

國家  
展望

# 越南投資策略 越南盾的脈動





**越南盾基本面獲穩健支撐，但人民幣為潛在風險：**投資人近期開始關注越南盾的潛在風險，係因越南盾歷史波動幅度極大，自5月以來又明顯走軟。我們認為越南經濟基本面大致穩健，並預期越南盾未來每年將貶值2%，此看法與市場預測大致相同。我們認為未來展望溫和，但人民幣貶值將是最主要的下檔風險。

**正面總經因素：**包括強勁的外國直接投資 (FDI) 與部位配置資金仍持續流入、食品與能源價格雖出現波動，但通膨仍相對較低，以及越南盾匯率與外匯存底水準仍穩健。由於越南歷史經常帳波動幅度較大，因此本中心總經研究團隊認為越南盾目前被高估約10%。但我們認為未來貿易帳餘額可望更趨穩定，係因FDI側重外銷生產，長期而言，國內一旦發展出完備的供應鏈，外銷價值將可進一步揚升。

**人民幣可能為最大風險：**中美貿易戰導致流入越南的FDI增加，此趨勢可望持續，但全球經濟成長亦因貿易戰而面臨風險。雖說如此，越南的立足點似乎的確有利，可望切下更大一塊外銷大餅 - 至少目前看來是如此。我們認為貿易戰較嚴重的風險其實是人民幣恐將貶值。倘若貶值真的發生，越南盾的貶幅雖不

致於與人民幣 (或其他區域貨幣) 一樣嚴重，但很可能將大於我們的基本預估值，亦即每年下跌2%。

**本中心觀點：**Fed於2019下半年放緩步調的可能性較人民幣急貶更大。上週人行前行長提及「7」不見得要當做匯率底線，使得市場對人民幣進一步貶值的預期轉強。但中國亦面臨食品價格上揚、金融系統穩定性，以及資金可能再度大量外流的問題。我們認為人行較合理的策略應是維持目前匯率水準。相較之下，我們認為2019下半年更可能發生的是Fed反轉先前政策，這將減輕如越南盾等新興市場貨幣面臨的壓力，成為本中心預測中2019下半年市場回溫的主要動能。

**越南盾成矚目焦點：**我們近期接觸許多對越南市場相對陌生的投資人，而他們最大憂慮之一就是潛在的貨幣風險，尤其越南盾歷史波動幅度較大，5月以來又明顯走軟。我們很清楚，在人民幣或美元走勢問題上，以越南為據點的美籍分析師並非大家聽取意見的第一選擇，但我們認為全球貨幣風險對越南盾的影響較國內經濟因素更大 (我們認為越南國內經濟整體而言尚稱穩健)。總之，本報告的用意在於提出我們對越南盾走勢的整體觀點。



越南盾貶值風險為近期焦點議題。

Matthew Smith, CFA

Head of Research

+84 28 3622 6868 ext. 3815

matthew.smith@yuanta.com.vn

### 越南盾與其他貨幣比較： 留心人民幣



### 題材與動能

- 基本面強勁：國外投資持續流入、通膨平穩、儲備金充足，及目前經常帳處於盈餘狀態。
- 人民幣大幅貶值可能引發越南盾下檔風險 (但是風險很可能較其他東協貨幣溫和)。

### 風險

- 本中心預測的每年貶值2%為較溫和假設，實際波動可能更大。
- 越南經常帳結餘波動幅度可能加劇。
- 元大總經分析顯示越南盾已被高估約10%。

我們認為越南政府應可控制匯率，阻止越南盾大幅貶值。



大致上說來，我們觀察到有數項內生因素，可望對越南盾提供支撐，包括強勁的外國投資流入、低通膨、和美元之間的利率差距、以及外匯存底水準（我們認為目前水準合理）。越南的經常帳歷史波動較大，但我們認為製造業投資與未來供應鏈更趨完整可望支撐貿易順差，只是未來經常帳波動仍不可免。例如進口價格可能持續上揚。

我們認為越南央行有足夠的施力點，可以控制貨幣，達成溫和漸進的貶值。自5月初貿易戰爭端重啟以來，區域貨幣兌美元大多貶值，人民幣下跌 2.4%，相較

我們預期越南盾兌美元將有每年 2% 的跌幅，此觀點與市場預估大致相符。



之下，越南盾則僅下跌 0.6%。我們要再度指出，我們認為近年來相對穩定的越南盾，未來亦可望延續此走勢。換言之，我們認為人民幣若有較大跌幅，那麼越南盾也很可能跟貶，只是幅度可能較小。

我們預估未來越南盾每年將溫和貶值 2%，此緩步貶值的預期應該或多或少與市場預估相符 - 我們對此並不排斥。我們並不打算聲稱自己是黎利街 (Le Loi Street) 上，或甚至是越南最聰明的外匯分析師。有些時候 - 或者該說大部份時候 - 市場預測都是正確的。

我們亦認為我們與市場對越南盾溫和





我們認為越南盾將不會有太大波動，支持因素為 Fed 在下半年很可能放寬貨幣政策，且越南國內經濟穩健。



走跌的預測，反映的是對美元持續走強的預期，而非特別看淡越南盾。

Fed 放寬貨幣政策的時機可能落在 2019 年第三季末或 2019 年第四季初，屆時美元漲勢可能暫時中止，對越南盾當然會是好消息。但總之目前可以推測，越南盾兌美元不太可能大漲，因此我們認為越南盾將每年微幅貶值 2% 的預估維持不變。

此溫和走貶的預測亦獲本中心區域總經團隊的基本面分析支持。該分析顯示越南盾目前價值約被高估 10%。元大寶華綜合經濟研究院顏承暉博士根據各國的經常帳餘額穩定性資料，對多國貨幣進行分析（其中部份結果參見右表）。其結論為越南盾價值被高估，但在岸人民幣（右表中以 CNY 表示）被高估的程度更為嚴重。

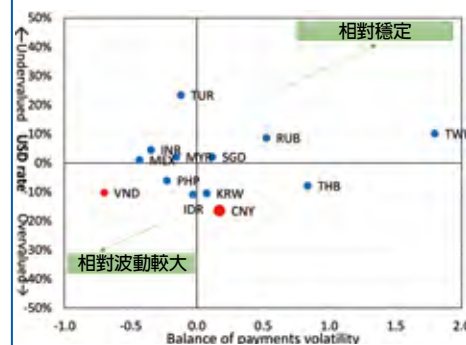
由於製造廠將產能移出中國，因此在越南未來數年的發展中，以外銷製造為主的 FDI 投資可望支撐越南貿易經常帳餘額更趨平衡。GSO 資料顯示越南在 2019 年前五月有微幅貿易逆差，約 5.4 億美元，一反 2018 年 1-5 月創造 34 億美元順差的氣勢，但我們認為此逆差幅度不足以引

發對越南盾的恐慌。值得注意的是 FDI 部位年初至今有 128 億美元的淨盈餘值，這印證了我們的論點，亦即我們不應認為 FDI 只能提供越南盾一時的支援。本中心論點的重點在於，越南若能透過 FDI 發展出更多元且更完備的國內製造生態系統，就能將更多外銷貨品的價值留在國內。

儘管下圖顯示越南盾價值被高估 10%，但我們並不會因此過份擔心，係因我們已預期未來數年越南盾將每年緩步貶值 2%。但值得注意的是，此模型亦顯示人民幣價格被高估約 18%，尤其目前中美貿易戰已帶來明顯且即時的影響（我們認為這類影響將是未來全球貿易半永久的常態）。我們認為這將是越南盾未來最

本中心全球經濟分析師認為越南盾價值被微幅高估，此觀點亦支持我們認為越南盾將溫和貶值的論點。

元大全球總經研究團隊認為越南盾目前價值約被高估 10%。



資料來源：顏承暉博士、元大寶華綜合經濟研究院

我們認為越南盾主要的下檔風險來自人民幣。



我們認為人民幣若急貶值，越南盾亦將貶值，但跌幅應該小於區域其他貨幣。

區域貨幣若是大幅貶值，則本中心認為越南股市 2019 下半年可能反彈的預測當然亦將受影響。

大的下檔風險。

我們認為越南盾主要的下檔風險將來自人民幣。由於中國是越南最大貿易夥伴，因此我們可以合理假設，人民幣若是快速貶值，根據貿易比重調整一籃子貨幣參考匯率的越南央行亦將受影響。從完全功利取向的角度來看，人民幣若大跌，越南盾也必須貶值，才能維持越南的成本優勢 - 不光是對中國，也包括區域鄰國。因為自 5 月初貿易戰重啟戰火以來，許多區域鄰國的貨幣都面臨較越南盾更大的下檔空間。

人民幣顯然將是最關鍵因素。中國當局在本報告發佈時並未讓人民幣兌美元匯率降至 7 以下 (自 2008 年以來均不曾突破此底線)，我們的假設是未來也將如此。但從另一方面說來，人行若容許人民幣大幅貶值，我們認為其他區域貨幣也將同步下跌。由越南央行近期穩定管控越南盾的手腕看來，越南盾應該不會是受影響最嚴重的區域貨幣。但因越南

2019 年 5 月貨幣漲跌



資料來源：Bloomberg

央行依貿易比重設定一籃子貨幣作為參考匯率，而人民幣佔比不可小覷，因此我們認為越南盾的潛在跌幅可能較本中心的基本假設更大。

越南盾若是發生意料之外的急貶，將會有何影響？我們認為這將是令人不樂見的情況，原因有二：

(1) 越南最大出口國美國採取行動反制的可能性不容忽視。至 5 月為止，越南仍舊名列美國財政部的匯率操縱國觀察名單上。在地緣政治上，華盛頓當然還是會優先處理中國問題，但我們無法斷言川普政府會對其他國家採取何種



假設越南盾急  
貶，我們認為  
各產業將面臨  
向下的風險。

外銷成本的競  
爭力變化必須  
視區域貨幣的  
跌幅來判斷，  
無法光憑越南  
盾作出結論。

房地產與建築  
業受影響可能  
最大。



行動。

(2)但我們認為更大的風險是越南盾若出現急貶，則央行將不得不緊縮貨幣供給，不利於國內經濟成長與股市流動性。個別公司所受的影響則視公司體質而定，如負債結構與整體風險控管能力等。

大致而言，人民幣若急貶，且越南盾兌美元亦隨之以較溫和（但仍快於預期）的速度貶值，則我們認為各主要產業將受到如下的影響。

**銀行：**越南盾若貶值，將造成流動性壓力，係因國內對美元與黃金的需求將高於越南盾。在這樣的環境下，資金充足，且活期存款對定期存款比率較高的銀行可望受益。相較之下，槓桿較高，活期存款對定期存款比率較低的銀行則可能承壓。

**製造業：**假設越南盾貶值幅度不如人民幣及其他東協貨幣，則大多數製造業者均可能受不利影響。如果只有越南盾貶值，那麼外在成本佔比不高的出口業者所受的影響多半有限，但更可能的情況是其他競爭國家（本中心的假設亦包含中國）的貨幣貶值幅度將會更大。關鍵在

於一家公司備料時（部件與原料）所用的是什麼貨幣。一家公司若是主要從中國採購料件，就會比主要從美國、歐洲或甚至日本採購料件的公司相對具優勢。

**房地產開發商：**損益表槓桿程度較高，且外幣借款部位較大的公司可能承壓。儘管一開始房地產價格對外國人（其實就是持有美元者）而言會變得更具吸引力，但在我們的假設狀況中，投資情緒多半會轉趨疲弱。此外，貨幣急貶造成的潛在國內流動性緊縮可能導致開發商融資成本上揚，終端買家的房貸成本也會提高，導致越南房地產買家的信心與負擔能力同時承壓。

**建築業：**建築公司將與房地產開發商面臨類似的流動性困境。越南盾貶值可能造成政府財政承壓，造成基礎建設支出與相關建築工程的費用縮減。

**油氣業：**我們認為提供技術服務的上游業者可望因越南盾急貶而受惠。如 PVD 與 PVS 等公司對本地及亞外的油氣鑽探業者提供服務，且事先已簽訂美元計價的合約。因此越南盾貶值意味著以越南盾計價的獲利將上揚。儘管這類公司的負債大多以美元計價（如 PVD 有 1.65 億美

我們認為上游  
油氣業者整體  
而言是贏家。



消費產業：整  
體受惠，黃金  
銷售業者除外  
(如 PNJs VN)。

人行前行長近  
期說明人民幣  
匯率沒有「7」  
的底線，但是  
過去 11 年人民  
幣不破「7」，  
已經說明它對  
於市場有重要  
意義。

元的債務，PVS 則負債約 4,000 萬美元)，但其營收亦大部份以美元計價。我們認為中游業者的狀況亦差不多 (如 GAS 總負債中有 70%，相當於 1.47 億美元，係以美元計價)，係因其採購與銷售均以美元計價。

在下游業者方面 (如天然氣經銷商 PGS 與 PVG)，越南盾貶值可能帶來溫和的下檔風險，係因其支出大多以美元計價，而營收則以越南盾計。但這些業者多半享有獨佔地位，因此可以將額外成本轉嫁到工業與零售用戶身上，抵消部份風險。往樂觀方面看來，下游業者的外幣債務極少，因此損益表所受的影響亦將極輕微。

**消費產業：**消費產業受越南盾的影響較為好壞參半。整體而言，貨幣走弱將導致購買力降低，進而造成消費需求減弱。紡織 (如 STK、TCM 及 MSH) 或食品與飲料業者 (例如 VNM 與 SAB) 等進口業者也將面臨成本壓力。

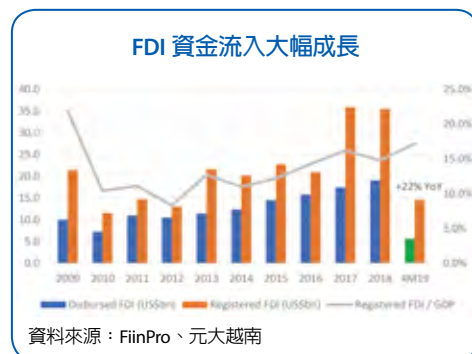
另一方面，我們認為消費產業中有一個次產業明顯受惠於越南盾急貶。黃金珠寶銷售業者 (如 PNJ - 買進) 可能就是貨幣急貶的主要贏家，係因黃金具有安全避險的特質，尤其越南傳統上 (至今仍大致不變) 偏好以黃金保值。



本中心認為人民幣大幅貶值雖非最可能發生的情況，但投資人應至少考慮這項可能性。上週人行前行長周小川表示，「7」不一定要當作是人民幣兌美元匯率的底線，這番談話已引發許多基本上重申其看法的經濟評論。乍看之下，我們認為這個觀點從經濟的角度來說的確正確。然而，心理因素仍然不容忽視，而且人類並非全然理性的生物。人民幣急貶不僅會推升中國的通膨壓力，也會增加資本外逃的可能性。「7」這個數字或許沒有特殊意義，但仍應考量人行過去 11 年來努力確保人民幣不破「7」的意義。

**越南資金流入維持強勁**，包括外國直接投資 (FDI) 及投資組合資金流動。

就以上兩類型而言，本中心認為外國直接投資對國內貨幣的支撐力道較強，係因其 (目前) 規模較投資組合資金流動大得多，且「黏著度」也相對較高。2017 及 2018 年已審批核准之 FDI 均突破 350



外國直接投資  
是越南盾的主要  
支撐因素。



億美元，而過去兩年實際 FDI 也約達上述金額的一半。

根據 2019 年前四個月的統計數據，已審批核准之 FDI(年增 22% 至 150 億美元)今年持續創新高。此外，自 2017 年至 2019 年 4 月，實際 FDI 與已審批核准之 FDI 的差異已達 440 億美元，表示即使未來新增已審批核准之 FDI 降至零(我們深信不會發生)仍將有龐大資金流入。上述數字遠超過對上市公司的重大策略性投資，例如 5 月中 SK Group 對 Vingroup (VIC VN, 未評等) 的 10 億美元投資。

本中心雖基於審慎考量，不以「永久」一詞形容國外資本投資，但 FDI 代表的是極長期的資金投入，相較之下，投資組合資金流動雖然包含極大型策略性投資，但可能對國內市場及越南盾造成潛在流

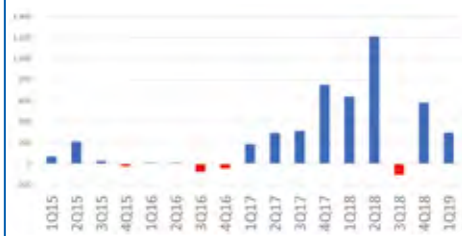
動性不良影響。我們先聲明，目前在越南這種所謂的「熱錢」仍然有限，但投資組合經理人從流動市場提款的可能性，顯然高於直接投資人從製造業產能及其他長期且非流動性營運資產提款的可能性。

此外，對出口製造業而言，FDI 表示未來將有額外的外部資金流入。隨著越南將來發展出更完整的內部供應鏈生態系統後，其出口總值可望進一步提高，進而在未來改善貿易平衡。因此，我們認為 FDI 對越南盾的支撐力道應可加倍。

整體而言，相較於 FDI，投資組合資金流動通常規模較小且波動性較大。在越南最明顯的例外就是來自策略性投資人的龐大資金流入，包括 SK Group 在 5 月對 Vingroup (VIC VN, 未評等) 注資 10 億

製造業的 FDI  
資金流入可望  
帶動未來出口  
成長，甚至創  
造更穩定的經  
常帳。

淨國外交易總額 (百萬美元)



資料來源：FiinPro、元大越南

相較於歷史通膨率，  
目前通膨仍在控制之中...



資料來源：FiinPro

通膨率遠低於  
歷史水準及越  
南央行 4% 的目  
標。



美元，我們認為其目的在於極長期投資，因此對貨幣造成的潛在不良影響較低。當然，本中心為 sell side 券商，投資組合資金流動最貼近我們的核心本業。

**膨率與利率維持在合理水準**，過去越南盾急貶通常都發生在國內總體經濟高度不穩定期間。但如今越南的情況已不同往昔，通膨率低（雖然年初至今持續微幅上揚）、近幾年信貸溫和成長（國內媒體報導，年初至 5 月銀行信貸擴張 5%），且國內利率較美元利率維持在相對合理的水準。

今年前四個月通膨率雖略有升高但仍仍在控制之中，且遠低於央行的 4% 目標通膨率。本中心基本假設情境預期越南盾貶值 2%，儘管能源及糧食價格可能上漲，但我們預期核心通膨率仍將在控制之中。

元大消費產業分析師 Quang Vo 研究範圍內的 Masan Group (MSN VN，股價：越南盾 85.7K，買進，目標價：越南盾 93.0K) 讓我們持續留意非洲豬瘟問題及其對豬肉價格的潛在影響，據本中心了解，豬肉佔越南人平時動物性蛋白質攝取量的 50-60%，此外我們也留意豬肉需求下滑之際其他肉品的價格走勢。

能源投入價格是影響通膨及貿易帳戶的另一項因素。受到中美貿易戰火重燃衝擊，5 月油價隨市場及整體全球信心重挫。雖然目前尚無定論，但既然美國聯準會表示（顯然是指債市）降息可能較先前預期更快發生，我們認為上述情況可能將反轉。

本中心持續認為 2019 下半年越南股市可望回升，係因美國聯準會將放寬政策，

... 雖然通膨率自 1 月起持續上揚



資料來源：FiiPro、政府、Government Statistics Office for May datapointsdatapoints

越南外匯存底



資料來源：IMF 2018 年 12 月數據、元大越南（根據越南新聞預估）2019 年預估值



### 越南外匯存底緩衝空間似乎充裕。



可望帶動油價回升。這也是本中心分析師 Binh Truong 對 PV Drilling (PVD VN, 目前股價 18.2K 越南盾, 買進, 目標價: 24.5K 越南盾) 給予買進評等的主要考量依據, 係因該股股價已隨著布蘭特原油價格下跌 92%, 且布蘭特原油價格若超越關鍵門檻價每桶 60 美元 (目前為 62 美元), 則 PVD 的產能利用率亦將獲得推升。

**本中心認為越南外匯存底充裕。** IMF 資料顯示越南截至 2018 年底外匯存底達 551 億美元。越南新聞報導今年 4 月底外匯存底約達 674 億美元。

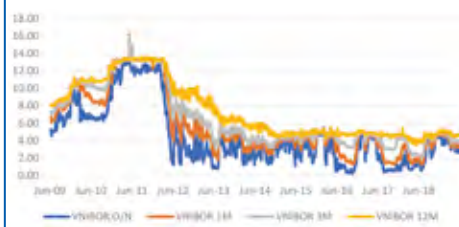
若上述媒體報導數據正確, 則表示外匯存底年初至今約增加 120 億美元。我們認為外匯存底充裕, 係因目前外匯存底足敷進口月數相當於 15 週 (年初至今平均進口額, 主要由出口訂單帶動成長,

因此可能受到任何全球貿易衝擊而急速下滑)。2018 年底外匯存底 551 億美元的數字若如今依然正確, 則足敷進口月數相當於 12 週, 再次顯示外匯存底足以支撐對越南盾的信心。

越南盾與美元利差也顯示目前並無明顯理由脫手越南盾, 尤其如果本中心對美元殖利率將於今年下半年逐漸下滑的看法正確的話。下圖為 2009 年以來越南盾銀行同業拆放利率走勢, 圖中顯示 2010 年代信用擴張造成房地產泡沫化後, 2012-2014 年總體經濟相對穩定。

下圖為過去兩年銀行間拆放利率數據, 顯示利率驟降時可能發生的情況, 正如 2017 年中至 2018 年中期間的情況。該期間同時也有強勁外資流入, 以及對我們而言更重要的股市強勁表現。我們並非

2009 年起越南盾銀行同業拆放利率



資料來源: Bloomberg

2017 年 5 月迄今越南盾銀行同業拆放利率



資料來源: Bloomberg

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	2019 預計股 息收益 率	12 個月 TSR*
銀行	BIDV	BIDVN	4,722	1.3	BUY	32,100	38,713	21%	2.7%	23%
銀行	MB Bank	MBBVN	1,910	2.0	BUY	21,000	29,889	42%	3.4%	46%
銀行	Sacombank	STBVN	881	1.4	BUY	11,350	14,101	24%	0.4%	25%
銀行	Vietcombank	VCBVN	11,107	1.9	BUY	69,600	75,275	8%	1.4%	10%
券商	HCM City Securities	HCMVN	312	0.5	BUY	23,700	36,219	53%	3.9%	57%
券商	Saigon Securities	SSIVN	544	1.3	HOLD	24,850	26,125	5%	4.1%	9%
券商	Viet Capital Securities	VICVN	216	0.2	BUY	30,800	43,850	42%	4.0%	46%
券商	VNDirect Securities	VNDVN	136	0.3	BUY	15,100	21,029	39%	4.5%	44%
消費	Masan Group	MSNVN	4,250	1.4	BUY	84,500	93,035	10%	1.8%	12%
消費	Phu Nhuan Jewelry	PNJVN	706	1.6	BUY	73,700	118,489	61%	2.7%	63%
消費	Digiworld	DGWVN	39	0.3	BUY	21,850	31,574	45%	5.4%	50%
油氣	PV Drilling	PVDVN	306	3.1	BUY	18,600	24,535	32%	2.7%	35%
地產	Nam Long	NLGVN	298	1.2	BUY	29,000	32,000	10%	1.7%	12%
地產	Vinhomes	VHNVN	13,123	3.3	BUY	82,000	94,860	16%	1.2%	17%

\*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 7 月 3 日之收盤價為準。  
資料來源：Bloomberg、元大越南

美元利率與利  
差似乎合理偏  
高及穩定，尤  
其考量本中心  
認為聯準會可  
能於下半年採  
取較寬鬆立場。

認為 2019 下半年將重現當年情況，但的確相信全球央行政策放寬可望帶動今年下半年整體復甦。

同樣地，從越南盾與美元目前的短期銀行同業拆放利率來看，我們也認為短期內越南盾貶值的機率不高。目前越南銀行同業拆放利率 (VNIBOR) 與倫敦銀行同業拆放利率 (LIBOR) 的隔日拆放利率利差約 60 個基點，1 個月期利差為 100 個基點，3 個月期利差為 150 個基點，1 年期利差為 210 個基點。

若短期利率趨近於零或轉為負數，我們對貨幣的看法可能會較為擔憂。當然，本中心對貨幣的看法主要取決於帶動趨

勢的明顯因素 (如我們樂見外資流入，這可能帶動股市在 2017-18 年泡沫破滅後重啓新一波擴張，或至少可能創造擴張態勢一陣子)。無論如何，我們認為目前並無明顯跡象顯示利差將驟跌。而這點也可視為對越南盾的支撐。

VNIBOR - LIBOR 利差



資料來源：Bloomberg





## 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請。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

#### Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)  
Tel: +84 28 3622 6868 ext. 3845  
binh.truong@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