- 三、与此同时, 受中美贸易战升级及全球供应链调整影响, 内亚区域航运需求有望上升, 为HAH带来长期增长机遇。公司亦可借助合资伙伴Zim – 海安的航运网络提升市场竞争力。

投资建议:

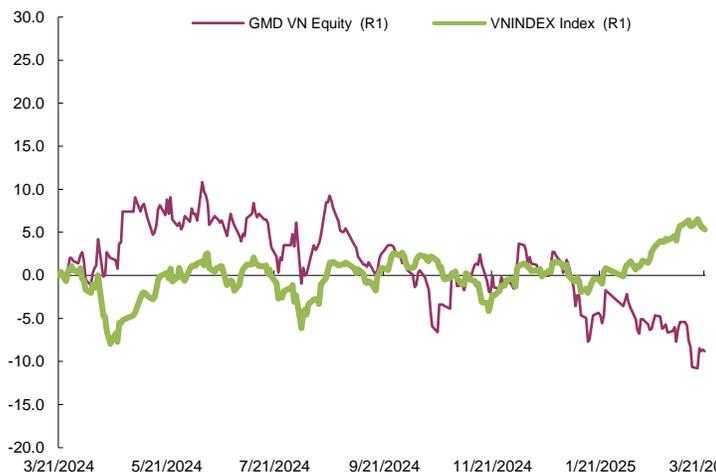
基于FCFF与P/E估值法, 我们建议 “买入” HAH股票, 目标价61500越南盾/股, 较2025年3月20日收盘价仍有23.2%的上涨空间。

投资风险:

- 特朗普政府可能调整关税政策, 导致越南出口货量低于预期。
- 若红海战争全面结束, 全球航运市场供需格局可能变化, 进而压低运费。

(*) 请点击[此处](#)查看HAH分析报告。

股价走势



股票信息 (2025年3月20日)

目前价 (越南盾)	59,400
52周最低/最高价	57,400 – 74,770
52周平均交易量	1,190,202
市值 (越南盾)	24,917
P/E	12,75
P/B	1.79

企业概括:

Gemadep集团 (GMD) 是越南领先的物流和海运公司之一，成立于1990年，并在胡志明市证券交易所 (HOSE) 上市，股票代码为GMD。GMD是唯一一家在越南从北到南拥有并运营港口系统的企业，其港口包括南海 (Nam Hai)、南亭武 (Nam Dinh Vu)、榕桔 (Dung Quat)、平阳 (Binh Duong) 及Gemalink港。Gemalink是越南最大的深水港之一，并跻身全球19个可接纳最大型Megaship货轮的商业港口之列，在国际航运网络中占据重要战略地位。目前，GMD的港口运营收入占其总收入的86%。

投资论点:

一、港口扩张计划

- 按计划，Gemalink港第二期-2A阶段将于2026年完工，增加运力60万TEU，随后推进2B阶段，预计再增加90万TEU。
- 此外，南定武三期项目预计将于2026年投入运营，其产能为每年65万TEU和300万吨货物，将使南定武港口群的总产能增加59%。南亭武港群是海防地区最具竞争力的港口之一。

二、2024年盈利稳健增长

- 受益于10%货物装卸费上涨以及港口群吞吐能力扩大，GMD预计2024年利润将实现稳健增长。
- 预计港口利用率将持续提升，推动公司收入与利润进一步增长，但短期内可能因南亭武港和Gemalink港部分港区接近设计上限而受到一定限制。

三、2025-2026年柬埔寨橡胶业务退出预期

- GMD计划在2025-2026年退出柬埔寨橡胶业务，预计将回笼大量现金资金。

投资建议:

GMD当前市盈率 (P/E) 约12.7倍，相较行业均值 处于合理水平。我们建议“增持”GMD股票，目标价66000越南盾/股。

投资风险:

- 特朗普政府的关税政策及全球经济风险可能导致进出口货运量无法达到预期。

港口及海运行业概况

我们将企业分为两组：港口和海运。

- 港口企业由GMD和SGP领衔。
- 海运企业由MVN（国有企业）领衔，其他典型企业包括PVT、HAH、VSC、VOS。

关键指标

		P/E	市值 (十亿越南盾)	总负债/股东权益比率	2024年收入	2024年净利润
港口	CDN	11.7	3,524	0.34	1,453	301
	CLL	12.36	1,204	0.09	323	99
	DVP	9.71	3,264	0.1	694	336
	DXP	12.39	671	0.17	682	54
	GMD	12.83	24,959	0.31	4,832	1,905
	PDN	14.56	5,056	0.25	1,337	347
	SGP	38.68	6,622	1	1,106	158
	PHP	18.13	14,636	0.34	2,595	975
	Avg	16.30		0.33		
海运		P/E	市值 (十亿越南盾)	总负债/股东权益比率	2024年收入	2024年净利润
	VNA	10.87	714	0.4	621	66
	VOS	6.47	2,170	0.45	5,576	335
	VSC	13.09	5,316	0.59	2,788	435
	HAH	9.48	6,599	0.84	3,992	800
	MVN	47.97	96,951	0.75	16,970	2,630
	PDV	3.42	1,026	1.17	1,362	224
	PVP	7.96	1,649	0.72	1,794	207
	PVT	8.24	9,007	0.91	11,732	1,470
Avg	13.44		0.73			

受关注股票的盈利效率

我们选择净资产收益率（ROE）来衡量港口和海运企业的运营效率。资本使用效率主要取决于港口吞吐能力和船队运力的优化。在我们跟踪的港口和海运行业股票中，2020年至2024年，各企业的平均ROE分别约为16.8%和19.3%。港口企业的盈利能力存在较大差异，表现优异的港口通常占据优越的地理位置，从而具备更强的货物吞吐能力。相较之下，海运企业整体表现更具优势，尤其是拥有规模庞大、年轻化的船队，并签订固定的货物运输合同，确保货物稳定输送至各大港口。

2020年至2024年港口及海运企业净资产收益率

	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Cảng biển / 港口																				
CDN	14.8%	15.4%	15.4%	15.2%	15.4%	15.7%	16.0%	16.8%	16.7%	16.8%	17.0%	17.7%	17.7%	17.6%	17.4%	16.8%	17.2%	17.0%	17.4%	17.1%
CLL	13.6%	14.0%	14.0%	15.6%	14.1%	12.9%	12.9%	13.7%	14.2%	14.8%	14.1%	14.3%	15.4%	15.8%	16.4%	16.0%	17.0%	16.1%	16.7%	16.2%
DVP	20.9%	20.7%	20.1%	19.4%	19.7%	18.4%	20.8%	20.9%	21.2%	21.0%	21.4%	20.6%	24.3%	26.4%	23.2%	24.0%	20.3%	18.2%	23.8%	23.5%
DXP	10.8%	11.3%	12.4%	13.1%	12.7%	12.2%	12.8%	11.0%	10.9%	10.7%	7.9%	6.4%	7.5%	6.6%	6.3%	8.0%	6.4%	6.7%	7.3%	6.4%
GMD	8.4%	7.4%	6.4%	6.3%	6.7%	7.3%	7.8%	10.0%	11.7%	13.7%	14.8%	15.0%	13.2%	30.6%	29.5%	32.7%	29.6%	14.1%	14.8%	13.9%
PDN	25.0%	25.3%	26.0%	26.4%	27.0%	28.5%	26.0%	23.4%	24.5%	26.7%	29.4%	30.2%	28.9%	28.4%	28.7%	32.2%	33.2%	32.2%	31.7%	31.0%
PHP	11.0%	11.2%	11.7%	11.5%	12.6%	13.0%	12.7%	13.5%	12.7%	13.0%	13.3%	12.9%	12.7%	12.5%	11.9%	11.8%	11.2%	11.0%	14.8%	15.3%
Vận tải biển / 海运																				
VNA	-32.4%	12.2%	5.0%	2.2%		83.0%	118.8%	115.9%	99.8%	93.9%	74.9%	68.3%	46.0%	20.2%	7.4%	7.1%	7.1%	12.2%	10.6%	12.0%
VOS	1.7%	0.3%	8.8%	-30.8%	-22.3%	26.7%	54.5%	64.6%	60.7%	54.1%	45.3%	38.5%	34.1%	15.9%	4.4%	9.7%	9.5%	25.1%	24.2%	18.3%
VSC	14.8%	15.1%	14.7%	13.6%	13.6%	15.0%	17.0%	15.8%	16.3%	15.2%	12.9%	11.6%	9.3%	6.6%	4.9%	7.0%	5.0%	5.9%	5.9%	9.1%
HAH	12.2%	12.2%	11.9%	13.4%	16.6%	20.3%	25.3%	34.0%	41.1%	46.1%	47.1%	42.6%	33.9%	25.7%	20.0%	14.9%	12.4%	12.6%	15.5%	21.9%
MVN		10.8%	7.6%	3.9%		5.8%	13.3%	31.9%	29.4%	30.9%	30.0%	21.0%	17.6%	13.9%	10.5%	16.5%	11.6%	15.7%	17.3%	17.3%
PDV	-0.6%	1.3%	1.7%	2.7%	1.9%	1.6%	4.7%	7.3%	7.6%	12.8%	23.4%	31.7%	34.1%	29.7%	20.3%	12.3%	12.2%	15.0%	33.0%	28.2%
PVP	10.8%	9.3%	14.9%	16.7%	17.1%	20.2%	15.8%	12.9%	11.6%	6.9%	15.7%	13.6%	15.7%	17.6%	10.2%	11.1%	10.7%	10.8%	11.4%	11.6%
PVT	14.1%	13.4%	12.4%	14.5%	14.7%	15.4%	14.9%	13.1%	13.4%	12.4%	15.2%	15.3%	14.8%	16.0%	14.7%	19.1%	14.6%	13.9%	15.3%	15.1%



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。





GTJA证券（越南） – 研究部

陈氏红绒

Deputy Director

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703





GTJA 证券（越南） – 客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist
and translator

trangth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

huongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:113

阮秋庄

Translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:114





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	河内市纸桥区陈维兴路 117 号 Charm Vit 大厦一楼	胡志明市第三郡国际工厂路第二 号 BIS 三楼
挂单电话: (024) 35.779.999	电话: (024) 35.730.073	电话: (028) 38.239.966
Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	传真: (024) 35.730.088	传真: (028) 38.239.696

