

越南航海商业股份银行 长期看好



更新报告

MSB (HOSE) – 观望

公允价格（越盾）	33.900
目前价格（越盾）	28.300
上涨潜力	+ 19.6%
持有	1 年

银行业

股价变动



股票信息

市值（十亿越盾）	
流通股数（百万股）	1.175.000
52周内最高价（越盾）	23.300
52周内最低价（越盾）	16.200
3个月平均成交量（股票）	5.531.000
每月平均成交额（百万）	110.000
外资持股比例（%）	29,94
国家持股比例（%）	n/a
高管持股比例（%）	n/a

关于MSB

MSB成立于1991年，是越南第一家股份制商业银行。经过29年的经营，MSB已成为在中小企业领域和外汇业务方面具有实力的知名银行。目前，MSB拥有近5100名员工，为超过240万名个人客户和5.8万个大中小型企业客户提供服务。

杜光中

企业及行业分析专员

投资论点摘要

今年前 6 个月的利润增长强劲。上半年，越南航海银行（MSB）的营业收入和税前利润继续保持强劲增长，分别达到 5.36 万亿越盾（同比增长 77%）和 3.119 万亿越盾（同比增长 220%）。这个成绩帮助 MSB 完成了 2021 年全年利润计划的 95%。

信贷增长中，贷款业务的增长最强劲。2021 年前 6 个月，MSB 的信贷增长达到 10.5%，接近越南国家银行授予的上限水平。其中，MSB 对个人（比年初增长 17.1%）和大型企业（比年初增长 17.2%）等大部分细分的信贷均强劲增长。

净息差（NIM）继续强劲增长。受益于低利率，MSB 的 NIM 在第二季度末继续强劲增长，达到 3.67%（比年初增长 32 个基点）。由于努力吸引活期存款，MSB 的 CASA 比率在第二季度末达到 24.4%，与 2020 年末大致相当。

在疫情影响下，资产质量依然达到保障。MSB 对确保资产质量的努力继续取得积极成果，该行的不良贷款率微增至 2.01%，与 2020 年底大致持平。此外，拨备的增加也有助于将该行的坏账覆盖率小幅增长至 58.1%（比年初增长 4.1%）。

出售 FCCOM 资本带来了大量收入来源，帮助银行拥有发展动力。MSB 对消费贷款公司 FCCOM 的资本出售正在进行中，可能会在不久的将来完成。凭借目标估值为账面价值的 3 倍以上，MSB 将获得可观的利润，帮助银行在未来有更大的发展空间。

CSI 认为 COVID-19 疫情的第四次爆发将对 MSB 产生负面影响，但我们仍然看好 MSB 在未来 1 年的增长潜力。据此，我们将 MSB 2021 年和 2022 年的税前利润预测分别上调至 58180 亿越南盾和 68650 亿越南盾。同时，将估值展望至 2022 年中期，并将目标价上调至 33900 越盾/股，建议投资者可以对 MSB 进行买入。

2021 年上半年经营业绩更新

第二季度财务报表摘要

经营业绩报告（十亿越盾）	2021 年上半年	2020 年上半年	% YoY
利息收益和类似收益	5,098,948	4,926,514	+ 4%
利息支出和类似支出	-2,202,213	-2,948,551	- 25%
净利息收益	2,896,735	1,977,963	+ 46%
服务活动产生的净损益	2,197,740	325,814	+ 575%
外汇和黄金业务 活动产生的净损益	199,921	101,117	+ 98%
证券投资活动产生的净损益	- 8,400	347,743	- 102%
其他活动的净损益	-204	-81	+ 152%
营业总收入	73,713	269,637	- 73%
营业支出	5,359,505	3,022,193	+ 77%
信贷风险储备前的营业净收入	-1,794,760	-1,559,669	+ 15%
信贷风险储备支出	3,564,453	1,462,524	+ 144%
税前利润	-445,157	-488,322	- 9%
企业所得税支出	3,119,296	974,202	+ 220%
税后利润	-640,369	-199,583	+ 221%
利息收益和类似收益	2,478,927	774,619	+ 220%

来源: MSB, CSI Research

MSB的经营活动在2021年上半年强劲增长。上半年，MSB的营业收入和税前利润继续强劲增长，分别达到53600亿越盾（同比增长77%）和31190亿越盾（同比增长220%）。其中，MSB的净利息收入和非利息收入都对这一令人印象深刻的增长势头做出巨大贡献：

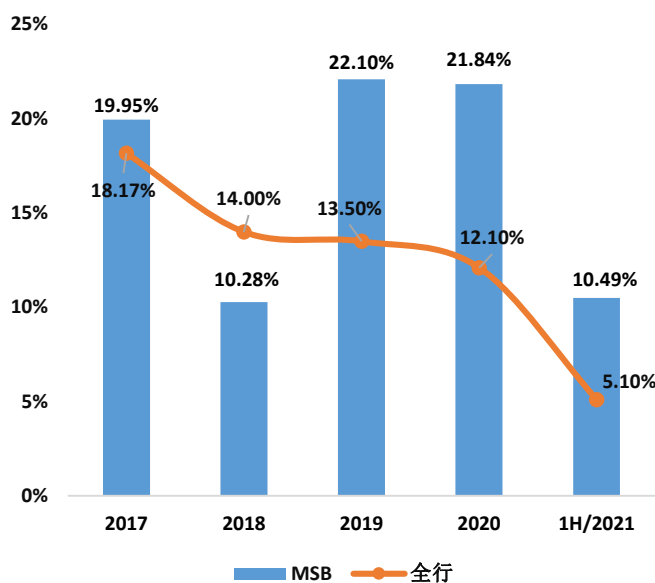
上半年，MSB净利息收入同比增长 46%，达到28960 亿越南盾。

上半年，MSB信贷增速达到10.5%，达到越南国家银行允许的上限水平，并且远高于银行间全行系统的5.47%。其中，对信贷增长贡献最大的是大型企业客户细分，该细分本期未偿还贷款增长17.2%，占未偿还贷款总额的50.7%。同时，个人客户和中小企业的贷款较年初分别增长17%和10%。

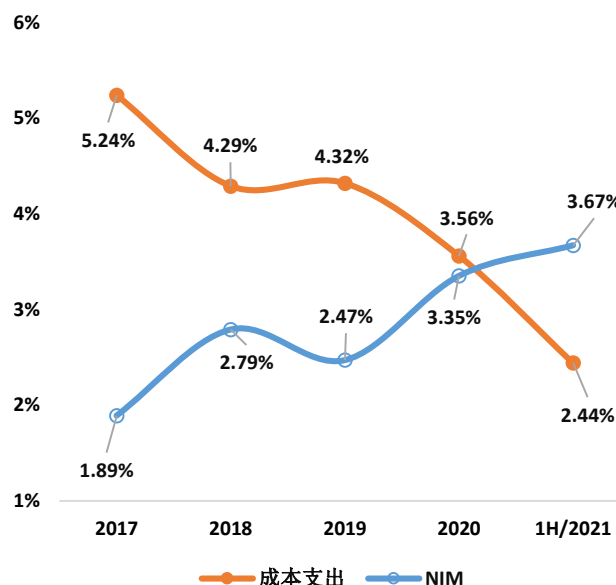
对个人客户贷款增长贡献最大的是商业贷款和消费贷款，期内分别增长35.4%和31.2%。对于企业贷款方面，房地产和建筑业的信贷增长最为强劲，占企业客户细分贷款余额的33.1%。

MSB 的 NIM 在 2021 年上半年达到创纪录的 3.67%，比 2020 年底增加 32 个基点。主要原因来自于（1）盈利资产的收益率继续增长 16 个基点，（2）MSB的资本成本在上半年继续下降至2.44%左右。其中，我们认为资本成本的减少主要是由于越南国家银行的宽松货币政策，使贷款利率持续保持低位。

MSB: 信贷增长



MSB: NIM



来源: MSB, CSI Research

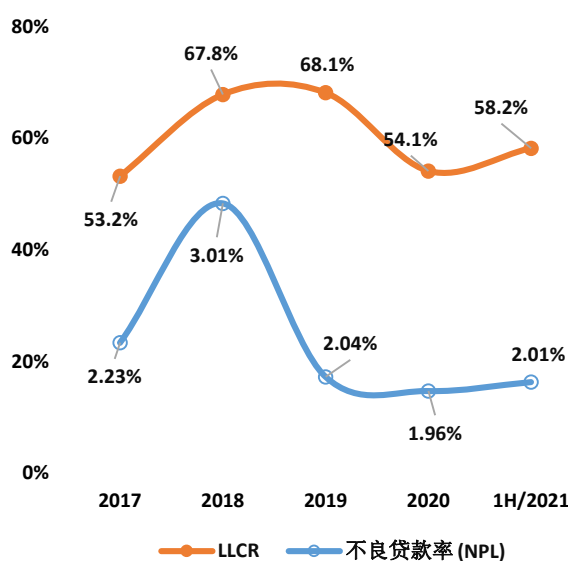
非利息收入继续强劲增长，同比增长 136%，达到 22430 亿越南盾。

服务活动收入 (NFI) 的贡献最大，强劲增长 575%，达到 21980 亿越南盾，所有服务类型均增长。其中，我们估计 MSB 已通过与保诚签署的保险合同记录大约 5000 亿越南盾的预付费用。我们还预计 MSB 将继续从这笔预付费用中获得额外的部分利息，有助于推动下半年的利润增长。

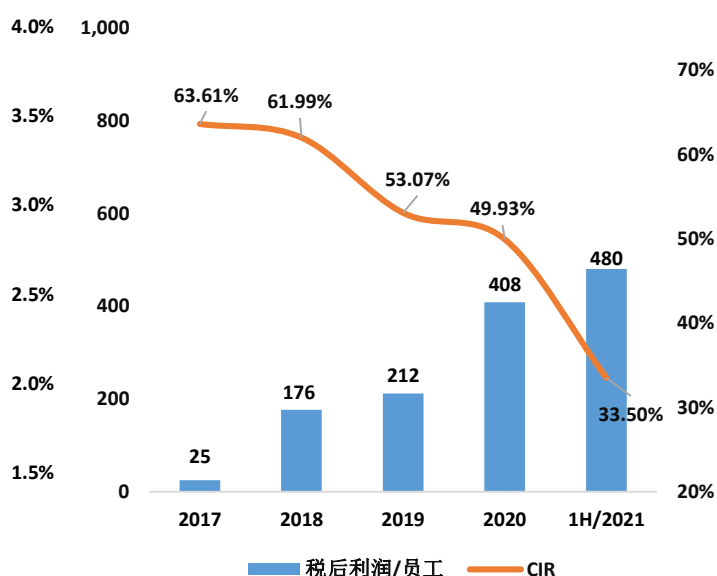
多年来外汇业务一直是MSB的优势业务，该业务也取得了良好的增长，利润达近2000亿越南盾（同比增长98%）。相反，上半年MSB的证券投资业务却亏损超过80亿越南盾。

MSB 的资产质量继续得到稳定控制。 第二季度末，该行不良贷款率为 2.01%，较 2020 年底公布的 1.96%略有上升。在 COVID-19 疫情严重影响经济增长的背景下，该行对控制信贷风险的努力是值得赞赏的。

MSB: 不良贷款



MSB: 营业支出



来源: MSB, CSI Research

与此同时，2021 年上半年 MSB 已拨备超过 4450 亿越南盾，与去年同期持平。2021 年第二季度末坏账覆盖率达到 58.2%，较 2020 年底的 54.1% 略有上升。根据针对于受 COVID-19 影响的客户的支持计划，需要重组的未偿还债务余额减少至 5000 亿越南盾左右，相当于未偿还余额总额的 0.5%。

大力优化运营成本。上半年 MSB 的运营成本同比增长 15% 至 17950 亿越南盾，主要是人力资源费用，同比增长 18%。然而，得益于运营优化的努力，成本收入比（CIR）仅为 33.5%，创下该行历史新低。

MSB 的资本状况在上半年继续得到巩固。上半年 MSB 维持流动性充裕，贷存比（LDR）为 66.5%，远低于越南央行允许的上限水平。这使得 MSB 在未来有更多促进信贷活动的空间。此外，该行也是资本充足率较好的银行之一，根据 02 号通函，该行的资本充足率达到 11.64%，远高于 8% 的最低要求。

出售 FCCOM 资本将帮助 MSB 有更多的空间来开展业务活动。从 2020 年，MSB 已计划从 FCCOM 消费公司撤出 50% 的资本，但由于各种原因，这笔交易被推迟。

根据最新消息，MSB 表示将改变其计划，据此，该行将向一个外国合作伙伴出售其在 FCCOM 持有的 100% 的资本。即在获得国家银行的批准后，我们预计这笔交易将于 2022 年初完成。基于市场同类交易，我们预计 FCCOM 可以以超过其账面价值 3 倍的价格交易，为 MSB 带来约 15000 亿越南盾的利润。这将成为帮助 MSB 增加其资本厚度，并有更多开发项目的空间以促进银行经营活动。

估值和建议

我们预计当COVID-19疫情在2022年初得到控制之前，2021年下半年疫情将对 MSB 产生负面影响。但是，今年前六个月的经营业绩超出我们的预期，以及越南央行很有可能会继续维持宽松的货币政策。从而，我们根据该行经营情况和未来经营计划的更新，对MSB 下半年进行预测调整，将估值转移至2022 年中期。我们对MSB在 2021 年做出如下假设：

- 信贷增长26%
- 成本支出达2.52%
- 储备支出增长30%至1395万亿越盾
- MSB总资产增长11%至195万亿越盾
- MSB从与保诚的独家保险合同录得8000亿越盾的预付款
- MSB从FCCOM子公司的撤资获得1.5万亿越盾的突破性利润

从而我们预期MSB-2021年的税前利润达5.818万亿越盾，同比增长129%，NIM达3.65%。预计2022年MSB的税前利润估计为6.865万亿越盾，同比增长18%。

若MSB今年没有员工持股计划（ESOP），预计2022年6月MSB每股账面价值将达22448越盾

MSB的当前价格为30650越盾/股，通过市净率P/B为1.4倍以及对2021年业务业绩的积极评估，我们预期，MSB在2021年的P/B为1.6倍。在12个月内的公允价格为3.39万越盾，涨价潜力为10.6%，越南建设证券公司建议投资者可对MSB进行买入。

风险：我们认为，今年 MSB 面临的一个重大风险是，Covid 疫情的爆发时间比预期较长，并对经济和银行的坏账产生不利影响。

公司简介

越南建设证券股份公司是一家中资控股的越南证券公司，执有越南国家证券管理委员会颁发的运营牌照，是一家中等规模的越南券商。2019年3月15日，公司在河内证券交易所上市交易（证券代码CSI），成为越南第二家中资控股的上市券商。

越南建设证券股份公司（下称建设证券）前身是一家名叫凤凰证券的越南小型券商，2016年中，几名长期关注越南金融市场的中国金融界人士果断出手，对这家凤凰证券进行了收购和改组，“凤凰”涅槃，重生为“建设证券”。

◆ 立足培育本地市场，全面服务大中华客户”的经营策略，为本地客户服务，为在越华人服务，为在越中资企业服务。

◆ 建立了越南同行中最大规模的中文服务团队，80%的员工能与客户进行中文交流

◆ 强大翻译团队支持，将研究所的报告100%全部转化为中文，完全适应华人客户的阅读习惯，并在各中资越南分行中得到全面使用，成为各分行必备的越南证券市场分析资料来源：

◆ 和使用同花顺一样方便的交易平台，匹配中越双语，提供电脑客户端、手机客户端和浏览器版本。

◆ 拥有独立的媒体部门，多元化媒体渠道推送产品：

1. 开发系列视频产品，如每日分析、企业研究、宏观分析、《宝玉看市》等特色产品，受到广大客户的欢迎；
2. 自媒体平台如微信公众号“越证快讯”更是得到同行和相关媒体的认可和称赞，每天的内容包含了市场分析、证券信息、越南新闻、热点分析等，周末两天还推出了《听见越音》《声色光影》以及越南习俗介绍等栏目，身不在越南也能随时感受到越南的发展和越南的文化。
3. 越南同行中首家推出电台播报，喜马拉雅《来自越南的股事》电台让客户不仅看到资讯还能听到资讯。

建设证券致力于给客户提供最优的服务，与您共享越南发展红利！

网址：<https://vncsi.com.vn>



微信（公众号）：ynzqkx



微信（客服号）：vncsi88



CSI研究所
越南建设证券股份公司

地址：河内市青春郡仁政坊黎文良路48号钻石花大厦11楼
胡志明市第一郡阮太平坊阮公著街12-14号
联系：+84 24 3926 0099 传真：04.39263411
Zalo: 0886998288 微信：vncsi88

官网：<https://www.vncsi.com.vn>
媒体合作| 微信：h84945586045

免责声明

版权属于越南建设证券股份公司（CSI），本材料中的所有信息和资料均来源于可靠渠道，CSI对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。上述分析、观点、建议未必是CSI官方观点，大部分均是发布者基于目前市场情况而作出的。材料中的建议均由分析专员基于基本分析系统的基础上进行分析，但CSI及其雇员对使用或信赖本材料及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本材料版权归CSI所有，未经授权不允许任何个人或组织进行复制、转载、发布或出版。