VBSE
VIETINBANK SECURITIES

Công ty Cổ phần Chứng khoán VietinBank

BÁO CÁO CẬP NHẬT NGÀNH · Q3/2026

NGÀNH HÓA CHẤT

Cú sốc lưu huỳnh chia đôi lợi nhuận: bên bán axit thắng, bên mua chịu ép biên

Phạm vi: 8 doanh nghiệp hóa chất – phân bón hóa chất niêm yết · Dữ liệu tài chính: BCTC Q3/2026 · Giá thị trường: phiên 26/11/2026

1.225
tỷ đồng LNST Q3
8 DN · −32%

×3,6
giá lưu huỳnh BQ Q3
so cùng kỳ (DDV)

+289%
giá bán axit H2SO4
của CSV trong Q3

MỤC LỤC

— **Tổng quan**
Nội dung chính, luận điểm đầu tư và rủi ro — 3

01 **Bức tranh quý 3: lợi nhuận đi theo nguyên liệu**
Kết quả 8 doanh nghiệp, bản đồ lợi nhuận theo nhóm sản phẩm — 4

02 **Chuỗi lưu huỳnh – axit: cú sốc của năm 2026**
Ba chuỗi nguyên liệu, diễn biến giá, ai giữ được biên — 5

03 **Phốt pho vàng và hóa chất cơ bản**
DGC, CSV, PAT, PLC — 7

04 **Phân bón hóa chất: urê theo khí, DAP theo lưu huỳnh**
DCM, DPM, DDV, LAS — 8

05 **Khung pháp lý và chính sách thương mại**
Mốc năm 2026, Luật Hóa chất 2025, chính sách Trung Quốc — 9

06 **Triển vọng và lựa chọn cổ phiếu**
Kịch bản giá nguyên liệu, tiền mặt, định giá, góc nhìn đầu tư — 11

07 **Hồ sơ doanh nghiệp**
DGC, CSV, PAT, PLC, DCM, DPM, DDV, LAS — 12

08 **Phụ lục dữ liệu**
Bảng A: kết quả quý 3 · Bảng B: thị giá, vốn hóa, tiền mặt — 14

— **Thông tin liên hệ & miễn trừ trách nhiệm** — 15

QUAN ĐIỂM NGÀNH

Chọn lọc theo vị thế nguyên liệu

Chờ tín hiệu nhóm phốt pho, phân lân

CỔ PHIẾU QUAN TÂM

Mã	Giá 26/11	Tiền / vốn hóa
DCM	29.600	51%
CSV	19.950	36%

GIÁ NGUYÊN LIỆU & SẢN PHẨM

Lưu huỳnh BQ Q3 (DDV)	×3,6
Giá bán H2SO4 Q3 (CSV)	+289%
Axit TQ cuối T7	1.722 NDT/t
P4 Trung Quốc 6T	27.512 NDT/t
XK phân bón 9T	2,19 tr tấn
so cùng kỳ	+31,6%

KẾT QUẢ Q3/2026 · 8 DN

LNST tổng	1.225 tỷ
so cùng kỳ	−32%
CSV · DCM	+48% · +32%
DGC · PAT	−37% · −46%
DPM · DDV	−81% · −96%

TIỀN MẶT

Tiền & ĐTNH · DGC	9.761 tỷ
Tiền & ĐTNH · DCM	8.026 tỷ
Tiền & ĐTNH / vốn hóa DGC	85%

NỘI DUNG CHÍNH

- Gián đoạn vận tải qua eo biển Hormuz và lệnh dừng xuất khẩu axit sulfuric của Trung Quốc tạo ra **cú sốc lưu huỳnh** của năm 2026: giá lưu huỳnh bình quân Q3 của DDV gấp **3,6 lần** cùng kỳ, giá bán axit H2SO4 của CSV tăng **289%**.
- Tám doanh nghiệp hóa chất – phân bón theo dõi lãi Q3 khoảng **1.225 tỷ đồng (−32%)**; biên gộp giảm ở 6/8 doanh nghiệp. Chỉ **CSV (+48%)** — bên bán axit —, **DCM (+31,8%)** — bên bán urê xuất khẩu — và **PLC (+123%)** — nhờ nhựa đường, dầu nhờn — tăng lãi.
- Bên dùng lưu huỳnh, NH3 và khí chịu ép biên: **DDV −95,7%** (biên gộp 3,7%), **DPM −81%**, **PAT −46%**, **DGC −37%**. Riêng DGC còn chịu việc khai trường 25 tạm dừng phục vụ điều tra.
- Từ quý 3, giá axit đã hạ nhiệt nhanh hơn lưu huỳnh; giá urê giảm khi Trung Quốc quay lại xuất khẩu. Lợi nhuận năm 2026 của ngành đã qua đỉnh ở nửa đầu năm. VBSE Research ưu tiên **DCM, CSV**; với nhóm phốt pho và phân lân, chờ tín hiệu về nguồn quặng, pháp lý và giá lưu huỳnh.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀ RỦI RO

Luận điểm đầu tư	Rủi ro
• **Sản phẩm khan hiếm, giá bán cao:** giá bán H2SO4 của CSV +289%, HCl +72%; Trung Quốc dừng xuất khẩu axit có thể kéo dài hết năm. • **Urê xuất khẩu tăng mạnh:** xuất khẩu phân bón 9T +31,6% về lượng, +69,1% về giá trị; doanh thu urê xuất khẩu của DCM +80%. • **Kế hoạch năm được nâng:** DCM nâng LNST lên 2.168 tỷ, DPM lên 1.445 tỷ; 9 tháng đã đạt 95–105%. • **Bảng cân đối dày tiền mặt:** DGC 9.761 tỷ tiền & ĐTNH (85% vốn hóa), DCM 8.026 tỷ.	• **Giá lưu huỳnh, NH3 neo cao:** hư hại cơ sở khí, lọc dầu ở Trung Đông có thể giữ nguồn cung lưu huỳnh thấp trong trung hạn. • **Giá axit và urê đã quay đầu:** axit Trung Quốc giảm liên tục từ tháng 7; Trung Quốc mở rộng xuất khẩu urê. • **Rủi ro pháp lý tại DGC, PAT:** khai trường 25 tạm dừng, lãnh đạo bị khởi tố, kiểm toán ngoại trừ. • **Chi phí tuân thủ Luật Hóa chất 2025:** quy định chặt hơn về an toàn, khoảng cách, cấp phép từ năm 2026.

Nguồn: VietinBank Securities Research

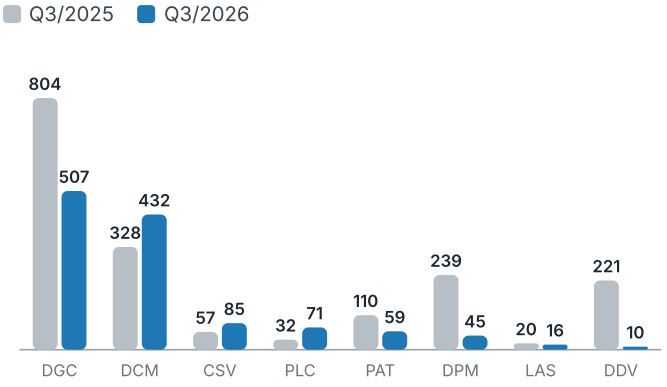
01 BỨC TRANH QUÝ 3: LỢI NHUẬN ĐI THEO NGUYÊN LIỆU

THÔNG ĐIỆP CHÍNH

Quý 3/2026, lợi nhuận ngành hóa chất không phân hóa theo quy mô hay thị phần mà theo một câu hỏi: doanh nghiệp đang bán hay đang mua nguyên liệu khan hiếm? Tám doanh nghiệp theo dõi lãi khoảng 1.225 tỷ đồng, giảm 32%; chỉ ba doanh nghiệp tăng lãi.

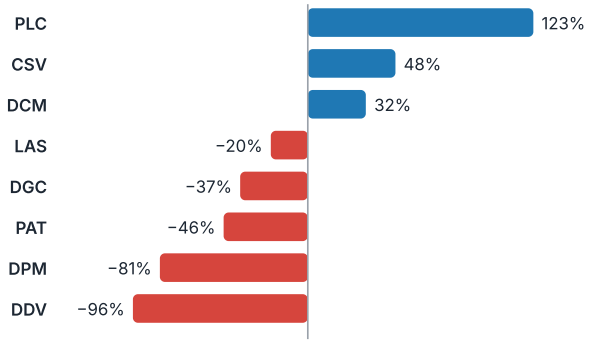
LNST Q3 · 8 DN	DOANH NGHIỆP TĂNG LÃI	BIÊN GỘP GIẢM	KIM NGẠCH XK PHÂN BÓN · 9T
1.225 tỷ đồng	**3/8**	**6/8**	**1,18** tỷ USD
−32% so cùng kỳ (VBSE tính)	PLC · CSV · DCM	chỉ PLC, LAS cải thiện	+69,1% · lượng +31,6%

LNST Q3 của 8 doanh nghiệp · tỷ đồng



Nguồn: BCTC Q3/2026 do doanh nghiệp công bố, VBSE tổng hợp
Q3/2025 của một số mã do VBSE suy ra từ mức thay đổi công bố.

Tăng trưởng LNST Q3 so cùng kỳ · %



Nguồn: BCTC Q3/2026 do doanh nghiệp công bố, VBSE tổng hợp
Cột đỏ là giá trị âm.

1.1. Bản đồ lợi nhuận theo nhóm sản phẩm

Nhóm sản phẩm	Mã	LNST Q3	So cùng kỳ	Yếu tố quyết định trong quý
Axit – xút – clo	CSV	85	**+48%**	Giá bán H2SO4 +289%, HCl +72%; lượng P4 của công ty con +56%
Urê	DCM · DPM	477	**−16%**	DCM tăng nhờ xuất khẩu; DPM giảm vì giá khí tăng nhanh hơn giá urê
Phốt pho vàng	DGC · PAT	566	**−38%**	Lưu huỳnh, than cốc, điện tăng; DGC thiếu quặng tự khai thác
DAP – supe lân	DDV · LAS	26	**−89%**	Lưu huỳnh bình quân gấp 3,6 lần, NH3 tăng; sản lượng supe lân giảm
Hóa dầu	PLC	71	**+123%**	Nhựa đường, dầu nhờn hưởng lợi giá dầu; mảng hóa chất phải trích lập dự phòng

HÀM Ý Quý 3 cho thấy đòn bẩy chi phí của ngành lớn hơn đòn bẩy giá bán. Khi giá lưu huỳnh, khí đầu vào đảo chiều, thứ tự lợi nhuận giữa các nhóm có thể đảo theo — đây là lý do báo cáo này tổ chức theo chuỗi nguyên liệu thay vì theo từng doanh nghiệp.

Nguồn: VietinBank Securities Research

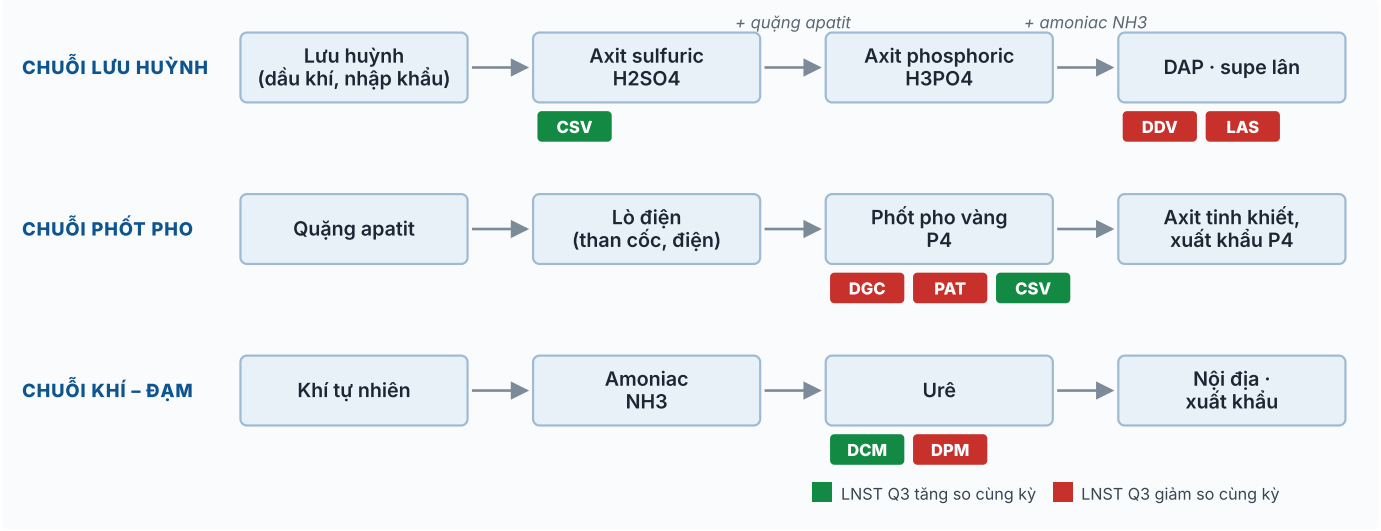
02 CHUỖI LƯU HUỲNH – AXIT: CÚ SỐC CỦA NĂM 2026

THÔNG ĐIỆP CHÍNH

Gián đoạn vận tải qua eo biển Hormuz và lệnh dừng xuất khẩu axit sulfuric của Trung Quốc đẩy lưu huỳnh, axit lên mức chưa từng có. Đây là chi phí lớn với người sản xuất DAP, phốt pho — nhưng là giá bán tốt với doanh nghiệp bán axit.

LƯU HUỲNH · GIÁ BQ Q3	AXIT H2SO4 · GIÁ BÁN CSV	AXIT CFR INDONESIA · 6T	AXIT TRUNG QUỐC · CUỐI T7
×3,6 lần	**+289** %	**+185** %	**1.722** NDT/tấn
so cùng kỳ · theo DDV	Q3/2026 so cùng kỳ	lưu huỳnh CIF +126%	giảm 4 tuần liên tiếp

2.1. Ba chuỗi nguyên liệu và vị trí của doanh nghiệp niêm yết



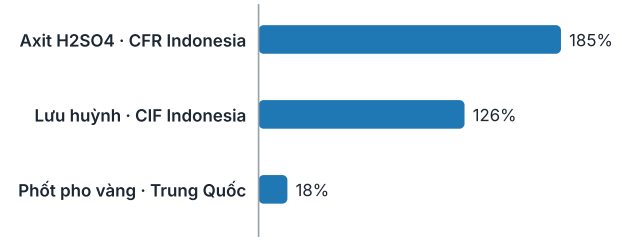
- Lưu huỳnh được đốt thành axit sulfuric; axit tấn công quặng apatit tạo axit phosphoric; axit phosphoric phản ứng với NH3 thành DAP. Ở DDV, lưu huỳnh chiếm khoảng **11%**, NH3 khoảng **32%** chi phí nguyên vật liệu; lưu huỳnh nhập khẩu 100%.
- Chuỗi phốt pho không dùng lưu huỳnh trực tiếp, nhưng chịu giá than cốc, điện và — ở DGC — chi phí axit cho các sản phẩm sau P4. Chuỗi đạm đi theo giá khí.

2.2. Vì sao giá lưu huỳnh tăng mạnh đến vậy

- **Cung không co giãn:** khoảng 98% lưu huỳnh toàn cầu là sản phẩm phụ của lọc dầu và xử lý khí — giá tăng không kéo được sản lượng tăng theo.
- **Nút thắt Hormuz:** nơi đi qua gần **50%** lượng lưu huỳnh giao dịch và khoảng **1/3** lượng phân bón thế giới; gián đoạn từ cuối tháng 2. Trước đó giá lưu huỳnh đã tăng khoảng 600% trong hai năm tính đến tháng 1/2026.
- **Trung Quốc giữ hàng:** dừng xuất khẩu axit sulfuric từ tháng 5/2026, có thể kéo dài hết năm; tháng 8, các hiệp hội axit và phân lân Trung Quốc ban hành giá hướng dẫn cho axit trong nước.

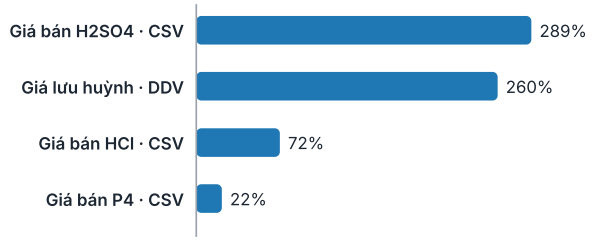
Nguồn: VietinBank Securities Research

Biến động giá quốc tế 6 tháng đầu 2026 · % so cùng kỳ



Nguồn: VBSE tổng hợp
Axit và lưu huỳnh: mức tăng trong nửa đầu năm. P4: giá bình quân 6T so cùng kỳ.

Giá bình quân Q3/2026 tại doanh nghiệp · % so cùng kỳ



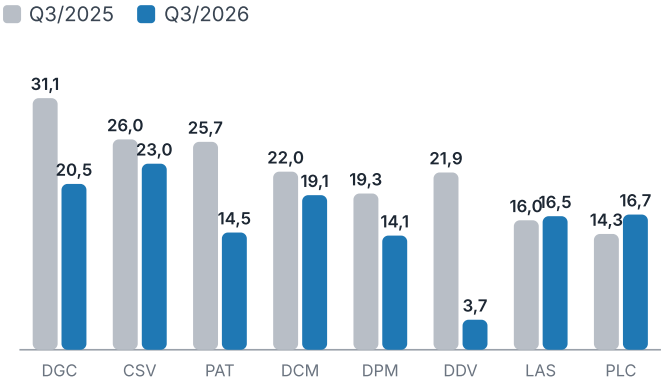
Nguồn: BCTC Q3/2026 của CSV, DDV; VBSE tổng hợp
DDV: giá lưu huỳnh bình quân Q3 gấp 3,6 lần cùng kỳ, quy đổi +260%.

2.3. Từ quý 3: axit hạ nhiệt nhanh, lưu huỳnh giảm chậm

- Giữa tháng 7, hàng Trung Đông quay lại sau khi Hormuz thông tuyến; axit CFR Indonesia còn bình quân **345 USD/tấn**, giảm 50 USD trong một tuần.
- Chỉ số giá axit luyện đồng Trung Quốc cuối tháng 7 còn **1.722,5 NDT/tấn**, tiếp tục giảm trong tháng 8 và tháng 9 do phân lân vào mùa thấp điểm.
- Lưu huỳnh xuất xưởng Sơn Đông cuối tháng 7 vẫn khoảng **9.100 NDT/tấn**; đầu tháng 9, giá phân lân vẫn chưa giảm vì lưu huỳnh ở mức kỷ lục. Hư hại tại cơ sở khí, lọc dầu ở Qatar, UAE có thể giữ nguồn cung thấp trong trung hạn.

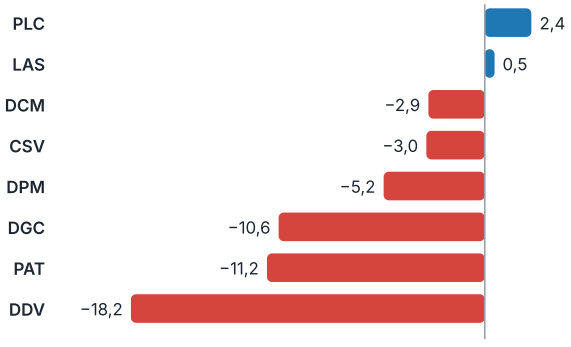
2.4. Ai giữ được biên lợi nhuận

Biên lợi nhuận gộp theo quý · %



Nguồn: BCTC Q3/2026 do doanh nghiệp công bố, VBSE tổng hợp
PAT, DCM, DPM, PLC: VBSE tính từ doanh thu và lãi gộp công bố.

Thay đổi biên gộp Q3 so cùng kỳ · điểm %



Nguồn: BCTC Q3/2026 do doanh nghiệp công bố, VBSE tổng hợp
Chỉ PLC và LAS cải thiện; DDV, PAT, DGC giảm sâu nhất.

- **Bên bán axit:** CSV — biên gộp chỉ giảm 3 điểm %, lãi gộp vẫn tăng 42% nhờ giá bán.
- **Bên mua lưu huỳnh, NH3:** DDV — biên gộp còn **3,7%** (giảm 18,2 điểm %), LNST giảm 95,7% dù doanh thu chỉ giảm 7,6%. LAS giảm lãi 20,3%, lãi vay tăng 67,6%.
- **Chuỗi phốt pho:** DGC giảm 10,6 điểm %, PAT giảm 11,2 điểm % — mức giảm lớn thứ hai sau DDV.

NHẬN ĐỊNH Chênh lệch giữa giá axit (đang giảm) và giá lưu huỳnh (giảm chậm) sẽ thu hẹp biên của bên bán axit trước khi bên dùng lưu huỳnh được giảm chi phí, do độ trễ tồn kho nguyên liệu. Nếu lưu huỳnh và NH3 hạ nhiệt trong khi giá DAP giữ mặt bằng hiện tại, biên của DDV có thể hồi phục nhanh từ nền rất thấp.

Nguồn: VietinBank Securities Research

03 PHỐT PHO VÀNG VÀ HÓA CHẤT CƠ BẢN

THÔNG ĐIỆP CHÍNH

DGC vẫn là doanh nghiệp hóa chất lớn nhất sàn về lợi nhuận và tiền mặt, nhưng quý 3 lợi nhuận giảm 37% do chi phí đầu vào và việc khai trường quặng tạm dừng. CSV là điểm sáng nhờ bán axit; PLC tăng lãi nhờ nhựa đường, không nhờ hóa chất.

3.1. DGC — giá vốn tăng, nguồn quặng gián đoạn

Cơ cấu tổng tài sản của DGC tại 30/09/2026 · 16.514 tỷ đồng

Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn · 9.761 (59,1%) | **Tài sản khác · 6.753** (40,9%)

Tiền & ĐTNH **giảm 27,4%** so đầu năm

Hàng tồn kho **12,6%** · TSCĐ **11,0%** tổng tài sản

- Doanh thu **2.469 tỷ (−12,3%)**, lãi gộp **506 tỷ (−42,2%)**, biên gộp từ **31,1% xuống 20,5%**; LNST **507 tỷ (−37%)**. 9 tháng: LNST **1.369 tỷ (−45,9%)**, bằng 85,6% kế hoạch năm.
- **Khai trường 25** (trữ lượng ~2 triệu tấn) tạm dừng để phục vụ điều tra; DGC phải dùng quặng nhập khẩu và mua ngoài, đẩy giá vốn P4. Thu nhập tài chính **210 tỷ** — khoảng 41% LNST quý — đỡ lợi nhuận.
- Một số thành viên ban lãnh đạo bị khởi tố (công bố 17/3 và 23/7/2026); kiểm toán ngoại trừ BCTC bán niên; cổ phiếu trong diện cảnh báo, hạn chế giao dịch.

3.2. CSV, PAT, PLC

Q3/2026 · tỷ đồng	CSV	PAT	PLC
Sản phẩm chính	Xút – clo, H2SO4, HCl; P4 (công ty con)	Phốt pho vàng, axit phosphoric	Nhựa đường, dầu nhờn, hóa chất – dung môi
Doanh thu	814 **+60%**	440 **−13,2%**	2.121 **+22,5%**
Lãi gộp (biên gộp)	188 **+42%** (23%)	63,6 **−51,3%** (14,5%)	354,5 **+43%** (16,7%)
LNST · 9 tháng	**85** **+48%** · 258 **+50%**	**59,3** **−46,1%** · 215,7 **−20,8%**	**70,9** **+123%** · 9T: 274 **+177%**
Điểm cần lưu ý	Nợ vay 260 tỷ (+65%), ứng trước người bán gấp 8,3 lần; bổ sung 46 tỷ vào dự án Nhơn Trạch	Công ty con của DGC (51%); một số nguyên lãnh đạo bị khởi tố	Công ty mẹ lỗ 62,6 tỷ trong Q3 do trích 30,1 tỷ dự phòng khoản đầu tư vào Hóa chất Petrolimex

- **CSV** tăng mạnh vốn lưu động: phải thu ngắn hạn 676 tỷ (+67%), ứng trước người bán 242 tỷ, tồn kho 529 tỷ; tiền và tiền gửi 785 tỷ, khoảng 32% tổng tài sản. Dự án Nhà máy hóa chất Nhơn Trạch đang tăng tốc (xây dựng dở dang 77,5 tỷ, gấp 4,2 lần đầu năm).
- **PAT** có quý 2 tốt (doanh thu 517 tỷ, +8%, nhờ giá P4) nhưng quý 3 giá vốn tăng nhanh hơn; đã ra khỏi diện hạn chế giao dịch (30/6) và cảnh báo (24/8), chi cổ tức 72,5 tỷ.

GHI CHÚ PHÂN TÍCH

Với doanh nghiệp hóa chất, chỉ số cần theo dõi là **chênh lệch giữa giá bán và chi phí nguyên liệu**, không phải doanh thu. CSV hưởng lợi vì bán đúng mặt hàng đang khan hiếm; DGC vẫn có quy mô và tiền mặt lớn nhất ngành, nhưng lợi nhuận phụ thuộc nguồn quặng tự khai thác — biến số hiện nằm ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp.

Nguồn: VietinBank Securities Research

04 PHÂN BÓN HÓA CHẤT: URÊ THEO KHÍ, DAP THEO LƯU HUỲNH

THÔNG ĐIỆP CHÍNH

Cùng sản xuất urê, DCM lãi tăng 31,8% còn DPM giảm 81% — khác biệt nằm ở thị trường xuất khẩu và chi phí khí. Phân lân chịu trọn cú sốc lưu huỳnh: DDV gần như mất toàn bộ lợi nhuận quý.

DCM · LNST Q3	DPM · LNST Q3	DDV · LNST Q3	DCM · DT URÊ XUẤT KHẨU 9T
432 tỷ đồng	**44,9** tỷ đồng	**9,6** tỷ đồng	**≈5.300** tỷ đồng
+31,8% · doanh thu +92,1%	−81% · lãi gộp −19%	−95,7% · biên gộp 3,7%	+80% · 56% DT urê

4.1. Urê — xuất khẩu quyết định lợi nhuận

Q3/2026 · tỷ đồng	DCM	DPM
Doanh thu	5.741 **+92,1%**	4.128 **+10,7%**
Lãi gộp (biên gộp)	1.098 **+67,3%** (19,1%)	581 **−19%** (14,1%)
LNST Q3 · 9 tháng	**432 +31,8%** · 2.284 **+49,6%**	**44,9 −81%** · 1.371 **+59%**
Kế hoạch LNST 2026 (điều chỉnh 4/11)	2.168 (+83%) · đã đạt 105%	1.445 (từ 680) · đã đạt 94,9%
Điểm cần lưu ý	Chi phí tài chính 144 tỷ, gấp hơn 5 lần; bổ sung nguồn khí Nam Du – U Minh	Giá khí tăng nhanh hơn giá urê; đang bị Thanh tra Chính phủ thanh tra giai đoạn 2023 – 30/9/2026

- **Giá urê:** tăng vọt sau xung đột, đầu tháng 4 quanh **717 USD/tấn**; Trung Quốc vắng mặt nửa đầu năm rồi nối lại xuất khẩu từ tháng 8; urê FOB vùng Vịnh Mỹ giữa tháng 8 quanh **390–405 USD/tấn**. Dự kiến Trung Quốc xuất khẩu khoảng **6,5 triệu tấn** năm 2026 (2025: 4,6 triệu tấn).
- Phần lớn lợi nhuận năm 2026 của nhóm urê đã nằm ở nửa đầu năm (DPM lãi 1.326 tỷ trong 6 tháng). Đề xuất giảm thuế xuất khẩu phân bón từ **5% về 0%** nếu được thông qua sẽ hỗ trợ DCM.

4.2. DAP và supe lân — chịu trọn chi phí lưu huỳnh

Mã	Doanh thu Q3	LNST Q3	Động lực / nguyên nhân
DDV	1.290 **−7,6%**	9,6 **−95,7%**	Lãi gộp 47,7 tỷ (−84,4%), biên 3,7%; 9T: DT 4.916 tỷ (+18,4%), LNST 255,7 tỷ (−48,4%); dòng tiền KD 9T chỉ 59,9 tỷ (cùng kỳ 594,5)
LAS	659,6 **−6,8%**	16,0 **−20,3%**	Biên gộp nhích lên 16,5%; lãi vay 12,4 tỷ (+67,6%); 9T: DT 2.895 tỷ (−14,2%), LNST 66,5 tỷ (−53,6%)

4.3. Xuất khẩu là lối thoát cho sản lượng

- Xuất khẩu phân bón 9 tháng đạt khoảng **2,19 triệu tấn (+31,6%)**, kim ngạch **1,18 tỷ USD (+69,1%)**; Campuchia là thị trường lớn nhất (25% lượng). Doanh thu urê 9 tháng của DCM gần **9.400 tỷ (+50%)**, trong đó xuất khẩu chiếm 56%.
- Nhu cầu thế giới đang yếu đi vì giá phân bón cao so với giá nông sản: Brazil — thị trường nhập khẩu lớn — có thể nhập urê năm 2026 thấp hơn bình thường 20–30%. Q4 là mùa thấp điểm, đơn hàng xuất khẩu khó giữ nhịp quý 3.

Nguồn: VietinBank Securities Research

05 KHUNG PHÁP LÝ VÀ CHÍNH SÁCH THƯƠNG MẠI

THÔNG ĐIỆP CHÍNH

Năm 2026 ngành hóa chất vận hành theo luật mới, trong khi chính sách của Trung Quốc — nhà sản xuất axit, urê, phốt pho lớn nhất — tiếp tục quyết định mặt bằng giá khu vực.

5.1. Các mốc chính trong năm 2026

Thời điểm	Sự kiện	Thời điểm	Sự kiện
01/01	Luật Hóa chất 2025 (Luật 69/2025/QH15) có hiệu lực, thay thế Luật Hóa chất 2007.	**01/07**	Quy định về giấy chứng nhận đủ điều kiện dịch vụ tồn trữ hóa chất bắt đầu áp dụng.
17/01	Nghị định 24, 25, 26/2026/NĐ-CP và Thông tư 01, 02/2026/TT-BCT hướng dẫn luật có hiệu lực.	**Tháng 7**	Hormuz thông tuyến trở lại; giá axit quốc tế bắt đầu giảm.
Cuối tháng 2	Xung đột Trung Đông; vận tải qua eo biển Hormuz bị gián đoạn, giá urê, lưu huỳnh tăng vọt.	**Tháng 8**	Trung Quốc nối lại xuất khẩu urê; ban hành giá hướng dẫn axit sulfuric trong nước.
Tháng 5	Trung Quốc dừng xuất khẩu axit sulfuric để giữ nguồn cho kim loại và phân bón trong nước.	**04/11**	DCM, DPM nâng mạnh kế hoạch lợi nhuận năm 2026.

5.2. Luật Hóa chất 2025 — doanh nghiệp cần chuẩn bị gì

Nội dung	Thay đổi chính	Tác động tới doanh nghiệp niêm yết
Phạm vi và hành vi cấm	Mở rộng phạm vi điều chỉnh; số hành vi bị nghiêm cấm tăng từ 4 lên 7; bổ sung lĩnh vực công nghiệp hóa chất trọng điểm.	Doanh nghiệp đầu ngành có thể được hưởng chính sách ưu đãi cho lĩnh vực trọng điểm.
Danh mục hóa chất (NĐ 24/2026)	Quy định các danh mục hóa chất có điều kiện, kiểm soát đặc biệt.	Rà soát lại giấy phép sản xuất, kinh doanh cho từng sản phẩm.
An toàn, khoảng cách (NĐ 25/2026)	Yêu cầu về an toàn hóa chất, khoảng cách an toàn, hóa học xanh.	Chi phí đầu tư, cải tạo nhà máy; lợi thế cho DN có hệ thống sẵn như DGC, CSV, DCM, DPM.
Nhập khẩu (NĐ 26/2026)	Doanh nghiệp được tự chọn thời điểm công bố mục đích sử dụng hóa chất nhập khẩu.	Giảm thủ tục cho DN nhập lưu huỳnh, NH3 như DDV, LAS.

Nguồn: VietinBank Securities Research

5.3. Chính sách thương mại

- **Axit sulfuric:** lệnh dừng xuất khẩu của Trung Quốc hỗ trợ giá axit trong khu vực, có lợi cho CSV; khi lệnh được nới, giá bán axit có thể giảm tiếp.
- **Urê:** hạn ngạch xuất khẩu lớn hơn của Trung Quốc và nguồn cung mới từ Nigeria, Nga có thể kéo giá xuống cuối năm — rủi ro với DCM, DPM.
- **Thuế xuất khẩu phân bón:** đề xuất giảm từ 5% về 0% sẽ hỗ trợ trực tiếp doanh nghiệp xuất khẩu urê, DAP.
- **Thuế GTGT 5% với phân bón** (Luật Thuế GTGT 2024, hiệu lực từ 1/7/2025): doanh nghiệp được khấu trừ thuế GTGT đầu vào (khí, lưu huỳnh, máy móc), giảm giá vốn cho DCM, DPM, LAS, DDV so với giai đoạn phân bón không chịu thuế.

ĐÁNH GIÁ CỦA VBSE Chính sách trong nước tác động chậm, có lợi cho doanh nghiệp lớn. Biến số ngắn hạn vẫn là xuất khẩu của Trung Quốc: khi nước này mở xuất khẩu axit, urê, giá khu vực giảm nhanh và biên của nhóm phân bón, axit Việt Nam thu hẹp theo.

Nguồn: VietinBank Securities Research

06 TRIỂN VỌNG VÀ LỰA CHỌN CỔ PHIẾU

THÔNG ĐIỆP CHÍNH

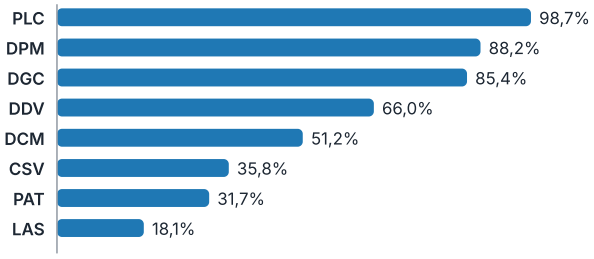
Lợi nhuận năm 2026 của ngành đã đi qua đỉnh ở nửa đầu năm. Câu hỏi cho quý 4 và năm 2027 là giá lưu huỳnh, khí và urê đi theo kịch bản nào — mỗi kịch bản có người hưởng lợi khác nhau.

6.1. Doanh nghiệp nào nhạy với biến số nào

Kịch bản	Hưởng lợi	Chịu áp lực	Tín hiệu theo dõi
Lưu huỳnh, NH3 hạ nhiệt	**DDV, LAS, PAT, DGC**	**CSV** (giá bán axit giảm)	Giá lưu huỳnh Trung Đông, Sơn Đông; xuất khẩu lưu huỳnh của Qatar, UAE
Lưu huỳnh neo cao	**CSV**	**DDV, LAS, PAT, DGC**	Lệnh dừng xuất khẩu axit của Trung Quốc
Urê giảm do Trung Quốc xuất khẩu	—	**DCM, DPM**	Hạn ngạch xuất khẩu urê cuối năm của Trung Quốc
Giá khí đầu vào giảm	**DPM, DCM**	—	Giá dầu Brent, giá khí PV GAS
Gỡ nút pháp lý tại DGC	**DGC, PAT**	—	Khai trường 25 hoạt động lại; kết quả điều tra; ý kiến kiểm toán

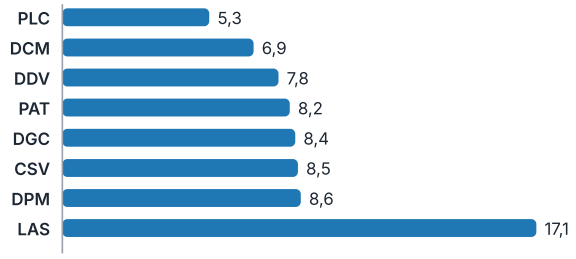
6.2. Tiền mặt và định giá

Tiền & đầu tư ngắn hạn trên vốn hóa · % · giá 26/11



Nguồn: BCTC Q3/2026, VBSE tính toán

Vốn hóa trên LNST 9 tháng 2026 · lần · chưa quy năm



Nguồn: BCTC Q3/2026, VBSE tính toán

- Vốn hóa / LNST 9 tháng: PLC **5,3 lần**, DCM **6,9**, DDV, PAT, DGC, CSV, DPM **7,8–8,6**, LAS **17,1** — nhưng lợi nhuận 9 tháng của nhóm urê, DDV và PLC dồn vào nửa đầu năm. Tiền & ĐTNH bằng 99% vốn hóa PLC (song vay ngắn hạn ~1.650 tỷ còn lớn hơn), 88% DPM, 85% DGC — mức chiết khấu phản ánh rủi ro pháp lý và lợi nhuận đã qua đỉnh.

GÓC NHÌN ĐẦU TƯ · VBSE RESEARCH

- **Ưu tiên:** doanh nghiệp bán sản phẩm khan hiếm hoặc có thị trường xuất khẩu, bảng cân đối dày tiền mặt — **DCM, CSV**.
- **Cách đánh giá:** chênh lệch giữa giá bán và chi phí nguyên liệu, khí; không dựa trên LNST 9 tháng khi phần lớn đã ghi nhận ở nửa đầu năm.
- **Chờ tín hiệu: DGC, PAT** — khi nguồn quặng và kết quả điều tra rõ ràng; **DDV, LAS** — khi giá lưu huỳnh hạ nhiệt rõ rệt.

Nguồn: VietinBank Securities Research

07 HỒ SƠ DOANH NGHIỆP

THÔNG ĐIỆP CHÍNH

Tóm tắt 8 doanh nghiệp trong phạm vi báo cáo: bốn doanh nghiệp hóa chất cơ bản – phốt pho – hóa dầu và bốn doanh nghiệp phân bón hóa chất. Số liệu theo BCTC Q3/2026; giá đóng cửa ngày 26/11/2026.

DGC — CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang

HOSE — 30.100 — giá 26/11 · vốn hóa 11.432 tỷ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Giá trị	So cùng kỳ
Doanh thu Q3	2.469	−12,3%
LNST Q3	507	−37%
LNST 9T	1.369	−45,9%
Tiền & ĐTNH	9.761	

KẾT QUẢ NỔI BẬT

- Doanh nghiệp phốt pho vàng lớn nhất; 9 tháng đạt 85,6% kế hoạch LNST năm.
- Tiền & ĐTNH chiếm 59% tổng tài sản; thu nhập tài chính 210 tỷ trong quý.

RỦI RO

- Khai trường 25 tạm dừng phục vụ điều tra; lãnh đạo bị khởi tố; kiểm toán ngoại trừ BCTC bán niên.
- Biên gộp giảm từ 31,1% xuống 20,5%.

CSV — CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam

HOSE — 19.950 — giá 26/11 · vốn hóa 2.194 tỷ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Giá trị	So cùng kỳ
Doanh thu Q3	814	+60%
LNST Q3	85	+48%
LNST 9T	258	+50%
Tiền & tiền gửi	785	

KẾT QUẢ NỔI BẬT

- Giá bán H2SO4 +289%, HCl +72%; lượng P4 của công ty con +56%, giá +22%.
- Nợ vay/vốn chủ khoảng 14%.

RỦI RO

- Giá axit Trung Quốc giảm liên tục từ tháng 7.
- Phải thu và ứng trước người bán tăng mạnh; vốn cho dự án Nhơn Trạch.

PAT — CTCP Phốt pho Apatit Việt Nam

UPCoM — 70.500 — giá 26/11 · vốn hóa 1.762 tỷ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Giá trị	So cùng kỳ
Doanh thu Q3	440	−13,2%
Lãi gộp Q3	63,6	−51,3%
LNST Q3	59,3	−46,1%
LNST 9T	215,7	−20,8%

KẾT QUẢ NỔI BẬT

- 9 tháng đạt 77% kế hoạch lợi nhuận; ra khỏi diện hạn chế giao dịch từ 30/6 và diện cảnh báo từ 24/8.

RỦI RO

- Công ty con của DGC (51%), chung rủi ro điều tra; một số nguyên lãnh đạo bị khởi tố.
- Thanh khoản cổ phiếu thấp.

PLC — Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex – CTCP

HNX — 18.000 — giá 26/11 · vốn hóa 1.454 tỷ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Giá trị	So cùng kỳ
Doanh thu Q3	2.121	+22,5%
Lãi gộp Q3	354,5	+43%
LNST Q3	70,9	+123,4%
Tiền & ĐTNH	1.436	

KẾT QUẢ NỔI BẬT

- Nhựa đường, dầu nhờn hưởng lợi giá dầu; biên gộp 16,7%.
- LNST 9 tháng thuộc cổ đông công ty mẹ 274 tỷ (+177%).

RỦI RO

- Công ty mẹ lỗ 62,6 tỷ trong Q3 do trích 30,1 tỷ dự phòng khoản đầu tư vào Hóa chất Petrolimex.
- Vay ngắn hạn khoảng 1.650 tỷ, lớn hơn tiền và tiền gửi.

DCM — Tổng Công ty Phân bón Dầu khí Cà Mau

HOSE | 29.600 | giá 26/11 · vốn hóa 15.670 tỷ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Giá trị	So cùng kỳ
Doanh thu Q3	5.741	+92,1%
LNST Q3	432	+31,8%
LNST 9T	2.284	+49,6%
Tiền & ĐTNH	8.026	

KẾT QUẢ NỔI BẬT

- Doanh thu urê xuất khẩu 9T ~5.300 tỷ (+80%); 9 tháng vượt 5,4% kế hoạch LNST đã nâng.
- Được bổ sung nguồn khí Nam Du – U Minh.

RỦI RO

- Chi phí tài chính gấp hơn 5 lần; biên gộp giảm từ 22,0% xuống 19,1%.
- Giá urê có thể giảm khi Trung Quốc tăng xuất khẩu.

DPM — Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí

HOSE | 17.400 | giá 26/11 · vốn hóa 11.830 tỷ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Giá trị	So cùng kỳ
Doanh thu Q3	4.128	+10,7%
LNST Q3	44,9	−81%
LNST 9T	1.371	+59%
Lãi gộp Q3	581	−19%

KẾT QUẢ NỔI BẬT

- Nâng kế hoạch LNST năm từ 680 lên 1.445 tỷ; 9 tháng đạt 94,9%.
- Nửa đầu năm lãi 1.326 tỷ, gấp hơn hai lần cùng kỳ.

RỦI RO

- Giá khí đầu vào tăng nhanh hơn giá urê, biên gộp còn 14,1%.
- Thanh tra Chính phủ thanh tra việc chấp hành pháp luật về hóa chất, phân bón giai đoạn 1/1/2023 – 30/9/2026.

DDV — CTCP DAP – Vinachem

UPCoM | 13.700 | giá 26/11 · vốn hóa 2.002 tỷ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Giá trị	So cùng kỳ
Doanh thu Q3	1.290	−7,6%
LNST Q3	9,6	−95,7%
LNST 9T	255,7	−48,4%
Tiền & ĐTNH	1.322	

KẾT QUẢ NỔI BẬT

- Năm 2025 lãi kỷ lục 15 năm nhờ giá DAP; mảng NH3 – hóa chất giúp đa dạng doanh thu.

RỦI RO

- Lưu huỳnh nhập khẩu 100%, giá BQ Q3 gấp 3,6 lần cùng kỳ.
- Biên gộp chỉ còn 3,7% — gần hòa vốn ở mức gộp.

LAS — CTCP Supe Phốt phát và Hóa chất Lâm Thao

HNX | 10.100 | giá 26/11 · vốn hóa 1.140 tỷ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Giá trị	So cùng kỳ
Doanh thu Q3	659,6	−6,8%
LNST Q3	16,0	−20,3%
LNST 9T	66,5	−53,6%
Tiền & ĐTNH	206	

KẾT QUẢ NỔI BẬT

- Biên gộp nhích lên 16,5%; dòng tiền kinh doanh quý 3 dương.
- Chi khoảng 113 tỷ cổ tức tiền mặt trong năm 2026.

RỦI RO

- Lãi vay 12,4 tỷ (+67,6%); lưu huỳnh, NH3 nhập khẩu giá cao.
- Doanh thu 9 tháng 2.895 tỷ (−14,2%).

Tiến độ kế hoạch lợi nhuận năm 2026

Mã	Kế hoạch LN 2026 (tỷ đồng)	Thực hiện 9 tháng	Tiến độ	Ghi chú
DCM	LNST 2.168 (đã nâng 4/11)	2.284	105%	Kế hoạch mới cao hơn ~83% kế hoạch cũ
DPM	LNST 1.445 (từ 680)	1.371	94,9%	Quý 3 lãi giảm 81% nhưng vẫn nâng kế hoạch
DGC	LNST ≈1.600	1.369	85,6%	Phụ thuộc nguồn quặng quý 4
PAT	LNST ≈280	215,7	77%	Giá P4, chi phí quặng, than cốc
CSV	LNTT ≈217	LNTT 6T ≈204	94% (6T)	Gần hoàn thành kế hoạch sau nửa năm

"≈": VBSE suy ra kế hoạch từ tỷ lệ hoàn thành doanh nghiệp công bố. CSV: tiến độ tính trên LNTT 6 tháng theo công bố của doanh nghiệp.

08 PHỤ LỤC DỮ LIỆU

Bảng A · Kết quả quý 3/2026 của 8 doanh nghiệp hóa chất – phân bón (tỷ đồng)

Mã	Doanh thu	So cùng kỳ	Lãi gộp	Biên gộp	LNST	So cùng kỳ	LNST 9T	So cùng kỳ
DGC	2.469	−12,3%	506	20,5%	507	−37%	1.369	−45,9%
CSV	814	+60%	188	23,1%	85	+48%	258	+50%
PAT	440	−13,2%	63,6	14,5%	59,3	−46,1%	215,7	−20,8%
PLC	2.121	+22,5%	354,5	16,7%	70,9	+123,4%	274*	+177%
DCM	5.741	+92,1%	1.098	19,1%	432	+31,8%	2.284	+49,6%
DPM	4.128	+10,7%	581	14,1%	44,9	−81,2%	1.371	+58,9%
DDV	1.290	−7,6%	47,7	3,7%	9,6	−95,7%	255,7	−48,4%
LAS	659,6	−6,8%	109,0	16,5%	16,0	−20,3%	66,5	−53,6%
8 DN	**17.663**	**+22,8%**	**2.948**	**16,7%**	**1.225**	**−32%**	**6.094**	**−0,1%**

*Nguồn: BCTC quý 3/2026 của doanh nghiệp (hợp nhất với DGC, CSV, DCM, DPM, PLC; riêng/tổng hợp với PAT, DDV, LAS), VBSE tổng hợp. Biên gộp tính trên doanh thu thuần. *PLC: LNST 9T thuộc cổ đông công ty mẹ. Dòng "8 DN": tổng các chỉ tiêu và mức thay đổi so với tổng cùng kỳ; biên gộp tính trên tổng doanh thu.*

Bảng B · Thị giá, vốn hóa và tiền mặt (giá đóng cửa 26/11/2026)

Mã	Giá (đồng)	Ngày giá	SLCP (triệu)	Vốn hóa	LNST 9T	Tiền & ĐTNH	Tiền / vốn hóa	Vốn hóa / LNST 9T
DGC	30.100	26/11	379,8	11.432	1.369	9.761	85,4%	8,4
DPM	17.400	26/11	679,9	11.830	1.371	10.435	88,2%	8,6
DCM	29.600	26/11	529,4	15.670	2.284	8.026	51,2%	6,9
CSV	19.950	26/11	110,0	2.194	258	785	35,8%	8,5
PAT	70.500	26/11	25,0	1.762	215,7	559	31,7%	8,2
DDV	13.700	26/11	146,1	2.002	255,7	1.322	66,0%	7,8
PLC	18.000	26/11	80,8	1.454	274*	1.436	98,7%	5,3
LAS	10.100	26/11	112,9	1.140	66,5	206	18,1%	17,1

*Đơn vị: tỷ đồng (trừ giá và số cổ phiếu). Giá đóng cửa 26/11/2026; vốn hóa = giá × số cổ phiếu lưu hành. Tiền & ĐTNH gồm tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn tại 30/09/2026. Vốn hóa / LNST 9T chưa quy năm, không thay thế P/E. *PLC: LNST 9T thuộc cổ đông công ty mẹ. Nguồn: BCTC quý 3/2026, HOSE, HNX, VBSE tổng hợp.*

Nguồn: VietinBank Securities Research

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo được xây dựng nhằm cung cấp thông tin tham khảo và hỗ trợ nhà đầu tư trong quá trình nghiên cứu, đánh giá thị trường, không cấu thành khuyến nghị mua, bán hoặc nắm giữ bất kỳ chứng khoán nào. Các số liệu, nhận định và kịch bản dự báo được xây dựng trên cơ sở thông tin, phương pháp phân tích và giả định tại thời điểm lập báo cáo; do đó, có thể thay đổi theo diễn biến thị trường mà không cần thông báo trước. Đơn vị phát hành không bảo đảm tính chính xác tuyệt đối của các dự báo và không chịu trách nhiệm đối với những tổn thất phát sinh từ việc sử dụng thông tin trong báo cáo, trong phạm vi pháp luật cho phép. Nhà đầu tư cần chủ động đánh giá rủi ro, tham khảo các nguồn thông tin phù hợp và tự chịu trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích

Đào Tuấn Trung
Trưởng phòng Nghiên cứu Phân tích & Phát triển Sản phẩm
trungdt@vbse.vn

Lê Văn Giang
Phó phòng Nghiên cứu Phân tích & Phát triển Sản phẩm
gianglv@vbse.vn

Ngô Công Bình
Trưởng nhóm
binhnc@vbse.vn

Hoàng Xuân Tùng
Chuyên gia phân tích
tunghx@vbse.vn

Lâm Gia Khang
Chuyên gia phân tích
khanglg@vbse.vn

Nguyễn Việt Hằng
Chuyên gia phân tích
hangnv@vbse.vn

Trần Quỳnh Giang
Chuyên gia phân tích
giangtq@vbse.vn