



國家
展望

越南：崛起的老虎

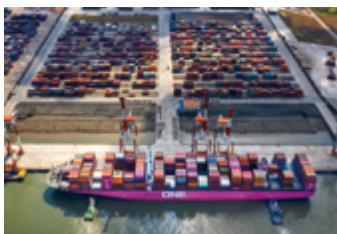




目錄



強勁成長可期，動能來自四大題材	04
題材一：外國直接投資：越南是出口製造業者眼中的「小中國」	06
題材二：享有數十年人口紅利	07
題材三：越南中產階級迅速成長	08
題材四：未來三年可望獲納入 MSCI 新興市場指數	11
元大越南研究範圍	13
越南股市規則：概覽	21
附錄 I：報告相關條款及重要披露事項	22



亞洲下個新興小龍經濟體，前景光明。越南是亞洲下個崛起的總體經濟成長題材，具備深具潛力的投資機會，其人口結構具備高度吸引力，強勁的外貿關係與外國工廠投資熱潮使我們對越南未來至少 20 年的國內消費、外銷成長與經濟擴張深具信心。

我們因此認為越南未來數年的股票與債券市場將有爆發性成長。如越南的邊境市場 (Frontier market) 波動可能較大，且透明度較低，但能明智選擇投資標的的老練投資人目前有機會在越南被納入 MSCI 新興市場指數前切入越南市場，係因我們認為越南被納入該指數後，將有大量機構投資人資金流入，資產價格亦將大幅提升。

強勁的由上至下成長題材，動能來自四大利多：1) 由於製造廠尋求中國之外的選擇，因此外國直接投資飆升中；2) 人口結構具吸引力 - 越南人勤奮且教育程度佳，約 60% 人口年齡在 35 歲以下；3) 正在萌芽中的中產階級正以每年 10% 的速度增加，且此成長趨勢可望持續至少 10 年；4) 越南仍被歸類為邊境 (frontier) 市場，但我們預期未來三年內越南可望被納入 MSCI 新興市場，屆時可望進一步帶動國外機構投資揚升。

資本市場尚在起步階段：目前為止越南的金融市場一直落後國內強勁且穩定的 GDP 成長，但來自公私部門投資的資金需求已帶來正面轉變，越南股市亦已起步。可望因總體經濟四大題材成長的產業包括銀行及其他金融服務業、景氣循環型消費股及非必需消費股、物流服務及地產開發。

選股為成功關鍵：本報告亦提供本中心研究範圍內七檔首選個股的進一步介紹，範圍包括金融、消費、地產開發，均為可因上述動能受惠的產業。我們亦提供國外投資人切入越南時應注意的獨有規則與其他考量，以助投資人在越南取得成功。

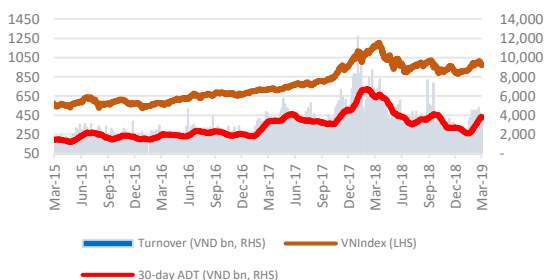
Matthew Smith, CFA

研究中心主管

+84 28 3622 6868 ext.3815

matthew.smith@yuanta.com.vn

股市走勢



題材與動能

- 經濟與政治穩定。
- 外國直接投資與開放貿易強勁。
- 受惠於年輕、教育程度高、工作勤奮的人口，未來 25 年享有人口紅利。
- 未來三四年可望獲納入 MSCI 新興市場指數。

邊境市場風險

- 能見度波動大。
- 市場以散戶為主。
- 公司治理可能不盡理想。
- 外資持股上限。



強勁成長可期， 動能來自四大題材



越南：亞洲下
個新興老虎經
濟體。

我們認為越南有潛力成為亞洲下一個 - 也可能是最後一個 - 著名的小龍經濟體。全球高瞻遠矚的企業家，尤其是來自韓國與台灣者，已在此地投資獲利逾 20 年。現在元大越南亦提供老練的金融投資人機會，直接參與越南獨特且令人興奮的長期成長題材。

四大彼此關聯的成長題材使得越南成為當今最具說服力的投資選擇：

1) 外國直接投資強勁 - 越南是全球下一個生產外銷重鎮，支撐著獲利強勁的勞力市場，亦為越南盾升值動能，更直接裨益工業地產開發商、製造商、物流及其他服務提供商

2) 人口紅利 - 來自越南年輕、教育程度良好，且越來越富有的人口，

且未來 20 年可望維持不墜。我們認為這是越南投資最具吸引力的賣點，與東北亞國家形成鮮明對比（尤其是中國，但亦包括韓國與台灣）。

3) 中產階級迅速成長，速度達每年 10%（相較於整體人口每年 1% 的成長速度），隱含國內需求前景強勁 - 這將有利所有越南公司，尤其是住宅開發、教育、必需消費品、非必需消費品及金融服務等產業。

4) 納入 MSCI 新興市場指數 - 此事可望在未來 3 年內成真，應可挹注整體股價，且金融服務業者，包括券商、銀行、資產管理業將直接受惠，另外將受惠的有旅遊業、豪宅開發、商用房地產開發業者。

越南在 20 世紀一度面臨挑戰，但目前越南強勁穩定的經濟成長已

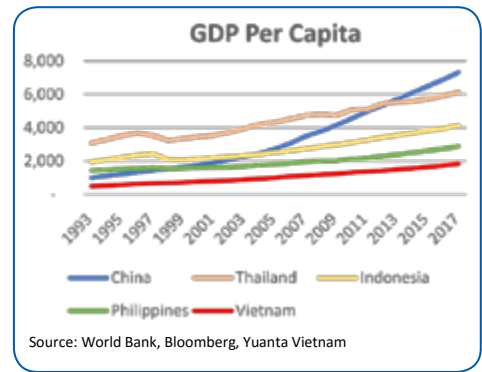
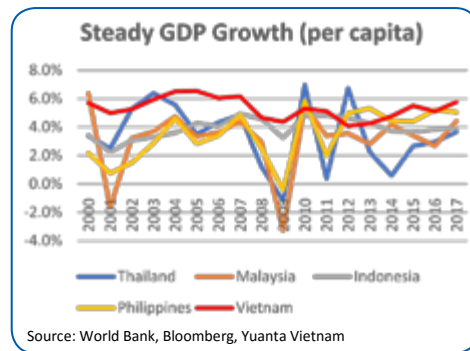
越南在 20 世紀一度面臨挑戰，但目前越南強勁穩定的經濟成長已開始趕上東協鄰國。

開始趕上東協鄰國。

為何現在開始關注越南？要了解越南目前現況，就必須從越南歷史簡介開始。越南在 20 世紀後半面臨數十年的戰亂與國際孤立，因此經濟落後亞洲鄰國在同期間的高度成長。

直到 1989-1994 年間大力推動實施經濟自由化的「革新」政策，越南才開始參與國際社會。大幅度的改革讓世界刮目相看，最終促使美國政府在 1995 年決定解除 1960 年代以來對越南實施的經濟制裁，數十年的國際孤立從而告終。

之後越南便發展為國際貿易的一股重要力量，不但是東協與世界貿



易組織成員國，且與數十個國家簽署已生效或即將生效的貿易協定。但在評估越南目前經濟發展狀態時，最重要的要記住，越南直到 22 年前才開始參與國際經濟社會，

這也是越南經濟成長落後東南亞其他類似國家的主因。如下列圖表所示，越南的表現在同期間仍舊落後中國的亮眼成長。

然而越南正在迎頭趕上。事實上，過去 20 年來，越南的經濟成長遠較主要東協鄰國更迅速，也遠更穩定。我們認為未來 20 年此趨勢可望持續，動能來自下面將討論的四大題材。



未來將因中美貿易戰獲得進一步支撐。



題材一 外國直接投資：越南是出口製造業者眼中的「小中國」



越南自 2007 年加入世界貿易組織 (WTO) 後外國直接投資便大幅成長，部分原因在於全球出口製造商持續尋找便宜又有效率的勞力市場，其中主要為韓國業者，但也包含日本、台灣及香港業者。

雖然一開始大多是製鞋與紡織製造，但如今越南主要外銷產品也包含電子硬體產品，尤其是手機及相關零組件。事實上，越南的最大單一製造商就是韓國的 Samsung Electronics，其自越南的出口量遠高於任何一家業者。

越南受惠於勞力成本低廉，早在中美貿易關係轉趨緊張以前便吸引製造業者由中國轉進越南發展。川普引發的中美貿易戰更進一步推升越南的吸引力，使其身為製造業投資的目的地，我們預估未來數年即使上述兩大強國間的貿易摩擦趨緩，此趨勢仍將維持不變。

越南的吸引力包括勞力成本低廉、地理位置有利，以及區域及全球貿易關係穩固。

越南的地理位置及政治穩定性也是吸引外國直接投資人的主因，且該國與主要採購國（包括東南亞國協、韓國、日本，不久後還將包含歐盟地區）均有貿易往來，上述各項因素都使越南成為絕佳的投資目的地，相較之下，其他區域性國家則可能有政治不穩定或與全球市場貿易關係較不穩固等風險。

越南的吸引力包括勞力成本低廉、地理位置有利，以及區域及全球貿易關係穩固。



越南人口年輕、教育程度良好、勤奮且都市化程度逐漸提升。



題材二 享有數十年人口紅利



出口製造商來來去去，政府政策也可能變動，但我們認為越南的人口趨勢幾乎維持不變。越南年輕、教育程度良好且都市化的社會充滿活力，只有親身造訪過越南（尤其是市中心）的人，才能真正領略箇中美好，並很快明白越南是個持續進步的國家。

我們認為，這種極具吸引力的強大人口結構是越南高度吸引投資的一大主因，不僅對製造商如此，對股市、固定收益及房地產投資人亦是。

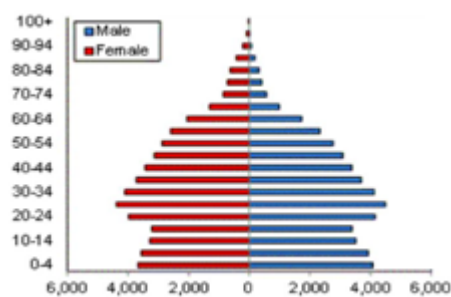
越南人口目前約 9,500 萬人，是全球人口第十五大國。但在這個逐漸都市化的社會中大家庭時代已成過去，如今總人口年成長率僅 1%。重要的是，目前越南 35 歲以下的人口佔比約 60%，但幼兒人口佔比僅 8%。

這種極為強勁的人口結構與中

國、韓國、台灣及日本形成強烈對比。

這表示絕大部分人口近期才進入勞力市場，或在未來幾年會進入勞力市場。此外，在東北亞常見的選擇性性別偏好（例如重男輕女）並未見於越南多數年齡層的人口分布中。雖然重男輕女的情況仍存在，但通常僅限於農村社群而非逐漸都市化的中產階級。越南的人口扶養比（每一百名青壯年 / 勞動人口與老年 / 退休人口的比率）偏低，僅 44%。

越南人口分布：依年齡與性別



資料來源：GSO、World Bank、Boston Consulting Group、元大越南

這種極為強勁的人口結構與中國、韓國、台灣及日本形成強烈對比。



越南已進入中產階級迅速成長時期。



題材三 越南中產階級迅速成長



中產階級崛起表示強勁且穩定的住宅、消費品及金融服務需求。

這些統計數字均顯示出一個正在成長的社會：年輕、教育程度良好、都市化，且愈來愈富裕的人口正準備組成新家庭，且沒有扶養老年人的過重負擔。

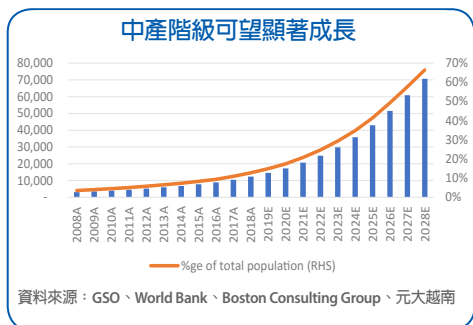
換言之，越南人民已逐漸準備加入中產階級，我們認為此趨勢將持續至少十年以上。目前預估中產階級約佔總人口的 14-15%，比例仍極低。然而，由於總人口年增率為 1%，中產階級自 2010 年以來每年成

長 10%。若上述趨勢持續（我們認為機率很高），中產階級人口將在未來十年從目前的 1,200 萬人增至 7,000 萬人（總人口的 60%）。

上述種種均指向多年期新家戶形成的穩定成長、優質且可負擔的都市宅需求、消費力提高，以及金融服務需求。我們認為最後一點可透過幾項統計數據清楚說明。

世界銀行預估越南的銀行服務包含率約為三分之一。換句話說，只有 33% 的人口使用銀行服務。但近幾年該比率已大幅攀升，我們預估在政府政策及更富裕、成熟且逐漸都市化的社會自然需求的帶動下，該比率將持續上揚。

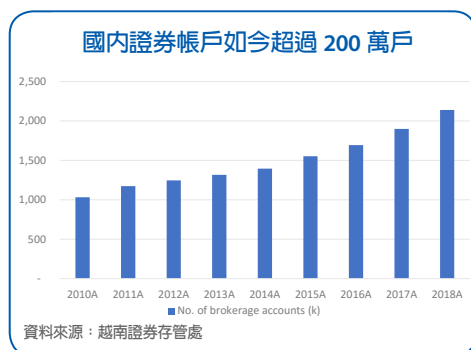
股市投資帳戶也呈現相同趨勢，這點對我們及所有投資人而言均十



同樣的趨勢也帶動多年期股市成長，係因新興富裕投資人首度進入市場。

分重要，係因越南股市主要由國內個體交易人（亦即散戶投資人）掌控，交易量佔比達 75-80%。因此，了解散戶投資人的投資氣氛十分重要。

根據越南證券存管處的數據，國內投資人帳戶總數自 2010 年成長一倍後，截至 2018 年已達 214 萬戶（8 年複合成長率達 8%）。即使我們簡單假設所有帳戶均為活躍帳戶且每位投資人只有一個帳戶，也僅佔全國人口的 2.2%，或許佔「可買賣證券」人口（也就是已屬於中產階級或以上的人）的 17%。

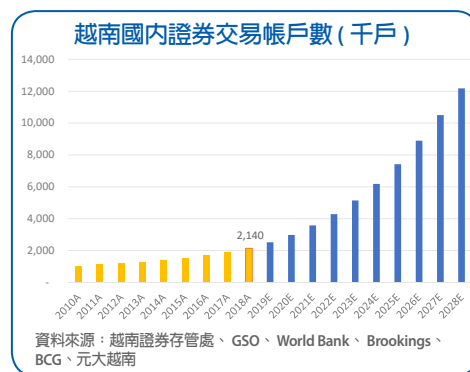


但即使是低如 2% 的滲透率預估值無疑也過高。部分個人擁有一個以上的帳戶，但確切數字不明。我們也假設有些帳戶（同樣不確定）是靜止戶，係因賠錢的投機客不一定會花時間結清不再使用的證券交易帳戶。此外，我們認為許多新帳戶是由企業員工開立（國營企業及其他企業的員工），開戶的目的僅在於將公司作為津貼發放的股票變現（亦即出售）。

因此活躍證券交易人的證券帳戶實際滲透率可能僅佔全國人口的 1%，佔「可買賣證券」人口的 10% 以下。我們認為單是這點便強烈顯示市場參與率具有成長空間，尤其考量中產階級迅速增加，而他們正是擁有財務資源可從事投資的人。

當然還有許多結構性問題可能導致上述的低滲透率，包括缺乏股市專業素養及知識、經過一系列銀行危機與醜聞後對整體金融服務信任度低，以及民衆對當地上市企業的公司治理信任度偏低等等。但即使假設中產階級未來在零售交易的參與率持平，單是該階級在越南人口中迅速擴張也表示未來十年投資人基礎將呈現拋物線成長。

根據 World Bank、越南政府統計局 (GSO)、Boston Consulting Group 及 Brookings Institute 的人口預估值推算，2028 年以前證券交易帳戶數將暴增約 6 倍至 1,200 萬戶（10 年複合成長率達 19%），而且假設前提是中產階級人口的證券交易滲透率持平在





17.3%。

上述對散戶參與市場的估算正確度有多高？上方的圖表應僅視為對

潛在市場的評估，而非正確無誤的現狀。然而我們強烈相信越南中產階級正快速擴張，此趨勢在未來 10 年將延續，而此極度蓬勃的人口組成將是越南投資題材的主軸。新

進入中產階級的民衆至少會有部份參與金融資產投

機，而他們所有人都必須多少為退休進行投資。我們認為這將為資產

市場帶來持續多年的機會，

也支撐我們對金融服務產業，尤其是越南券商的樂觀看法，但我們認為商業銀行及壽險業者也將受益。

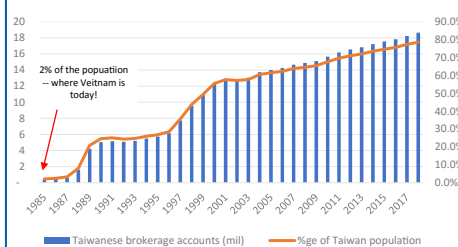
台灣在過去 35 年來的經驗可做為佐證。台灣股市在 1985 年時約有 40 萬個證券交易帳戶，約相當於人口的 2%。若同樣假設台灣每位投資人只有一個帳戶，則台灣當年的情況與越南相近。但到了 1980 年代末期，與台股泡沫化發生同期間，台灣的

證券交易戶也大幅增長 10 倍至超過 400 萬戶，或相當於人口的 20%。到了 1990 年代後期，帳戶數再度飆漲，這次則是與 MSCI 及科技股泡沫化同時發生。但即使進入 21 世紀後台股走勢相對平淡，台股交易帳戶數仍持續成長，達到 1,860 萬戶，或相當於目前人口的 79%。

當然這些帳戶有許多並非活躍交易戶，而且許多客戶的確擁有不只一個帳戶，但就算如此，在 35 年期間年複合成長率達 12% 仍舊是相當驚人的數字，足以顯示「老虎」經濟的成長潛力。我們無法斷言越南是否必定會重演台灣的爆發性成長，但我們的確在今日的越南看到許多台灣在 1985 年的影子。

台灣自 1980 年代以來市場蓬勃發展，也許可作為越南市場散戶投資人活動成長潛能的參考。

台灣也許可作為越南前景的參考



資料來源：台灣證券交易所、國家發展委員會、元大





題材四 未來三年可望獲納入 MSCI 新興市場指數



越南在 MSCI 分類中仍屬於「邊境」市場，這限制了全球基金經理人參與其市場的程度。但根據本中心觀察，經理人對越南市場的興趣仍舊非常濃厚。

許多全球投資經理人都認為越南是全球最令人期待的市場之一，即使 MSCI 尚未將越南納入其新興市場指數，但 2018 年外國機構投資人仍貢獻總成交量的 17%，較 2017 年的 14% 高出 4 個百分點。過去數年國外

機構一直持續穩定淨買入。

越南納入 MSCI 新興市場指數將可迅速提升經理人參與越南市場，但我們認為納入時機並非最近，而是較可能發生在兩三年後的題材。

MSCI 基於數項原因，對調升越南評等尚抱疑慮。但我們認為最主要的問題在於大多數上市公司設有外資持股上限。針對銀行等性質敏感行業，此限制為 30%，其他產業則為 49%。許多最具吸引力的股票，尤其是銀行股，其外資持股比例都已達上限。

外國投資人通常仍可自其他外國投資人手中購入這些股票，這導致股市實質上分為兩層。然而，這類交易通常意味著買方必須付出金額不



越南：亞洲下
個新興老虎經
濟體



等的溢價給賣方，根據股票及市場環境的不同，溢價可能較本地投資人所付的「市價」高出 20% 至 25%。越南政府已著手進行開放，例如不希望受到外資持股上限束縛的公司可以申請移除此限制，但只有少數幾家公

司願意花工夫這麼做。

結構性的障礙意味著政府必須花時間才能放寬這些限制，因此我們認為 MSCI 必須再過幾年，才較有可能調升越南的邊境市場評等。





元大越南研究範圍



下表為元大越南分析師團隊研究範圍內個股的簡要數據。請注意下文評價、獲利預估及推薦个股係依本報告發佈當時(2019年3月25日)的本中心觀點及依各股當時市價所作出評價。本中心所有預估及評等於發佈後均可能變動，而以市價為基準之資訊則每個交易日後均會變動。

由於本份資料未來可能快速頻繁變動，且變動幅度大，我們建議客戶連絡本中心窗口，以取得本中心研究範圍內个股的最新資料。

下列各頁為本中心研究範圍較值得留意之个股簡介。所列出股票為本報告發佈時(2019年3月25日)本中心首選个股。

Yuanta Vietnam Coverage Universe

Sector	Company	Stock code	Market cap (USD m)	ADT (USDm)	Current price (VND)	Target price (VND)	Up (down) side	12-m TSR*
Banks	BIDV	BID VN	5,481	1.8	37,200	38,713	4%	6%
	Sacombank	STB VN	1,007	2.2	12,950	14,049	8%	9%
Brokers	HCM City Securities	HCM VN	401	0.6	30,800	31,308	2%	8%
	Saigon Securities	SSI VN	647	2.0	29,500	26,125	-11%	-8%
	Viet Capital Securities	VCI VN	288	0.3	41,000	43,850	7%	10%
	VNDirect Securities	VND VN	161	0.6	17,950	21,480	20%	23%
Consumer	Masan Group	MSN VN	4,336	2.6	86,500	104,390	21%	22%
	Phu Nhuan Jewelry	PNJ VN	749	1.1	104,000	118,489	14%	16%
	Digiworld	DGW VN	41	0.4	23,300	31,574	36%	41%
Property	Nam Long	NLG VN	289	0.4	28,000	32,000	14%	16%

*Note: TSR = Total shareholder return over the next 12 months inclusive of expected share price change and dividends.
Source: Bloomberg, Yuanta Vietnam

首選個股 – BIDV (BID VN) 進場時機已到

買進

股價 (03-25-2019)

VND 37,200

目標價

VND 38,713

上檔空間

6%

52 週價格區間

VND 20,850 – 46,800

市值

55 億美元

2019 會計年度預估

股利殖利率

2.3%

剩餘外資持股空間

26.9%

在外流通股數

4.4%

3 個月平均日成交量

180 萬美元

公司簡介

BID 為越南資產規模最大銀行，至 2018 年第四季止市佔率 12.2%。旗下 190 家分行與 854 個交易辦公室構成廣泛網路，支撐其零售及中小企業金融業務領先業界。來自 KEB-Hana Bank 的策略投資可望提升 BID 的資本適足率至 Basel 資金協定要求以上，亦可望帶動信用放款成長及淨利息收益率擴張。

Tanh Tran

銀行產業分析師

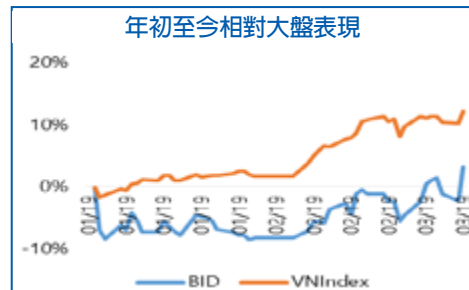
Tel: +84 28 3622 6868

ext. 3874

tanh.tran

@yuanta.com.vn

本中心觀點 即將向 KEB Hana Bank 發行新股可望使 BID 達成 Basel 2 資本協定要求，並在諸多競爭者面臨資本短絀之際擴張業務。我們亦預期資產負債表更加穩健後，公司資金成本可望降低，淨利息收益率亦將改善。BID 的零售金融及中小企業金融業務領先業界，使其更能承受產業競爭轉劇。此外，BID 持續對 VAMC 曝險部份進行提存，可望於 2019 年 100% 完成，為 2020 年新增獲利動能。



重要財務數據	2017 年 實際值	2018 年 自結	2019 年 估
調整後提存前盈餘	19,906	24,216	29,571
稅前純利	8,665	9,473	12,204
淨利息收益率 (%)	2.97%	2.95%	3.19%
股東權益報酬率 (%)	14.9%	14.6%	14.7%
資產報酬率 (%)	0.63%	0.60%	0.69%
成本收入比率 (%)	43.8%	40.0%	39.6%
股利配發率	49.7%	45.0%*	45.0%
股利殖利率	1.9%	2.0%	2.3%
調整後每股盈餘 (越南盾)	1,498	1,623	1,934

(*) 元大調整
資料來源：公司資料、元大越南

資本適足率為成長動能 許多越南銀行需要額外資金，而 BID 的外資持股上限還有 26.9% 的空間，與外資持股已接近或觸及上限的同業而言，BID 取得資金相對簡單。我們假設向 KEB-Hana Bank 售出 15% 股權的策略交易將在 2019 年發生，可望提升第一類資本適足率約 2.5 個百分點，達 8.4% (總資本適足率：12.5%)。這亦支持本中心假設，亦即未來信用放

產業：
銀行

股價動能

- 向 KEB Hana Bank 發行新股將提供額外資金支撐成長。
- 由於資產負債表槓桿降低，資金成本可望減少。
- 2019 年達成 100% 提存對 VAMC 曝險，未來數年提存費用可望下降。
- 領先的中小企業及零售金融銀行業者。

潛在風險

- 股權出售案可能延後或取消。
- 零售及中小企業金融競爭正在增加。
- 潛在技術升級可能造成營運成本上揚。

款可望強勁成長，而資產負債表槓桿降低亦將帶動資金成本下降。

成長引擎發動中 假設公司資金面獲得強化，我們預估 2019 年放款將成長 15.4%，2020 年則成長 16.6%。此外，由於槓桿降低，資金成本可望減少，零售及中小企業客戶則可望支撐資產殖利率持穩。由於今年持續對 VAMC 資產進行提存，因此整體獲利能力可能受限。但此資產部位可望在 2019 年全數完成提存，因此我們預期 2020 年股東權益報酬率將上揚 18.3%。

評價合理 BID 目前股價相當於 1.73 倍 2019 年預估股價淨值比，標準化後股東權益報酬率預估為 18-20%。我們認為 BID 為評價合理的穩健企業，並認為本中心目標價 38,713 越南盾，或 2.0 倍 2019 年預估股價淨值比應屬合理，有 15% 的上檔空間。

首選個股 – SACOMBANK (STB VN)

長期可望轉虧為盈 ↕

買進

股價

VND 12,950

目標價

VND 14,049

上檔空間

6%

52 週價格區間 (越南盾)

VND 9,670-17,300

市值

10 億美元

2019 會計年度預估

股利殖利率

0.0%

剩餘外資持股空間

11.0%

自由流通股數

1,695 百萬股

3 個月平均日成交量

220 萬美元

公司簡介

STB 是越南資產規模第六大銀行，市佔率 5%。公司業務側重零售及中小型企業。2015 年與 Southern Bank 合併後面臨嚴重的資產品質問題，目前管理層正在政府政策強力支持下著手解決。

Tanh Tran

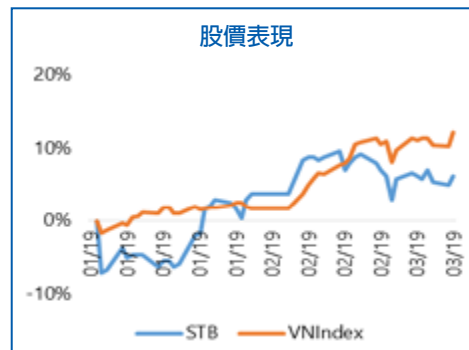
銀行產業分析師

Tel: +84 28 3622 6868
ext. 3874

tanh.tran
@yuanta.com.vn

產業：
銀行

本中心觀點 STB 過去因受不良債權拖累，因此表現一直落後。但公司目前正在進行重整，我們認為具備轉虧為盈題材，係因公司基本營運穩健。我們承認資金壓力的確是投資人主要疑慮，但公司存放比低，零售能見度高，且提存前盈餘成長穩健，顯示其潛力雄厚。



股價動能

- 營運可望轉虧為盈，係因過去壞帳問題已解決，且基本業務持續改善。
- 管理層的房地產專業可支撐重整信心。
- 存放比低隱含淨利息收益率表現可望優於同業。

潛在風險

- 股權可能因過去壞帳及 Basel 2 資本協定而遭稀釋。
- 壞帳回收可能面臨挑戰 (如資產出售價格及競標程序等)。
- 以零售型銀行而言，公司資金面並不強，且要解決此問題可能並不容易。

股票資訊		
市值 (百萬美元)	1,007	
在外流通股數 (百萬股)	1,804	
52 週價格高點 (VND)	17,300	
52 週價格低點 (VND)	9,670	
股價表現 (%)		
絕對表現	1 個月	-0.4
	3 個月	1.2
	12 個月	-19.8
資料來源：Bloomberg		

評價便宜 (雖然的確事出有因)... STB 目前評價水準低於同業，係受過去不良債權所影響。我們估計此部位約達 65 兆越南盾，或相當於總資產的 16%。但重整的正面訊號浮現後，股票評價可望提升。本中心 12 個月目標價相當於 1.2 倍 2018 年預估股價有形資產比，考量公司長期提升報酬率的計畫，我們認為係屬

合理。簡而言之，我們認為這檔股票具備價值。

... 但基本營運亦在改善中。 我們預估 2017-20 年提存前盈餘的年複合成長率將達 35.1%。我們認為與稅後純益相比，營收成長及提存前盈餘資產報酬率更能反映 STB 強勁的基本業務，係因在我們預測期間範圍內，公司的獲利可能因不良債權的壓力而受限。

資金為最大風險 公司進行謹慎的重整計畫，意味著在未來數年內，公司將根據營收及獲利逐步認列損失。我們認為以小心行事的觀點看來，這樣的作法完全恰當。但公司若採取一次性資本重整，投資人的股權可能遭稀釋。但從樂觀角度看來，不良債權重整的腳步若比我們假設的更快，那麼 STB 的表現也可能創造驚喜，而從管理層經營房地產的手腕看來，這點不無可能。

首選個股 – HO CHI MINH CITY SECURITIES (HCM VN)

長期題材股

買進

股價

VND 30,800

目標價

VND 31,308

上檔空間

6%

52 週價格區間 (越南盾)

VND 21,200–46,500

市值

4.01 億美元

2019 會計年度預估

股利殖利率

3.2%

剩餘外資持股空間

無限制

在外流通股數佔比 (%)

67%

3 個月平均日成交量

60.1 萬美元

公司簡介

HCM 為越南股票交易所市佔率第二大券商。越南股市以散戶為主，未來數年法人參與市場程度可望提升，而 HCM 在本中心研究範圍個股中可望率先受惠。

Matthew Smith,
CFA

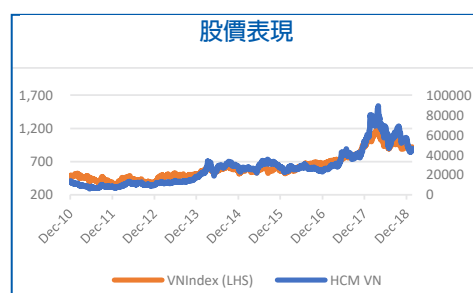
研究中心主管

Tel: +84 28 3622 6868
ext. 3815

matthew.smith
@yuanta.com.vn

產業：
證券

本中心觀點 我們認為對有意尋求穩健投資目標，參與越南資本市場長期發展的投資人而言，HCM 在法人投資市場的領導地位、健全的資產負債表及觀念先進的管理層極具吸引力。我們據此將 HCM 納入研究範圍，給予買進評等，並視其為我們的首選個股之一。



股價動能

- 市場活動增加。
- 法人證券業務產品領先市場。
- 衍生性商品交易量及產品項目成長。

潛在風險

- 營運與市場活動高度相關，
- 因此公司在熊市亦將走弱。
- 流動性吃緊可能造成獲利利差承壓。

重要財務數據	2018 年自結	2019 年估
營業收入 (年增率)	22%	-15%
調整後獲利 (年增率)	22%	-5%
流動比率 (倍)	2.3	2.2
負債 / 權益比 (倍)	0.5	0.5
資產報酬率 (倍)	11.3%	11.5%
股東權益報酬率 (倍)	20.6%	17.8%
每股盈餘 (VND)	4,614	4,394
每股盈餘年增率	21.5%	-4.8%
本益比 (倍)	11.6	13.8
股價淨值比 (倍)	2.3	1.9

資料來源：Bloomberg

參與市場的切入點 HCM 對長期投資人員吸引力，係因其不但具備強勁的市場地位，且管理層亦值得信任。由於未來數年法人參與越南市場的程度可望提升，公司應可因其市場龍頭地位而受惠。由於證券產業本身波動大，因此 HCM 可能並非能讓投資人完全不必憂心的個股，但我們認為公司已是投資人在券商產業中最能安心的標的。

評價具吸引力 本中心目標價係根據 4 種合理價值評價法中位值推估而得，隱含 14 倍 2019 年預估本益比，或 10 倍 2020 年預估本益比。評價依 2018 年 (自結) 至 2021 年預估股東權益報酬率 21% 推得，我們預估 2019 年可分配收入將微幅年減 5%，然後在 2020-21 年回溫。我們承認 HCM 過去 10 年來的股東權益報酬率僅約 14%，因此要達成本中心預估，越南市場活動必須在 2020-21 年間持續成長。

潛在風險 HCM 股價與 VNI Index 和 ADT 高度相關 (相關程度分別為 97% 及 82%)，隱含市場一旦走弱，則公司營運及股票均將面臨下檔風險，當然市場走強時，公司表現亦將向上，這是投資直接面對資本市場的公司時，投資人必須認清的事實：這類股票就跟市場一樣波動性極大。對法人證券業務領先同業的 HCM 而言，更切實的風險也許是目前或未來的競爭對手加入對法人業務的競爭。

首選個股 – VNDIRECT SECURITIES (VND VN)

散戶投資人抬頭

買進

股價

VND 17,950

目標價

VND 21,500

上檔空間

20%

52 週價格區間 (越南盾)

VND 15,400–32,800

市值

USD 161 million

2019 會計年度預估

股利殖利率

3.8%

剩餘外資持股空間

無限制

在外流通股數佔比 (%)

95%

3 個月平均成交量

USD 583K

公司簡介

VND 為本中心研究範圍內最小的券商 (依市佔率及市值排名)，但其股票交易量卻高於 SSI 以外的其他券商。公司領先業界的交易平台應可助其在散戶投資人當中高效爭取市佔率。

Matthew Smith,
CFA

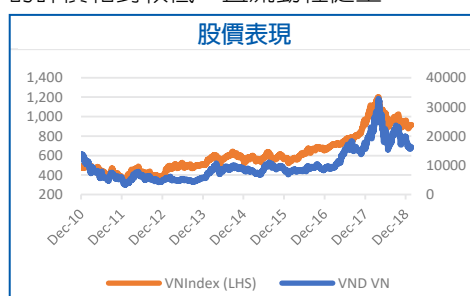
研究中心主管

Tel: +84 28 3622 6868
ext. 3815

matthew.smith
@yuanta.com.vn

產業：
證券

本中心觀點 我們將 VND 納入研究範圍，給予買進評等。該股為我們在證券業排名第二的選擇。我們主要看好 VND 的線上投資平台領先同業，使其與其他同業相較，更能有效率地在越南成長中的散戶市場裡贏得市佔率，係因同業的交易平台對使用者較不友善。此外，VND 的評價相對較低，且流動性健全。



股價動能

- 市場活動增加。
- 線上零售證券平台領先同業 = 營運槓桿強勁，且擴張市佔率的效率較高。
- 評價具吸引力。

潛在風險

- 營運與市場活動高度相關，
- 因此公司在熊市亦將走弱。
- 流動性及自營交易縮減可能損及資產報酬率。

重要財務數據	2018 年自結	2019 年估
營業收入 (年增率)	-2%	0%
調整後獲利 (年增率)	-21%	-14%
流動比率 (倍)	1.5	1.4
負債 / 權益比 (倍)	1.9	2.0
資產報酬率 (倍)	4.0%	2.9%
股東權益報酬率 (倍)	13.1%	10.1%
每股盈餘 (VND)	1,827	1,471
每股盈餘年增率	22.4%	-19.5%
本益比 (倍)	9.8	11.2
股價淨值比 (倍)	1.3	1.1

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大

散戶投資人營運槓桿 紮實的交易平台使 VND 得以創造高營運效率，跟其他交易平台對用戶較不友善的同業相比，VND 更容易在越南散戶投資人當中擴張市佔率。因此，隨著更多新投資人投入線上交易，VND 可望挑戰 SSI 在大眾零售證券業務市場的龍頭地位。我們承認 VND 或許不如 HCM 般具優質股架勢，但仍認為若以交易為出發點，VND 亦為我們的另一首選。

評價具吸引力 本中心目標價係根據 4 種

合理價值評價法中位值推估而得，隱含 8.04 倍 2019 年預估本益比，或 6 倍 2020 年預估本益比。評價依 2018 年 (自結) 至 2021 年預估股東權益報酬率均值 13% 推得，我們預估 2019 年可分配收入將有較明顯的衰退，年減 14%，但 2020-21 年可望回溫。VND 至 2013 年以來股東權益報酬率約 12.5%，因此本中心估值未計入 2019-21 年獲利能力可能提升帶來的評價上修，係因公司的營運模式資金相對集中。

潛在風險 HCM 股價與 VNI Index 和 ADT 高度相關 (相關程度分別為 95% 及 80%)，隱含市場一旦走弱，則公司營運及股票均將面臨下檔風險，當然在牛市中，公司表現亦可望超越大盤。對 VND 而言，更切實的風險是新進對手提供類似的創新交易平台，並進行價格戰，係因證券交易手續費下限目前已被廢除。我們認為這些因素可能影響散戶為主券商未來獲利能力的上檔空間。

首選個股 – MASAN GROUP (MSN VN)

消費產業王者；貿易戰受惠

買進

股價

VND 86,500

目標價

VND104,390

上檔空間

23%

52 週價格區間 (越南盾)

66,000-118,000

市值

44 億美元

股利殖利率

1.7%

剩餘外資持股空間

8.7%

在外流通股數

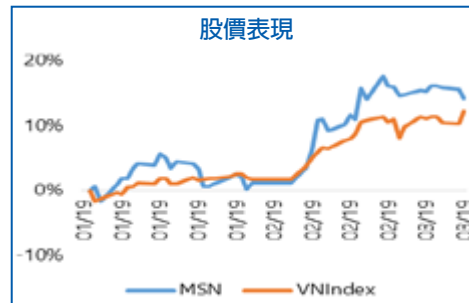
40.0%

3 個月平均日成交量

260 萬美元

產業：
消費

本中心觀點 我們對消費產業巨人 MSN 給予買進評等，重申公司為本中心首選個股之一。公司股價常有綜合企業折價 (conglomerate discount) 現象，但我們認為長期而言，公司受惠態勢明確，動能來自國內市場對蛋白質的需求提升，及中美貿易戰 (短期因素)。



股價動能

- MSN 在美中貿易戰中整體而言可望受益：MNS 可能受惠，但對 MSR 不利。
- 飲料業務成長優於預期。
- 2018 年第四季推出的鮮肉業務 2019 年可望增溫。

潛在風險

- 年初至今飲料業務的穩健成長受挫。
- 鎢價與銅價自目前低檔進一步下跌。
- 國內豬肉價格意外下跌。

公司簡介

MSN 集團事業遍及消費必需品 (醬料及飲料)、農業 (飼料及豬肉產品)、資源 (礦業) 及銀行業 (透過對零售業務為主的 Techcombank 相關持股)。

Quang Vo

機構分析師

+84 28 3622 6868
ext. 3872

quang.vo
@yuanta.com.vn

重要財務數據	2017 年 實際值	2018 年 自結	2019 年 估
營收成長率 (%)	(13.1)	1.0	21.3
稅後純益成長率 (%)	11.1	46.2	30.1
毛利率 (%)	31.2	31.9	33.4
負債 / 權益比 (倍)	2.3	2.1	0.8
平均股東權益報酬率 (倍)	17.8	28.7	26.3
資產報酬率 (倍)	5.3	7.0	8.7
每股盈餘 (VND/ 每股)	2,727	4,208	5,076
本益比 (倍)	29.0	19.0	15.1
股價淨值比 (倍)	4.4	3.4	3.2

貿易戰受惠者 我們預期農業相關子公司可望因美中貿易戰受惠，動能來自飼料輸入價格降低，且豬肉需求增加，供需環境有利。然而，我們亦預期鎢價與銅價不利可能造成挑戰。整體而言，我們認為貿易戰對集團有利。

對動物性蛋白質需求支撐長期前景 我們預期豬肉市場長期供需態勢有利國內生產業者。而貿易戰的影響則可能較為複雜。舉例而言，美國對越南出口可能提升，但越南亦可能更深入中國市場。整體而言，規模較大的越南生產業者應可望受惠。

潛在風險 核心產品 (如魚露及其他調味料) 成長可能因公司稱霸市場而趨緩。MSN 的長處，亦即產品開發創新，為克服此問題的關鍵。但我們認為短期主要風險 (亦為股價近期疲弱的主要因素) 為非洲豬瘟，恐將拖累股價，並造成國內豬肉消費短期走弱。但較長期看來，越南對豬肉的需求可望維持強勁。而豬瘟亦隱含豬肉生產規模有擴大的需求，如 MSN 等較大型業者可望較小農更具優勢。

首選個股 – DIGIWORLD (DGW VN) 搭上小米浪潮👉

買進

股價

VND 24,200

目標價

VND30,000

上檔空間

36%

52 週價格區間 (越南盾)

18,700-29,700

市值

4,100 萬美元

2019 會計年度預估股利殖

利率

5.0%

剩餘外資持股空間

37.7%

在外流通股數

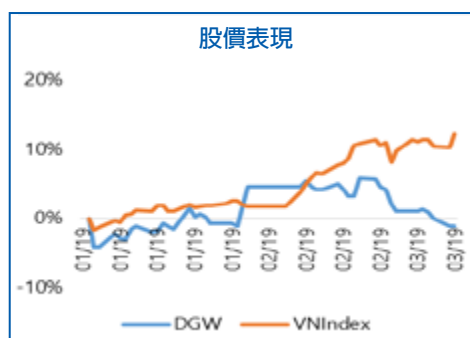
40.5%

3 個月平均日成交量

42.7 萬美元

產業：
消費

本中心觀點 我們預期 DGW 2019/20 年可望創造強勁財報，係受惠於小米成長動能強勁，及回頭客戶 Nokia 銷售穩定。長期而言，消費商品，尤其是小米 IoT 產品，可望在智慧型手機銷售觸頂後補上缺口。我們認為市場低估了 DGW 的上檔潛能，原因可能是目前將公司納入研究範圍的券商並不多。



股價動能

- 小米智慧型手機在越南成長動能強勁，且滲透率逐漸提昇。
- 2019 年與 Nokia 重新建立經銷關係。
- 辦公室設備及 IoT 裝置成長迅速且獲利率高。

潛在風險

- 小米在越南表現可能不如預期。
- Nokia 擅長的傳統手機步入歷史的速度可能較我們預期更快。
- 功能性食品及快速消費品表現可能不如預期。

公司簡介

DGW 為多家品牌資訊產品的市場擴張服務供應商，包括智慧型手機、筆電、平板及辦公室設備。公司亦發展剛起步的消費商品經銷事業。

Quang Vo

機構分析師

+84 28 3622 6868
ext. 3872

quang.vo
@yuanta.com.vn

重要財務數據	2018 年自結	2019 年估
營收成長率 (%)	47.2	42.8
稅後純益成長率 (%)	39.6	27.7
毛利率 (%)	6.6	6.6
負債 / 權益比 (倍)	0.9	0.9
平均股東權益報酬率 (%)	15.4	17.8
資產報酬率 (倍)	6.5	7.2
每股盈餘 (VND/ 每股)	2,723	3,477
每股盈餘成長率 (%)	37.4	27.7
本益比 (倍)	8.6	6.9
股價淨值比 (倍)	1.2	1.1

小米智慧型手機以平價供應高效能產品 紮成長動能強勁，可望成為 DGW 未來數年的關鍵成長動能。展望未來，小米如家電等 IoT 產品可望帶來可觀的成長。

與 Nokia 恢復關係亦可望進一步拉高營收 公司與 Nokia 簽定約 1 兆越南盾的合約，自 2019 年起不但將成為新的收入來源，而且可使產品 / 客戶更多樣化。傳統手機不具成長題材，但在越南仍然受到歡迎。我們認為智慧型手機汰換傳統手機的循環可能要花上數年才能完成。

辦公室設備將維持高成長與高獲利率 我們認為 DGW 的辦公室設備業務成長潛力龐大，係因市場規模大，且高度分散。我們預估此區塊 2018-20 年營收年複合成長率可達 16%，可望大幅強化公司的獲利率。智慧型聯網裝置可望成為此區塊另一動能，而隨著小米推出 IoT 生態系統，消費商品業務亦可望同步成長，但此為長期預測，前景並不明朗。

首選個股 - NAM LONG INVESTMENT (NLG VN)

房地產向下循環中仍然穩健

買進

股價

VND 28,600

目標價

VND 32,000

上檔空間

16%

52 週價格區間

VND 24,300-37,600

市值

2.89 億美元

2019 會計年度預估

股利殖利率

1.8%

剩餘外資持股空間

0.0%

在外流通股數

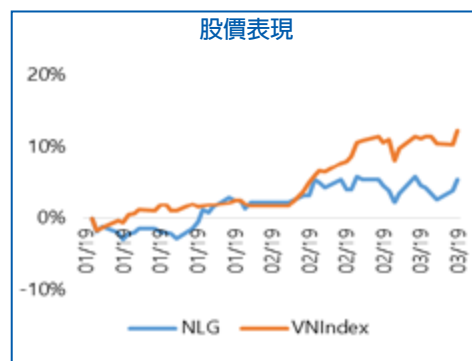
60.7%

3 個月平均成交量

39.6 萬美元

產業：
房地產開發

本中心觀點 我們認為未來數年房地產市場面臨挑戰時，NLG 仍將穩健營運。我們認為越南房地產市場正在經歷調整，以創造可持續的產品組合。新的供需態勢將以價格合理的中階住宅為主。由於 NLG 在這些區塊的供給充足，我們認為公司的立足點有利其在房地產市場需求中受惠。且 NLG 與部份同業不同，財務結構穩健。





越南股市規則：概覽

	胡志明交易所 (HOSE)	河內交易所 (HNX)	Unlisted Public Market (UPCOM)
交易時間 (香港及台灣時間)*	10:00-10:15 開市競價時段 10:15-12:30 連續交易時段 14:00-15:30 連續交易時段 15:30-15:45 收市競價時段 大額交易：10:00-12:30&14:00-16:00	10:00-12:30 連續交易時段 14:00-15:30 連續交易時段 15:30-15:45 收市競價時段 大額交易：10:00-12:30&14:00-16:00	10:00-12:30 連續交易時段 & 大額交易 14:00-16:00 連續交易時段 & 大額交易
漲跌幅限制	± 7% (IP 首日交易 ± 20%)	± 10% (IPO 首日交易 ± 30%)	± 15% (IPO 首日交易 ± 40%)
交易單位	10 shares/lot	100 shares/lot	100 shares/lot
價格代碼	Stock Price / Price Tick <= VND 49,900 / VND 100 VND 50,000-99,500 / VND 500 >= VND 100,000 / VND 1,000	VND 100	VND 100
交割日	T+2	T+2	T+2
上市公司數目	376	376	812
上市公司市值	VND 3,285.47 TRI	VND 108.97 TRI	VND 442.03 TRI
2018 日均成交量	VND 5,350,228.52 Mil.	VND 787,437,556 Mil.	VND 375,054.93 Mil.
交易稅	賣出交易成交價金之 0.1%		
股息稅	外國機構投資人 0%；外國個人投資人 5%		

越南胡志明市 / 泰國曼谷 (GMT+7); 香港 / 台灣 (GMT+8); 韓國首爾 (GMT+9)

資料來源：Bloomberg 2019/03/20

越南股票市場一般交易規則

- 所有交易都需以越南盾 (VND) 進行。
- 所以交易都須 100% 在帳戶備足越南盾 (VND) 現金之交易款項以及證券庫存才可交易。
- 股票沽空以及當沖交易目前暫未開放。
- 所有股票都設有外資持股上限：
 - 外資投資人於指定非銀行類公開發行公司 (包括上市或櫃台交易) 最高持股不得超過 49%。銀行類股 (包括上市或櫃台交易) 外資持股不得超過 30%，單一個人或機構持股分別不得超過 5% 與 15%。
- 資訊揭露要求：大股東有義務申報在該投資人名下的所有帳戶持有之總股數。根據越南財政部 2015 年 11 月 6 日之 115/2015/TT-BTC 號公報中要求，持有上市 /UPCOM 公司超過 5% 或以上股份之股東則定義為大股東，而大股東需揭露與該公司相關之持股以及交易資訊。如有以下情況需按要揭露相關資訊，
 - 投資人持有到達或是超過該上市 /UPCOM 公司發行在外總股數之 5%，需於第一筆交易的交割日後七個交易日內向主管機關申報。
 - 本身做為大股東，投資人必須在所持有該上市 /UPCOM 公司總股數變動超過 1% 時向主管機關做出申報。
 - 投資人在持有之上市 /UPCOM 公司股數跌至低於該公司發行在外總股數之 5% 以下時，亦需於第一筆交易之交割日後七個交易日內向主管機關申報

針對外資投資人之特別規定

因多數可交易股票皆設有外資持股上限，需遵守以下規範：

- 外資持股上限之可用額度將根據外資投資人的買賣對盤狀況即時更新。
 - 若外資投資人之買盤與本地投資人完成撮合，則外資持股可用額度將立即相對減少。
 - 若外資投資人之賣盤與本地投資人完成撮合，則外資持股可用額度將於完成交割 (T+2 16:00) 之後相應增加。
- 若某檔個股已達到外資持股上限，外資投資人之所有委託買盤皆會被自動取消，並在外資持股再有可用額度前交易所系統都不會再接受新的外資委託買盤。





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的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，為於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