

行业研究/动态点评

2019年03月19日

行业评级:

建筑 增持(维持)

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

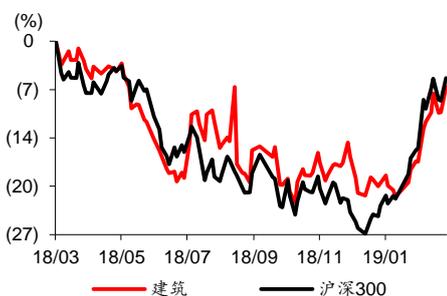
李振兴 010-56793969
联系人 li.zhenxing@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《建筑: 基本面/估值/量化三维再看建筑补涨机会》2019.03
- 2 《建筑: 行业周报(第十一周)》2019.03
- 3 《山东路桥(000498,买入): 业务稳健成长, 受益山东基建大发展》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

人口年轻外向开放, 产业资本流入新热土 多行业越南联合调研简报

制造业成长空间大, 股市/楼市存投资价值

我们近期调研了越南河内交易所、2家中资券商、3家电子/轻工产业链在越工厂、2家越南地产龙头上市公司及若干项目。越南正在成为制造业企业及资本投资的热土。制造业已成为越南支柱产业, 税收优惠政策、劳动力成本优势及区位优势等均成为越南制造业发展外向型经济提供了有利条件, 未来仍有较大成长空间。同时, 随着利用外资系列利好政策不断出台, 外资持续涌入, 资本市场流动性有望改善, 地产供需逻辑清晰, 城镇化进程打开未来消费需求, 我们认为越南股市和楼市均存一定投资价值。

制造业: 劳动力和税收优势明显, 电子轻工纺织等产业正加速转移至越南

制造业是越南支柱产业, 越南凭借其成本和区位优势吸引了大量跨国制造业企业投资。目前三星/苹果产业链, 劳动密集的纺织服装/轻工制造等产业正加速转移至越南。据调研了解, 越南电子及轻工制造业企业的成本较国内低 10-15pct, 主要是关税(保税区免免税、无增值税)、企业所得税(盈利年度起两免两减半甚至更优惠)、个人所得税(90%左右个人在免征起点内)和劳动力成本(平均月工资 2900-3000 元, 制造业企业工人月工资 2400-2500 元)优势较大, 土地(工业用地价格约 60-80 美元/平方米)及原材料采购成本(物流成本较中国更高)优势不明显。

地产: 城市化率提升空间较大, 海外尤其是中国投资越南住宅比例攀升

供给和需求共同促进越南房地产快速发展。2017 年越南城镇化率仅 35%, 正在以每年约 2% 的速度在提升。虽然胡志明和河内的高端住宅价格较高, 但租金回报率高达 8-10%。土地所有权国有, 但使用权可以转让, 土地使用权的相对“私有化”促进市场发展。越南房地产日益受海外资金追捧, 2018 年通过世邦魏理仕在越配置住宅客户中, 海外投资者占比为 77%, 其中中国国籍投资者占比高达 45%。

证券业: 流动性不足, 但仍然存在投资价值和改善空间

截至 18 年 12 月 28 日, 越南股市总市值约 1677 亿美元, IVS 估算越南股市日交易量仅约 120 亿人民币, 流动性不足, 具体表现为交投不活跃, 且为 T+2 交易。上市公司中, 制造业企业占比最大, 其次是房地产和建筑企业。目前越南上市公司估值处于相对低位, 消费、银行板块估值较高, 我们认为考虑基本面中长期的支撑仍然具有投资价值; 越南企业普遍股息率较高。国泰君安国际计划收购 IVS, 体现了国内资本对越南股市的青睐, 未来有望更好地吸引国际投资者在越南证券市场进行投资, 增强越南证券市场的流动性。

交易所: 证券市场繁荣促进交易所稳步发展

基本面推动越南证券市场走向繁荣, 促进河内交易所良性发展。截至 2018 年底, 越南两大交易所债市和股市的市值占 GDP 的比例高达 99.3%。相对于胡志明交易所, 河内交易所上市和退市条件更为宽松。截至 2018 年底, 河内交易所共有上市公司 381 家, 总市值达 180 亿美元, 去年新上市 18 家, 退市 18 家。交易所对外开放程度高, 外资涌入带来的风险相对较低。制造业市值占比最大。OTC 交易逐渐减少。债券市场迅速发展, 以政府债券为主, 公司债券起步晚且缺乏透明性; 股票市场流动性弱但发展潜力较大; 衍生品市场尚处于起步阶段。

风险提示: 越南输入性通货膨胀, 中美贸易战摩擦加剧等。

正文目录

制造业：劳动力和税收优势明显，电子轻工纺服等产业加速转入	4
受益于保税区税收优惠，越南制造业关税及所得税政策优势明显	4
劳动力成本具比较优势	5
收入提升叠加消费习惯转变推动越南珠宝行业高速增长	5
地产：城市化率提升空间较大，海外尤其是中国投资占比攀升	7
供需结构良好，城镇化率低带来发展空间	7
越南高端住宅受海外资金追捧，中国投资者投资比例攀升	8
证券业：流动性不足，但仍然存在投资价值与改善空间	11
证券市场开放程度高，海外基金规模大	11
消费、银行板块估值较高，整体股息率水平较高	12
交易所：证券市场繁荣促进交易所稳步发展	13
债券市场以政府债券为主	13
公司债券起步晚并缺乏透明性	14
股票市场流动性弱但发展潜力较大	15
衍生品市场处于起步阶段	16
风险提示	16

图表目录

图表 1: 越南劳动力成本低, 具有较高的投资回报率	5
图表 2: 越南人均 GDP 较其他东南亚国家处较低水平, 具备成本优势.....	5
图表 3: 城镇化仍有较大发展空间, 超过 30%的城镇化率空间将持续有效的支持地产需求增加	8
图表 4: 胡志明市房价显示, 越南房地产仍有一定的投资空间, 中高端住宅价格相对不高	8
图表 5: 胡志明市 2007-2018 年房地产市场新房供给情况	8
图表 6: 胡志明市 2007-2018 年房地产市场新房销售情况	8
图表 7: 通过 CBRE 购房的客户购房目的主要为投资	9
图表 8: 通过 CBRE 购房的客户主要为外国投资者	9
图表 9: 2018 越南房产主要客户	9
图表 10: 销售及付款流程.....	10
图表 11: 交易税费	10
图表 12: 开发商与业主贷款方式对比.....	10
图表 13: 胡志明越南指数 2019 年有所反弹	11
图表 14: 越南河内交易所成交不够活跃	11
图表 15: 2003-2017 年越南国债发行规模 (百万美元)	14
图表 16: 越南上市公司数量不断上升, 总市值占 GDP 比重超过 50%	15
图表 17: 2009-2018 年胡志明证交所成交额及越南指数	16
图表 18: 2009-2018 年河内证交所成交额及河内指数	16

制造业：劳动力和税收优势明显，电子轻工纺服等产业加速转入

越南制造业成长空间大，未来有望利用税收优惠和劳动力成本优势发展外向型经济。制造业是越南的支柱产业。随着越南产业结构的快速转型，越南凭借其成本优势和区位优势吸引了大量劳动密集型制造业向越南转移。目前三星/苹果产业链，劳动密集的纺织服装/轻工制造等产业正加速转移至越南。部分跨国制造业企业在越南的产能较大，且据调研了解，部分企业产能已满，已新增厂房设备投资，未来有较大的成长空间。

据调研了解，电子及轻工制造业企业的成本较国内低 10-15%，主要是关税、企业所得税、个人所得税和劳动力成本优势较大，土地及原材料采购成本优势不明显。在越企业未来有望进一步提升毛利率，通过让利给客户，进一步扩大出口规模，发展外向型经济。

受益于保税区税收优惠，越南制造业关税及所得税政策优势明显

从越南整体税收情况来看，越南保税区免关税，无增值税，从盈利年度起实施“两税两减免”甚至更优惠。企业所得税 20%；个人所得税自 2700 元人民币起征，小孩老人减免 2400 元/人，据调研了解 90%左右个人在免征起点内。

关税优惠政策有助于越南产品“走出去”。从越南出口至印度、韩国均不收关税，而从中国出口关税水平分别为 15%、6%。调研企业预测，中美贸易战加税 10%后，约 50%的客户倾向于从越南采购，部分企业对大客户可让利 3%-5%，对小客户可让利 2%-5%，有利于公司的“走出去”战略，扩展新客户规模。若贸易战加税至 25%，我们认为企业大概率会选择“走出去”。此外，越南的众多港口码头提供了天然的对外贸易条件。

个人/公司所得税减税方案重点增强中小企业竞争力，助力实体经济发展。越南财政部于 2016 年 10 月拟向国会提交减税计划草案，提出降低中小型企业 and 初创企业的企业所得税率，2017 年至 2020 年适用税率由此前的 20% 下调至 17%。根据越南政府预计，该减税政策有助于为企业减负并鼓励企业数量的增多，在此税收优惠条件下，营业额不超过 1000 亿越南盾的企业可以享受免税优惠，预计国家财政收入将每年减少 1.5 万亿越南盾。同时，减税政策获批将推动新增注册企业的增长。

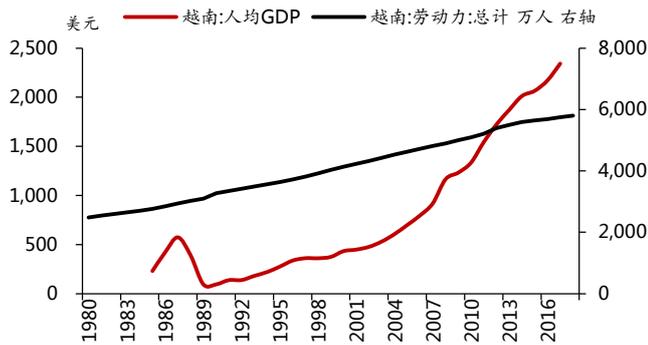
越南经济园区体系是重要增长极，园区是为产业发展提供政策利好和税收优惠的重要抓手。1986 年以来，越南历届党代会的决议形成了发展经济园区体系的一贯主张，以经济特区及工业园区将作为经济增长的重要突破点，以点带面，通过打造局部增长极带动全国的经济增长。越南政府也在发展过程中，不断推进经济园区机制的管理、运作机制，前后经历了 4 个阶段。2016 年初，越南政府批转建立了三个经济特区（SEZ）的计划，并披露将在经济特区中先行试点重点经济和行政政策。越南积极搭建增长平台，经济园区和工业园区等享受多重福利，园区内企业在进出口税收、企业所得税等方面享受减免，在土地租金、信贷配给方面享受优惠，这些政策利好和税收优惠为制造业企业的发展奠定基础。

外资优惠制度改革助推越南外向型经济释放活力。越南的改革与开放之路中，对外资开放更是促进越南经济增长的重要制度基础。2006 年 7 月，越南出台新的《投资法》，宣布对国内与外商投资实施统一管理，取消此前《外国投资法》的诸多限制，包括要求优先购买，使用国内商品的服务，或必须购买国内某一生产厂家的产品和服务等，进一步打开国内市场。次年 2007 年加入 WTO。2015 年 7 月，为适应 TPP 等新的国际贸易和投资规则，越南对投资法进行了较大的补充修改，出台了新的《投资法》，2015 年版的新《投资法》对外商投资者界定、外资企业设立程序等问题予以进一步解释，同时大力简化行政审查手续，给予外商投资更大的优惠幅度。

劳动力成本具比较优势

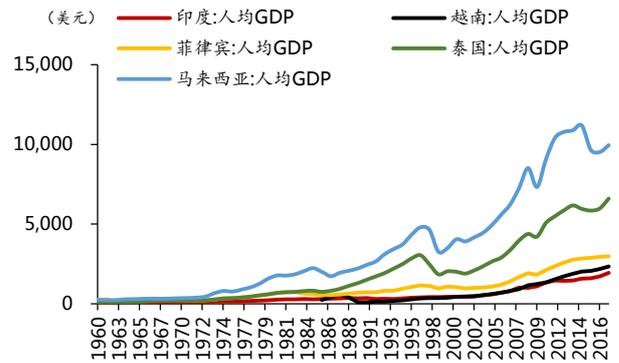
越南人力成本具有比较优势。据调研了解，越南平均月工资 2900-3000 元，每年有 6-7pct 的涨幅，制造业工人月工资 2400-2500 元，低于 2017 年国家统计局公布的国内制造业企业月人均 5356 元的工资水平，与菲律宾、马来西亚、泰国等东南亚国家相比也处于较低水平。这种要素禀赋将为越南承接产业转移和制造业发展提供正向支撑，特别是劳动密集型的制造业企业。

图表1：越南劳动力成本低，具有较高的投资回报率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：越南人均GDP较其他东南亚国家处较低水平，具备成本优势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

劳动力素质与国内持平，劳动保障水平较高。越南基础教育普及程度优于中国，义务教育覆盖到高中，基本扫除文盲，劳动力整体素质与国内水平相近。越南劳动保护工作做得较好，实行一年 13 薪的薪酬制度，孕妇工作 7 小时按照 8 小时给付工资且享受 6 个月的产假；保险金额较高，其中个人缴付 10.5%，公司支付 21.5%。

员工流动率较高，劳动力供给充足。越南实行每周 6 天的工作制，越南工人乐于加班，主要是因为加班工资为白班工资的 1.3 倍，但每周加班时间一般不得超过 1.5 小时。制造业企业月度员工流失率约 4%-5%，主要系加班时间少以及春节后流失率较高。同时，越南招工较国内容易，新员工在 48 小时的理论培训和 1 天的专业培训后即可上岗。越南法律不允许临时工的存在。

企业原材料的主要供应商来自中国，土地价格与中国持平。包装材料成本较中国低，一是因为中国环保督查趋严而越南没有环保限制，二是因为中国很多印刷厂搬迁至越南。当前越南的工业用地成本约 70-80 美元/平方，与中国土地价格持平。

收入提升叠加消费习惯转变推动越南珠宝行业高速增长

收入提升叠加消费习惯转变推动越南珠宝行业高速增长。越南珠宝行业品牌及产品呈现多样化趋势，以前只有银饰和黄金，现在钻石明显增多。调研企业判断，越南对珠宝的需求增速约 10%，高于东亚其他国家，主要有以下三个原因。1) 收入增长率，越南的中高收入层次人群在东南亚最高。2) 根据 Wind，截至 2017 年，越南女性占总人口比例约 51%。3) 消费者习惯转换，消费场所由传统门店转向品牌专柜，财富支配方式由财产保值转为装饰时尚。而且，越南众多的传统节日如财神节、妇女节、情人节等，也是刺激消费的重要推手。

市场管控严格，技术工艺是企业的竞争优势。越南珠宝市场进入壁垒较高，政府对欧美品牌控制尤其严格。如外国品牌的专柜数量以及规模均受限；外国品牌不能购买加工珠宝首饰，只能在购物中心开设门店。2012 年，黄金珠宝的质量管理办法出台后，越南央行主管，工商部门参与，市场上的假货数量明显减少。消费者需求更新快，技术工艺领先的企业更具竞争优势。

根据珠宝行业公司调研信息，新开门店平均费用约 70 万美元，其中铺货约 60 万美元。新开门店不考虑库存的话预计 12 个月实现盈亏平衡，考虑库存预计 3 年后盈亏平衡。企业对门店面积有一系列规定，如商场专柜面积在 50-65 平米、街上的专卖店分级面积在 100-300 平米不等。调研企业所有门店均为直营，暂时不开放加盟。

地产：城市化率提升空间较大，海外尤其是中国投资占比攀升

Savills 数据显示，胡志明市的低端住宅仍将在未来占领市场主要份额（2017年占比接近50%），河内市的中端住宅将持续引领市场（2017年占比超过30%）。两个城市的高端住宅购买者中，投资者占比均超过60%；中端住宅中，居住者超过50%；低端住宅中，居住者均超过80%。

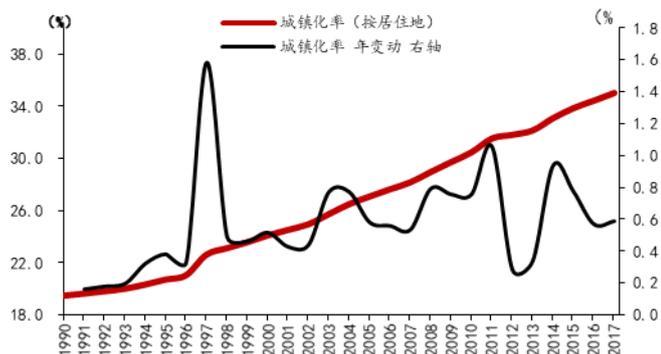
供需结构良好，城镇化率低带来发展空间

供给和需求共同促进越南房地产的快速发展。需求侧方面，城镇化持续推进带来的结构性消费需求、客观的投资回报率和租金回报率让越南地产市场充分满足投资者的配置需求。随着对外开放程度的提升，外资利好政策得以满足外国投资者的投资需求等等。供给侧方面，土地使用权的流转为通过市场化方式满足市场需求奠定基础。

城镇化空间较大显示未来仍有较大地产消费需求，住宅价格相对不高仍有投资空间。根据 CIA World Factbook 统计，截至2017年，越南城镇化率仅35%，但正在以每年约2%的速度提升，但距离70%的相对合意的城镇化率仍有较大的增长空间。我们认为，一方面，随着城镇化进程的推进，农村人口向城市转移的过程中自然产生更多住宅需求，这种结构性的消费需求仍将在长时间推动越南地产发展。另一方面，从当前的住宅价格来看，以胡志明市为例，豪华住宅价格近年来显著抬升，而占比较大的中高端住宅仍未有明显变化，相对较低的住宅价格可以满足资产配置和投资性需求的需要。我们认为，越南地产仍有较大的发展空间，价格仍有投资机会。据 Savills 统计，2018年胡志明市高端住宅的投资回报为10%，包括6%的资本利得和4%的租金收入；河内市的回报为8%，包括3.5%的资本利得和4.5%的租金收入。

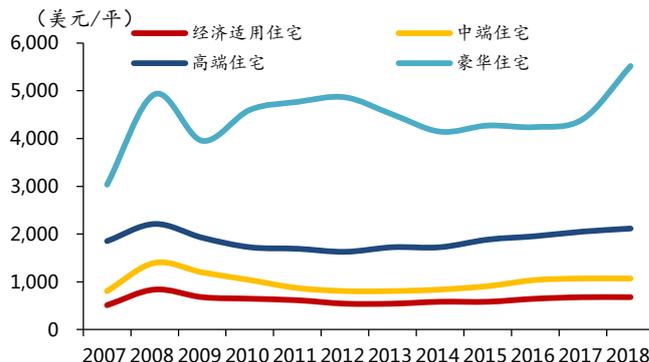
土地所有权国有，但使用权可以转让，土地使用权的相对“私有化”促进市场发展。越南土地法前后进行过多次修改。越南1987年出台首部《土地法》，1993年出台第二部《土地法》，2001年进行修改和补充，2003年颁布第三部《土地法》，2013年11月29日颁布了第四部《土地法》。根据现行土地法规定，越南土地所有权归属于国家，集体和个人可以对国有的土地享有使用权。由国家土地进行统一管理，土地使用期限一般分为长期稳定使用和有限使用两种情况，长期稳定使用某种程度上可以看作“永久使用权”，有限使用土地的期限也分为5年、20年、50年、70年和90年不等，一般到期可续期。拥有土地使用权的个人和集体，可以获得土地上的劳动成果和投资收益，也可以进行土地出让、转让、出租、再出租、继承、赠送、抵押、担保、投资等等，国家回收时也会获得补贴。土地使用权的相对“私有化”为越南的房地产市场带来了供给侧的支持。对于外资企业，越南《土地法》也出台配套政策予以支持，根据2013年《土地法》规定，外国投资者不能在越南购买土地，但可以租赁土地并获得土地使用权，使用期限一般为50年，特殊情况下可以申请延期，但最长不超过70年。

图表3：城镇化仍有较大发展空间，超过30%的城镇化率空间将持续有效的支持地产需求增加



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：胡志明市房价显示，越南房地产仍有一定的投资空间，中高端住宅价格相对不高

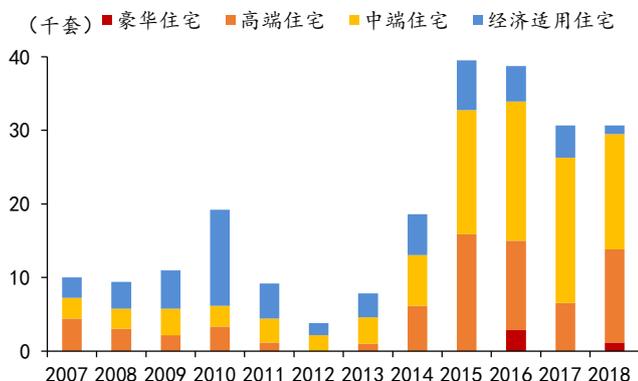


资料来源：Wind、华泰证券研究所

越南高端住宅受海外资金追捧，中国投资者投资比例攀升

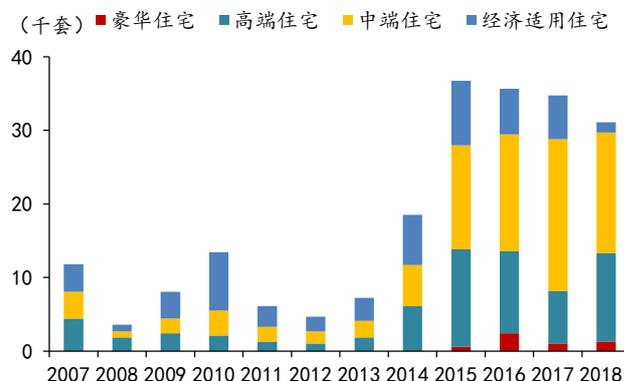
近年来海外投资者，特别是中国投资者追捧助推越南房地产市场发展，主要看好越南高端房产。2015年7月1日，越南新的《住房法》生效，取消了对外国人购房的诸多限制，鼓励外国人在越南购房。受此刺激，2015年起越南房地产市场供需两旺。根据胡志明市历年房地产市场新房供销情况，2015年以来，豪华住宅和高端住宅比重显著增加，海外投资者对越南高端房产的看好情绪明显。

图表5：胡志明市2007-2018年房地产市场新房供给情况



资料来源：CBRE、华泰证券研究所

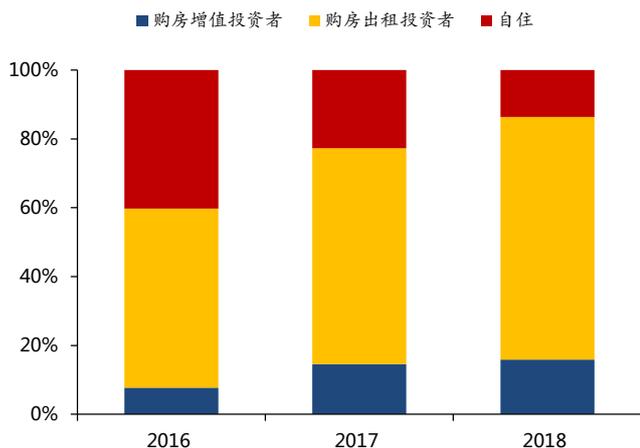
图表6：胡志明市2007-2018年房地产市场新房销售情况



资料来源：CBRE、华泰证券研究所

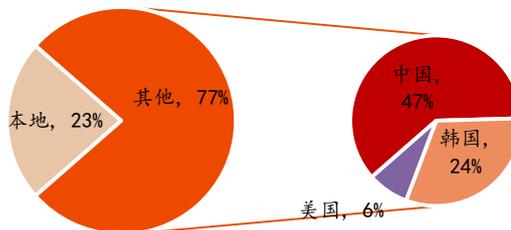
相对全球其他经济体而言，越南近年来发展势头吸引了不少海外投资者，日益受海外资金追捧，而房地产市场又是投资者配置资产的重要选项。2016-2018年间通过CBRE（世界上最大的商业地产和服务公司：世邦魏理仕）在越南购房的客户中，以自住为目的的购房行为占比逐年下降，2018年投资性购房客户占比已高达80%。2018年通过CBRE配置住宅资产的客户中，海外投资者占比为77%，其中中国国籍投资者占比居首位，高达47%。

图表7：通过CBRE购房的客户购房目的主要为投资



资料来源：CBRE、华泰证券研究所

图表8：通过CBRE购房的客户主要为外国投资者



资料来源：CBRE、华泰证券研究所

图表9：2018越南房产主要客户

国籍	置业客群	置业目的	职业类别	占比
越南本土 (含华侨)	顶级、高端客户	追求居住品质提升 为子女置业 强势资源占有 土地或房产投资	多为政府官员、垄断行业老板 (建筑、油气、通信、水电等行业)、国企高管、私企高管等	20%
	中高端客户	追求居住品质升级 为子女置业 投资理财	金融行业、私营业主、律师、媒体、教育、医疗等	35%
	中低层级客户	改善居住环境	国企、私企职员及主管级别、小个体商户等	15%
外籍客群	中国、香港、台湾、新家坡等	因工作、联姻等关系常驻越南的自住需求 有升值潜力的房地产 认可外资品牌开发商	外贸交易、房地产开发、水利工程、矿产开发等	15%
	越侨	回国置业，自住、投资兼有——		5%
	日韩客	因工作、联姻等关系常驻越南的自住需求 有升值潜力的房地产	建筑工程、电子产品、汽车贸易、房地产开发等	2%
	欧美客	因工作、联姻等关系常驻越南的自住需求 有升值潜力的房地产		8%

资料来源：越南铁成地产，华泰证券研究所

房地产销售及付款流程明确，购房款项与税费等按照合同付款节点缴纳。越南的房地产销售及付款一般分为认筹、开盘、签订销售合同、交楼和获取房产证五步进行，并根据合同付款的不同阶段分批次付款，交易中产生的VAT税和办证费一般直接计入楼价。

图表10: 销售及付款流程

流程	付款情况	具体内容
认筹	诚意金收取	一般情况下，法律不允许认筹。但市场上，开发商完成1:500图纸后，就启动认筹，用“会员费”的方式，收取诚意金。诚意金金额一般在2000-5000美元。
开盘转定金	开发商自己决定是否需要，付款30%	开发商已达销售条件，客户签署认购合同，缴纳定金（开发商可以要求缴纳楼款的10%作定金）；也可不转定，直接签订销售合同。
签订销售合同	交楼前再付款20%	转定后（认购）一般7-14天内签订购房合同，客户定金转房款；签订购房合同后，客户开始支付首笔楼款，数额一般为总楼款的20%-30%（含定金）；第一笔楼款支付后，按节点付款，交楼前达到总楼款的50%（具体付款节奏由开发商制定）；交楼一般需要2-4年时间。
交楼	付款45%	达到交楼节点后，收取45%的楼款，和相当于房款2%的维修基金，同时签订物管协议；交楼后开始确权，开始办理房产证，办理时间一般12-18个月。
获取房产证	付款5%	确权完成，房产证办理成功；取证当天，客户须交清剩余5%楼款。

资料来源：越南铁成地产，华泰证券研究所

图表11: 交易税费

费用名	支付标准	支付方式	支付时间	备注
VAT 税	10%税	一般直接计入楼价		
物业维修基金	总楼价的2%		收楼时候上缴	
办证费	总楼款的0.5%	直接计入总楼价	办理房产证时	一般开发商代客户上缴
签约后缴纳税费	法律规定卖方2%销售所得税、买方0.5%登记税、开发商收取转名手续费约500-1000美元		签约后需要转名	需开发商同意，且到税务机关缴纳税费

资料来源：越南铁成地产，华泰证券研究所

开发商按照工程进度向施工方支付，投资者按照合同付款节点支付。在越南，按揭付款方式并非投资者贷款的主流方式，特别地，外国投资者不可采用银行按揭方式贷款购买房屋。对于业主而言，高档项目的可按揭比例（50%）远高于低档项目（10%），由此刺激高档项目消费。

图表12: 开发商与业主贷款方式对比

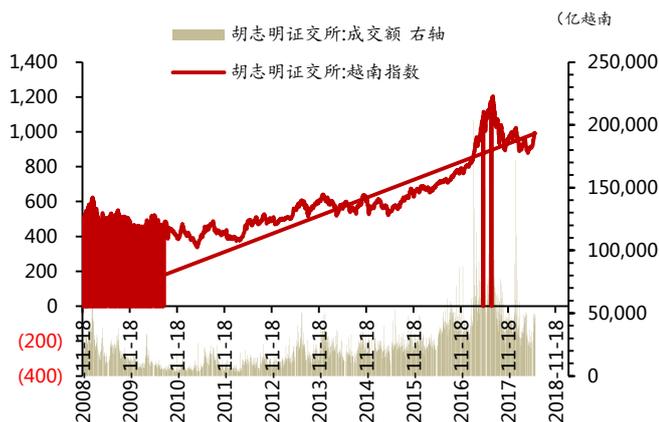
贷款种类	开发贷	按揭贷款
贷款额度	总投资额的50%-80%	合同款的70% 1、目前市场是按揭付款方式不是主流 2、外国人不可采用银行按揭方式
贷款期限	按工程进度	最长25年
贷款利率	第一年7%、第二年12%	7.5%-13% 一般可以有两种方式： 1、前两年按7.5%，后面按10%-13%； 2、可以采用固定利率，但需要和银行协商
支付方式	根据合同，按进度直接支付给施工方	按合同付款节点支付给开发商 备注：根据调研，高档项目采用按揭比例占总套数的50%、中档项目按揭比例30%、低档项目按揭比例10%
银行放款	按照开发商和客户签订合同里面的付款时间节点来进行放款 备注：跟国内一次性把贷款发放给开发商不同	
担保责任	若银行没有在节点内放款，将对业主和开发商的进行赔偿	
备注	每家银行的利率不一样，因为签订开发贷的时间和办理银行按揭时间中间时间较长，所以无法确定一个利率范围。前两年一般是固定利率	

资料来源：越南铁成地产，华泰证券研究所

证券业：流动性不足，但仍然存在投资价值与改善空间

证券市场整体规模有限，流动性不足。根据 Wind 数据，截至 2018 年 12 月 28 日，越南股市总市值约 1677 亿美元，IVS 判断越南股市日交易量约 120 亿人民币，正常交易日涨跌幅控制在 10% 以内。市场实际活跃交易的账号仅几个万个，不足注册账号的 5%。越南上市公司中，制造业企业占比最高，房地产、建筑也企业次之。越南证券市场流动性较弱，交投不活跃，且为 T+2 交易，实际资金到账 T+3。2020 年内可能实现胡志明交易所和河内交易所的合并，改为 T+1 交易，合并后将有效解决两所系统不兼容问题。

图表13：胡志明越南指数 2019 年有所反弹



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：越南河内交易所成交不够活跃



资料来源：Wind，华泰证券研究所

证券市场开放程度高，海外基金规模大

证券市场相对开放。越南的证券公司主要从事经纪业务，交易佣金费率约千分之一点五。此外证券公司可以开展融资融券业务，开具保函（类似于中国商业银行的保函）对股民贷款，利率超过 12%。银行下属五大证券公司都在开展投行业务，项目佣金 8-10 万元人民币。外国投资者可以凭借外国护照在当地证券市场或远程开户，也可以开设当地银行账户；公司开户相对麻烦，需要经过公证认证程序。越南重视实体经济，当地人投资基本集中于实业，实业也比较赚钱。目前越南中产阶级达到 300 万人，其证券市场类似于中国资本市场 15-20 年前的状态。

基金管理主要以海外为主，且规模较大。越南最大的基金资产管理规模超过 10 亿美金。比尔盖茨基金会在越南有 40 多家基金，最小的规模也超过千万美元。芬兰养老，瑞士信贷等国外金融机构纷纷在越南开展业务。中国的金融机构如平安资产、中民投也曾在越南考察，均有开展业务的意向。海外基金在越南的经营牌照价值较高。

研究业务相对欠缺。越南证券市场的研究信息不充分不完善，研究方法和结论比较粗浅，专业研究较少。对于资本运作、市值管理等方面研究尚且欠缺。

外资管制宽松，资金不断涌入。越南的资本市场资本可自由流动，对个人资本利得免税。随着一系列外资利好政策，外资不断涌入越南证券市场。

消费、银行板块估值较高，整体股息率水平较高

估值水平自危机后下降，消费、银行板块估值较高。根据调研纪要，目前越南股市整体动态 PE 估值约 13 倍，消费股和银行股达到 20 倍估值，建筑、房地产和电力行业均处于估值低位。根据调研数据，08 年金融危机及 13 年次贷危机之后，越南上市公司的估值自 30 多倍的高点跌落，13 年大量房地产公司倒闭，12 家银行倒闭；2018 年越南股市在连续五年增长后再次经历大跌。我们认为，越南的大型银行具有投资价值，由于银行普遍坏账较少，市场相对健康，流动性相对较好。据调研信息，18 年越南银行业业绩平均增速超过 30%，五大银行利润总额较大，股份制银行合计市值约几十亿美元。

倾向分红，股息率普遍较高。根据调研纪要，越南上市公司整体股息率比较高，超过 10 家上市公司的股息率超过 10%，有的公司股息率可以达到 50%、60%，甚至可能出现分红高于市值的情况，主要系越南的上市公司偏好现金分红，对于扩大再生产的考虑较少。

国泰君安国际拟收购 IVS，有望提升越南证券市场流动性。国泰君安国际计划增发新股以实现越南证券投资股份有限公司（IVS）控股，增资后持股 51%。IVS 是全牌照公司，市占率不到 1%，托管银行是 VIB。目前 IVS 的 PB 估值不足 1.1 倍，主要是流动性不足。目前国内手续基本完成，中国证监会已批准公告。国泰君安国际收购完成后，两个公司的交易系统将实现连通，如果越南证监会允许，投资者可以直接在香港系统交易越南股票。国泰君安国际拟收购 IVS 是收购海外证券公司的第一家，也是速度最快的一家，预计用时仅 1 年。

交易所：证券市场繁荣促进交易所稳步发展

基本面推动越南证券市场走向繁荣，促进河内交易所良性发展。2018年，越南GDP增速达到6.5%，通胀控制在3.5%，越南指数在4月份达到最高点1200点，日成交量达2.7亿美元。截至2018年底，越南两大交易所债市和股市的市值占GDP的比例高达99.3%。

相对于胡志明交易所，河内交易所上市和退市条件更为宽松。河内证交所成立于2005年，以为投资者提供安全稳定的交易平台为目标，交易对象包括债券、股票和衍生品，是一个综合性市场。交易所对公司上市实行审核制，审核的标准和要求包括：公司注册资本达到300亿越南盾、上一年盈利没有亏损、ROE大于5%等。公司上市第一天的发行价由以前的上市公司评估后，交易所进行审批，除了第一天交易允许涨跌幅20%，正常交易日涨跌幅控制在10%以内。交易所实行T+2交易，实际到账T+3。河内交易所的上市公司如果没有达到上市要求或需要转到胡志明交易所，则或从河内交易所退市。河内交易所目前还没有高科技公司上市，也没有类似于纳斯达克、科创板等的交易市场，但已在研究创业类公司的交易板块问题。截至2018年底，河内交易所共有上市公司381家，总市值达180亿美元，去年新上市18家、退市18家。

胡志明证交所成立于2000年，对上市条件要求更高，公司注册资本达到1200亿越南盾，同时满足更加严格的盈利和财务指标要求方可上市。截至2018年，胡志明交易所共有上市公司814家，总市值491亿美元，包括IBD，CMC等网络软件等高科技公司。Zalo等社交软件尚未上市。

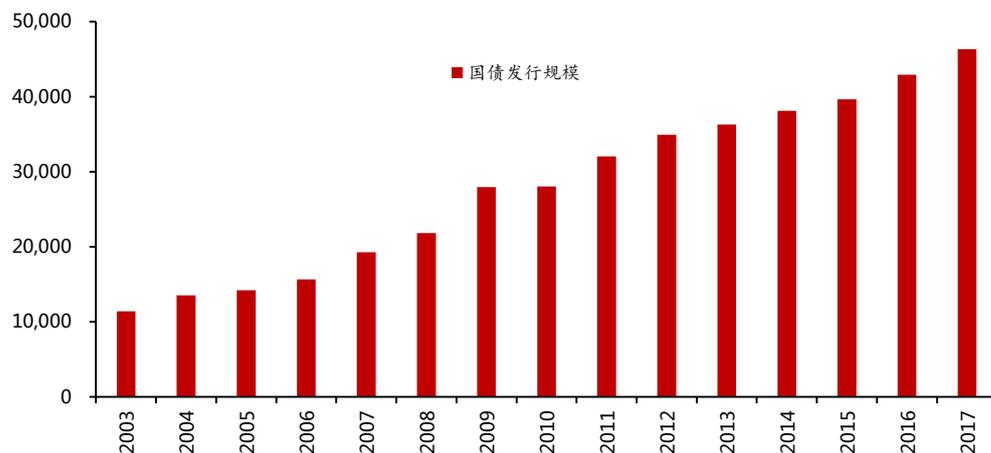
交易所对外开放程度高，外资风险较低。交易所对外国投资者开放程度较高。国外企业可以在越南上市。根据在河内交易所的调研，河内交易所共拥有200多万个投资者账号，其中2.7万个账号属于海外投资者，目前暂时没有中国企业上市。诸如证券、基金管理等不太敏感的行业，外资持股比例不受限制。对于电力、电信、银行、能源等关键特殊行业，具体限制比例由计划投资部规定，其中银行业外资持股不能超过30%。2018年，越南海外投资者在前沿市场投资额较大，达20亿美元，但由于发债主体是国家银行，国债以银行以及社会保险为主，风险不大，越南市场尚存在较大的发债空间。企业可以留用外汇，不必被强制全部结汇。此外，银行为企业提供了防止外汇风险的工具。越南央行每日公布基准汇率，企业和银行可按照该汇率，在3%幅度以内进行交易。

OTC交易减少。十年前，越南场外交易市场相对活跃。现在，越南成立了类似中国的新三板市场，OTC交易大幅减少。

债券市场以政府债券为主

2018年数据显示，越南债券市场年末市值占国内生产总值比值为24%，已成为政府重要的筹资渠道。从发债的主体来看，越南债券市场主要由国债、政府担保债券、组合式债券和公司债券等构成；从债券的计价单位来看，越南债券可分为本币计价债券和外币计价债券。

越南国债、政府担保债券和组合式债券一般统称为政府债券，政府债券发行流动量占越南债券市场总值的90%（2017年）。根据Wind、Bloomberg数据，截至2018年，越南政府债券仅通过承销发行，在河内证券交易中心上市交易时形成投标价。2017年越南政府债券市场总值仅占越南GDP的14%。其中，政府担保债券均由越南发展银行发行，越南社会政策银行和其他一些国有的代理承销机构根据越南总理的指示调配投资项目资金。债券到期支付的本息由政府支付给投资者。此外，大型国有商业银行是政府债券的主要持有者，并且所持有的债券基本不会流转至二级市场。

图表15： 2003-2017年越南国债发行规模（百万美元）


资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

公司债券起步晚并缺乏透明性

受限于越南政府于1994年颁布的Decree No.120/1994/ND-CP决议中对国有企业发债作出的相关规定，2006年以前越南企业极少发行公司债券。自从2006年起，越南公司法、越南债券法实施后，公司债券发行日趋活跃，其中一个主要原因是公司债券发行主体不再局限于国有企业和国有商业银行。公司债券发行主体扩大到私营企业和外资公司。同时，受银行业金融机构最低资产规模提高的政策影响，商业银行不断扩大债券发行规模，从而拉动了债券市场的发展。

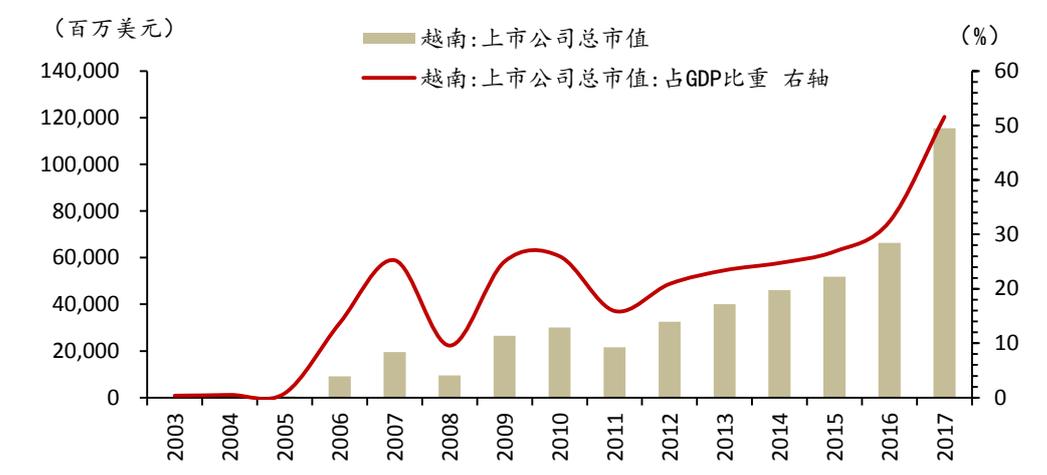
虽然越南公司债券市场发展迅速，但市场规模还非常小，如何实现平稳发展仍面临着诸多挑战。首先，根据目前的规定，绝大多数公司债券以非公开的私募形式发行，根据我国商务部越南参赞处资料显示，截至2011年底，仅有11只公司债券在证券交易中心登记交易，由于相关制度或机制缺位，难以保证债券交易信息披露和透明。因此，投资者很难获取公司债券市场中关于各只债券的规模、期限、利率和特别事项的信息。其次，越南国内没有信用评级机构，因此，绝大多数没有信用等级的越南公司债券在二级市场上缺乏流动性。与政府债券一样，投资者一般也是将公司债券持有至其到期日。第三，发行公司债券受宏观经济和货币政策情况的影响很大，越南经济发展的不确定性在一定程度上制约了公司债券市场的发展。

政府颁布新法令推动公司债券市场发展。2018年12月，政府颁布了第163/2018/ND-CP号法令，规范发行公司债券，取代2011年12月14日的第90/2011/ND-CP号法令，为企业通过发行债券筹集资金建立新的法律框架。新法令于2019年2月1日生效，旨在为企业创造有利条件，通过发行债券筹集资金，在宣传、透明和保护私人投资者利益的方向发展公司债券市场，一步一步扩大公司债券市场规模，减轻银行信贷融资负担。

股票市场流动性弱但发展潜力较大

截至2018年12月28日,越南股市总市值达3900万亿越盾(约合1677亿美元),较2017年底增长12.7%,相当于2017年GDP的79%和2018年GDP的72%。

图表16: 越南上市公司数量不断上升,总市值占GDP比重超过50%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

越南股票市场发展大致可分为以下三个阶段:

第一阶段(1990~1999年)越南证券交易市场成立以前。1990年,越南颁布了公司与私有企业法,同年,越南国有企业开始实施股份制改革。股份制企业的出现标志着越南股票市场的初步建立。

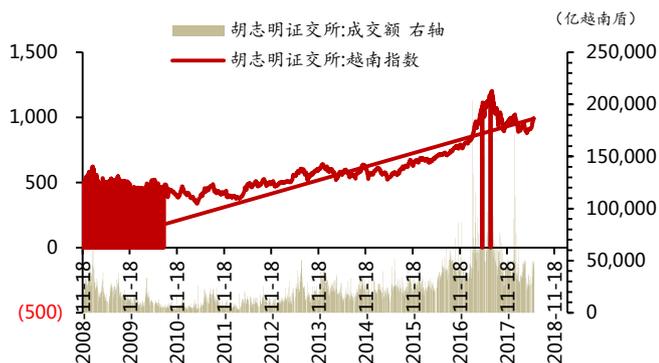
第二阶段(2000~2007年)越南两家证券交易市场的成立,越南股票市场从起步缓慢到跨越式发展。2000年,越南胡志明市证券交易中心正式开业,7家公司进入市场上市交易标志着越南股票市场进入实质性运作阶段,越南成为东盟10国中第7个建立证券市场的国家。为进一步推进越南国有企业股份制改革进程,2005年,河内市证券交易中心作为越南第二个股票市场正式开业,着重针对中小企业提供更为便利融资平台。越南股票市场前5年的发展速度并不快,远低于越南经济增长的速度。但根据我国商务部及越南证券交易所数据显示,到了2006年,越南股票市场迎来自市场开业以来最大规模的公司上市高峰,当年共有74家公司在胡志明市证券交易中心上市,超过前5年累计上市公司总数的2倍。与此同时,2006年年底,越南指数攀升至市场开业以来的最高点——809.86点,而在2005年年末,指数仅为307.5点。2007年越南加入WTO,在利好因素刺激下,越南证券市场呈现跨越式发展势头。2007年3月,越南指数更是接近1180点的历史高位。2003年10月到2007年3月,越南股票市场涨幅高达780%。

第三阶段(2008年至今)国际金融危机及后危机时期,越南股票市场发展减速并陷入低迷。2008年国际金融危机爆发,外国投资资本撤离沉重打击了发展迅猛的越南股票市场。2009年2月越南指数滑落到250点附近。根据越南两家证券交易所数据显示,截至2012年9月底,越南两家证券交易中心704支股票中的431支股票的价格跌破原始价,证券市场股票总市值减至344亿美元。不少上市公司撤离证券市场,一些正在申请上市的企业也纷纷撤离,越南大型国有企业放缓了股份制改革进程,使得越南股票市场发展陷入低迷。

政府推动国有企业股改上市。目前越南政府正在推行股权分置改革,强制要求国有企业股改后必须上市。没有“流动性”的股票(交易过少)缺乏详细的数据,造成两种情况,其一是好的公司没有成交量,分红的数值大于市值,没有人卖股票。其二是坏的股票流动性比较差。

股票流动性较弱，但在基本面支撑下仍具备一定投资价值。2018年，股市见证了自2008年全球金融危机以来惨淡的一年。在经历了连续五年的经济增长的同时，市场首次出现下跌。越南股票指数在2017年实现了48%的创纪录高增长，越南股票指数在4月10日创下1211点的历史最高点，但之后遭遇了27%的急剧下跌，在10月30日达到了888点的底部。我们认为，越南近十年经济增长速度较快，2018年经济增速下跌归因于外部冲击，如美中贸易紧张加剧以及全球央行加息趋势。相比于成熟的发达经济体，越南经济基础薄弱，股市发展并不成熟，因此当前股市流动性较弱，具体表现为交投不活跃，且为T+2交易。但考虑基本面的中长期支撑，越南股票市场具有一定投资价值。考虑美元未来逐步趋弱，越南股市作为资本回流新兴市场国家的承接主体也具备一定投资价值。

图表17：2009-2018年胡志明证交所成交额及越南指数



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表18：2009-2018年河内证交所成交额及河内指数



资料来源：Wind、华泰证券研究所

衍生品市场处于起步阶段

越南衍生品市场从2017年开始交易，目前尚处于起步阶段，截止2018年，根据调研得知，交易主体98%是散户，投资账户数量仅为6万，和200万的股票账户相比，衍生品交易占比不大。交易对象只有唯一一个股指期货，按照越南30指数交易，日交易仓位8万。未来衍生品市场计划推出新的产品，如国债期货和期权。

风险提示

越南输入性通货膨胀。越南是典型的外向型小型经济体，随着国际资本流入和制造业加速转入，越南国内可能面临流动性的大幅增长，进而导致资产价格走高，一定程度上带来通胀整体走高。

贸易摩擦事态升级冲击市场风险偏好。如果中美贸易摩擦超预期加剧，那么对风险资产将产生冲击，同时加大资产价格的波动率。地缘政治风险，中东局势恶化，局部区域爆发冲突。油价大幅上行，越南出现输入型通胀，央行连续加息冲击资产价格。全球总需求超预期下行。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com