

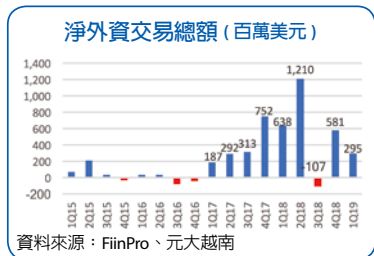
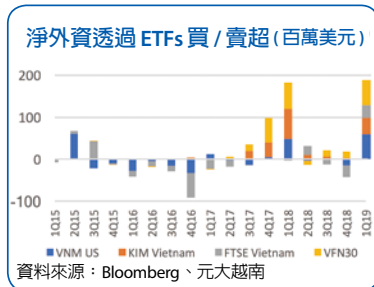
國家
展望

越南投資策略 蓄勢待發





今年才前三個月大盤指數便突破本中心先前的年底目標指數。



我們認為2019年第二季市場將進入盤整格局...

Matthew Smith, CFA

Head of Research

+84 28 3622 6868 ext. 3815

matthew.smith@yuanta.com.vn

豬年來勢洶洶，但我們認為2019年第二季將進入較平穩的盤整格局。越南具有吸引力的總體環境年初至今已吸引大量國外資金流入ETF，但考量主要經濟大國的經濟數據好壞參半，全球央行的政策是一個風險。此外，外部政治風險也居高不下(包括英國脫歐、貿易戰、其他新興經濟體的危機等)。雖然上述種種因素不會對越南造成直接影響，但這些事件可能影響越南的資金流，也映證本中心認為2019年第二季市場表現將較為平穩的論點。

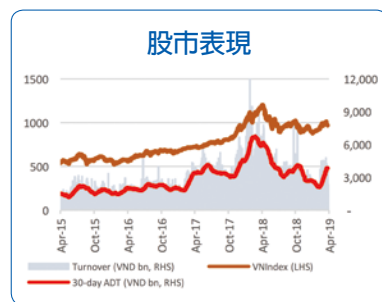
本中心仍預期2019年下半年市場表現可望轉強，係因全球央行的寬鬆立場持續激勵投資。特定銀行面臨無擔保消費問題造成的壓力，但本中心對BID及STB仍維持樂觀看法。我們也看好特定消費性個股(MSN、PNJ、DGW)。我們結構性加碼證券公司(HCM、VND)，但明白券商在2019年第二季可能承壓。儘管房地產開發商年初至今表現亮眼，但我們基於對房地產景氣循環的看法，基本上審慎看待該產業。

策略性展望：2019年第二季呈現盤整格局。越南大盤指數年初至今上漲8%，但已自3月14日高點拉回3%。本中心預期2019年第二季將進入冷靜期，

但對2019年下半年市場流動性維持樂觀看法。大盤指數雖一度升破本中心預期的990點，但2019年第二季指數可能將拉回至我們預期的水準。本中心將年底大盤指數目標調高至1,100點，隱含12%上檔空間及14倍2020年市場預估本益比。

國外投資組合流動：ETF成為重心。2019年第一季外資買超金額為2.95億美元，年減54%、季減49%。然而，一連串數據顯示去年強勁的交易相關資金流入動能並未延續至2019年第一季，但我們強烈預期未來可望重現。根據資金流數據分析，我們發現被動資金流入量(透過以越南為主的ETF的淨外資淨買入)已於2019年第一季創新高來到1.89億美元，相當於該季外資買入總額的64%。因此外資顯然仍高度關注越南市場。

境外投資人買入大型股帶動下半年市場漲勢，外資策略性買入大型股應有助於提振國內投資人信心，且將再度壓縮市場利率並推升股票評價。本中心認為上述投資，受惠於全球央行態度進一步趨緩以及MSCI權重相關的資金流入，將大致成為2019年下半年的題材。我們因此預期2019年第二季將進入盤整期，下半年情況將更趨樂觀。



題材與動能

- 國內總體環境維持穩健。外國直接投資(FDI)、越南盾匯率、就業率及內需可望持續走強。
- 但2019年第二季股市可能因外資季節性放緩而呈現盤整格局。
- 全球央行立場可能在2019年下半年進一步寬鬆。

風險

- 全球央行政策及外部地理政治風險。
- MSCI Frontier Index於5月調整權重。
- 國內資本市場改革速度。
- 現金貸款限制。



… 但我們對 2019 年下半年仍維持較樂觀看法，係因市場流動性可望改善。

長期展望仍高度樂觀。撇開短期策略不談，我們重申對越南資本市場較長期展望的高度樂觀看法，係因該國的人口結構極具吸引力、中產階級興起、外國直接投資強勁，以及最終可望納入 MSCI 新興市場指數。詳細內容請參見本中心越南展望報告《越南：崛起的老虎》。

豬年來勢洶洶，越南大盤指數於 3 月 12 日突破本中心年底目標指數 990 點，並在後許幾個交易日衝破 1,000 點於 3 月 15 日來到 1,012 點，創下年初至今新高。然而，這股動能並未持續至上季的最後兩週。2019 年第一季越南大盤指數收在 981 點，雖較年初上漲 9.9% 但已自高點拉回 2.6%。

2019 年第一季股市日成交量總額平均為 1.54 億美元，係因元月買氣疲弱拖累。春節後期間 (2 月 11 日至 3 月 31 日) 日

成交量大幅增至 1.91 億美元。上述兩項數字均遠低於本中心 2019 年預估日成交量假設值 2.6 億美元 (相當於年減 5%)，但我們認為由於目前仍在初期階段，因此仍假設 2019 年下半年幾項策略性投資便可帶動日成交量躍升。

但我們認為第二季市場表現將較為溫和。我們認為指數與市場動能可能暫時趨緩，係因指數重點成份股的評價已偏高，而更重要的可能是外部環境受全球貨幣政策與地緣政治影響，有多項不確定因素。在我們評估越南市場的外部流動性條件時，係以全球央行政策為首要及最重要的考量依據。

本中心已將年底目標指數由先前的 990 點 (大盤指數已突破該目標值，主要係因在本中心發布報告《Stay defensive in 1H19》三天後，美國聯準會政策大轉變) 調高至 1,100 點，以 4 月 4 日收盤指

與前幾季相比，2019年第一季外資流入似乎較低。



數來看，該目標指數隱含 12% 上檔空間及 14 倍 2020 年預估本益比。本中心對本季的目標指數仍為 990 點，但我們認為今年下半年市場氣氛將轉趨樂觀。

本中心近期對國內外投資人的訪談結果，市場對政府資本市場政策改革速度偏慢仍失望，我們認為，這樣的看法既謹慎又實際。對越南短期整體投資市場略有影響，但長遠來看本中心仍然覺得越南整體環境仍極具吸引力。投資人可以耐心等待改革，短期市場的失望也意味著我們可能在其中發現意外的投資驚喜。

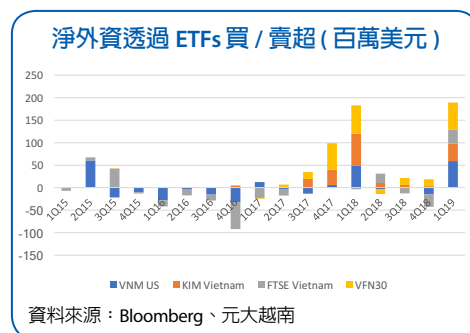
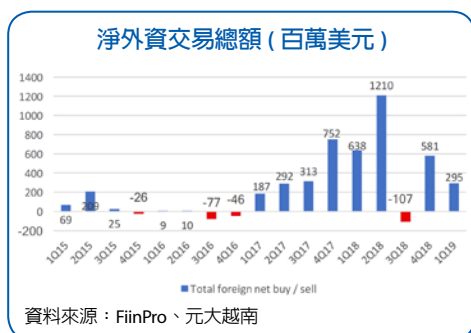
考量公佈頻率與可得資訊的透明度，外資動向的確值得密切關注，這與散户投資氣氛指標，如透明度較低的融資等形成明顯的對比。由於國內投資人對外資動向密切關注，因此這點更為重要。

然而透過越南主題ETFs流入的被動投資仍創季度新高，顯示投資人對越南股票的胃納極大。

2019 年第一季外資買超金額為 2.95 億美元，年減 54%、季減 49%。然而，此數據係受去年重大交易造成的資金流入影響，而 2019 年第一季並無此類交易。但我們強烈預期未來還將有類似狀況發生。

若進一步分析資金流資料，我們觀察到被動流入資金，亦即透過越南主題ETFs 流入的外資淨買進，於 2019 年第一季創新高，達 1.89 億美元，佔全季外資買進量的 64%。由此可見，儘管下表顯示的整體淨買進量顯然並不理想，但外資對越南新興市場主題仍然高度關注。

2019 年第一季其他方面回顧 (元大研究範圍內)：元大越南的法人研究團隊於今年前三月對 10 檔個股發佈初次報告，將我們剛起步的越南研究範圍擴張至 11 檔個股，包括 VNIndex 重點成分



消費金融相關
法規趨於謹慎
，就平衡考量
是明智之舉。



法規修訂並未
直接影響本中
心研究範圍內
的銀行。

股與我們認為有潛力的小型股。

當然我們還有許多任務尚待完成，但目前我們的研究範圍中，我們看好金融服務類股與部份消費類股，對房地產開發商則持相對保留態度。我們對各產業的策略分析如下：

銀行類股可能因消費金融法規趨嚴而承壓。越南國家銀行(SBV)對43號通告的修訂草案似乎旨在抑止消費金融公司提供客戶無擔保貸款。就我們所知，現金放款將限制在金融組織總消費放款的30%，且放款公司只能對無違約記錄的既有客戶提供放款。我們認為這是謹慎的作法，而從社會觀點看來，草案對催收行為的限制亦相當合理。

我們注意到本次修法應不影響本中心分析師Tanh Tran目前研究的兩檔銀行股，亦即BID與STB，係因這兩家銀行並無消費金融業務。因此這兩檔股票走弱時可能為買進良機，係因我們認為目前風險主要集中在少數消費金融公司，而非系統性風險。

但就整體金融系統的健全度而言，我們認為此次修法可能反映了目前已存在

的行為與狀況，因此這些謹慎的控管措拖應屬明智之舉。現金放款與其他無擔保放款(如信用卡)不同，難以掌握借貸者的消費行為。我們過去曾觀察到類似放款產品造成集中風險，亦即相對少數的借款者向不同公司借款進行槓桿操作，利用新債來償還舊債的最低月付。這種操作短期或許還行得通，但從過往的類似經驗看來，這樣做下場通常不太好。

我們必須強調，本中心研究範圍內的銀行並未發生此問題，而目前亦無越南面臨此類緊急風險的證據或甚至傳聞。我們的看法是此次修法只是為了防患未然，降低系統性風險發生的可能性，因此無須驚慌。此外，銀行應可獲得足夠的緩衝時間來進行改革。我們認為相關議題的確值得關注，但投資人亦有機會在未來數週內，把握較便宜的價格與大幅下滑的外資持股上限(FOL)溢價佈局相關銀行股。

券商：結構面上，我們看好產業長期展望，但因此類股與大盤走勢高度相關，因此2019年第二季可能

2019年第二季
市場盤整可能
反映在券商類
股短期股價表
現。

儘管近期接連
傳出Masan負
面消息，我們
仍重申對公司
的買進評等。



元大越南研究部涵蓋多種產業

產業	公司	股票代碼	市值 (百萬美元)	平均3個月 成交量 (百萬美元)	元大 評級	現價 (越南盾)	目標價 (越南盾)	上升 (下跌) 空間	12個月 TSR*
銀行	BIDV	BIDVN	4,599	2	BUY	31,500	38,713	23%	26%
銀行	Sacombank	STBVN	905	1.6	BUY	11,750	14,049	20%	20%
券商	HCM City Securities	HCMVN	318	0.6	BUY	24,400	31,308	28%	32%
券商	Saigon Securities	SSIVN	540	1.6	HOLD	24,850	26,125	5%	9%
券商	Viet Capital Securities	VICVN	211	0.2	BUY	30,300	43,850	45%	49%
券商	VNDirect Securities	VNDVN	143	0.5	BUY	16,000	21,480	34%	36%
消費	Masan Group	MSNVN	4,262	1.9	BUY	85,800	104,390	22%	10%
消費	Phu Nhuan Jewelry	PNJVN	735	1.5	BUY	103,100	118,489	15%	17%
消費	Digiworld	DGWVN	39	0.3	BUY	22,100	31,574	43%	48%
地產	Nam Long	NLGVN	302	0.9	BUY	29,550	32,000	8%	10%
地產	Vinhomes	VHMVN	13,123	2.4	HOLD	82,000	91,277	11%	11%

*註：TSR是指未來12個月股東權益總報酬包含股價變動報酬及股利分配。
以上市價資料將以2019年5月31日之收盤價為準。
資料來源：Bloomberg、元大越南

面臨盤整。市場近期的冷靜期亦可能影響券商類股的短期走勢。我們認為從基本面而言，這並不構成目前賣出的理由，係因我們認為今年下半年資金面應屬樂觀。本中心長期樂觀看法及相關理由維持不變（細節參見本中心初次報告 "We've only just begun"）。

但投資人反應速度通常較 sell-side 分析師更快。我們承認此類股的確與大盤指數 / 每日成交量高度相關（相關程度分別為約 90% 以上 / 約 80% 以上）。因此本中心對 2019 年第二季前景相對保守的看法若正確，則此類股亦將面臨盤整。

消費產業：關注 Masan。一連串負面事件使我們不得不重新檢視對 MSN 的樂觀看法，但在與公司進一步討論後，本中心分析師 Quang Vo 僅微幅下修獲利預估與目標價，但重申對 MSN 的買進評等。簡而言之，我們認為 MSN 的短期不利因素已反映於股價。

公司日前修改對魚露的標準（對許多當地網友而言，這是打擊傳統產品，向

工業製造醬料靠攏的行為），招致大眾反彈，但這不太可能成為長期不利因素。

相較之下，非洲豬瘟則是確實可能影響豬飼料銷售的風險。事實上豬飼料價格的確已重挫，其他禽畜飼料銷售增加的部份也僅能部份彌補。但 MSN 的冷藏肉類業務佔比仍低，公司也成功防堵疫情傳至其生產與處理設施。只是我們仍須注意後續發展，係因疫情對豬肉消費需求將會造成短期影響。

從策略角度看來，我們必須承認公司努力與投資人溝通的作法值得讚許。在我們過往經驗中，即使營運條件不盡理想，但穩健的公司投資人關係代表若是能持續與投資人進行溝通，對其長期市場評價會有極大幫助，這也是本中心整體而言仍看好 MSN 的基本理由。

房地產開發：我們基於目前房地產市場所處週期，建議投資人小心謹慎。本中心分析師 Tam Nguyen 主張越南房地產市場已過高點，即將進入下個循環週期。我們預期未來數年（包括

房地產開發商
：我們基於房地產景氣循環的觀點，建議投資人宜更謹慎。



VNIndex 前 20 名成份股				
公司	股票代碼	指數權重 (%)	年初至今股價表現	本益比 (倍)
Vingroup	VIC	11.5	22%	103
Vinhomes	VHM	9.5	26%	20
Vietcom Bank	VCB	7.7	26%	17
Vinamilk	VNB	7.5	16%	26
PetroVietnam Gas	GAS	6.0	19%	17
Sabeco	SAB	4.9	-8%	39
BIDV	BID	3.7	1%	16
Masan Group	MSN	3.2	14%	19
Techcombank	TCB	2.8	-1%	10
Vin Retail	VRE	2.6	29%	29
Vietin Bank	CTG	2.5	14%	15
Petrolimex	PLX	2.4	14%	19
Hoa Phat Group	HPG	2.1	4%	8
Bao Viet Holdings	BVH	2.0	6%	62
Vietjet Aviation	VJC	1.9	-4%	12
Novaland	NVL	1.6	-13%	16
VP Bank	VPB	1.5	1%	6
MB Bank	MBB	1.5	15%	8
Mobile World	MWG	1.2	-3%	13
PetroVietnam Power	POW	1.1	0%	21

資料來源：Bloomberg、元大越南

2019 年) 將面臨挑戰，係因各產品區塊均將朝更平衡的供需狀態演進。底下將簡述過去數年房地產市場的發展，以利投資人更了解目前狀況。

本中心對房地產週期的看法為房市在 2011-12 年觸底，自 2013 年起開始回溫，2015-17 年為加速期，並在 2017-18 年進入過熱階段，至少在高階與豪宅市場是如此，結果造成高階與豪宅市場超量供應，市場可能需要一段時間才能消化庫存，而供給端則轉向平價與中階產品。我們認為為了達成市場長期穩健發展，這樣的重新平衡階段必不可少，因此對越南而言應屬好消息。但這亦讓本中心對未來高階 / 豪宅建案的銷售步調持謹慎看法。

根據此由上而下的分析，本中心分析師 Tam Nguyen 在類股中看好 NLG，係因公司側重平價及中階市場，亦即真正的終端需求所集中之處，在房地產向下週期中更能維持穩健表現。VHM 雖然為業界龍頭，但我們對其看法相對謹慎，係因其股價年初至今已大漲 26%。





附錄 I：報告相關條款及重要披露事項

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

評等	未來 12 個月內預期報酬率
買進	10% 以上
持有	介於 -10% 至 +10%
賣出	低於 10%

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有 - 超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有 - 落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及 / 或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之

12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2019 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士之個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券（香港）有限公司發佈。元大證券（香港）係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券（香港）有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。



YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 ext. 3815

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Senior Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 ext. 3874

tanh.tran@yuanta.com.vn

Quang Vo

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 ext. 3872

quang.vo@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 ext. 3874

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Huy Nguyen

Head of Institutional sales

Tel: +84 28 3622 6868 ext. 3808

huy.nguyen@yuanta.com.vn

Duyen Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 ext. 3890

duyen.nguyen@yuanta.com.vn

YUANTA SECURITIES (HONG KONG) COMPANY LIMITED

Edward Kuo

Chief Product Officer, Global Investment

Tel: +852 3555 7888

Edward.kuo@yuanta.com

Jason Hsu

Head of Brokerage Business

Tel: +852 3555 7966

Jason.cy.hsu@yuanta.com

Rob Lacey

Head of Cash Equity

Tel: +852 3555 0855

Robert.lacey@yuanta.com

Steven Yang

Head of Wealth Management

Tel: +852 3555 7940

Steven.yang@yuanta.com