



# ASIA

## MONTHLY

アジア・マンスリー

### 2021

### 12月号

(2021年12月13日発行)



# CONTENTS



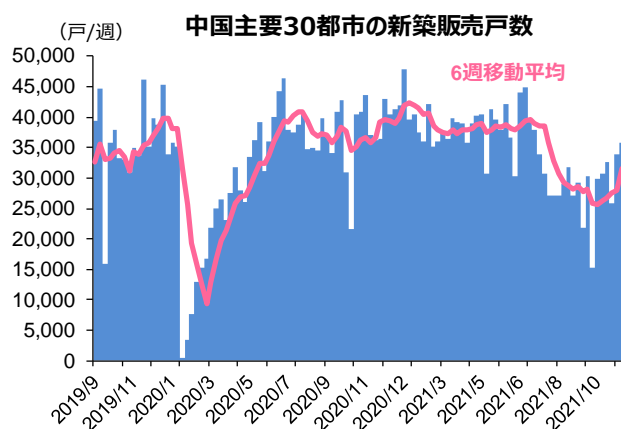
- **マーケット動向**.....2~3  
中国本土市場/香港市場/ASEAN市場
- **トピックス**.....4~6  
中国は新型電力システムの構築を加速  
中国IT企業の7~9月期決算概要  
インフレ警戒の一方でアジアの連携強化目立つ
- **コラム**.....7  
ベトナムの経営者 <後編>
- **銘柄研究**.....8~10  
天津中環半導体  
歌爾 [ゴアテック]  
ベトナム乳業 [ビナミルク]
- **統計データ**.....11

中国

## マーケット動向 中国本土市場 ● 柳 林

11月の中国本土市場では、上海/深センCSI300指数は-3.1%とやや軟調の展開だった。電力不足や資源高が一段落したことでエネルギーと素材関連セクターは下げに一転した一方、太陽光と風力、EV、軍需、電力設備などの高成長セクターに資金が流入した。また、景気テコ入れ期待や割安感から、金融や不動産、消費関連セクターも株価底打ちの兆しが見られた。グロース株が多い深セン総合指数は一時的に年初来高値を更新するなど、政策シグナルが明確になるまで脱炭素や国産化を軸にグロース優位の展開が続くそうだ。

李克強首相は中国経済が下押し圧力に直面しているとの認識を示しており、昨年末以来の過剰債務削減に終止符が打たれることが示唆される。11月に入ってから住宅ローンの実行が加速し、不動産デベロッパーによる社債発行も正常化に向かうなど、不動産引締めは政策の修正局面を迎えている。これに伴って、11月の主要30都市の新築販売戸数は、前月より約2割増と持ち直しつつある。当面、ジャンク債市場にはデフォルト懸念が燻るものの、システムック・リスクは後退しているように思われる。年末に向けて輸出の底堅さと消費の持ち直しが見込まれるため、中国経済は大きな政策転換にまで至らなくても今年8%成長を達成しそうだ（1～9月期のGDP成長率は9.8%）。



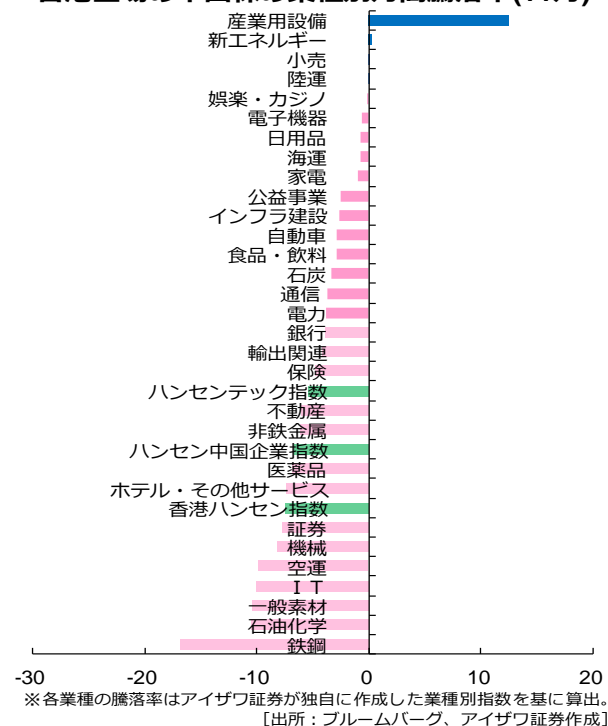
香港

## マーケット動向 香港市場 ● 王 曦

11月の香港株式市場は、中国当局によるデータ税導入観測や不動産債務懸念、新型コロナウイルスの感染対策強化に伴う景気減速などが嫌気され、香港ハンセン指数と中国企業指数はそれぞれ-7.5%と-6.6%と大幅に下落した。香港メインボードの1日あたりの売買代金は、前月比1%増の1315億香港ドルと、10月に次いで今年2番目の低水準を記録した。

業種別の月間騰落率を見ると、11月は電気自動車向けパワー半導体（IGBT）の国産代替期待が高まり、その主要メーカーである中車時代電気（香港：3898）の株価が約38%上昇して「産業用設備」の株価指数を押し上げた。一方、「鉄鋼」は不動産・インフラ向けの鋼材需要の減少懸念、「石油化学」は原油価格の下落がそれぞれ悪材料視され、これら指数の構成銘柄であるアンガン・スチール（香港：347）やペトロチャイナ（香港：857）などの株価が大きく下落した。

香港上場の中国株の業種別月間騰落率(11月)





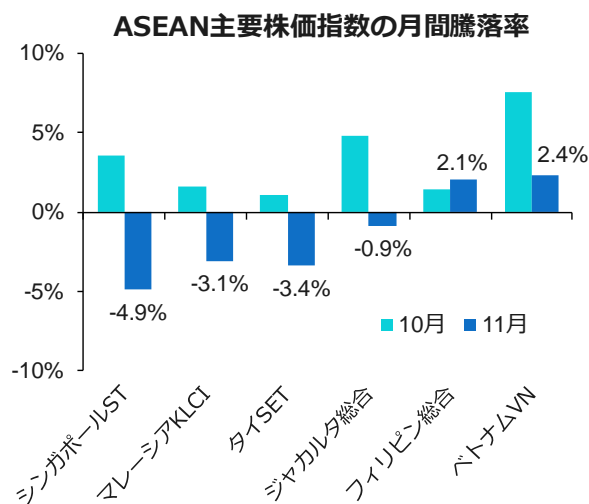


## マーケット動向 ASEAN市場 ● 明松 真一郎

ASEANでは、多くの国で2021年半ばあたりをピークに新型コロナウイルス禍が沈静化していたが、11月末あたりからオミクロン株の流行が世界経済を不安定化させている。オミクロン株の影響については現時点では未知数ながら、世界的に最悪の状況からは脱していると思われる。ただ、国ごと、企業ごとで見ると、置かれている状況に格差があり、今後、国や企業の実力が明確に出てきそう。

主要株価指数の11月の月間騰落率を見ると、ベトナム株が+2.4%と好調で、史上最高値更新が続いている。その他のASEAN各国は、フィリピンが+2.1%、インドネシアが-0.9%、タイは-3.4%とまちまちの動きであった。今後はさらに国ごとの格差が広がることになりそう。

今後の注目点は国ごとに若干異なる。最も回復が早いと見られているのが、電子機器産業の競争力が相対的に高いマレーシアとベトナムだ。半導体やコンピューター部品の需要は底堅く、早い時期に本格回復すると予想される。タイでは主力産業の一つである自動車産業において、自動車用半導体不足により生産遅れが目立っている。景気回復の重石となりそう。また、フィリピンでは食品価格の上昇を主要因としたインフレが目立っており、2022年前半にも利上げに踏みきるのではないかと見られている。2022年5月に予定されている大統領選挙を含めて、インフレがフィリピン経済の不安定要因になりうると思われる。



【出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成】

主要株価指数	2020年 騰落率	2021年 11月末	年初来 騰落率	実績 PER	予想 PER	時価総額 (百万米ドル)	為替レート (11月末)
NYダウ工業株30種	7.25%	34,483.72	12.67%	19.23	17.73	53,060,202	1米ドル= 113.170 円
日経平均株価指数	16.01%	27,821.76	1.38%	15.86	16.88	6,545,899	—
上海総合指数	13.87%	3,563.89	2.61%	15.17	13.09	12,736,618	1元= 17.704 円
香港ハンセン指数	-3.40%	23,475.26	-13.79%	9.46	11.68	6,045,547	1香港ドル= 14.514 円
ハンセン中国企業指数	-3.85%	8,368.49	-22.07%	7.52	9.61		
韓国総合株価指数	30.75%	2,839.01	-1.20%	13.20	10.26	2,053,868	100ウォン= 9.526 円
台湾加権指数	22.80%	17,427.76	18.29%	14.22	13.24	2,186,443	1台湾ドル= 4.076 円
シンガポールST指数	-11.76%	3,041.29	6.94%	19.88	13.98	433,769	1シンガポールドル= 82.915 円
FTSEブルサマレーシアKLCI指数	2.42%	1,513.98	-6.96%	14.32	15.43	401,500	1リンギット= 26.809 円
タイSET指数	-8.26%	1,568.69	8.23%	18.85	18.32	535,469	1バーツ= 3.357 円
ジャカルタ総合指数	-5.09%	6,533.93	9.28%	25.19	18.26	562,380	100ルピア= 0.789 円
フィリピン総合指数	-8.64%	7,200.88	0.86%	23.71	21.23	279,589	1ペソ= 2.247 円
ベトナムVN指数	14.87%	1,478.44	33.93%	17.51	17.36	337,406	100ドン= 0.497 円
イスラエルテルアビブ35種指数	-10.95%	1,863.85	24.34%	16.05	11.35	295,720	1シエケル= 35.889 円

※時価総額は各国・各地域の市場全体の時価総額を記載 【出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成】



## 中国は新型電力システムの構築を加速

● 柳林

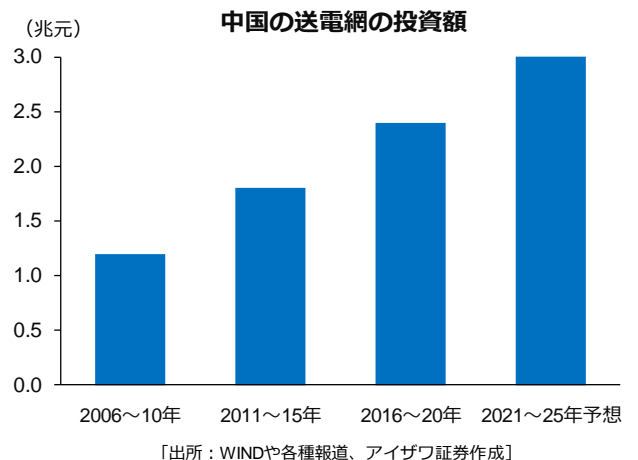
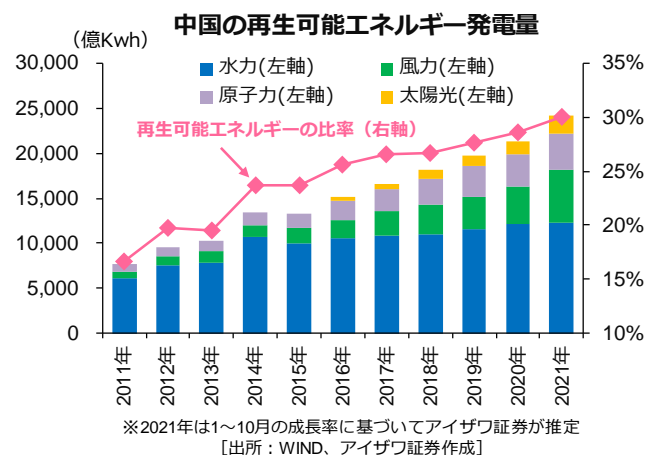
### ● 電力不足は中国のエネルギー構造転換を促す契機に

今年3月、2030年までに二酸化炭素の排出ピークアウトと2060年までに排出実質ゼロという「3060目標」の達成に向けて、習近平指導部は「再生可能エネルギーを主体とした新型電力システムの構築」を指示した。11月24日、習近平主席主催の会議で「全国統一の電力市場体制の構築加速に関する指導意見」が採択された。8月以来の電力不足は、当局の強力な介入によりその影響が和らいでいるが、中国のエネルギー構造転換を加速させる契機になっている。それに向けて具体的な取り組みとして、10月から電力取引価格の自由化を全ての火力発電と商工業に適用し、電気料金の変動幅を拡大して電気大量消費業種の料金の上限を撤廃するなど、停滞気味だった電力価格の自由化が一気に加速した。一方で、再生可能エネルギーは地方政府に課したエネルギーの消費量と強度コントロールの二重制御目標「双控」から条件付きで除外されたほか、地域間にまたがる大規模なグリーン電力取引も推進されている。また、中国のゴビ砂漠で太陽光や風力を中心に1億キロワット（三峡ダム5倍）に上る大規模なプロジェクトの建設が始まるなど、再生可能エネルギー向けの投資は衰えることなく一段と加速している。

### ● 2021～25年の送電網投資は約3兆元に達する見通し

中国の一次エネルギー消費と発電容量のうち、石炭の割合がそれぞれ50%と60%強を占めているため、中国にとって脱炭素は電力業界の脱石炭であるといっても過言ではない。中国の再生可能エネルギーの発電比率はほぼ年に1ポイントずつ上げられており、2030年には現在の30%弱から45%以上に高まる見通しだ。中国の「新型電力システム」は、再生可能エネルギーを中心に水素や蓄電、電気自動車、デジタル化などの要素を組み合わせで作られるもので、気候変動などにも適応できる強靱な電力供給体制と考えられる。その構築にあたって、再生可能エネルギーの供給を安定させることと、地域間送電・蓄電能力の増強によって出力カーブをならすことが必要不可欠である。

送電網の増強を図るために、中国送電大手である中国南方電網（未上場）は、第14次5か年計画（2021～25年）における投資額を2割増の6700億元に引き上げ、同社を含む中国全体の送電網投資は約3兆元に上ると推定される。また、国家エネルギー局は蓄電能力不足の解消策として、中国の揚水蓄電能力を2020年の約3000万キロワットから2025年に2倍、2030年に4倍にそれぞれ引き上げると発表した。今後、脱炭素の道筋として「新型電力システム」向けの投資拡大が見込まれ、発電設備メーカーの東方電気（香港：1072）や送電設備メーカーの国電南端科技（上海A：600406）、風力発電大手の龍源電力（香港：916）などが恩恵を受けると予想される。





## 中国IT企業の7～9月期決算概要

● 王 曦

### ● 主要IT企業の7～9月期決算は赤字決算が目立った印象

2021年11月、中国主要IT企業の7～9月期決算が出揃い、各社は概ね売上高が堅調に推移した一方、純損益の赤字（調整後ベースで減益）が目立った印象だ。各社の純損益が落ち込んだ主な要因としては、①新規事業向けの先行投資でマーケティング費や一般管理費、研究開発費などが膨らんだほか、②中国当局のIT規制によって投資先企業の株価が大幅に下落し、多額の投資評価損が生じたことが挙げられる。決算発表後の株価反応を見ると、ゲーム事業がプラス成長を維持したテンセント（香港：700）とネットイース（香港：9999）、ユーザー数を伸ばしたJDドットコム（香港：9618）とクアイショウ（香港：1024）は前向きな評価が得られた。一方、業績を下方修正したアリババ・グループ（香港：9988）と利益率が低下した美团点评（香港：3690）、好決算にもかかわらずユーザーの伸びが鈍化したピンドウオドゥオ（米国：PDD）は成長の持続性に対する懸念が高まり株価の大幅下落につながった。

### 中国主要IT企業の2021年7～9月決算の概要

決算発表日	銘柄名	銘柄コード	売上高	純損益	調整後純損益	主な決算内容
11月10日	テンセント・ホールディングス	香港：700	1423.7億元 (+13.5%)	395.1億元 (+2.5%)	317.5億元 (▲1.7%)	ウィーチャットの月間アクティブ・ユーザー数は前年同期比4%増の12.6億人に拡大。売上高の約3割を占めるゲーム収入は同8%増に減速。クラウド・モバイル決済好調、広告低調。販管費増と出資先企業の赤字が利益を圧迫。
11月16日	ネットイース	香港：9999	221.9億元 (+18.9%)	31.8億元 (+6.1%)	38.6億元 (+5.1%)	事業別の売上高は、オンラインゲームが前年同期比15%増、オンライン教育が同55%増、イノベーション及びその他が同26%増。主力のゲーム事業は堅調。当局による規制強化を受け、義務教育向けビジネスを売却する予定。
11月17日	バイドゥ	香港：9888 米国：BIDU	319.2億元 (+13.1%)	▲165.6億元 (赤字転落)	50.9億元 (▲27.2%)	バイドゥアプリの月間アクティブ・ユーザー数は4～6月の5.8億人から6.1億人に拡大。クラウドなど非マーケティング収入が前年同期比76%増と好調だった一方、動画配信は伸び悩み。販管費増と投資評価損が利益を圧迫。
11月18日	アリババ・グループ・ホールディング	香港：9988 米国：BABA	2006.9億元 (+29.4%)	53.7億元 (▲81.3%)	285.2億元 (▲39.4%)	全世界の年間ユーザー数は12.4億人と、4～6月に比べて6200万人の純増。ネット通販とクラウドが堅調だった一方、海外向けの先行投資拡大と投資評価損が利益を圧迫。通期売上高見通しを前年比20%～23%増に下方修正。
11月18日	JDドットコム	香港：9618 米国：JD	2187.1億元 (+25.5%)	▲28.1億元 (赤字転落)	50.5億元 (▲9.2%)	過去12か月間のアクティブ・ユーザー数は前年同期比25%増の5.5億人に拡大。ネット通販、物流と不動産、共同購入事業はいずれも堅調。一方、物流や新事業向けの先行投資拡大と投資評価損が利益を圧迫。
11月23日	クアイショウ・テクノロジー	香港：1024	204.9億元 (+33.4%)	▲70.9億元 (赤字縮小)	▲48.2億元 (赤字拡大)	クアイショウアプリの月間アクティブ・ユーザー数は前年同期比20%増の5.7億人に拡大。投げ銭収入が減少した一方、広告とライブコマースの収入は高成長を維持。海外市場開拓と研究開発向けの投資が膨らんだため赤字に。
11月26日	ピンドウオドゥオ	米国：PDD	215.1億元 (+51.3%)	16.4億元 (黒字転換)	31.5億元 (+575.4%)	同社の月間アクティブ・ユーザー数は前年同期比15%増の7.4億人に拡大。広告収入と取引収入が好調に推移した一方、商品販売収入は大幅減収に。コストを抑えて黒字転換したものの、売上高とユーザーの伸び率は大幅に鈍化。
11月26日	美团点评	香港：3690	488.3億元 (+37.9%)	▲99.9億元 (赤字転落)	▲55.3億元 (赤字転落)	同社のユーザー数は前年同期比40%増の6.7億人に拡大。主要事業は増収を維持したものの、コスト増でフードデリバリー事業の利益率は低下。新事業向けの投資拡大と投資評価損、独禁法違反の罰金で大幅な赤字に。

※売上高と純損益の下にあるカッコ内の数値は前年同期比の変動率、調整後純損益は株式報酬や投資評価損益など一時要因を除く純損益。【出所：各社の開示資料、各種報道、アイザワ証券作成】

### ● 規制の逆風が続くも、クラウドなどの成長分野で再評価される可能性も

足元、中国当局による独禁法違反の調査はほぼ一巡したものの、データの利用制限や新たな規制（データ税の導入観測等）に関する懸念が熾っているため、大手IT各社への逆風は当面続く見通し。ただ、各社の売上高やユーザーの伸びが鈍化したとは言え、依然拡大し続けており、現段階で収益の根幹を揺るがすような変化は生じていない。このことを考えると、香港や米国（ADR）市場におけるIT各社の株価下落は、ファンダメンタルズよりも政策リスクが強く意識された結果であると言える。今後、各社は規制の逆風に耐えながら新規事業に注力することで、減益や赤字決算の常態化が予想される一方、クラウドや動画投稿、ライブコマースなどの成長分野で再評価される可能性もあると見ている。





## インフレ警戒の一方でアジアの連携強化目立つ ● 明松 真一郎

### ● 外需の持ち直し、供給不足がインフレ加速要因に

アジア新興国に限定する話ではないが、世界的にインフレに対する警戒感が強まっている。主な要因としては、3つの点が挙げられる。まず1つめの要因として挙げられるのが、中国をはじめとした世界的な需要の持ち直しだ。まだ完全回復とは言えないものの、経済正常化の兆しが見え始めている。そして2つめのポイントは供給不足だ。半導体や電力の不足、サプライチェーンや物流の混乱が物価を押し上げている。そして3つめのポイントは資源高だ。原油高、石炭在庫急減による石炭価格高が顕著となっている。電力需要の旺盛なアジア新興国にとって、大きなインフレ要因になっていると言えよう。これら複数の要因が絡んで物価を押し上げている。

現時点ではまだ深刻なインフレにはなっていないものの、もともと新興国はインフレに対する耐性が弱い上、米国のテーパリングに伴う資金流出も懸念されている。米国の利上げ時期はもう少し先になりそうだが、何らかの影響を受けると推測される。米国の利上げへの対応、インフレ抑止のために利上げに踏みきることを余儀なくされる可能性がある。実際、新

興国ではないが、韓国が11月25日に予想外の利上げを発表した。不動産価格の高騰や物価高を懸念した利上げで、利上げ後の政策金利は1.0%となった。他の国でも、フィリピンは2022年前半にも利上げする可能性があると見られている。インフレの推移と金融動向に注目が集まりそうだ。

### ● 連携強化の動きが目立つアジア新興国の動き

2022年1月1日からとうとうRCEPが発効することとなった。日本、中国、ASEANなど15か国が参加する経済連携協定で、予定通り15か国すべてが発効すれば、世界のGDPのうち、およそ3割を占める巨大貿易圏が生まれることとなる。現在の世界情勢の中ではなかなか想定通りにはならない可能性があるものの、交易、消費、投資の拡大が期待できそうだ。15か国の中で、この経済連携によって恩恵を受けやすいと見られているのがベトナムだ。マレーシア、タイなど周辺のアジア新興国と競合する産業を多く持っているため、人件費などの面でコスト優位性があると思われる。

ベトナムのファム・ミン・チン首相は、11月22～25日の日程で日本を公式訪問した。岸田政権の発足後、初めて訪日した外国の首脳となった。交通インフラなど従来型の分野での連携に加えて、クリーンエネルギー産業やDXなどの分野においても協力していくという方針が示された。「2050年にはカーボンニュートラルを達成する」という長期目標も定められ、今後、これら分野で日本とベトナムの協力関係強化が予想される中で、ベトナムで新たな産業や企業が育ってきそうだ。

2021年1月以降のアジア主要国のCPI推移（前年同月比：％）

国	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
中国	▼0.3	▼0.2	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	—
韓国	0.6	1.1	1.5	2.3	2.6	2.4	2.6	2.6	2.5	3.2	3.7
台湾	▼0.19	1.38	1.23	2.10	2.45	1.83	1.91	2.35	2.62	2.58	2.84
インド	4.1	5.03	5.52	4.23	6.30	6.26	5.59	5.30	4.35	4.48	—
タイ	▼0.34	▼1.17	▼0.08	3.41	2.44	1.25	0.45	▼0.02	1.68	2.38	2.71
インドネシア	1.55	1.38	1.37	1.42	1.68	1.33	1.52	1.59	1.60	1.66	1.75
フィリピン	4.2	4.7	4.5	4.5	4.5	4.1	4.0	4.9	4.8	4.6	4.2
ベトナム	▼0.97	0.70	1.16	2.70	2.90	2.41	2.64	2.82	2.06	1.77	2.10

[出所：ブルームバーグ等、アイザワ証券作成]



## ベトナムの経営者 <後編> ・ 北山 亨 (JSI、ハノイ在勤)

前月号では、ビンググループ、ベトジェット、マッサングループなどの経営者を紹介した。後編の今回はホアファットグループ、BRGグループ、そして経営者の共通点について見ていきたい。

### ◆ ベトナムの鉄鋼王 ◆

Tran Dinh Long 氏は、ホアファットグループの会長だ。同社は1992年に建設機械を扱う専門業者から始まり、家具、鉄鋼、不動産などへと事業を拡大させた。現在では国内最大の鉄鋼メーカーとして業界に君臨している。創設メンバーである同氏は、1996年から現在まで会長職を務めている。

### ◆ 不動産業界のゴッドマザー ◆

Nguyen Thi Nga 氏は、投資グループ会社BRGグループの会長で、商業銀行のSeABank (シーバンク) の副会長も務めている。1993年に設立されたBRGグループは、いわゆるコングロマリット企業で、不動産を中心に幅広い事業を展開している。代表的なものではジャック・ニクラス デザインが設計したゴルフ場の運営や、ヒルトン、マリオットといった有名ホテルブランドの経営が挙げられる。また多くの日本企業とも事業提携しており、サンリオとの巨大テーマパークの建設計画や、住友商事とのスーパーマーケットやスマートシティなどの合併事業、ホンダの自動車販売店の運営などがある。さらに、同氏は2007年から務めていたシーバンクの会長職を2018年に愛娘の Le Thu Thuy 氏に譲った。その後、シーバンクは2021年3月にホーチミン取引所に上場を果たしている。

### 旧ソ連留学組 大物経営者と旧ソ連の繋がり

これまで6人の経営者を見てきたが、そのうち3人にはある共通点がある。それは1980年代後半から1990年代にかけて旧ソ連 (現在のロシア、ウクライナ等) に留学し、現地でビジネスを立ち上げ、その後ベトナムで事業を始めたことだ。その背景として、旧ソ連が同じ共産圏であるベトナムから多くの留学生を受け入れていたことが関係している。また、1980年代以降、ベトナムから海外へと労働力が輸出されるようになり、多くのソ連企業がベトナム人労働者を受け入れた。それと同時に現地では多くのベトナム人コミュニティが生まれ、ソ連崩壊後もコミュニティの一部は残った。2015年に旧ソ連諸国を中心に発足したユーラシア経済連合 (EAEU) がベトナムとFTA (自由貿易協定) を結んだのもこうした歴史的な結びつきがある。

そのほか、ベトナムではビンググループやBRGグループといった不動産業を中心としたコングロマリット企業が存在感を示している。このようなコングロマリットが誕生した背景には、ベトナムの「土地神話」がある。市場経済に移行したベトナムでは土地価格の上昇が続いた。地価上昇の恩恵を受けた不動産会社の中には、事業を拡大させ巨大なコングロマリットに成長する企業が現れた。

ベトナムの上場会社は国営企業が多いが、創業して一代で大企業に成長した民間企業も多く存在する。2回にわたって紹介した企業と経営者はその一部にすぎない。次なるビンググループを見つけるのもベトナム株投資の醍醐味ではないだろうか。



## 天津中環半導体

● 王 曦

Tianjin Zhonghuan Semiconductor Co., Ltd.

業種:半導体

### ● 中国の大手単結晶シリコン、半導体部品大手

天津中環半導体（以下、同社）は、中国天津市に本拠地を置く大手半導体メーカー。同社の前身は1958年に設立された国有企業で、その後改編を経て2007年に深セン上場を果たした。主な製品は太陽光発電に使われる単結晶シリコンウェハー、半導体材料・部品（ダイオード、MOSFETなど）で、大型で発電効率が高い12インチ単結晶シリコンウェハー「G12」に強み。また、中国の宇宙船「神舟5号」の太陽光パネルにも同社の単結晶シリコンが使われるなど、品質の高さに定評。2021年上半期の売上構成は、太陽光発電向けが93.7%、半導体材料と部品向けが5.4%、その他が0.9%。

### ● 2021年1～9月期決算は大幅増収増益

2021年1～9月期決算は、売上高が前年同期比117.5%増の290.9億元、純利益が同226.3%増の27.6億元と大幅増収増益。中国政府が掲げる脱炭素の「3060目標」（二酸化炭素の排出について2030年までにピークに達し、2060年までに実質ゼロを目指す）に向けて、同社売上高の9割以上を占める太陽光発電向け単結晶シリコンの販売が大幅に伸びたことが背景。また、生産工程の効率化や技術の改良によって、全体の粗利益率は前年同期の18.9%から20.0%に上昇した。同社は旺盛な需要に対応するために生産能力の増強を進めており、現在建設中の単結晶シリコンの新工場（寧夏中環6期プロジェクト、12インチ製品で年産能力50GW）は2021年末から一部稼働開始、2023年からフル稼働になる予定。

### ● 太陽光発電の新設容量拡大で恩恵を受ける見通し

近年、多結晶シリコンに替わってより発電効率が高い単結晶シリコンが太陽光発電の主流になり、コストダウンも進んだことで太陽光の均等化発電コスト（LCOE※）が火力と同等以下になった。これを受けて、世界では太陽光発電向けの投資が拡大しており、今後10年間で1年あたりの新設容量は2倍以上の300GW超に拡大する見通し。同社はその原材料である単結晶シリコンに強みを持つほか、年産能力も今後2年間で85GWから135GWに増加する見込みで、当該分野における優位性がさらに高まりそうだ。また、半導体事業も成長余地が大きく、今後の事業展開に注目したい。

#### 株式データ

2021/12/3 現在

株価	41.35円
売買単位	100株
時価総額	1336億3219万元
予想 PER	34.37倍
ROE	14.85%
52 週高値	56.24元
52 週安値	22.48元

#### 業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'18/12	13,756	42.6%	632	8.2%	0.23	0.03
'19/12	16,887	22.8%	904	42.9%	0.32	0.03
'20/12	19,057	12.8%	1,089	20.5%	0.38	0.06

単位:百万元、ただし1株利益と1株配当は元

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

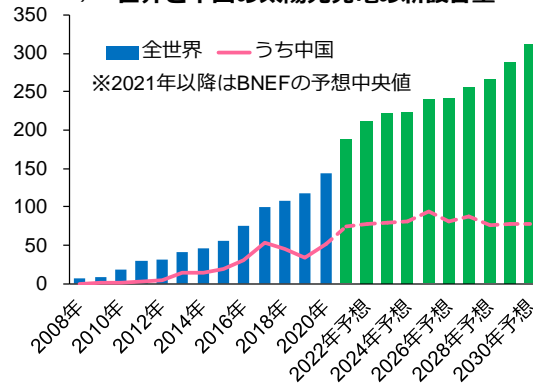
#### 株価チャート(週足2020年12月18日～2021年12月3日)



[出所:株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

#### その他

#### (GW) 世界と中国の太陽光発電の新設容量



[出所: BNEF、アイザワ証券作成]

※均等化発電コスト（LCOE）は、新規に建設し所定期間運用した場合（設備投資と運転、保守等）の総発電コスト。





## 歌爾 [ゴアテック]

● 柳 林

GoerTek Inc.

業種: 電子部品

## ● 中国の大手電子部品メーカー、音響部品に強み

歌爾[ゴアテック] (以下、同社) は、中国山東省を本拠地とする大手電子部品メーカー。主にスマートフォンやタブレット型端末、ゲーム機、その他電子デバイス等に内蔵される音響部品の製造・販売を手掛けている。2021年中間期の事業別売上構成は、音響製品(イヤホン、スマートスピーカー)が41%、スマートハードウェア(ゲーム用アクセサリ、AR/VR、ウェアラブルデバイス)が37%、精密電子部品(マイクロホン、マイクロスピーカー、無線アンテナ、MEMSセンサー)が20%、その他が2%。海外売上比率は約9割。

## ● 1~9月期は大幅増収増益、通期で最高益の見込み

2021年1~9月期の売上高は前年同期比52.0%増の527.9億元、純利益は同65.3%増の33.3億元と大幅増収増益。アップルの新型「Airpods」の出荷増に加えて、ソニーの「PS5」やメタ・プラットフォームズの「Oculus Quest」など向けにAR/VR製品の販売が伸びて好決算に寄与した。AR/VR製品に牽引されてスマートハードウェア部門の売上構成比は大きく上昇し、製品組み合わせの改善により7~9月期の粗利益率は15.2%と昨年末から1.69ポイント向上した。また、1~9月期の営業キャッシュフローは同2.1倍の57.6億元になり、投資評価益や補助金などによる一時益(3.1億元)も純利益を押し上げた。研究開発費は同22%増の25億元に増額され、AR/VRや光学・音響分野の製品開発に注力していく予定。同社は、2021年通期の純利益について、前年比49%~59%増の42.4~45.3億元と過去最高益を見込んでいる。

## ● メタバース市場の急拡大が業績の追い風に

AR/VR技術を駆使したメタバース市場(インターネット上の仮想空間)は次なる成長分野として急速に注目を集めている。同社はAR/VR機器受託製造のリーディングカンパニーとしてコア部品からモジュール、システム統合、組み立て製造まで高度な垂直統合能力を持ち、AR/VRの普及に伴って長期にわたって恩恵を受けそうだ。また、同社はMEMSマイクやセンサーを手掛ける子会社(MEMSマイクは世界2位)を近々深セン創業ボードにスピンオフ上場させる計画を進めており、業界競争力と企業価値を一段と向上させる方針だ。

## 株式データ

2021/12/3 現在

株価	51.97元
売買単位	100株
時価総額	1775億4620万円
予想 PER	40.22倍
ROE	18.88%
52 週高値	55.10元
52 週安値	25.15元

## 業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'18/12	23,751	-7.0%	868	-59.4%	0.27	0.10
'19/12	35,148	48.0%	1,281	47.6%	0.40	0.10
'20/12	57,743	64.3%	2,848	122.4%	0.89	0.15

単位: 百万元、ただし1株利益と1株配当は元

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

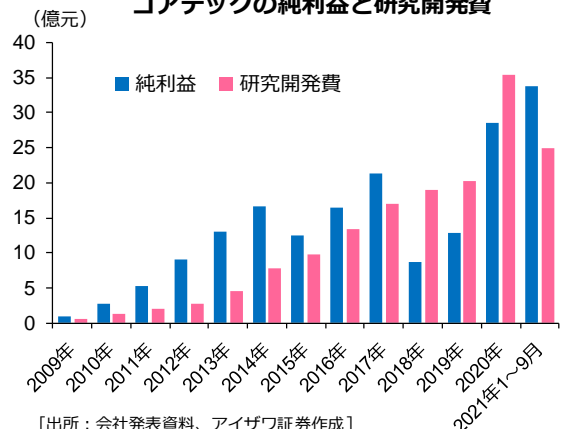
## 株価チャート(週足2020年12月18日~2021年12月3日)



[出所: 株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

## その他

## ゴアテックの純利益と研究開発費



[出所: 会社発表資料、アイザワ証券作成]



## ベトナム乳業 [ビナミルク]

● 明松 真一郎

Vietnam Dairy Products JSC

業種：食品

### ● ベトナムの乳製品最大手企業

ビナミルク（以下、同社）は、ベトナムを代表する乳飲料会社で、牛乳、ヨーグルト、粉ミルクなど乳製品全般の製造販売を行なっている。海外事業にも積極的で、米国、ニュージーランド、カンボジアなどに工場や酪農場などを保有、2021年7～9月期の海外売上比率は約15%。また、2021年8月にはフィリピンでデルモンテとの合併会社設立を発表した。双方のブランド力を活かして販路拡大につなげていく。

### ● 2021年7～9月期は減収減益に

2021年7～9月期決算は、売上高が前年同期比4.1%増の16兆2080億ドン、純利益は同4.3%減の2兆6515億ドンと増収減益であった。製品原材料の上昇や、当局からの値上げ禁止要請などによって利益が圧迫され、減益につながった。粗利益率は42.9%と前年同期の46.7%、前四半期の43.6%から低下した。なお、同社は2019年12月に同業のGTNフーズに対して公開買い付けを行なったことで、傘下のモックチャウミルクの経営権を取得した。同企業はベトナム北部最大級の乳牛牧場を保有しており、相乗効果は大きいと思われる。また、2021年3月には、双日と同社が牛肉製品の販売会社設立を発表した。モックチャウミルク取得も含めてブランド力の向上につながりそうだ。

### ● 高付加価値製品の販売拡充を目指す

2021年11月、同社と食品大手キドグループが合併し初の飲料製品を発売すると発表した。販売を予定しているのは非炭酸飲料。ここ数年のベトナムでは、健康志向の高まりから炭酸飲料よりも非炭酸飲料のほうが好まれる傾向があり、今回の新製品はベトナム人の志向にマッチすると思われる。

また、同社はラオスにオーガニック牧場を保有しており、2022年第1四半期にはオーガニック牛乳の出荷開始が見込まれている。ベトナムを含めて、世界的に環境、エコ、安全などに対する意識が高まっており、従来品に比べて若干高価ながら安心感のあるオーガニック商品の需要は大きく、販売拡大が期待できそうだ。これら高付加価値品の強化や買収によるコスト削減効果などは大きく、今後徐々に同社の収益に寄与してくると予想される。

#### 株式データ

2021/12/3 現在

株価	85800ドン
売買単位	100株
時価総額	179兆3182億ドン
予想 PER	18.36倍
ROE	31.19%
52 週高値	117200ドン
52 週安値	84000ドン

#### 業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'18/12	52,562	3.0%	9,221	-0.1%	4,413	3,472
'19/12	56,318	7.1%	9,538	3.4%	4,565	3,750
'20/12	59,636	5.9%	9,968	4.5%	4,770	3,767

単位：十億ドン、ただし1株利益、1株配当はドン

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

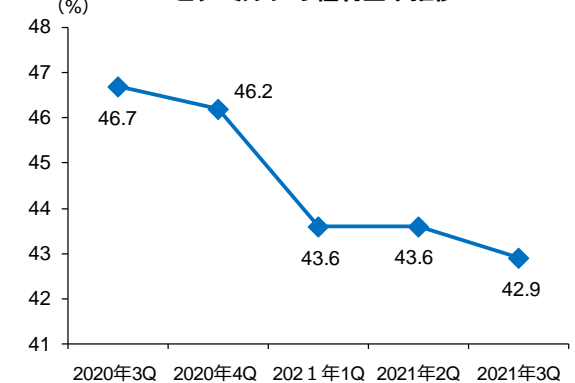
#### 株価チャート(週足2020年12月18日～2021年12月3日)



[出所：株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

#### その他

#### ビナミルクの粗利益率推移



[出所：ビナミルクIR資料、アイザワ証券作成]



● アジア各国の経済統計（2021年11月30日現在）

	日本			中国			台湾			韓国			シンガポール		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
実質GDP成長率 (%)	0.6	0.3	-4.8	6.7	5.8	2.3	2.8	3.0	3.1	2.9	2.0	-1.0	3.5	1.3	-5.4
1人当りGDP (米ドル)	39,819	40,802	40,146	9,920	10,243	10,484	25,826	25,936	28,306	33,433	31,846	31,497	66,676	65,641	58,902
経常収支 (億米ドル)	1,769	1,881	1,658	255	1,413	2,988	708	652	943	775	597	753	579	534	598
	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月
消費者物価指数 (%)	-0.40	0.20	0.10	0.80	0.70	1.50	2.35	2.62	2.58	2.60	2.50	3.20	2.40	2.50	3.20
政策金利 (%)	—	—	—	4.35	4.35	4.35	1.125	1.125	1.125	0.75	0.75	1.00	—	—	—
	タイ			マレーシア			インドネシア			フィリピン			ベトナム		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
実質GDP成長率 (%)	4.2	2.3	-6.1	4.8	4.3	-5.6	5.2	5.0	-2.1	6.3	6.0	-9.5	7.1	7.0	2.9
1人当りGDP (米ドル)	7,294	7,815	7,190	11,077	11,213	10,270	3,947	4,196	3,922	3,280	3,512	3,330	3,211	3,415	3,499
経常収支 (億米ドル)	284	382	165	80	123	148	-306	-303	-47	-89	-34	116	58	125	75
	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月
消費者物価指数 (%)	-0.02	1.68	2.38	2.00	2.20	2.90	1.59	1.60	1.66	4.90	4.80	4.60	2.82	2.06	1.77
政策金利 (%)	0.50	0.50	0.50	1.75	1.75	1.75	3.50	3.50	3.50	2.00	2.00	2.00	4.00	4.00	4.00

※データは一部予想値を含む

[出所: IMF、ジェトロ、アイザワ証券作成]

● アイザワ証券 アジア株月間売買代金上位ランキング（2021年11月）

アジア株式(買い手口)						アジア株式(売り手口)					
順位	ティッカー	銘柄名	終値	市場	騰落率	順位	ティッカー	銘柄名	終値	市場	騰落率
1	1024	クアイショウ・テクノロジー	84.95	香港	-71.7%	1	700	テンセント	459.40	香港	53.1%
2	9988	アリババ・グループ・ホールディング	127.30	香港	-45.3%	2	CII	ホーチミン市インフラ投資	29700	ベトナム	38.8%
3	HPG	ホアファットグループ	48950	ベトナム	59.4%	3	GEX	ベトナム電気設備	44900	ベトナム	172.8%
4	9923	イーカー	28.15	香港	-25.1%	4	CPALL	CPオール	58.50	タイ	0.4%
5	PET	ペトロベトナム総合サービス	30100	ベトナム	86.4%	5	002415	杭州海康威視数字技術 [ハイビジョン]	48.64	中国	0.3%
6	ITA	タンタオ投資工業	13200	ベトナム	88.6%	6	PHR	フオックホアゴム [フオックホア・ラバー]	73900	ベトナム	17.3%
7	GMD	ジェマデプト	49800	ベトナム	52.8%	7	ITA	タンタオ投資工業	13200	ベトナム	88.6%
8	KBC	キンバックシティグループ	50000	ベトナム	104.9%	8	600104	上海汽車集団	19.95	中国	-18.4%
9	CTD	コテコンズ建設 [コテコンズ・コンストラクション]	80000	ベトナム	3.0%	9	1024	クアイショウ・テクノロジー	84.95	香港	-71.7%
10	SSI	SSIセキュリティーズ	55900	ベトナム	155.7%	10	9923	イーカー	28.15	香港	-25.1%
11	CTG	ベトナム産業貿易商業銀行 [ベトナムバンク]	33550	ベトナム	25.3%	11	VIC	ビンググループ	105000	ベトナム	9.2%
12	ADG	クレバー・グループ	48150	ベトナム	-21.8%	12	SSI	SSIセキュリティーズ	55900	ベトナム	155.7%
13	VND	VNダイレクト証券 [VNダイレクト・セキュリティーズ]	79000	ベトナム	320.7%	13	857	中国石油天然気 [ペトロチャイナ]	3.39	香港	41.3%
14	2883	中海油田服務 [チャイナ・オイルフィールド]	6.18	香港	-5.8%	14	1072	東方電気	12.48	香港	120.1%
15	VHM	ビンホームズ	84600	ベトナム	22.9%	15	VHM	ビンホームズ	84600	ベトナム	22.9%

※終値は現地通貨、騰落率は年初来、ただし2021年上場銘柄の騰落率は上場初日の終値比

(2021年11月30日現在)


※アジア株月間売買代金上位ランキングは、当社取扱いのすべてのアジア株式市場を対象としています

**LINE公式アカウントはじめました!**  
ベトナムを中心としたアジア情報をお届けします  
[友だち追加はこちらから!](#)  
ID: @aizawa





## 各市場の取引時間（日本時間）

 日本（東証） 9:00～11:30 12:30～15:00	 中国 10:30～12:30 14:00～16:00	 香港 10:30～13:00 14:00～17:00	 台湾 10:00～14:30	 韓国 9:00～15:30	 シンガポール 10:00～13:00 14:00～18:00
 マレーシア 10:00～13:30 15:30～18:00	 タイ 12:00～14:30 16:30～18:30	 インドネシア 月～木 11:00～14:00 15:30～18:00 金 11:00～13:30 16:00～18:00	 フィリピン 10:30～13:00 14:30～16:30	 ベトナム 11:00～13:30 15:00～17:00	 イスラエル 16:45～24:15 (現地サマータイム時) 15:45～23:15

## 金融商品取引法に基づく表示事項

## ■本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等：アイザワ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 3283 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

当社が契約する特定第一種金融商品取引業務に係る指定紛争解決機関：

特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター（略称：FINMAC）

## 外国株投資の主なリスクと留意点

## 株価・為替の変動リスク

株式は株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

## 流動性リスク

流動性が低い銘柄の場合、市況または注文の規模により、望ましい価格での売買注文の執行が常に可能とは限らず、極端な場合、取引ができないことがあります。

## カントリーリスク

投資対象国の経済的要因、政治的要因、社会情勢の混乱により、株式市況が影響を受けることがあります。また、各国の慣習や文化などの違いにご注意ください。

## お客様にご負担いただく手数料等について

## 委託取引の場合

外国証券の外国取引にあたっては、取引口座に応じて以下の委託手数料（税込）をいただきます（最低手数料は買いの場合のみ 5,500 円）。

対面口座： 売買代金の一律 2.20%

インターネット口座「ブルートレード」： インターネット発注 売買代金の 1.65%、コールセンター発注 売買代金の 1.98%、コンサルネット発注 売買代金の 2.20%

外国証券の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。お取引の際は、契約締結前交付書面等をよくお読み下さい。

## 免責事項

本資料は証券投資の参考となる情報の提供を目的としたものです。投資に関する最終決定は、お客様ご自身による判断でお決めください。本資料は企業取材等に基づき作成していますが、その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。結論は作成時点での執筆者による予測・判断の集約であり、その後の状況変化に応じて予告なく変更することがあります。執筆担当者または弊社と本レポートの対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。