



企业报告：越南农业银行保险股份有限公司

(Upcom 挂牌交易的股票代码：ABI)

企业分析部
Research@gtias.com.vn
 2021年11月5日

先驱产品带来突出收益率

投资论点

- 越南农业银行保险股份有限公司 ABIC 是越南市场上信贷保证保险产品 (BATD) 的先驱企业
- 按大数规律 风险分散比较好, 利润率突出。信贷保证保险产品的索赔率很低 (占保险费的 22%左右), 加上农业银行以分行网点的优势助于 ABIC 进入市场, 其逐年收入得以保障, 综合合理赔率在行业中处于最低水平。因此, 该公司的净利率及净资产收益率 (ROE) 远高于保险行业中的其他公司。目前该公司的净资产收益率 (ROE) 达 25%-30%, 是其他公司的两倍。
- 通过调高利率以及多元化投资组合助于提升金融利润, ABIC 的利润率从而得到改善。

风险

- 信贷保证保险产品 BATD 较特殊, 收入增长在很大程度上取决于 Agribank 农业总行信贷的增长。此外, 因 ABIC 只注重于存款, 两年来该公司的利润也受利率下调的影响。

建议

Agribank 农业总行带来的优势已巩固 ABIC 保费收入增长及利润突出的期望。ABIC 的市盈率 P/E 为 7.7x, 远低于行业中其他公司的 P/E 平均水平的 14 倍。我们对 ABIC 股票推荐“买入”, 期一年的目标价为 **80,000 越盾/股**, 利润率为 25%。

推荐:

买入
(Updated)

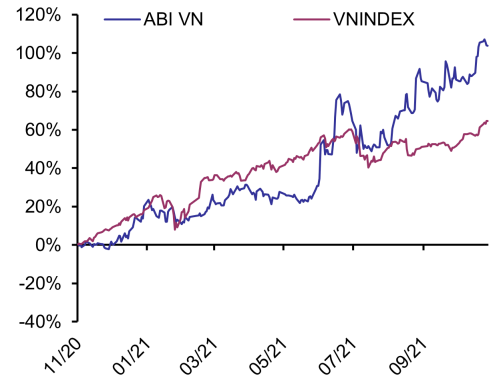
6-18个月股价:

80,000越盾
(Initial)

当前股价:

64,000越盾

股价走势图



| 股价变动 | 1 M | 3 M | 1Y |
|---------------|--------|--------|--------|
| 股价波动 | 34.2 | 129.0 | 102.9 |
| 与 VN index 相比 | 43.0 | 179.3 | 158.1 |
| 平均价 (越盾) | 56,264 | 49,904 | 43,048 |

源: Bloomberg, 国泰君安 (越南)

| 年 结 12/31 | Rev (万亿盾) | Net Profit (十亿盾) | EPS (盾) | EPS (Δ%) | BPS (盾) | DPS (盾) | Yield (%) | PBT (%) | ROA (%) | ROE (%) |
|--------------|--------------|---------------------|------------|-------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|
| 2019A | 1.743 | 242 | 6,368 | 23 | 23,449 | 1200 | 12 | 17.40% | 9.44% | 27.21% |
| 2020A | 1.906 | 293 | 8,004 | 25.69 | 27,497 | 1200 | 12 | 19.23% | 9.81% | 28.04% |
| 2021F | 1.976 | 331 | 7,933 | 41.12 | 30,021 | 1200 | 12 | 20.94% | 9.78% | 25.46% |
| 2022F | 2.263 | 384 | 9,200 | 30.69 | 37,143 | 1200 | 12 | 21.21% | 10.09% | 23.86% |
| 2023F | 2.547 | 429 | 10,281 | 21.96 | 45,307 | 1200 | 12 | 21.06% | 10.04% | 21.86% |

| | | | |
|-------------------|---------------|--------------|----------------|
| 流通股数 (万) | 4,200 | 大股东 (%) | Agribank 52.93 |
| 市值 (亿越盾) | 26,194.5 | 自由流通 (%) | 44.9 |
| 三个月平均价 (‘000) | 116.31 | 债务/所有者权益 (%) | 0 |
| 52 周股价最高/最低价 (越盾) | 64700 / 27000 | | |

源: the Company, 国泰君安 (越南)。

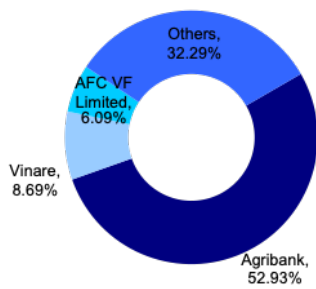
经营情况亮点

越南农业银行保险股份有限公司 ABIC 是越南农业与农村发展银行（简称：Agribank）旗下的子公司，其经营领域为非人寿保险。ABIC 的主要产品为信贷保证保险、机动车辆保险及财产保险。

其中，最突出的是信贷保证保险（BATD）。该产品将为借款人在不可预测的风险发生下向银行还款，从此保护借款人的抵押财产以及帮助其亲人避免还款的压力。这是 ABIC 的核心产品，开拓利基市场并具有发展潜力。

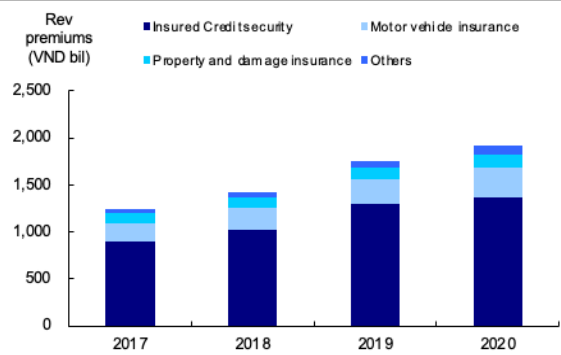
越南市场上已有一些公司提供 BATD 产品，例如邮局保险公司 PTI、宝越集团 BHV，但农业银行保险公司 ABIC 不管在规模上还是在收入比重上都最为突出。

图 1: 股东结构



源: ABI, 国泰君安 (越南)。

图 2: 保险初始费分析表



源: ABI, 国泰君安 (越南)。

目前，BATD 产品占公司保险初始费总额的 70%。身为 Agribank 银行的子公司，ABIC 进入市场以及开拓客户群的障碍不大。Agribank 银行贷款客户的 40%-50% 都买该公司的信贷保证保险。

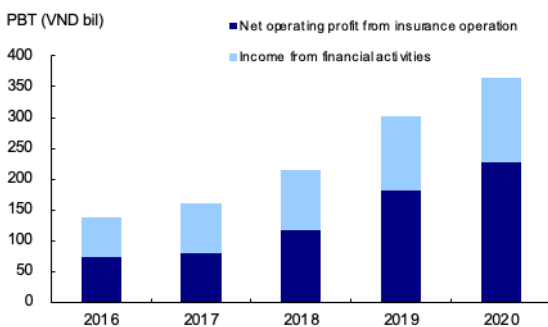
BATD 产品的低理赔率有助于 ABIC 的盈利率在保险行业中排名第一。

ABIC 的理赔率年均水平为 27%，是行业中最低水平。其中，信贷保证保险 BATD 的理赔率平均为 22%，财产保险理赔率为 13.1%、机动车辆保险理赔率为 40%。

按大数的规律做好风险分散。该公司的理赔率低，约 0.22%（即平均 1 万客户中只有 22 位客户遇到风险并要求索赔。ABIC 的赔付率来自于 Agribank 银行个人贷款的巨大客户群，合同数量达 1600 万个。每笔贷款期限为 1-3 年，受保险的最大贷款额为 3 亿越盾。可见，ABIC 公司的风险分散良好。

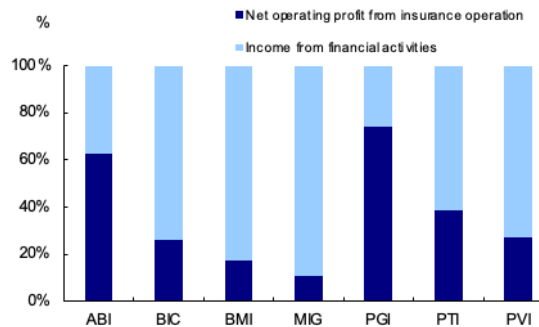
就盈利能力方面，ABIC 公司的理赔率低以及利用好总行的子公司系统以推动互相销售产品，该公司的综合理赔率在行业中处于最低水平，并在 2021 年第三季度末降至 81.27%。在行业中的其他公司净资产收益率 ROE 只达 10% 左右的同时，ABIC 的净资产收益率令人印象深刻，达 30.27%，成为行业中最高水平。

图 3: ABI 税前利润的组成部分



源: ABI, 国泰君安 (越南)

图 4: 税前利润较 2020 年 peers 相比的分析表



源: ABI, 国泰君安 (越南)

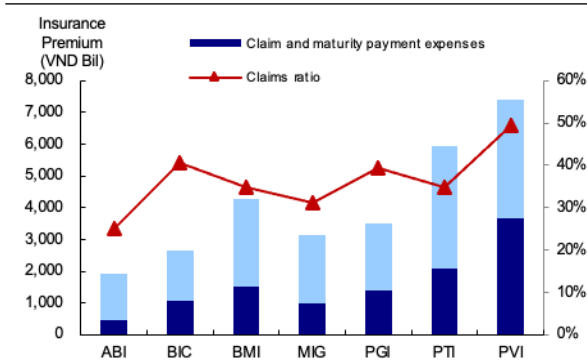
投资组合谨慎，利息上调助于公司利润率在行业中排名首位

目前，ABIC 的 100%投资组合都是短期存款，受市场上利率波动的影响。这一方面让 ABIC 的投资组合的收益率不太高，另一方面却提高安全性并剔除大量市场的风险。

ABIC 目前具有约 2.3 万亿越盾短期存款总额及资金余额，加上 1.6 万亿越盾准备金。由此可见，ABIC 的资金缓冲良好，几乎没有资金流动的风险。与此同时，ABIC 未使用的准备金被分配到利润，从而增加该公司的估值。

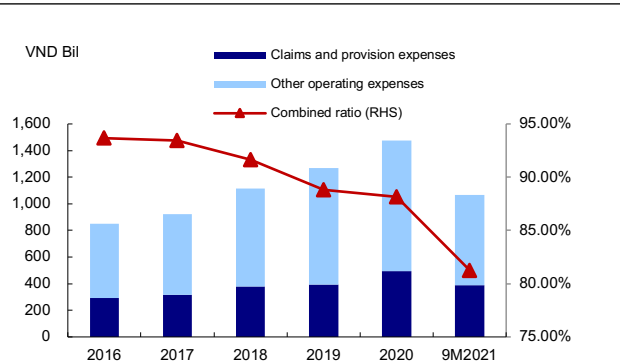
目前，ABIC 的税前利润在全行位居第二，只次于 PVI 保险公司。值得注意的是，PVI 的利润大多数来自金融利润，暂时受益于证券市场的涨势。反之，ABIC 利润率的增长空间依旧很大，在利率上调或 ABIC 将其投资组合转向到更加主动的方向的背景下，该公司完全可以超越 PVI。

图 5: 赔付率较 2020 年 peers 相比的分析表



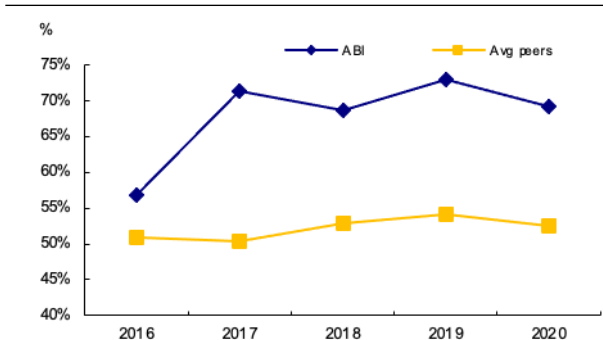
源: ABI, 国泰君安 (越南)

图 6: ABI 保险运营费用总额



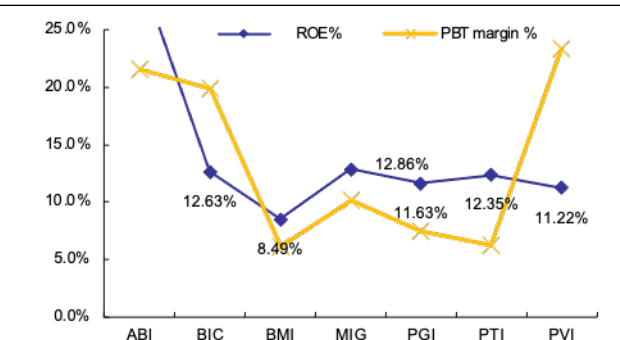
源: ABI, 国泰君安 (越南)

图 7: 理赔准备金/销售额比例



源: ABI, 国泰君安 (越南)

图 8: 2020 年盈利率



源: ABI, Fiiipro, 国泰君安 (越南)

疫情后经济有望复苏以及总行客户贷款需求增加，保险销售额将回归呈现增长趋势。

ABIC 目前增长潜力取决于 Agribank 总行的贷款活动。2020 年，因新冠肺炎疫情的影响，整个经济体上的信贷活动降速，导致信贷保证保险初始费用的增长率从 2021 年的 27% 降至 6.02%。据此，2020 年保险原始费总额增 9.2%。

若 2022 年 Agribank 个人客户贷款增长率达 10% 并随后能保持正增长趋势，在 2022-2024 年阶段，ABIC 新保险费收入有望增长 12-15%。赔付率较目前相同，保持在最低水平并假设存款利率为 6.5%-6.8%。此外，Agribank 银行个人贷款在贷款业务里的比重有望增长，ABIC 随之受益较大。

风险

信贷保证保险产品 BATD 较特殊，收入增长受 Agribank 农业总行信贷增长 很大的影响。此外，因 ABIC 只注重存款业务，该公司的利润也受到近两年来利率下调的重大影响。

估值

假设 ABIC 收入增长率达 10%-15%/年，以 6.8%/年的平均利率 100%投资组合继续分配到短期存款，现金分红率保持在 12%/年，折扣率为 12%，按贴现现金流量法，我们评估 ABIC 股的合理价为 80,000 盾/股（已调整股票分红比例 14%）。

建议

基于 Agribank 总行的支持，ABIC 在发展信贷保证保险产品的方向上具有难得的优势。理赔率及管理费用低促使 ABIC 的盈利率 较其他公司相比最为突出。

ABIC 的市盈率 P/E 为 7.7 倍，远低于行业中其他公司平均 PE 的 14 倍。

我们对 ABIC 股票推荐 “**买入**”，一年内目标价为 **80,000 越盾/股**，利润率为 25%。

财务报表和相关的指数

| 截至 12 月 31 日 (十亿盾) | 资产负债表 | | | | 截至 12 月 31 日 (十亿越盾) | 经营业绩报告 | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F | | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
| 短期资产 | 2,375 | 2,796 | 3,152 | 3,541 | 保险费收入 | 1,743 | 1,906 | 1,976 | 2,263 |
| 现金及现金之类 | 48 | 58 | 59 | 68 | 保险理赔额 | -386 | -476 | -498 | -572 |
| 短期金融投资总额 | 1,940 | 2,283 | 2,597 | 2,905 | 保险业务运营费用 | -398 | -436 | -446 | -489 |
| 应收款 | 90 | 98 | 119 | 136 | 企业管理费用 | -477 | -483 | -476 | -545 |
| 长期资产 | 194 | 192 | 233 | 266 | 金融活动利润 | 121 | 138 | 149 | 178 |
| 固定资产 | 122 | 132 | 158 | 181 | 税前利润 | 303 | 366 | 414 | 480 |
| 长期金融投资总额 | 59 | 45 | 59 | 68 | 税后利润 | 242 | 293 | 331 | 384 |
| 总资产 | 2,569 | 2,988 | 3,385 | 3,807 | EPS (越盾) | 6,368 | 8,004 | 7,933 | 9,200 |
| 应付债务总额 | 1,678 | 1,943 | 2,084 | 2,198 | 财务指数 | | | | |
| 短期债务 | 1,678 | 1,943 | 323 | 329 | | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
| 保险业务准备金 | 1,408 | 1,609 | 1,761 | 1,869 | PBT margin | 17.40% | 19.23% | 20.94% | 21.21% |
| 长期债务 | 0 | 0 | 0 | 0 | ROA | 9.44% | 9.81% | 9.78% | 10.09% |
| 所有者权益 | 891 | 1,045 | 1,301 | 1,609 | ROE | 27.21% | 28.04% | 25.46% | 23.86% |
| 未分配利润/累计亏损 | 299 | 380 | 636 | 944 | | | | | |
| 资金总额 | 2,569 | 2,988 | 3,385 | 3,807 | | | | | |

源: the Company, 国泰君安 (越南)。

股票排名

参考指数: VN - Index.
投资期限: 6-18 个月

| 建议 | 具体 |
|----|--------------------------------|
| 买入 | 预期收益率相当或大于 15% 或公司/行业前景乐观 |
| 增持 | 预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观 |
| 保持 | 预期收益率 -5% 至 5% 或公司/行业前景中等 |
| 减持 | 预期收益率-15% 至 -5% 或公司/行业前景不乐观 |
| 卖出 | 预期收益率小于 -15% 或公司/行业前景不乐观 |

行业排名

参考指数: VN - Index
投资期限: 6-18 个月

| 评级 | 具体 |
|------|------------------------------------|
| 跑赢大市 | 与越南指数相比. 平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观 |
| 中等 | 与越南指数相比. 平均行业利润率-5%至 5% 或行业前景中等 |
| 跑输大市 | 与越南指数相比. 平均行业利润率小于-5% 或行业前景不可观 |

免责声明

本报告的 评估是分析师 对 证券代码 或者 发行机构的 个人观点。 投资者 应该以此报告 为参考信息， 投资者据此操作， 风险自担。 国泰君安证券（越南）对 使用本报告的全部或部分导致任何损失不承担任何责任。

分析师 负责编辑本报告 根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力、 公司来自其他单位的收入和总收入 等因素收到报酬。 国泰君安证券（越南）公司的专员、经理、员工 可跟本资料所涉及到的任何证券 或者相关的投资有关系。

报告发布时， 虽然数据、内容均源于可靠消息来源， 但是国泰君安证券（越南） 不负责其完整和准确性。 我们报告的观点以及预测 截止报告出版日有价值 并可未经通知前而调整。

本报告遵循报告发行国家的法律规定编制， 编制唯一目的是 为国泰君安证券（越南）的越南和外国个人或机构客户 提供信息而不构成投资建议。 本报告的观点不考虑到投资者的目标、需求、战略或具体环境。 此外， 投资者需要意识到可能出现利益冲突导致本报告的客观性。

材料版权归国泰君安证券（越南）股份公司所有， 未经本公司以文件形式合法的授权不得复制， 出版或转载。 引用时须要注明来源。

GTJA 海外事业部

| | |
|----------|-----------------------------|
| 阮琼英 (女士) | 微信号: <i>anhng313</i> |
| 阮贤庄 (女士) | 微信号: <i>xianzhuang25525</i> |
| 阮志心 (先生) | 微信号: <i>ruanzhixin10191</i> |

国泰君安证券 (越南) 微信 公众号



GTJA 证券投资顾问和分析部门

| 成员 | 职位 | 负责 | Email | Ext. |
|------|------|-----------|--|------|
| 武世荣 | 主管 | 分析 & 投资策略 | vinhvt@gtjas.com.vn | 704 |
| 杜中元 | 副主管 | 副主管 | nguyendt@gtjas.com.vn | 703 |
| 陈氏红绒 | 专员 | 银行业分析 | nhungtth@gtjas.com.vn | 706 |
| 丁光达 | 高级专员 | 消费行业分析 | datdq@gtjas.com.vn | |
| 费公灵 | 高级专员 | 房地产行业分析 | linhpc@gtjas.com.vn | 709 |



联系方式

河内总部

胡志明分公司

咨询电话:
(024) 35. 730. 073

挂单电话:

(024) 35. 779. 999

Email: ivs@gtjas.com.vn
Website: www.gtjai.com.vn

河内市纸桥区陈维兴路 117 号
Charm Vit 大厦一楼

电话:

(024) 35. 730. 073

传真: (024) 35. 730. 088

胡志明市第三郡国际工厂路第二
号 BIS 三楼

电话:

(028) 38. 239. 966

传真: (028) 38. 239. 696