

计算机

越南能承接智能制造供应链吗？

市场担忧越南会影响中国制造竞争力，越南对外贸易与制造景气短期景气加速，但仍以中低端加工组装为主。1) 越南对外贸易逐步景气加速，2022Q1 出口达 885.8 亿美元，同比增长 14.5%。贸易景气背后是越南承接电子零件、电脑及设备制造业为主的生产转移，2022Q1 出口额达 119.7 亿美元，同比增长 9.1%，占总出口比升至约 15%，出口结构改善。2) 中国制造外移均为中低端加工组装。基于正常的供给优化，少数外资厂商关闭在中国的工厂，并转向越南，部分中国厂商也开始在越南设厂生产。例如三星在 2019 年停止在中国的手机生产，并在越南建立其全球最大的智能手机生产厂，中国厂商如立讯、歌尔等也在越南设立工厂。但三星仍保留并持续在中国国内的高端产业投资，立讯和歌尔在越南的生产布局也多为加工组装等附加值较低的环节，对中国国内中高端制造的影响较小。3) 越南在高端制造发展、ICT 基础设施、数字化等方面，都与中国存在不小差距。根据世界知识产权组织的统计，2020 年越南高科技制造业占比为 29.9%，而中国则为 48.5%，并且越南在 ICT 基础设施上也明显弱于中国。同时，根据 CISCO 数据，相比中国。越南在中小企业数字化成熟度方面也相对较差。

中期来看，越南的比较优势或难以保持。越南在产业转移中的比较优势正在逐步减弱，各项成本不断上升。1) 越南人力成本不断提高，平均税后工资从 2014 年的 248 美元/月增至 2021 年的 505 美元/月，已接近中国中西部的水平。最低工资标准也不断提高，越南各地区 2022 年最低工资较 2015 年普遍提高 50% 以上，企业成本压力陡增。2) 越南房价与租金不断提高，2021 年城市中心外房价突破 1500 美元/平米，城市中心房价突破 2800 美元/平米，同时主要工业园区的租用率和租金水平都呈现提高趋势，并且越南房地产投资高涨，也将进一步推动生活居住与建厂投产成本快速上升。3) 越南廉政建设有待提高，在世行与第三方机构的评估中有关贪腐方面的评价较差，可能导致寻租滋生增加企业额外负担。

长期来看，越南制造或面临“低端锁定”，内循环相对不足。1) 以技术密集度较高的电子行业为例，越南目前处于附加值较低的组装加工环节，且在“低端锁定”下面临向中高端制造转型的困难。2) 从中国经验看，通过国内大市场提升需求对产品与服务的迭代，促进产业升级是突破“低端锁定”的可行解，但越南在 2020 年社零总额仅有中国的 3.7%，缺乏足够大的国内市场。此外，越南在以高速公路为代表的基建环节较为薄弱，2021 年前后高速公路密度仅约中国的 1/5，限制其沟通南北工业区，形成全国统一大市场。越南在高等教育上也与中国存在显著差距，导致整体社会创新能力不足，缺乏产业升级的内驱力。4) 越南国内电力存在短缺，多数年份存在 1000 gwh 以上电量缺口，需依赖净进口进行补足。5) 2022 年 5 月，标普对越南主权信用评级为 BB/B，未进入投资级，相对低的主权信用评级下，若在基建项目中引入外资，需承担更高的融资成本，此外，越南目前也削减了政府担保的增长，但也可能会影响基础设施项目的融资条件。

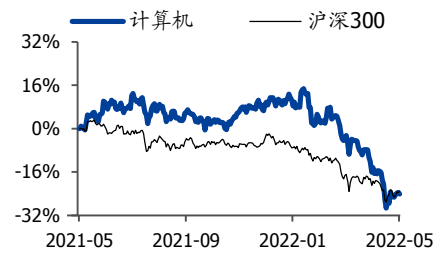
对外依存度处于高位，越南经济抗周期能力较弱。1) 2020 年，越南对外贸易依存度较高，达到 1.26，易受国际供应链与市场需求变化的影响，同时外资企业在其出口中占绝对主导，占比超过 70%，对外贸易对外资企业较为依赖。2) 越南外商直接投资占比逐年提高，全球货币紧缩周期下外资流出倾向提高，或干扰本国包括制造业在内的投资节奏。同时，2020 年，越南外债负债率高达 46%，远超国际公认安全线，美联储加息力度预期增强下债务风险较高，结合 2022 年 3 月加息以来，VN30 指数大幅下跌，越南对全球流动性的抗周期性较差。

投资建议：坚定对中国制造与数字化的信心。1) 汽车智能化：中科创达、德赛西威、经纬恒润、四维图新、东软集团等；2) 大安全：卫士通、奇安信、中国软件、深信服、安恒信息、天融信、中国长城等；3) 关键基础设施：纳思达、中科曙光、金山办公、浪潮信息、中国软件等。4) 产业数字智能：东方财富、朗新科技、国联股份、广联达、宝信软件、大华股份、中控技术、海康威视、恒生电子、中塑软件、卫宁健康、创业惠康、赛意信息等。

风险提示：经济下行超预期；贸易摩擦加剧。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

相关研究

- 《计算机：参考海外，看 A 股网安公司性价比》
2022-05-08
- 《计算机：国内信息技术创新巡礼》2022-05-08
- 《计算机：数字化 VS 经济周期》2022-05-03

内容目录

一、越南对外贸易与制造景气，中国制造外移压力有限	4
1.1 近年来越南出口表现亮眼，贸易顺差仍处较低水平	4
1.2 越南制造持续景气，经济贡献不断提升	5
1.3 越南对中国制造外移压力有限，高端制造、数字化等差距较大	6
二、成本快速上涨，越南的比较优势或难以长期保持	8
2.1 工资水平已接近中国中西部水平，人力成本压力正在提高	8
2.2 房价与租金持续高企，房地产投资大潮或持续抬升土地成本	9
2.3 廉政建设有待提升，可能诱发寻租等额外成本增加企业负担	10
三、越南制造或面临“低端锁定”，内循环相对不足	11
3.1 加工组装处于价值链低端环节，或面临“低端锁定”	11
3.2 国内市场较小，基建节奏较为缓慢	12
3.3 高等教育建设不足，创新匮乏或阻碍中高端转型与智能制造发展	14
四、对外依存度处于高位，越南经济抗周期能力较弱	14
4.1 对外贸易依存度高，外资企业在出口中占主导	14
4.2 外商投资依赖较强，外债负债率处于高位，全球紧缩或干扰投资节奏	15
投资建议	16
风险提示	16

图表目录

图表 1: 越南对外贸易进出口金额情况 (2016-2022Q1)	4
图表 2: 越南对外贸易顺差情况 (2016-2022Q1)	4
图表 3: 越南电子行业进出口情况 (2016-2022Q1)	5
图表 4: 越南电子行业进出口占比 (2016-2022Q1)	5
图表 5: 越南 GDP 与制造业产值 (2011-2020 年)	5
图表 6: 越南制造业产值占 GDP 比重 (2011-2020 年)	5
图表 7: 代表公司在越南的投资	6
图表 8: 中国与越南高科技制造业发展对比 (2020 年)	7
图表 9: 亚太地区中小企业数字化成熟度 (2020 年)	7
图表 10: 中国与越南 ICT 基础设施指数对比 (2014-2020 年)	8
图表 11: 主要东南亚国家平均税后工资 (2014-2021 年, 美元/月)	8
图表 12: 越南平均税后工资与 GDP 对比 (2014 年和 2020 年)	8
图表 13: 越南不同地区最低工资标准 (2015-2022 年)	9
图表 14: 主要东南亚国家城市中心外房价 (美元/平米, 2014-2021 年)	9
图表 15: 主要东南亚国家城市中心内房价 (美元/平米, 2014-2021 年)	9
图表 16: 越南房地产投资额及其 GDP 占比 (2011-2020 年)	10
图表 17: 主要东南亚国家治理能力评价指数 (2020 年)	11
图表 18: 主要东南亚国家清廉指数 (2012-2021 年)	11
图表 19: 越南计算机、电子和电气设备行业出口最终品与进口中间品情况 (2011-2018 年)	12
图表 20: 中国与越南国内市场规模对比 (2011-2020 年)	12
图表 21: 越南主要工业园区分布	13
图表 22: 越南发电量与净进口电量 (2011-2019 年)	13
图表 23: 中国与越南高等院校入学率对比 (2011-2020 年)	14
图表 24: 中国与越南每万人专利授权数 (2011-2020 年)	14

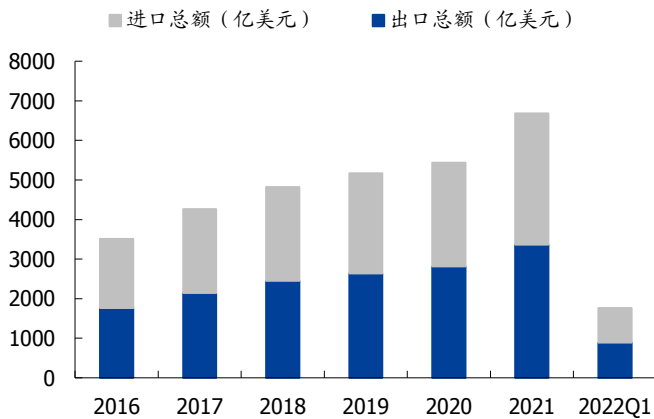
图表 25: 主要东南亚国家对外贸易依存度 (2011-2020 年)	15
图表 26: 越南出口外资占比 (2015-2022Q1)	15
图表 27: 主要东南亚国家 FDI/GDP (2011-2020 年)	15
图表 28: 主要东南亚国家外债余额/GDP (2011-2020 年)	15
图表 29: 越南 VN30 指数走势 (20190514-20220512)	16

一、越南对外贸易与制造景气，中国制造外移压力有限

1.1 近年来越南出口表现亮眼，贸易顺差仍处较低水平

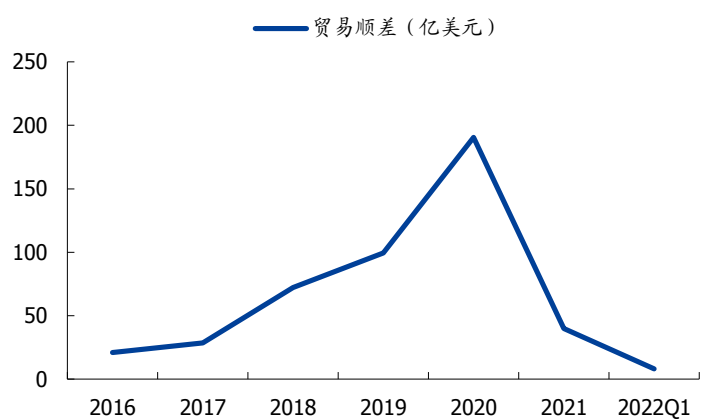
2022年第一季度越南出口表现亮眼，但贸易顺差仍然较低。1) 根据越南统计局数据，2022Q1越南对外贸易额达到1763.5亿美元，同比增长15.5%。其中出口达到885.8亿美元，同比增长14.5%，进口达到877.7亿美元，同比增长16.5%，考虑到疫情等影响，这一表现较为亮眼。但按照出口额减去进口额计算，贸易顺差仅有8.1亿元，贸易对经济增长的贡献有限。2) 从过去年份看，越南整体贸易发展势头良好，出口额从2016年的1144.3亿美元增长至2021年的3362.5亿美元，CAGR高达12.7%，而同期进口额则从1124.2亿美元增长至3322.5亿美元。CAGR达到12.8%。贸易顺差持续增加，但2021年受疫情影响封城长达数月，导致生产停滞，出口满足能力下降，顺差迅速下跌。

图表1: 越南对外贸易进出口金额情况 (2016-2022Q1)



资料来源: Wind, 越南统计局, 国盛证券研究所

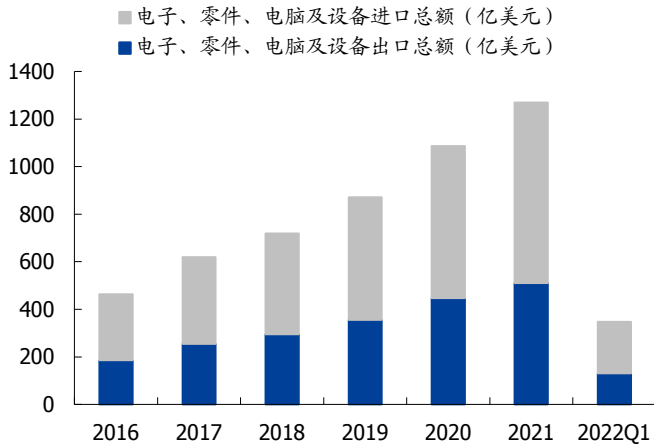
图表2: 越南对外贸易顺差情况 (2016-2022Q1)



资料来源: Wind, 越南统计局, 国盛证券研究所

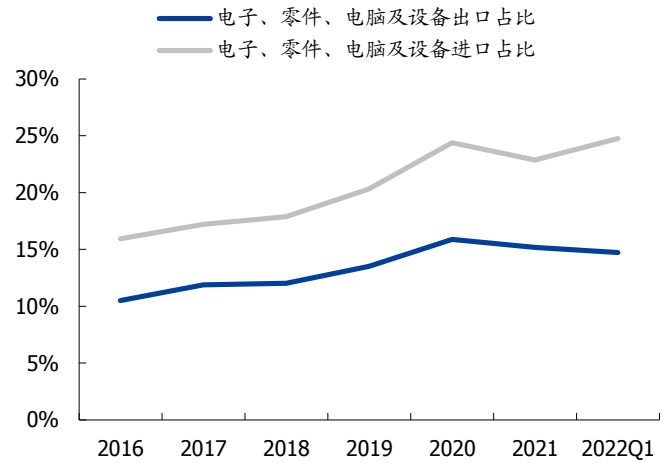
电子行业的贸易贡献显著提升，但贸易差额则有待改善。1) 自越南承接大量产业转移，其电子行业迎来长足发展，得益于零部件等中间品的大量进口，以及产成品的大量对外出口，行业贸易规模持续扩大，根据越南统计局数据，2022Q1电子零件、电脑及设备出口额达到119.7亿美元，同比增长9.1%，进口额达到167.9亿美元，同比增长29.4%，进口增速较快的原因，系越南在22Q1已经放松疫情管控，生产基本恢复，收到较多国外订单，出于备货需要进口大量零部件等中间品，同时叠加中国2022Q1疫情有所反复，部分订单转移到越南，进一步提高零部件备货需求。2) 从电子行业对贸易的贡献来看，无论出口还是进口，其比重都在逐年稳步上升，在2022Q1，电子行业出口占比已经达到14.7%，进口占比则达到24.8%。

图表3: 越南电子行业进出口情况 (2016-2022Q1)



资料来源: Wind, 越南统计局, 国盛证券研究所

图表4: 越南电子行业进出口占比 (2016-2022Q1)

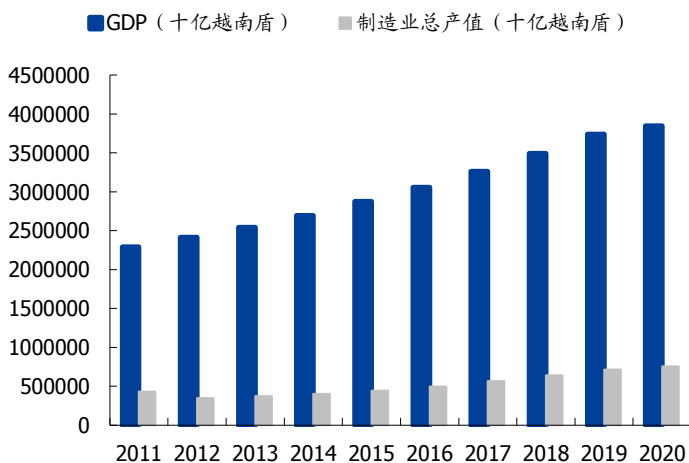


资料来源: Wind, 越南统计局, 国盛证券研究所

1.2 越南制造持续景气, 经济贡献不断提升

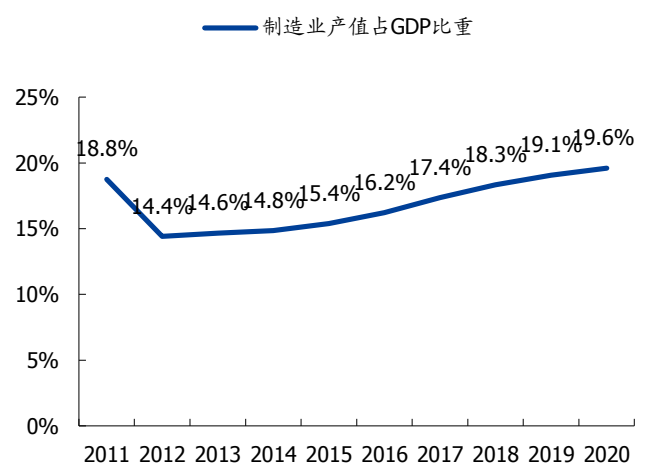
越南制造业发展持续景气, 经济贡献不断提升。1) 亮眼的贸易表现背后是越南制造业的持续景气。2020年,越南制造业生产总值达到753.9万亿越南盾,同比增长达到5.8%,而2011-2020年期间CAGR达到6.4%,呈现持续景气。2) 而与之相比,2020年越南GDP达到3847.2万亿越南盾,同比增长2.9%,增速相较过去十年的复合增速5.9%有明显下滑,同时也远小于制造业产值增速。由此,制造业对越南的经济贡献也在不断提升,目前其产值占比已接近20%,预计中短期内仍然将作为经济增长的重要引擎。

图表5: 越南GDP与制造业产值 (2011-2020年)



资料来源: Wind, 越南统计局, 国盛证券研究所

图表6: 越南制造业产值占GDP比重 (2011-2020年)



资料来源: Wind, 越南统计局, 国盛证券研究所

1.3 越南对中国制造外移压力有限，高端制造、数字化等差距较大

少数外资厂商关闭中国低端制造工厂转向越南，部分中资厂商也在越南投资生产。2019年，三星关闭中国惠州工厂，停止在中国的手机组装生产，而根据公开新闻显示，截至2020年8月，三星在越南有六家工厂，其中两家为全球最大的三星智能手机生产厂，同时到2020年2月，三星对越南总投资规模已达到193亿美元。中国本土企业立讯精密也在2016年设立越南公司，并在2019年在越南新设两家，同时在2020年对其进行增资，歌尔股份则在2012年在越南成立子公司歌尔电子（越南），并在2019年设立歌尔科技（越南），进一步扩大了中国本土企业在越南的制造布局。

图表 7: 代表公司在越南的投资

公司	主要事件
三星	1) 2019年关闭中国惠州工厂，停止在中国的手机组装生产。据三星称，在华产业布局符合中国政府指导方向的高端制造产业，截止2019年10月在华高端产业投资金额超200亿美元，今后也将持续在华进行高端产业的投资。 2) 截至2020年8月，三星在越南有六家工厂，分别位于北宁省、太原省和胡志明市，其中两家为全球最大三星智能手机生产厂和一家为东南亚最大家用电器生产厂。三星集团（越南）为三星的全球生产基地；2022年2月，三星决定对越南太原省项目增资9.2亿美元，至此三星在越南总投资规模达到193亿美元。
立讯精密	2016年，立讯精密使用自有资金2100万美元，在越南北江省越安县光州工业区投资设立越南立讯。2019年，立讯以自有资金不超过0.7亿美元在越南义安省兴源县兴西社越南-新加坡工业园区投资建设立义安立讯，同年设立云中立讯。2020年，立讯精密对上述三家公司分别增资不超过0.83亿美元、0.7亿美元、3亿美元。
歌尔股份	2012年，歌尔声学 with TRAVICECO, LTD 共同出资成立歌尔电子(越南)有限公司，其中歌尔声学出资320万美元，占80%股权。2019年，歌尔股份成立歌尔科技（越南）有限公司。
富士康	富士康母公司越南鸿海集团自2007年开始投资越南，已在越南设立多家公司。截至2020年12月，该集团在越南的投资总额已达15亿美元。富士康自2019年起正式在越南生产苹果iPad和笔记本电脑。

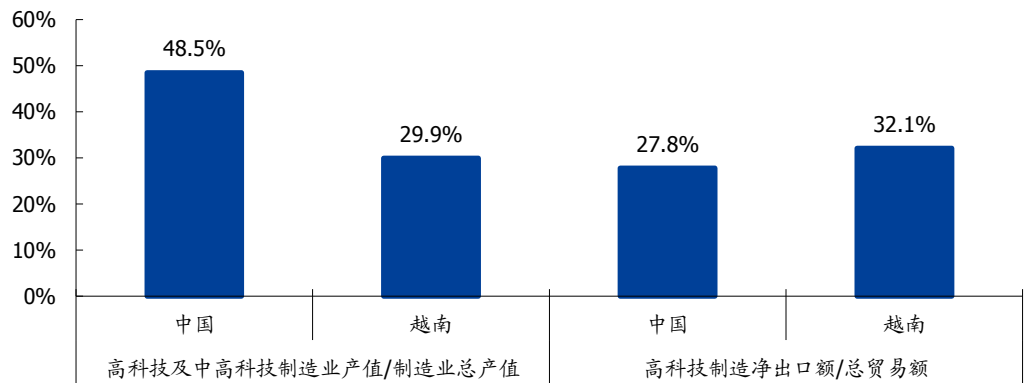
资料来源：央视网，中国商务部，立讯精密公司公告，歌尔股份公司公告，国盛证券研究所

保留中国高端产业投资，大多低附加值环节外移，整体压力有限。尽管面向越南的产业转移可能造成中国本土制造的流失，但综合来看，外移压力整体有限。一方面，以三星为例，其暂停在中国的手机生产业务后，仍保留对高端产业的大规模投资，高端制造受影响较小；另一方面，本土企业在越南设立公司，往往从事附加值较低的环节，例如立讯越南便主要生产经营连接线、连接器、电脑周边制品等，同时从商务部公开新闻来看，立讯和歌尔在越南的公司承接苹果耳机的组装。

与中国相比，越南在高端制造、数字化、ICT基础设施等存在较大差距。

- 中国与越南在高端制造业发展程度上差距较大。高端制造业是具有高技术含量与高附加值的行业。根据世界知识产权组织发布的《全球创新指数报告》看，2020年中国高科技制造业占比达到48.5%，而越南则仅有29.9%。而从贸易看，越南的高科技制造进出口占贸易额比例较高，可能与两国国内市场大小有关。

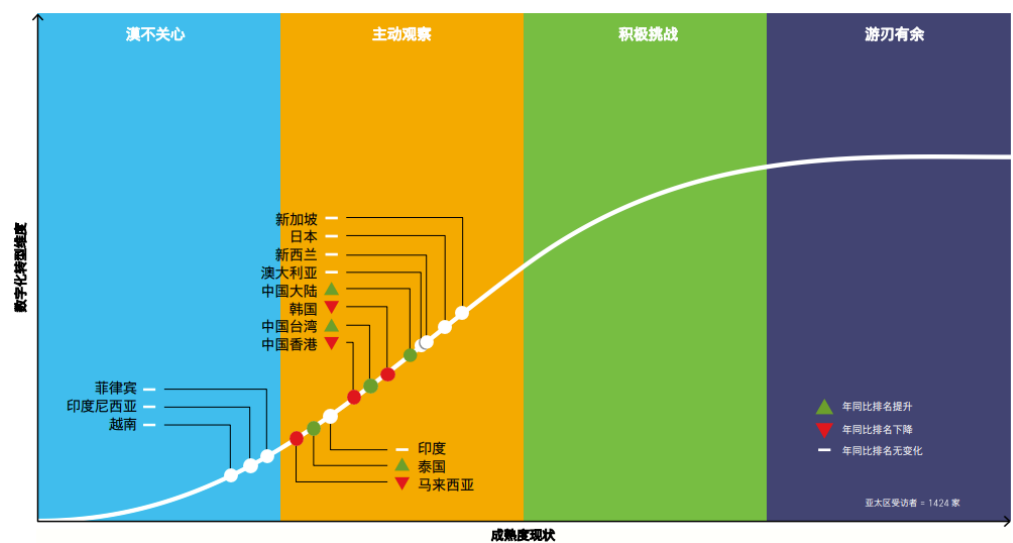
图表 8: 中国与越南高科技制造业发展对比 (2020 年)



资料来源: 世界知识产权组织, 国盛证券研究所

- 中国与越南在中小企业数字化成熟度方面存在较大差距。根据 CISCO 发布的《2020 年亚太区中小企业数字化成熟度报告》，中国与越南中小企业数字化成熟度存在较大差距。相比 2019 年，中国大陆、中国台湾的排名有所上升，而中国香港则有所下降，越南成熟度居末尾，且排名较 2019 年没有变化。

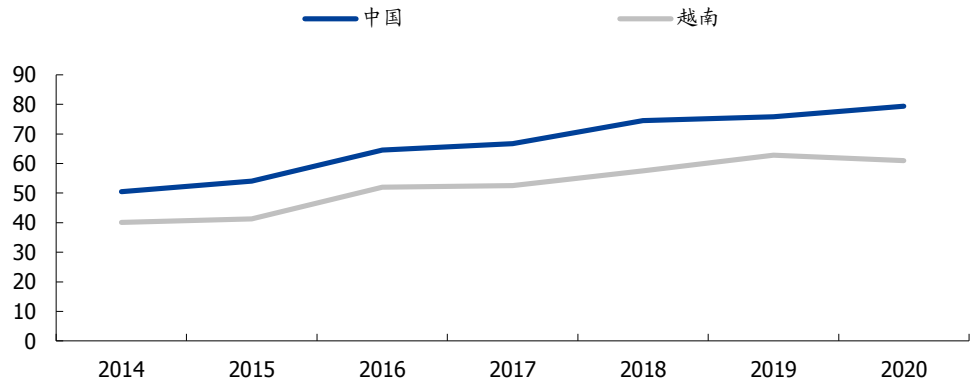
图表 9: 亚太地区中小企业数字化成熟度 (2020 年)



资料来源: CISCO, 国盛证券研究所

- 中国与越南在 ICT 基础设施方面存在较大差距。根据世界知识产权组织发布的《群全球创新指数报告》，中国与越南的 ICT 基础设施评价指数方面有较大差距，2020 年中国的该指数为 79.4，而越南则为 61.0，且从过往年度看，两国也始终保持了稳定的差距。

图表 10: 中国与越南 ICT 基础设施指数对比 (2014-2020 年)



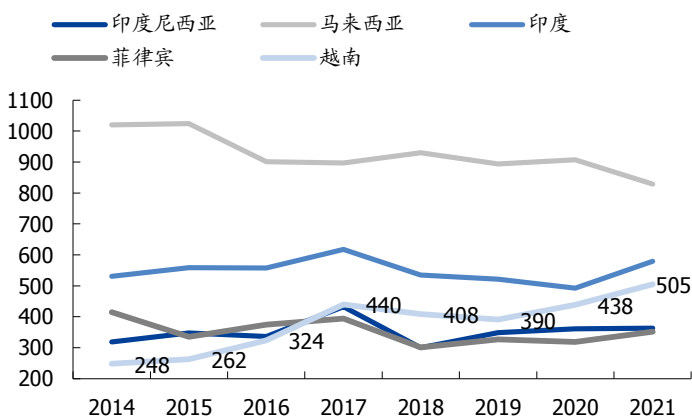
资料来源: 世界知识产权组织, 国盛证券研究所

二、成本快速上涨, 越南的比较优势或难以长期保持

2.1 工资水平已接近中国中西部水平, 人力成本压力正在提高

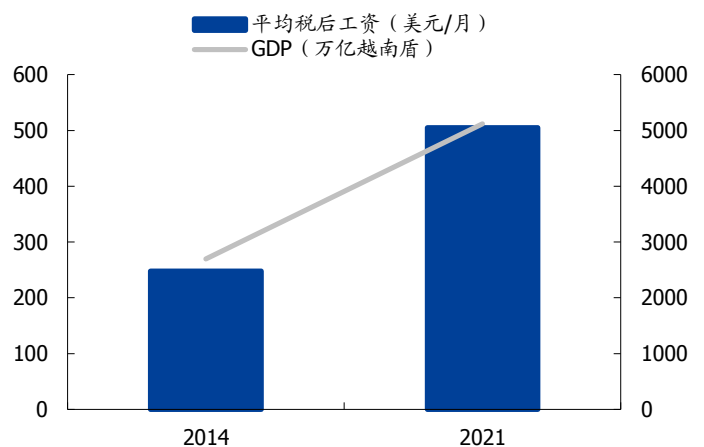
工资水平接近中国中西部水平, 超过 GDP 增速将消耗人力成本红利。1) 越南较低的人力成本是其承接产业转移和发展制造业的重要区位优势, 但从近年看, 这一优势在不断削弱。根据 Numbeo 的统计, 2014 年, 越南平均税后工资水平为 248 美元/月, 低于印度、印尼、菲律宾等东南亚或南亚国家, 人力成本优势相当明显。而到 2021 年, 其平均税后工资水平已经达到 505 美元/月, 反超印尼、菲律宾等国, 已接近中国中西部地区同期的工资水平, 根据中国国家统计局数据, 2020 年, 在中国的中部和西部地区, 城镇私营单位就业人员平均工资分别为 50510 人民币/年和 48861 人民币/年。2) 从增速看, 2014-2020 年, 越南平均税后工资水平的 CAGR 为 10.7%, 同时期 GDP 的 CAGR 为 9.6%, 超过 GDP 增速增长的工资水平, 将持续消耗越南的人力成本优势。

图表 11: 主要东南亚国家平均税后工资 (2014-2021 年, 美元/月)



资料来源: Numbeo, 国盛证券研究所

图表 12: 越南平均税后工资与 GDP 对比 (2014 年和 2021 年)



资料来源: Numbeo, Wind, 越南统计局, 国盛证券研究所

最低工资标准不断抬升，企业成本压力提高引发抗议。1) 近年来，越南的最低工资标准也在不断提高，不同地区 2022 年的最低工资标准相较 2015 年都提升了 50%以上，这为人力成本的持续向上提供支撑。2) 与此同时，企业面临更大的成本压力，联合阻止薪资上调方案。据越通社报道，2022 年 4 月，越南国家工资委员会通过新的最低工资标准上调方案，自 2022 年 7 月起，将不同地区的工人最低月薪分别上调 18 至 26 万越盾，打破此前每年 1 月调整最低工资标准的惯例，此方案发布后，日本在越企业协会、越南水产加工出口协会、越南纺织协会、越南电子企业协会等八家单位代表越南企业界联名“上书”政府总理，建议上调时间推迟至 2023 年 1 月。

图表 13: 越南不同地区最低工资标准 (2015-2022 年)

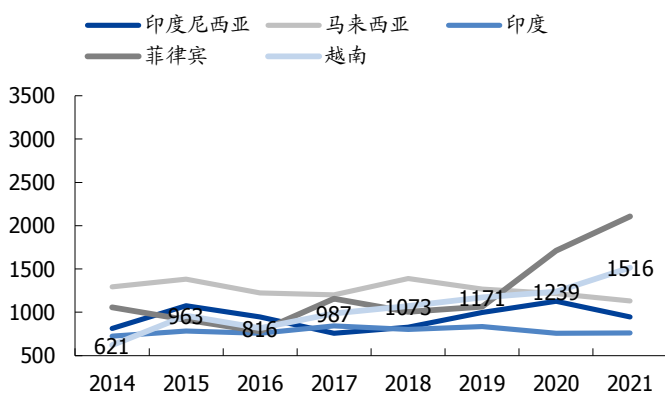
万越南盾/月	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2022H1	22H2
第一地区	310	350	375	398	418	442	468
第二地区	275	310	332	353	371	392	416
第三地区	240	270	290	309	325	343	364
第四地区	215	240	258	276	292	307	325

资料来源: 越南中国商会, 驻越南社会主义共和国大使馆经济商务处, 国盛证券研究所

2.2 房价与租金持续高企，房地产投资大潮或持续抬升土地成本

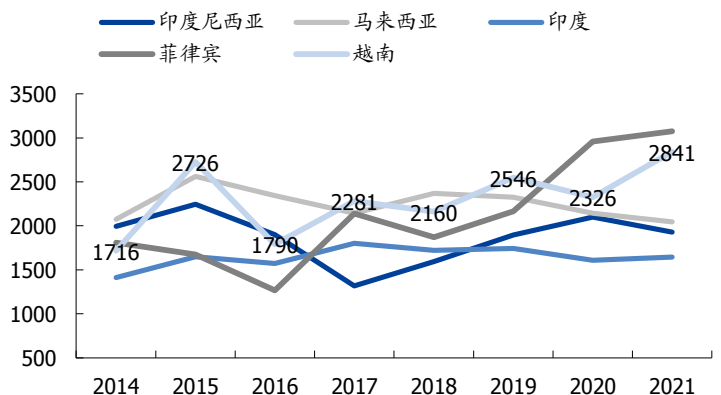
城市房价与工业区租金持续高企，生活居住与建厂投产成本快速上升。1) 近年来，越南房价也在城市居住需求、资本投资等因素驱动下迎来高增。根据 Numbeo 的数据，2021 年越南城市中心外房屋均价为 1516 美元/平米，2014-2020 年 CAGR 为 13.6%，而城市中心内房屋均价为 2841 美元/平米，2014-2020 年 CAGR 为 7.5%。2) 与此同时，在制造业发展的需求刺激下，工业区租用率与土地租金也在不断提高。根据越通社的报道，截至 2021 年 1 月，北部 5 个工业省市（河内、北宁、兴安、海阳、海防）从 2019 年以来成立的工业区平均租用率同比增加 2.1%，达 89.7%。南部 4 个工业省市的租用率也达到 87%，同比增加 2.5%。同时，海防、北宁、海阳等北部工业区及胡志明市、同奈、隆安等南部工业区土地租金同比增加 20%至 30%。工业区租金的提高，将直接增加制造业生产的成本。

图表 14: 主要东南亚国家城市中心外房价(美元/平米, 2014-2021 年)



资料来源: Numbeo, 国盛证券研究所

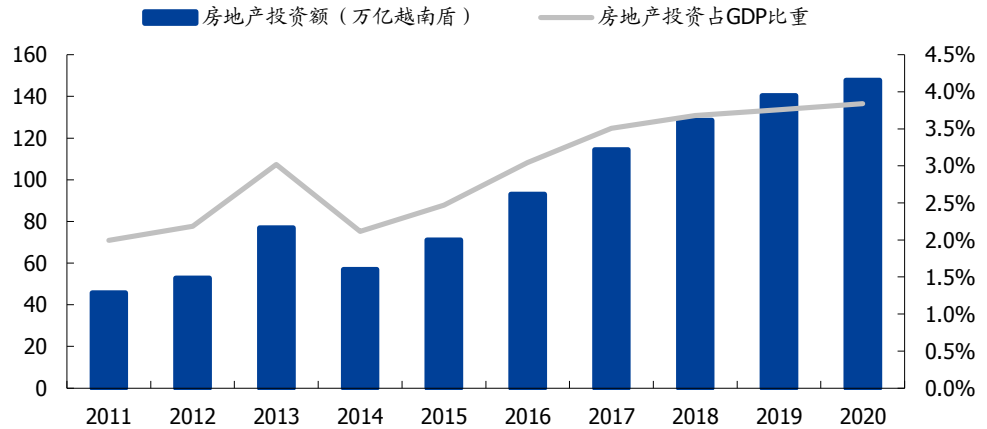
图表 15: 主要东南亚国家城市中心内房价(美元/平米, 2014-2021 年)



资料来源: Numbeo, 国盛证券研究所

房地产投资节奏加快，外资注入或持续抬升土地成本。1) 2020年，越南房地产投资额达到147.7万亿越南盾，同比增长5.2%，2011-2020年CAGR为13.9%，远高于同期GDP的复合增速，投资节奏加快，也将进一步带动地价、房价、土地租金等上涨。2) 从外资投向来看，根据来源为中国驻胡志明市总领事馆经济商务处的新闻报道，2020年前10月，越南外商协议投资总额达234.8亿美元。仅房地产领域的外资有近34.6亿美元，占比14.7%，同比增长约15%，外资投资热情持续高涨，也将持续抬升土地成本。

图表 16: 越南房地产投资额及其 GDP 占比 (2011-2020 年)

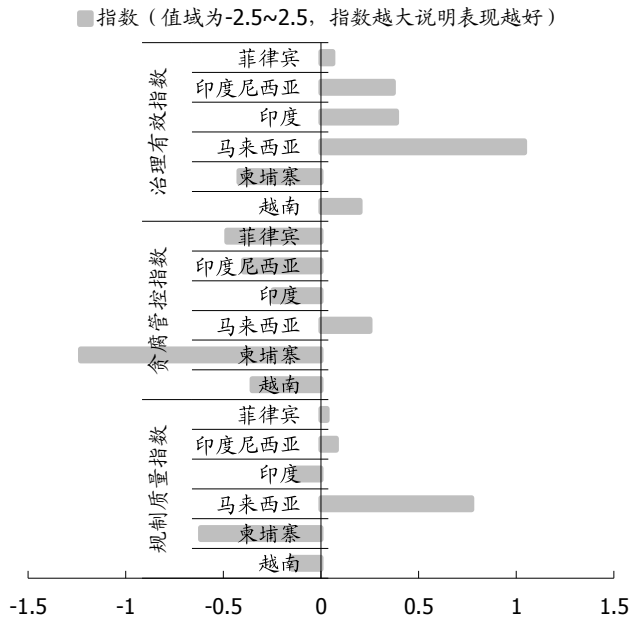


资料来源: Wind, 越南统计局, 国盛证券研究所

2.3 廉政建设有待提升，可能诱发寻租等额外成本增加企业负担

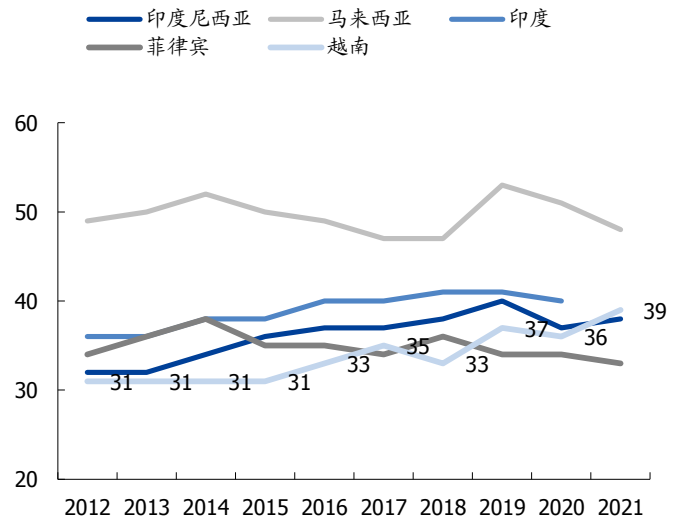
越南政府贪腐管控较差，可能诱发寻租等增加企业负担。1) 政府治理效率是保障营商环境稳定、产业政策落实的重要条件，根据2020世界银行对主要国家治理指数的评估，越南的治理有效性指数为0.2（统计区间为-2.5~2.5，指数越大说明表现越好，下同），规制质量指数为-0.1，皆处于主要东南亚国家中游水平，治理效率相较同区域国家未见有明显优势。2) 政府贪腐管控效率会影响企业在生产经营中的额外成本，贪腐管控较差，将引起寻租行为。根据世界银行的数据，2020年，越南的贪腐管控指数仅有-0.4，处在较低水平。而从Transparency International公布的各国清廉指数看，2021年越南的清廉指数仅为39，处在较低的水平，也说明其贪腐现象仍比较严重。

图表 17: 主要东南亚国家治理能力评价指数 (2020 年)



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

图表 18: 主要东南亚国家清廉指数 (2012-2021 年)



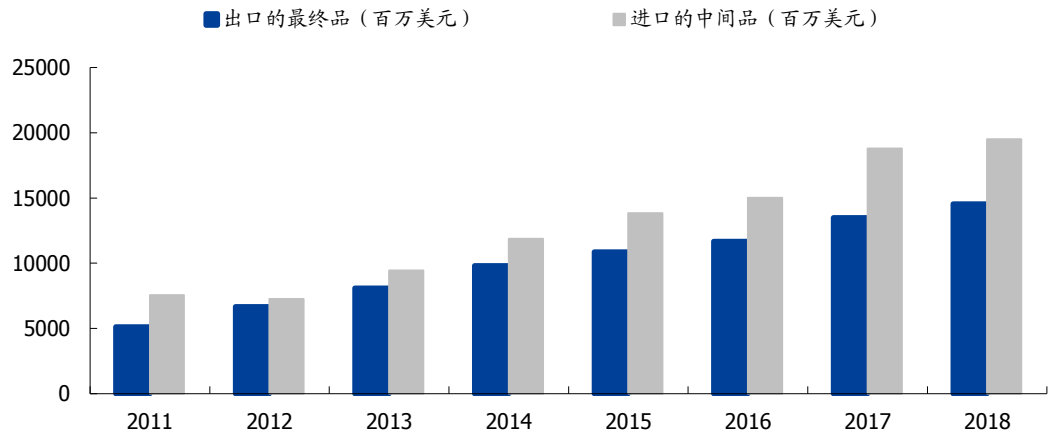
资料来源: 前瞻数据库, Transparency International, 国盛证券研究所

三、越南制造或面临“低端锁定”，内循环相对不足

3.1 加工组装处于价值链低端环节，或面临“低端锁定”

电子行业制造以加工组装为主，处于价值链分工较低环节，或面临“低端锁定”。1) 以技术密集程度较高的电子行业为例，根据 OECD 的贸易平衡表数据，2018 年越南计算机、电子和电气设备行业的最终品出口额为 145.4 亿美元，而中间品进口额为 195.2 亿美元，越南自其他经济体大量进口中间品并进行加工组装，而后将最终产品出口到海外消费市场。由此可见，越南仅参与这一行业生产过程中的低端环节，随着中间品进口额和最终品出口额的扩张。2) “低端锁定”表示发达经济体在参与全球价值链分工时利用其对核心技术向发展中经济体施压，将发展中经济体限制在全球价值链低端环节。结合越南当前在全球电子制造行业中的分工地位，考虑到自身对贸易与外资的依赖程度，其也可能面临“低端锁定”。

图表 19: 越南计算机、电子和电气设备行业出口最终品与进口中间品情况 (2011-2018 年)

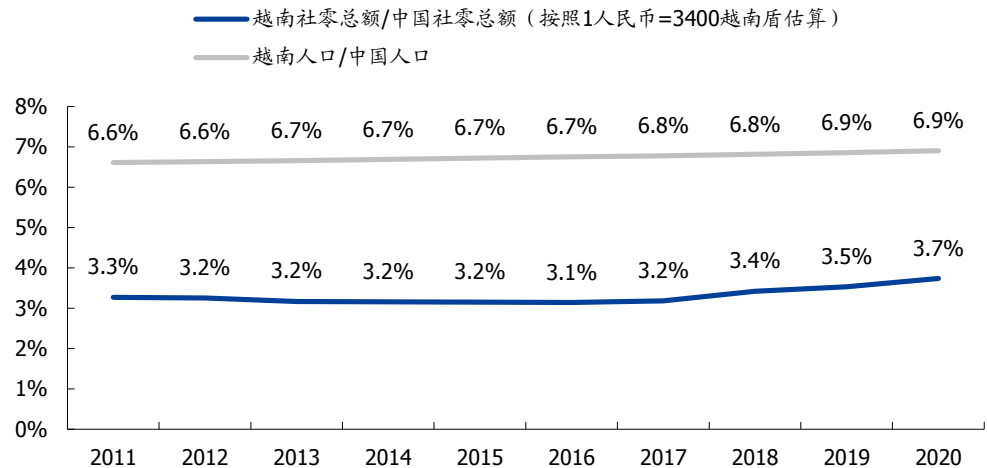


资料来源: OECD, 国盛证券研究所

3.2 国内市场较小, 基建节奏较为缓慢

国内市场整体较小, 需求驱动产业升级的能力可能较弱。中国的发展经验表明, 国内市场规模对于本国自主创新至关重要, 也是突破“低端锁定”的关键。2020年, 越南的社会零售总额仅为中国的 3.7%, 而其人口也仅有中国的 6.9%, 缺乏足够大的国内市场, 因而也难以有效通过下游需求的满足“倒逼”产品与服务的迭代, 促进制造业的产业升级与创新。

图表 20: 中国与越南国内市场规模对比 (2011-2020 年)



资料来源: 越南统计局, 中国国家统计局, 世界银行, 国盛证券研究所

越南高速公路建设比较薄弱, 或影响内循环。 1) 越南国土形状狭长, 北部临近中国, 南部则靠近港口, 因此大多工业园区也集中分布在南部与北部两个地区。包括物流、供应链、技术外溢等南北工业体系间的交流需建立在便利的陆上交通基础之上。2) 根据 2021 年 6 月越南交通运输部发布的文件, 2021 年越南全国仅建成高速公路 1200 公里, 并花费了 20 年时间, 其目标到 2025 年全国建成高速公路约 3000 公里, 到 2030 年建成约 5000 公里, 目标实现难度较大。对比中国, 根据中国国家统计局数据, 2020 年中

国高速公路总里程数为 16.1 万公里，密度约为 167.7 公里/万平方公里，而根据世界银行数据，越南国土面积为 31.01 万平方公里，2021 年前后越南高速公路密度约为 38.7 公里/万平方公里，密度仅约中国全境的 1/5。越南交通基础设施的薄弱，可能导致其区域间协作交流能力减弱，同时也无法形成统一的国内大市场，不利于制造业的创新发展与产业升级。

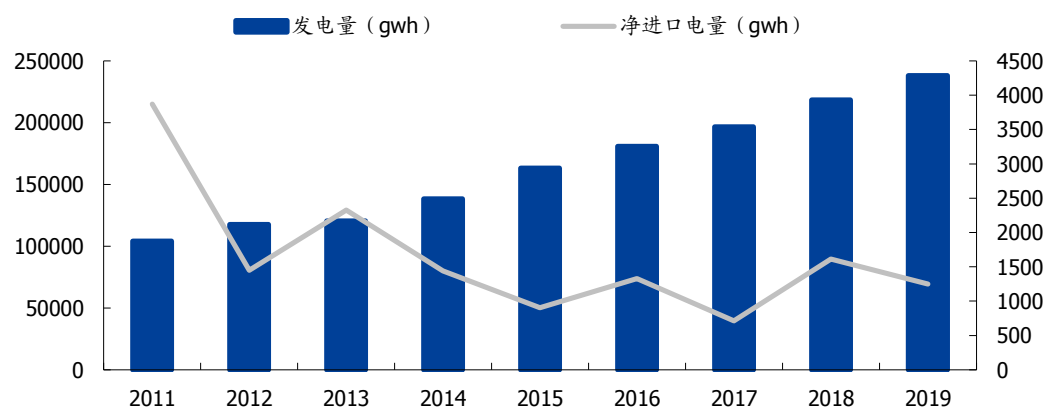
图表 21: 越南主要工业园区分布



资料来源:《越南工业区空间格局及产业发展特征》，国盛证券研究所

国内电力供给存在短缺，依赖电力进口。根据国际能源署（IEA）的数据，2019 年越南终端用电量为 238025 gwh，同比增长 9.2%，其中，工业用电量为 113595 gwh，同比增长 7.3%，占比达到 54.3%。尽管总发电量达到 238025 gwh，同比增长 9.0%，但扣除电厂自用电、线损等因素，仍存在 1249 gwh 的缺口，需净进口方式补足。从过往年度看，这一缺口始终存在，并大多保持在 1000 gwh 以上规模，越南电力供给存在短缺。

图表 22: 越南发电量与净进口电量 (2011-2019 年)



资料来源: IEA, 国盛证券研究所

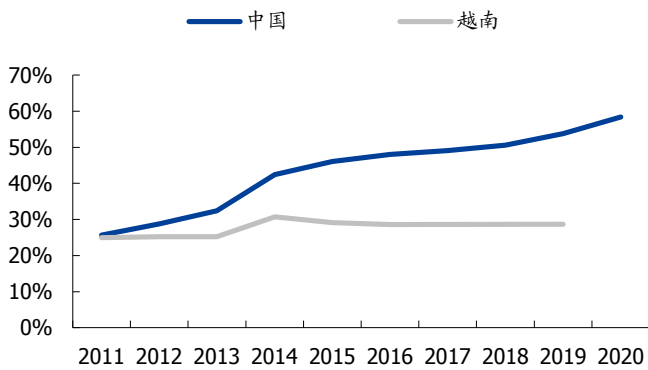
主权信用评级未达投资级，或影响外资流向基建的意愿，政府担保削减或影响融资条件。根据标普在 2022 年 5 月的评级报告，越南的长期主权信用评级为 BB，短期主权信用评

级为B，未进入投资级别。较低的信用评级水平下，由于基建项目的回收周期一般较长，因此会降低外资对该领域项目的意愿，或要求更高的投资回报，提高融资成本。同时，在标普评级报告中也指出，越南政府目前已成功削减政府担保的增长，但这也可能会影响到基础设施项目，特别是发电项目的融资条件。

3.3 高等教育建设不足，创新匮乏或阻碍中高端转型与智能制造发展

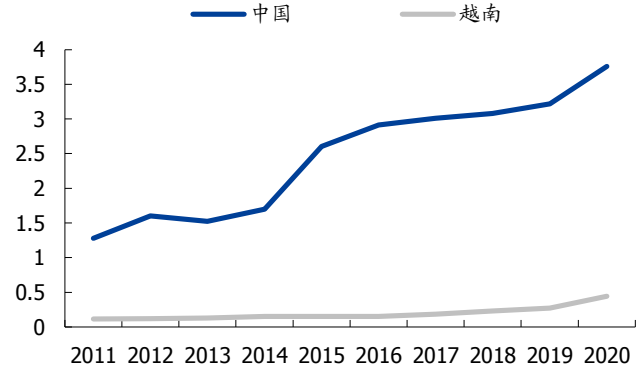
高等教育建设不足，社会创新能力相对匮乏。1) 根据越南统计局数据，2019年，越南高等教育学校数量为237所，而根据中国国家统计局和教育部的数据，中国高等教育学校数（包括普通高等学校和成人高等教育学校）达到2956所，越南不足中国的1/10。此外，从高校入学率来看，2011年前后，越南与中国基本相仿，但到2020年，中国高校入学率已经达到58%，而越南则仅有29%，叠加两国巨大的人口基础差异，人才储备的差距也在逐步扩大。2) 社会创新能力看，2020年，中国每万人专利授权数量达到3.76件，远超越南的0.44件，且从发展趋势看，这一差距还在不断扩大。创新能力的不足，也可能导致技术攻坚能力的提升，造成制造业向中高端与智能化转型的过程面临阻碍。

图表 23: 中国与越南高等院校入学率对比 (2011-2020 年)



资料来源: Wind, 世界银行, 国盛证券研究所

图表 24: 中国与越南每万人专利授权数 (2011-2020 年)



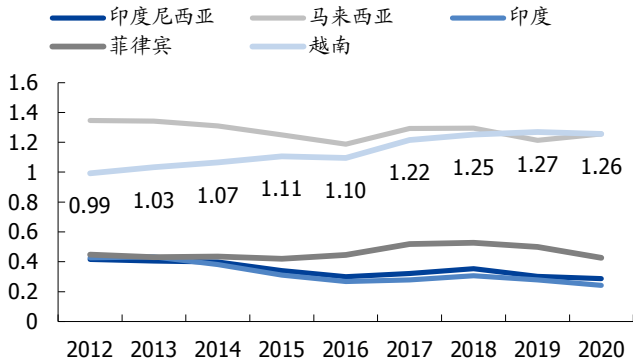
资料来源: Wind, 世界知识产权组织, 世界银行, 国盛证券研究所

四、对外依存度处于高位，越南经济抗周期能力较弱

4.1 对外贸易依存度高，外资企业在出口中占主导

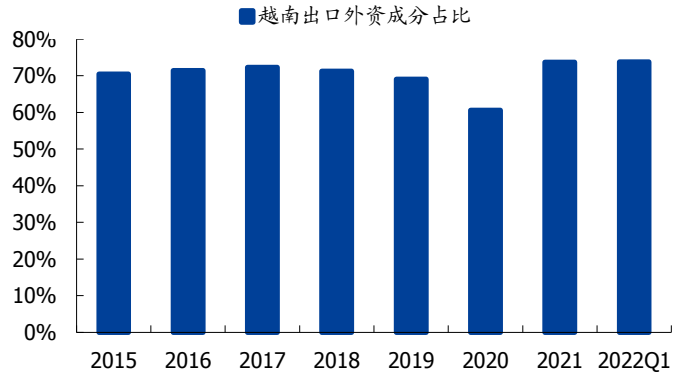
对外贸易依存度处于高位，出口中外资企业占主导。1) 对外贸易依存度可表示一国经济对贸易的依赖程度，可以进出口总额/GDP进行计算。2020年，越南对外贸易依存度达到1.26，在主要东南亚国家中处于高位，且从趋势看，仍在逐年上升。一旦来自海外的供应链或市场需求出现波动，将对越南本国经济稳定产生影响。2) 在越南的出口中，外资成分较高，有接近七成的出口来自外资企业，在经济高度依赖对外贸易的情况下，越南对外资企业的依赖程度也会提高。

图表 25: 主要东南亚国家对外贸易依存度 (2011-2020 年)



资料来源: Wind, 联合国贸易和发展会议, 世界银行, 越南统计局, 国盛证券研究所

图表 26: 越南出口外资占比 (2015-2022Q1)



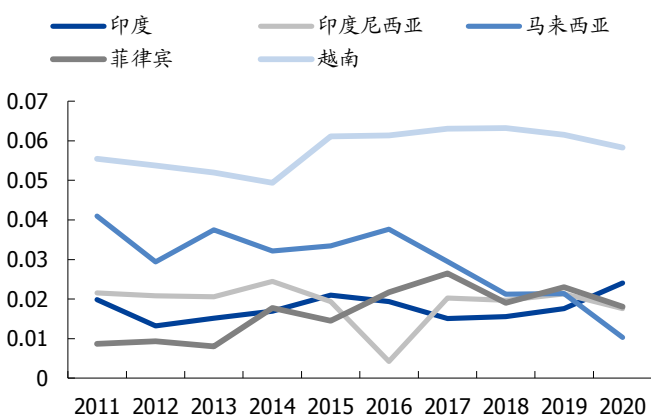
资料来源: Wind, 越南统计局, 国盛证券研究所

4.2 外商投资依赖较强, 外债负债率处于高位, 全球紧缩或干扰投资节奏

外商投资占 GDP 比重逐年提高, 全球紧缩周期下或干扰国内制造业投资节奏。2020 年, 越南 FDI 占 GDP 比重达到 6%, 处在较高水平, 且整体看处于持续上涨的趋势。而在当前欧美主要国家货币紧缩的背景下, 叠加美国通胀压力持续攀升, 加息预期逐渐增强, 国际资本流入美元资产的可能性变大, 可能导致越南国内外资流出倾向增强, 进而干扰到越南本国包括制造业在内的投资节奏。

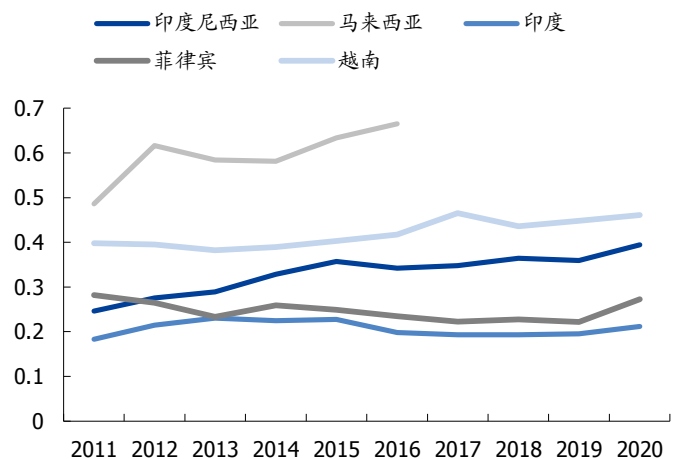
外债负债率超过国际公认安全线, 美联储加息预期下债务风险较高。2020 年, 越南外债负债率达到 46%, 远超国际公认安全线 20%, 同时在东南亚国家也处在相对较高的水平, 且整体仍然呈现稳步上升的趋势。这也反映出越南过往采用了举债发展经济的做法, 当前美联储加息预期逐渐增强下, 债务风险也可能逐渐增大。

图表 27: 主要东南亚国家 FDI/GDP (2011-2020 年)



资料来源: Wind, 联合国贸易和发展会议, 世界银行, 国盛证券研究所

图表 28: 主要东南亚国家外债余额/GDP (2011-2020 年)

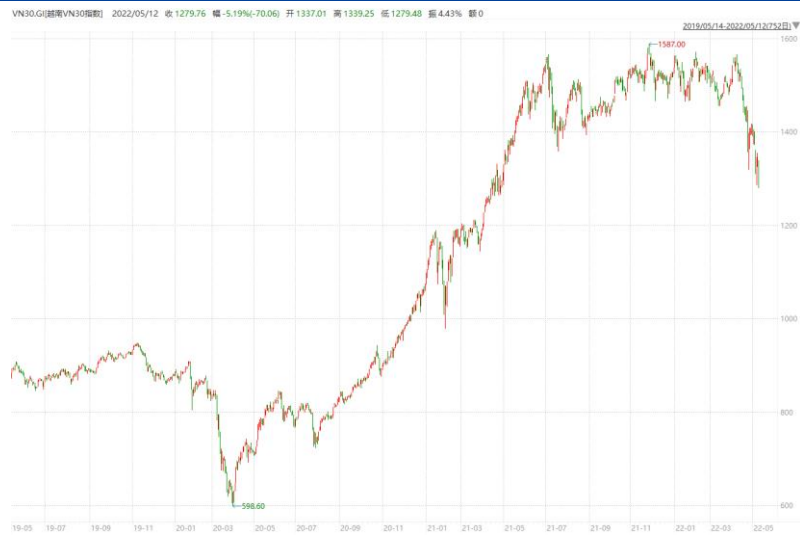


资料来源: Wind, 世界银行, 国盛证券研究所

越南 30 指数受美联储加息影响迅速向下, 对全球流动性的抗周期能力较弱。越南股市在 2020 年至 2021 年上半年表现强劲, VN30 指数经历迅速上涨, 区间最大涨幅超过 150%。而在 2022 年 3 月以后, 受美联储加息的影响, VN30 快速下滑, 跌幅已接近 20%, 对

国际流动性比较敏感，对全球流动性的抗周期能力较弱。

图表 29: 越南 VN30 指数走势 (20190514-20220512)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议

坚定对中国制造与数字化的信心。

- 1) 汽车智能化: 中科创达、德赛西威、经纬恒润、四维图新、东软集团等;
- 2) 大安全: 卫士通、奇安信、中国软件、深信服、安恒信息、天融信、中国长城等;
- 3) 关键基础设施: 纳思达、中科曙光、金山办公、浪潮信息、中国软件等;
- 4) 产业数字智能: 东方财富、朗新科技、国联股份、广联达、宝信软件、大华股份、中控技术、海康威视、恒生电子、中望软件、卫宁健康、创业惠康、赛意信息等。

风险提示

经济下行超预期: 宏观经济面临下行压力，可能影响企业整体投资力度。

贸易摩擦加剧: 贸易摩擦特别是科技制裁影响相关行业发展。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com