



## 企业报告：越南先锋股份商业银行 (TPB)

企业分析部

Research@gtjas.com.vn

2022年1月24日

# 全面数字化带来收益颇丰

### 投资论点

全面数字化带来快速增长。以 2017 年推出的“Livebank”模式，先锋银行 TPB 成为实现数字化最早且最全面的银行之一。信贷市场份额提升，2021 年服务收入同比大幅度增长 65%。2021 年，TPB 的信贷同比增长 23.4%，在行业中排在前列。税前利润增长 38%，达 6.038 万亿越盾。

财产质量有所改善。不良贷款 NPL 持续下降，仅达 0.9%。我们认为，2021-2025 年的阶段是 TPB 完成数字化投资之后的加速阶段并取得成就。此外，谨慎的贷款导向、准备金压力的下降以及增资后的稳健资本缓冲（资本充足率 CAR 为 14%）将推动该行的利润增长。

### 风险

越南央行自 2022 年起已采取一定的举措旨在紧缩房地产信贷。TPB 自 2020 年推动关于企业债券的风险同样值得注意。与此同时，存款利率回升将在短期内收窄该行的净息差 NIM。

### 建议

假设 TPB 在 2022-2024 年期间继续保持 20%-22%/年的稳定信贷增长率、平均净息差 NIM 为 4.5% 及成本收入比率 CIR 为 33%，我们评估 TPB 股票的目标价为 39,700 越盾/股。与此同时，该股的市净率 P/B 为 2.43，比行业中的平均水平相当高。因此，我们对 TPB 股票建议“保持/中立”。

推荐:

**保持**  
 (Updated)

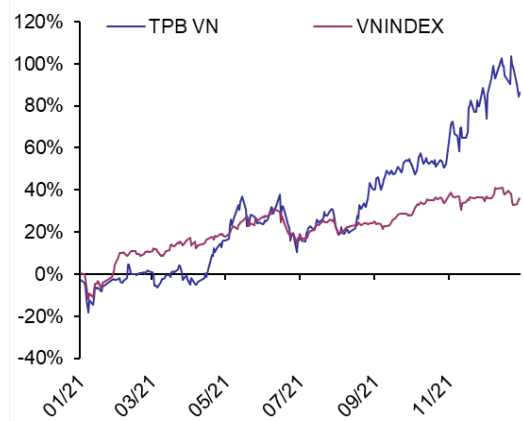
6-18个月股价:

**39,700越盾**

当前股价:

37,750越盾

### 股票走势图



股价变动	1 M	3 M	1Y
股价波动%	-3.8	19.9	78.8
与 VN-Index 相比	-6.3	23.4	102.5
平均价 (越盾)	40,858	36,729	27,924

源: Bloomberg, 国泰君安 (越南)

12/31	TOI (十亿越盾)	净利润 (十亿越盾)	EPS (越盾)	EPS (△%)	BPS (越盾)	DPS (越盾)	Yield (%)	NIM (%)	CIR (%)	ROE (%)
2020A	10,369	3,510	2,911	69.54	10.59	0.00	0.00	4.70	-40.48	23.54
2021A	13,517	4,830	3,691	26.79	16.43	0.00	0.00	4.59	-33.81	22.61
2022F	16,931	7,405	4,681	26.83	21.11	0.00	0.00	4.30	-33.00	24.94
2023F	20,626	10,122	6,399	36.69	27.51	0.00	0.00	4.49	-33.00	26.32
2024F	24,656	12,766	8,070	26.12	35.58	0.00	0.00	4.57	-33.00	25.58

流通股数(百万)	1,581.76	大股东 (%)	Doji 5.93
市值 (十亿越盾)	63,270.22	自由流通 (%)	55.6
三个月平均价 ('000)	6,134.55	LDR (%)	101
52 周中最高/最低价 (越盾)	44,000 / 16,290	CAR (%)	14

源: the Company, 国泰君安 (越南)

## 2021 年经营活动更新

### TPB 信贷增长 23.4%，在行业中位在前列

该行的税前利润达 6.038 万亿越盾，同比增长 38%。经营收入总额同比增长 30%，达 13.5 万亿越盾。值得注意的是，该行服务活动带来的净利润同比增长近 65%，达 1.5 万亿越盾，证券投资带来的收入翻一倍，有助于改善 TPB 的非利息收入。

### 财产质量得以改善

由于积极使用近 3 万亿越盾的准备金来处理不良贷款，该行的不良贷款率仅达 0.9%。重组债务达约 10 万亿盾。

2021 年底，该行已按照越南央行的第 11 号及第 14 号通告的规定为不良贷款、或有债务、重组债务等设定足够准备金。该行的应收利息和费用较低，在 2021 年内，其从 2020 年的 1.677 万亿越盾只略增至 1.935 万亿越盾。

### 增资后资本缓冲得以巩固

2021 年，TPB 有两次通过股票分红方式增加注册资金，将该行的注册资金提升至 15.818 万亿越盾。资本充足率 CAR 提升至 14% 在行业中排名第二（仅次于技商银行 TCB）。TPB 是越南第一家宣布在 2021 年第四季度完成和展开使用 Basel III 和 IFRS9 的银行。

## 经营展望

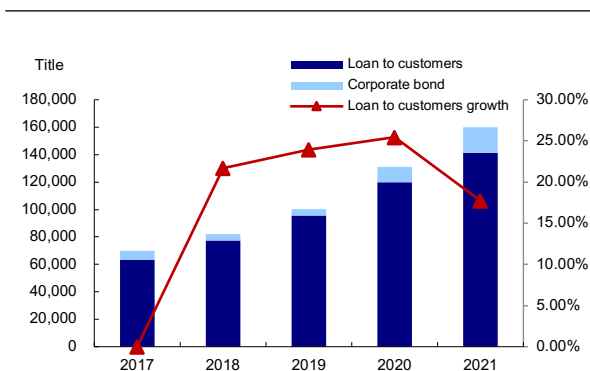
### 全面数字化后收益颇丰

基于以下因素，TPB 的利润有望在 2022-2024 年期间以每年 30% 的平均增长速度继续强劲增长：

- (i) 由于信贷年增长率保持在 20% 之上，促使提升净利息收入；
- (ii) 得益于 Livebank 模型，运营费用下降；
- (iii) 在 2020-2022 年高峰设定准备金期间之后，拨备压力下降。

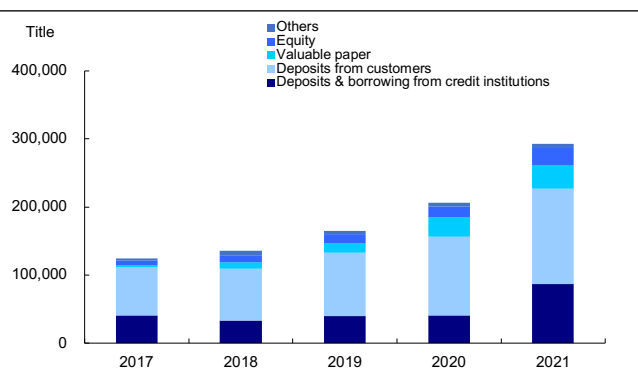
银行卡政策和服务费优惠措施以及灵活银行模式将有助于该行吸引潜在的新客户。同时，由于存款利率上升的压力，净息差 NIM 预计将持平。

图一：信贷结构



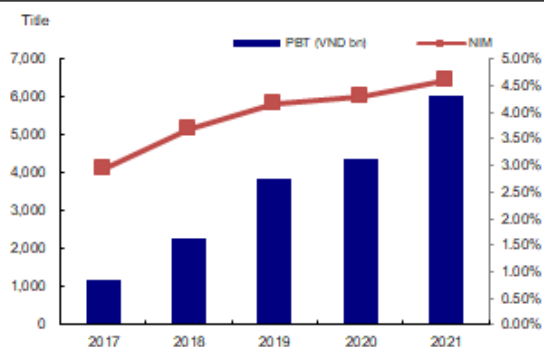
源：TPB, 国泰君安 (越南)

图二：资本来源结构



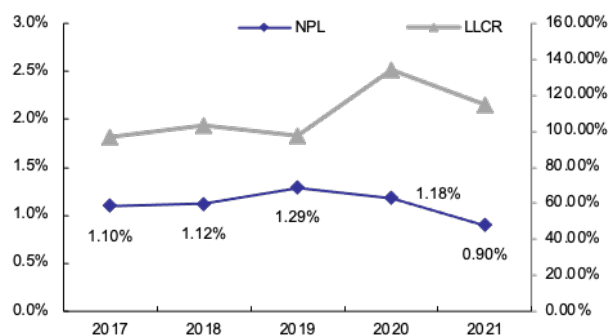
源：TPB, 国泰君安 (越南)

图三：盈利能力



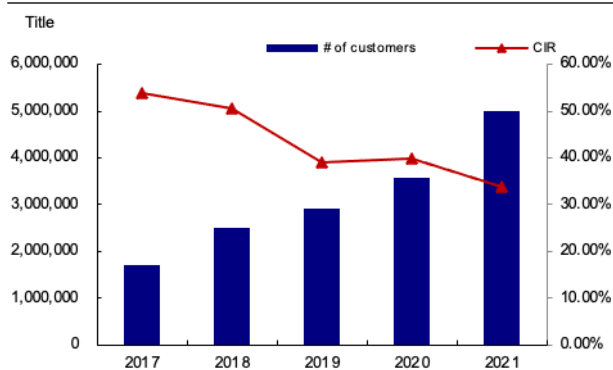
源：TPB, 国泰君安 (越南)

图四：财产质量



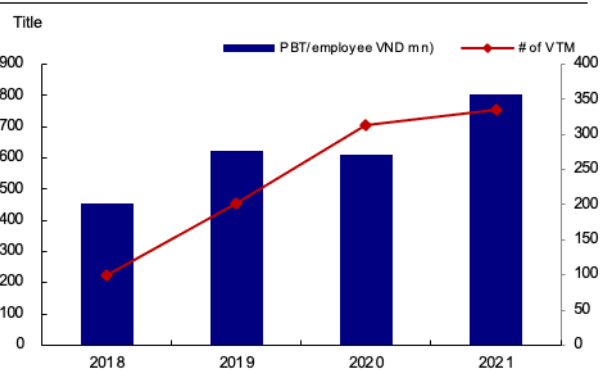
源：TPB, 国泰君安 (越南)

图五：客户数量



源：TPB, 国泰君安 (越南)

图六：Livebank 数量及其运营效率



源：TPB, 国泰君安 (越南)

## 定价

使用 Residual Income 模式，假设无风险收益率为 3.79% (源：Damodaran, 10 年期越南政府债券收益率)，资本成本为 14.46%。

单位：十亿越盾	2021A	2022F	2023F	2024F
期初所有者权益	16,744	25,988	33,393	43,514
净利润	4,830	7,405	10,122	12,766
剩余收入		3,646	5,292	6,472
剩余收益的总现值				36,888
流通股 (百万)				1,582
<b>12 个月的目标价</b>				<b>39,700</b>
当前股价				37,750
期望收益率				5.1%

## 建议

先锋银行 TPB 经营展望良好。假设 TPB 在 2022-2024 年期间有望继续保持 20%/年的稳定信贷增长率、4.5%的平均净息差 NIM、33%的成本收入比率 CIR，我们确定 TPB 股票的目标价为 39,700 越盾/股。然而，上述的期望在很大程度上已反映在价格上，因为 2021 年 TPB 股市价格已翻一倍，市净率 P/B 为 2.4 倍，高于行业中的平均水平。因此，我们对 TPB 股票在当前的价格建议“中立”。

财务报表

资产负债表					经营业绩报告				
截至 12 月 31 日 (十亿盾)	2019	2020	2021	2022F	截至 12 月 31 日 (十亿越盾)	2019	2020	2021	2022F
<b>资产</b>					<b>利息之类收入</b>				
现金及黄金类	1,655	2,214	2,553	3,110	利息之类费用	(6,217)	(7,209)	(7,481)	(10,947)
客户贷款	94,435	118,085	139,463	168,031	净利息收入	5,633	7,619	9,946	11,747
证券投资	26,075	48,095	62,405	64,669	运营收入	8,469	10,369	13,517	16,931
固定资产	571	709	789	76	运营费用	(3,303)	(4,197)	(4,571)	(5,587)
房地产投资	-	-	-	-	信贷风险准备金费用之前的经营净利润	5,166	6,172	8,947	11,343
其他资产	11,863	14,284	19,865	23,947	信贷风险准备金费用	(1,298)	(1,783)	(2,908)	(2,088)
					税前利润总额	3,868	4,389	6,038	9,256
<b>总资产</b>	<b>164,439</b>	<b>206,315</b>	<b>292,827</b>	<b>351,297</b>	税后利润	3,094	3,510	4,830	7,405
<b>应付债务总额</b>					<b>少数股东和优惠股份利益</b>				
政府及央行应付债务	828	698	564	680	银行股东税后利润	3,094	3,510	4,830	7,405
其他信贷机构的存款和贷款	40,214	40,880	87,016	104,897	每股基本收益	1,717	2,911	3,691	4,681
客户存款	92,439	115,904	139,562	167,153					
融资本, 委托投资, 给承担风险信用机构贷款	706	689	402	484					
发行贵重文件	14,426	27,439	35,405	40,000	<b>财务指数</b>				
其他债务	2,750	3,961	3,812	4,596	2019	2020	2021	2021F	
所有者权益	13,075	16,744	25,988	33,393	净息差 NIM (Net Interest Margin)	4.30%	4.70%	4.59%	3.88%
资本及各基金	13,075	16,744	25,988	33,393	贷款平均利率	9.05%	9.16%	8.04%	8.10%
未分配利润/累计亏损	4,616	6,023	6,221	12,939	Output average interest rate	9.05%	9.16%	8.04%	8.10%
少数股东利益	-	-	-	-	Input average interest rate	-4.57%	-4.31%	-3.34%	-4.40%
负债及权益总额	164,439	206,315	292,827	351,297	利息差 Earnings Spread	4.48%	4.84%	4.70%	3.70%
					利息支出/利息收入	-52.46%	-48.62%	-42.93%	-52.09%
					Interest expense/Interest income	-52.46%	-48.62%	-42.93%	-52.09%
					净服务费利润率	0.90%	0.58%	0.71%	0.52%
					Net Serving Fee Margin (NSFM)	0.90%	0.58%	0.71%	0.52%
					服务费支出/服务费收入	-19.98%	-39.15%	-31.74%	-39.55%
					Servicing fee expense/Servicing fee income	-19.98%	-39.15%	-31.74%	-39.55%
					非利息净收入 NNIM (Net Non-Interest Margin)	2.17%	1.70%	1.65%	0.89%
					EBT to Interest Income ratio	32.64%	29.60%	34.65%	33.83%
					成本收入比	-39.00%	-40.48%	-33.81%	-37.00%
					CIR (Cost-to-Income) ratio	-39.00%	-40.48%	-33.81%	-37.00%
					<b>资产管理 Asset Management</b>				
					存款比 LDR (Loan-to-Deposit) ratio				
					Market 1	103.47%	103.53%	101.19%	88.19%
					存款比 LDR (Loan-to-Deposit) ratio				
					Market 2	52.38%	43.69%	49.06%	132.65%
					ROA	2.06%	1.89%	1.94%	2.07%
					ROE	26.11%	23.54%	22.61%	27.77%

源: TPB银行, 国泰君安 (越南)

24 Jan 2022

越南先锋股份商业银行 (TPB)

Company Report

## 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	<a href="mailto:vinhvt@gtjas.com.vn">vinhvt@gtjas.com.vn</a>	704
杜中元	副主管	副主管	<a href="mailto:nguyendt@gtjas.com.vn">nguyendt@gtjas.com.vn</a>	703
陈氏红绒	专员	银行业分析	<a href="mailto:nhungth@gtjas.com.vn">nhungth@gtjas.com.vn</a>	706
丁光达	高级专员	消费行业分析	<a href="mailto:datdq@gtjas.com.vn">datdq@gtjas.com.vn</a>	
费公灵	高级专员	房地产行业分析	<a href="mailto:linhpc@gtjas.com.vn">linhpc@gtjas.com.vn</a>	709
陈氏妙庆	助理	翻译	<a href="mailto:khanhttd@gtja.com.vn">khanhttd@gtja.com.vn</a>	705



### 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: <a href="mailto:ivs@gtjas.com.vn">ivs@gtjas.com.vn</a> Website: <a href="http://www.gtjai.com.vn">www.gtjai.com.vn</a>	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
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------