



银行报告：亚洲商业股份银行

(在胡志明证交所上市的股票代码：ACB)

企业分析部

Research@gtjas.com.vn

2021年10月18日

谨慎经营模式

投资论点

亚洲银行是银行业中 资产质量最好的银行之一(自2016年起 呆账率低于 1%)。 银行的零售客户占贷款总额的90%以上(在系统中 排名首位)，这助于增长速度稳定、利润率提高并 降低风险。除此之外，ACB 以国债投资业务的优势，其规模排名第四位(只次于国有商业银行群)，占该银行总资产的13%，债券投资业务为 银行带来稳定的收入并在收入规模中占大比重。

ACB 跟 Sunlife 保险签署银保合作协议，银行收到稳定的预付费 (在未来15年，年均收 5000 亿盾)，同时为银行非利息收入打好基础。银行资产质量 排在前列，债务期内的债务偿付比率 (LLCR) 为200%。此外，ACB 针对发展抵押贷款业务 并对信贷风险 主动进行拨备。

风险

银行业绩明显体现 COVID-19 对银行资产质量的影响。经过三个月社交隔离期间后，第三季度银行信贷增长速度下降 2% (年初以来的增长速度自 9.5% 降至 7.5%)，税后利润环比下降 20%。重组债务增加 5 万亿盾，增至 13 万亿盾。

建议

假设 2021-2023 年，ACB 的信贷增长速度为 13%-14%/年，平均 净息差 NIM 为 3.7% 和成本收入比 CIR 为 37%，我们评估 ACB 的目标价为 37.000 盾/股。目前银行的市净率 P/B 为 2.16，跟其他银行股票相比 该指数比较合理。我们建议 “保持” ACB 股票，长期目标价为 **37.000 盾/股**(投资期 6-18 个月)，相当于期望增长率为 14.9%。

评级：

保持

(Updated)

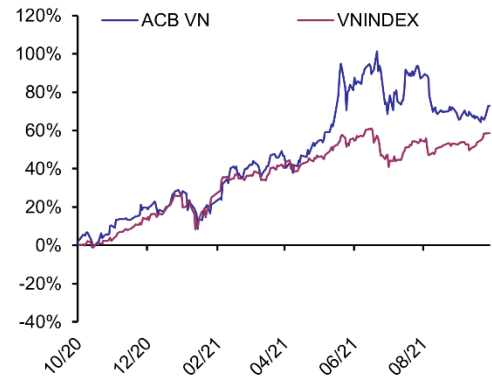
6-18个月股价：

37,000 盾

当前股价：

32,200 盾

股价走势



股价变动	1 M	3 M	1Y
绝对变动%	2.2	-4.2	72.7
相对 VN-Index 变动	6.2	3.0	123.2
平均股价(盾)	31,762	33,032	28,182

源：Bloomberg, 国泰君安证券越南

	收入	净利润	每股净利润	每股净利润变动	每股净资产	每年股息	股息率	净息差	成本收入比	
	(VND b)	(VND b)	(VND)	(Δ%)	(VND)	(VND)	(%)	(%)	(%)	
12/31	12/31									
2019A	16,097	6,010	3,632	-9.18	10.28	-	-	3.65	-51.61	24.64
2020A	18,161	7,683	3,511	-3.33	13.12	-	-	3.78	-41.98	24.31
2021F	22,194	9,266	3,429	-2.32	13.55	-	-	3.96	-33	25.72
2022F	23,977	11,019	4,078	18.92	15.83	-	-	3.88	-37	27.77
2023F	27,208	12,964	4,798	17.65	18.63	-	-	3.82	-37	27.85

流通股数(亿股)	27.0195	大股东 (%)	Dragon Capital	6.92
市值(万亿盾)	87.002730	自由流通比例 (%)		84.5
3 个月平均交易量 (‘000)	7,581.06	存款比 LDR (%)		80.2
52 周最高/最低 (盾)	38200 / 18560	资本充足率 CAR (%)		11.2

源: ACB 银行, 国泰君安证券(越南)

2021 年前 9 个月经营业绩更新

第三季度 经营业绩 受第四波新冠病毒导致社交距离的影响

今年前 9 个月银行信贷增长达 7.5%，与第二季度 9.5% 的增速相比大幅度下降。社交距离 使得银行贷款业务收到很多困难。与此同时，保险经营活动受很大影响 促使银行第三季度的收入大幅度下降。除此之外，银行信贷风险拨备费用提高，因此第三季度银行税前利润达逾 2.5 万亿盾，相当于 2020 年同期的数据，与今年前两个季度相比急剧下降。尽管如此，第一和第二季度的利润较高 促使今年前 9 个月的累计利润同比增长 40%，达 8.9 万亿盾。

重组债务急剧增长

由于银行目标客户受疫情的影响，截止第三季度末，银行重组债务自 9 万亿盾增至 13 万亿盾。银行坏账率增至 0.8%。为了应对资产的风险，ACB 准备金费用增加 2.069 万亿盾，相当于第十四通告所规定的三年债务重组总规模的须拨备金额。银行前 9 个月的拨备总额达 2.795 万亿盾，是 2020 年的三倍。

积极支持受新冠病毒影响的客户

为了支持客户，ACB 银行承诺在 2021 年将降息的总值为 7000 亿盾。 据此，在第三季度内 银行降息 2000 亿盾，2021 年剩余时间预计降息 5000 亿盾。

经营展望

零售经营模式助于分散风险

ACB 的经营模式比较谨慎，个人客户和中小企业的贷款额占贷款总额的 93%，自 2016 年起 坏账率保持在 1% 以下。ACB 具有多年使用银行服务的客户群 助于银行募集资金，目前来自个人客户的募集资金规模 占银行募集资金总规模的 80% 以上。

由于整个银行业下调存款利率，净息差短期收益并见顶

由于贷款利息降速 慢于存款利息的降速，因此大部分银行（包括亚洲银行 ACB）的净息差已见顶。银行第三季度的净息差达 4.1%，相当于第二季度 并高于 2020 年和前几年的水平。

尽管净息差下降，但是难以下调至原来的水平，其原因是 活期存款率 CASA 越来越高，价值为 20 万亿盾的低利率债券期限为 3-4 年 是银行廉价的资本。除此之外，债券投资业务对银行贡献高收益 且稳定的收入。亚洲银行是银行系统中 国债业务最活跃的银行，并排名第四（只次于商业国有银行），占总资产的 13%。

除此之外，当贷款和存款利息得到平衡，非利息收入增加 将弥补利息收入的下降。

对于信贷增长，2021 年 ACB 银行设定信贷增长目标为 13.5%， 相当于信贷增长上限。第四季度的主要增长动力是生产贸易的越南企业、春节使用的消费品等企业。除此之外，银行期望 低利率的贷款 助于开发新客户、从而扩大市额和提升长期收入。2021 年 9 月底，ACB 推出规模为 10 万亿盾、年利率 5% 的贷款品。该产品对企业的优惠利率为 5%/年，经营户的贷款利率为 6%/年。尤其是，在 10 月上半月，经营户贷款将享受 0.2%/年的折扣利率。自 10 月 1 日起，对于使用在线服务的企业，ACB 免费汇款、代发工资等服务。

我们认为非利息的经营业务将成为银行长期收入增长的动力。保险、收费和国债经营等业务很有发展潜力。

2017-2019 期间因收回和冲销坏账而调整超常收入后,2016 年 非利息收入/利息收入比达 5.23% , 2020 年达 22.5%, 2021 年第一季度达 23.24%。尽管如此,比起行业中非利息收入/利息收入比在 50%以上的技商银行 TCB, ACB 的差距仍较大。不过,因保险和支付经营业务的动力, ACB 可以拉近距离。

跟 Sunlife 保险签约银保协议后, 2021 年上半年 ACB 收入急剧增长。服务收入/运营总收入增至 12.7%。值得一提的是, 2021 年第三季度, ACB 对信用卡的收费收入进行重新分类。因此, 2020 年和 2021 年的收费收入有所下调。尽管如此, 调整 2020 年 9 月份的收入后, 银行前 9 个月的收费收入达逾 1.9 万亿盾, 同比增长 55%, 并超过 2020 年的数据。

保持高效风控管理

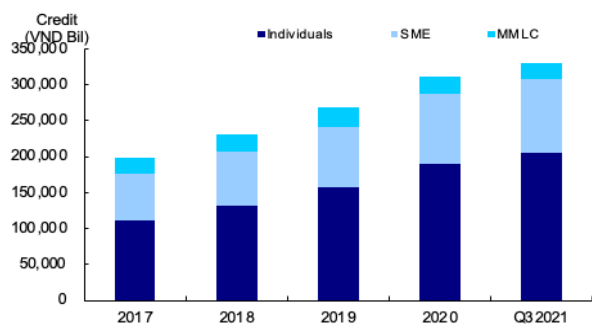
目前银行已经对重组债务全部进行拨备, 因此银行的准备金压力不大。尽管第四季度 重组债务预计继续增加。谨慎拨备以及冲销重组债务和坏账的观点 助于改善银行资产质量。为了保证银行的坏账拨备覆盖率, 第四季度银行的准备金预计增加 5000 亿盾。

数字化银行和市场份额竞争

尽管 ACB 具有风控管理和客户服务策略的优势, 我们认为 ACB 在数字化银行开展和 新产品推出的速度均较慢。客户规模增速放缓, 交易规模增长仅为 22%, 慢于其他银行, 尤其是私人商业银行。

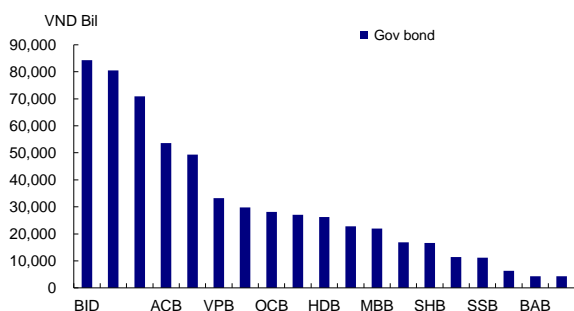
因此, 为了留住客户市场份额并提升非利息收入来弥补信贷增长速度放缓的发展方向, ACB 需要推动数字化银行。

图一: 按客户群的贷款结构



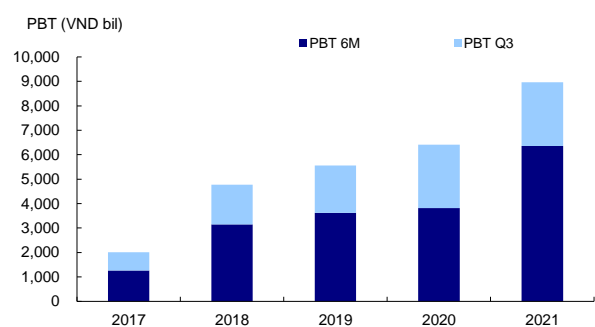
源: ACB, 国泰君安证券 (越南)

图三: 2021 年第二季度国债规模



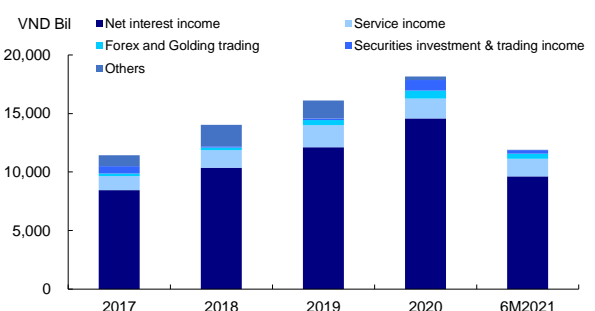
源: ACB, 国泰君安证券 (越南)

图二: 税后利润 (PBT)



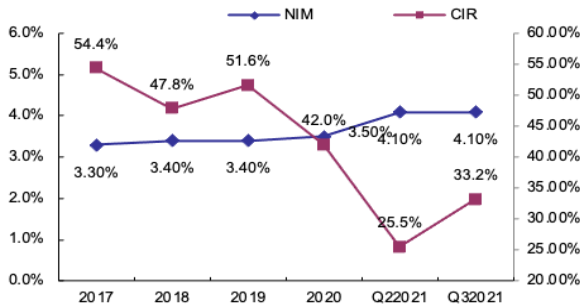
源: ACB, 国泰君安证券 (越南)

图四: 收入结构



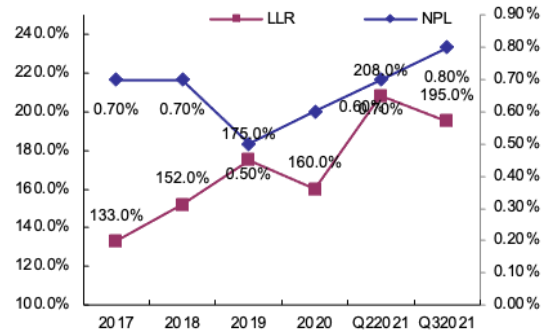
源: ACB, 国泰君安证券 (越南)

图五: 经营效果



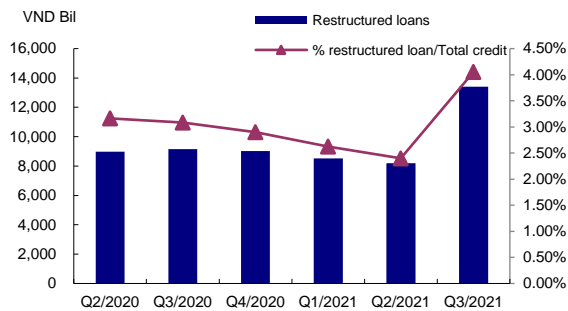
源: ACB, 国泰君安证券 (越南)

图六: 资产质量



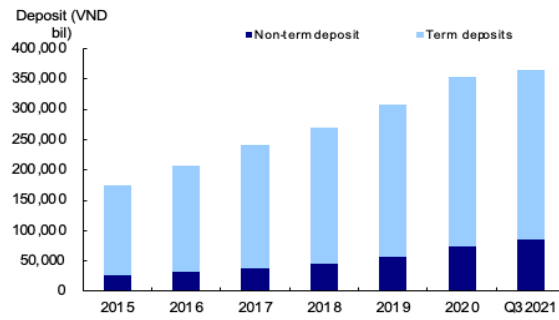
源: ACB, 国泰君安证券 (越南)

图七: 重组债务额



源: ACB, 国泰君安证券 (越南)

图八: 资本募集结构



源: ACB, 国泰君安证券 (越南)

估值

按照剩余收益法 (Residual Income), 假设无风险利率为 3.79% (源: Damodaran, 越南国债 10 年期利率), 成本费用 14.79%。

单位: 十亿盾	2020A	2021F	2022F	2023F
期初所有者权益	27,765	35,448	36,609	42,765
净利润	7,683	9,266	11,019	12,964
剩余收入		8,106	4,863	5,404
剩余收入的当前总值				63,371
流通股数 (亿股)				27.02
12 个月目标价				37,000
当前股价				32,200
期望盈利率				14.9%

建议

新冠肺炎病毒疫情有好转, 我们期望第四季度 ACB 银行可推动信贷增长速度, 2021 年的信贷增长速度提升到 13.3%。若记账准备金和降低支持费用, 银行的税后利润达 11.6 万亿盾, 同比增长 21%。

假设 2021-2023 年, ACB 的信贷增长速度为 13%-14%/年, 平均净息差 NIM 为 3.7% 和成本

收入比 CIR 为 37%，我们评估 ACB 的目标价为 37.000 盾/股。目前银行的市净率 P/B 为 2.16，跟其他银行股票相比 该指数比较合理。我们推荐 “保持” ACB 股票，长期目标价为 **37.000 盾/股**（投资期 6-18 个月），相当于期望增长率为 14.9%。

财务报表和相关指标摘要

资产负债表					损益表				
年结 12 月 31 日 (十亿盾)	2018	2019	2020	2021F	截至 12 月 31 日	2018	2019	2020	2021F
资产					利息之类收入	24,015	28,318	31,856	35,301
现金和黄金类	6,129	6,438	6,968	8,176	利息之类费用	(13,652)	(16,205)	(17,274)	(17,842)
客户贷款	227,983	266,165	308,529	349,641	净利息收入	10,363	12,112	14,582	17,458
投资证券	53,380	55,956	63,399	72,510	活动总收入	14,033	16,097	18,161	22,194
固定资产	3,233	3,770	3,783	3,070	活动总费用	(6,712)	(8,308)	(7,624)	(7,324)
投资房地产	593	1,049	1,066	-	信用风险准备金费用之前的经营 净利润	7,321	7,790	10,537	14,870
其他资产	7,573	6,891	6,893	7,811	信用风险准备金	(932)	(274)	(941)	(3,288)
总资产	329,679	384,202	445,247	498,162	税前利润总额	6,389	7,516	9,596	11,583
应付债务	308,315	355,749	409,082	461,553	税后利润	5,137	6,010	7,683	9,266
政府和央行应付款	3,074	-	-	-	少数股东和优惠股份利益	-	-	-	-
其他信贷机构储蓄和 贷款	20,718	19,249	23,875	27,053	银行股东税后利润	5,137	6,010	7,683	9,266
客户储蓄	269,999	308,129	353,196	400,212	每股基本收益	3,999	3,632	3,511	3,429
融资本, 委托投资, 给承担风险信用机构贷 款	160	156	117	132					
发行贵重文件	8,291	20,831	22,050	23,000	财务指数	2018	2019	2020	2021F
其他债务	6,035	7,384	9,844	11,155	净息差 NIM (Net Interest Margin)	3.65%	3.78%	3.96%	3.88%
所有者权益	21,018	27,765	35,448	36,609	贷款平均利率 Output average interest rate	8.53%	8.25%	8.00%	8.10%
资本和各基金	21,018	27,765	35,448	36,609	募资平均利率 Input average interest rate	-4.98%	-4.62%	-4.20%	-4.40%
未分配利润/累计亏损	5,105	6,370	7,819	7,586	利息差 Earnings Spread	3.55%	3.63%	3.80%	3.70%
少数股东利益	-	-	-	-	利息支出/利息收入 Interest expense/Interest income	-57.23%	-54.22%	-50.54%	-52.09%
应付债务和权益总额	329,333	383,514	444,530	498,162	净服务费利润率 Net Serving Fee Margin (NSFM)	0.57%	0.44%	0.60%	0.52%
					服务费支出/服务费收入 Servicing fee expense/Servicing fee income	-29.99%	-39.55%	-39.55%	-39.55%
					非利息净收入 NNIM (Net Non-Interest Margin)	1.20%	0.93%	1.07%	0.89%
					税前利润/利息收入 EBT to Interest Income ratio	26.54%	30.12%	32.81%	33.83%
					成本收入比 CIR (Cost-to-Income) ratio	-51.61%	-41.98%	-33.00%	-37.00%
					次产管理 Asset Management				
					存款比 LDR (Loan-to-Deposit) ratio Market 1	87.20%	88.19%	88.19%	88.19%
					存款比 LDR (Loan-to-Deposit) ratio Market 2	104.75%	126.53%	139.50%	132.65%
					ROA	1.68%	1.85%	1.96%	2.07%
					ROE	24.64%	24.31%	25.72%	27.77%

源:ACB 银行, 国泰君安证券 (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

行业评级

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 并可未经过通知前而调整。

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 的个人或机构客户 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

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	nhungth@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	河内市纸桥区陈维兴路 117 号 Charm Vit 大厦一楼	胡志明市第三郡国际工厂路第二号 BIS 三楼
挂单电话: (024) 35. 779. 999	电话: (024) 35. 730. 073	电话: (028) 38. 239. 966
Email: ivs@gtjas.com.vn	传真: (024) 35. 730. 088	传真: (028) 38. 239. 696
Website: www.gtjai.com.vn		