


企业报告：越南西贡商信银行
 (在胡志明交易所上市的证券代码：STB)

分析师

 陈氏红绒 Tran Thị Hồng Nhung
 Mail: nhungth@gvias.com.vn – ext 703

2023年2月3日

重组成功的预期
主要内容

重组项目完成预期：降低拨备成本压力、释放盈利资产、处理未偿坏账抵押物的拍卖收入是有助于提高未来收入的三个因素。

一致的业务战略有助于大幅增加收入。

预计 2023 年利润将增长 56%，由于以下原因：

- (1) 净利息收入继续提升 15%
- (2) 服务收入增长 17%
- (3) 因重组债务拨备压力减轻，拨备费用减少

推荐

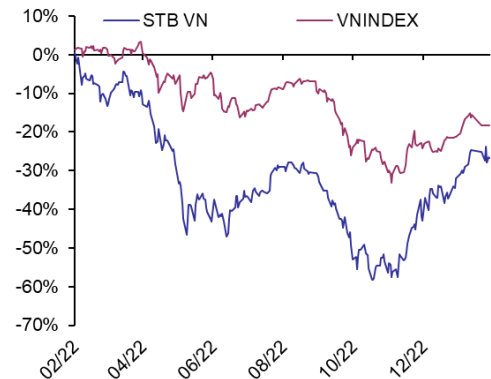
预计 STB 将在 2023 年成功重组并完成坏账清偿，业务绩效在信用和服务方面都有所改善，我们对 STB 的估值为 40,000 越南盾/股并推荐“买入”STB，与 2023 年 3 月 2 日的收盘价相比，预期 1 年回报率为 53%。建议价格不包括与出售 VAMC 债券抵押品收益相关的预期。

尽管重组成功是主要预期，但我们认为，在考虑银行前景时，有必要在强调新的治理要素时保持谨慎。32.5%股权的成功转让至今仍是谜，是公司经营活动的一大转折点。

推荐：

买入
 (Initial)

 6-18个月的目标价：**VND40,000**

 目前股价：**VND26,050**
股价走势图


股价波动	1 M	3 M	1Y
股价波动率%	10.9%	56.9%	-26.4%
相对 VN index 变动率%	14.0%	65.0%	-53.2%
平均价 (盾)	25,747	21,684	24,129

源：Bloomberg, 国泰君安 (越南)

12/31	营收 (十亿盾)	净利润 (十亿盾)	EPS (盾)	EPS (Δ%)	BPS (盾)	DPS (盾)	Yield (%)	NIM (%)	CIR (%)	ROE (%)
2021A	17,704	3,411	1,630	30.61	18.17	-	-	2.63	-55.07	10.79
2022A	26,141	5,041	2,459	50.86	20.49	-	-	3.36	-41.94	13.83
2023F	28,867	7,950	4,217	71.49	24.71	-	-	3.41	-41.94	18.66
2024F	32,459	10,945	5,806	37.67	30.51	-	-	3.41	-41.94	21.03
2025F	36,835	12,718	6,746	16.20	37.26	-	-	3.43	-41.94	19.91

流通股数 (百万)	1,885.22	大股东 (%)	Dragon Capital 5.87%
市值 (十亿越南盾)	49,204.13	自由流通 Free float (%)	65%
三个月平均成交量 (‘000)	22,975.78	LDR (%)	96
52 周最高/最低价 (越南盾)	36700 / 14050	CAR (%)	9.87

源：the Company, 国泰君安 (越南)

Sacombank (STB)简介

越南西贡商信银行 Sacombank 成立于 1991 年。该银行曾经是系统中头寸、贷款规模和利润的领先银行之一。

Sacombank 股东结构的重大变化发生于 2011 年，并于 2015 年将南方商业股份制银行 (Southernbank) 并入 Sacombank。当时，Southernbank 贷款规模约为 43 万亿越盾，坏账率为 55%。此后，Sacombank 的业务活动受到影响，具体为坏账率大幅上升、利润下降和生息资产下降。

2017 年，Sacombank 开始实施越南国家银行批准的重组项目。该计划允许 STB 划定已确认的应计利息 (2015 年底) 并在 10 年内分配。未偿还的坏账以 225,300 亿盾出售给越南国家资产管理公司 VAMC，STB 持有同等规模的 VAMC 特别债券，并在 10 年内计提拨备 (抵押资产为房地产及 STB 32.5% 的股份)。

领导小组

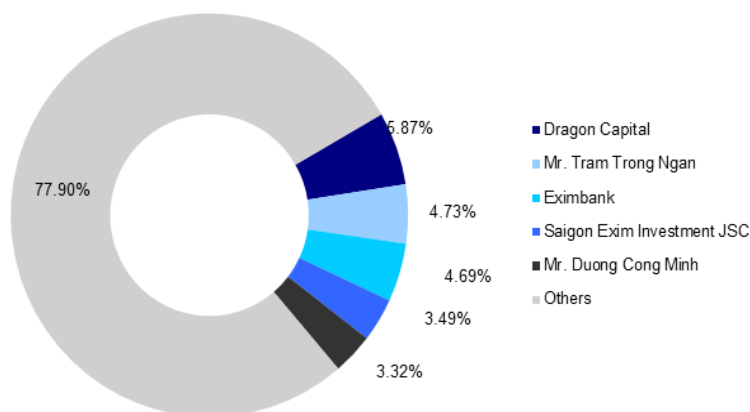
董事长

杨公明先生 1960 年出生于北宁，是国民经济大学经济学学士。在 2017 年 6 月的股东大会上，当银行开始合并后重组程序时被选举为 STB 董事长。在加入 Sacombank 董事会之前，杨公明先生曾经多年担任联越邮政商业股份银行 LienVietPostBank 的董事长职位，并在 Him Lam Land、联越证券 Lien Viet Securities 等多项业务中担任领导职务。

总经理

阮德石艳女士自 2017 年起担任 STB 总经理，与杨公明先生同一时期。除了大幅回收，处理坏账外，在阮女士任期的前 5 年，Sacombank 业务活动的各个方面都着重于巩固和促进发展。目前，阮女士在去年 6 月连任后继续领导 STB。

图一：股东结构



源: STB, 国泰君安(越南)

预期

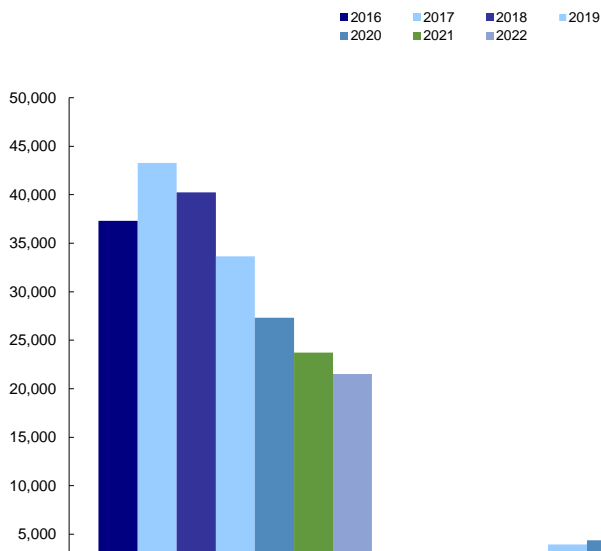
1/ 合并后未清偿的坏账清偿完毕

降低拨备成本压力、释放盈利资产、通过处理未清偿坏账抵押品收取拍卖收益是未来有助于提高 STB 收入的三个因素。

重组项目让 Sacombank 在 10 年内完成重组，然而，仅仅头 5 年多之后，STB 就处理了大部分坏账和未偿资产。2017 年至今，该行收回并处理了约 76 万亿越南盾的坏账和未偿资产，使表内坏账率到 2022 年底降至 0.98%。据银行领导层称，到 2023 年年中，Sacombank 可以宣布重组成功。

提前完成重组，帮助 STB 快速释放盈利资产 (盈利资产占总资产的比例从 2017 年的 71% 大幅提升至目前的近 90%)，减轻未来的应急压力，为综合利润增长创造杠杆。

图 2: 处理未结余额



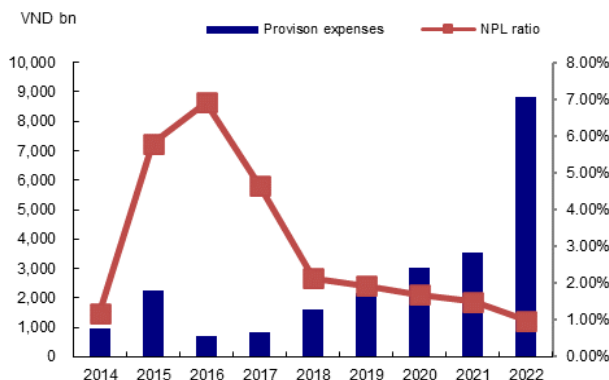
源: STB, 国泰君安(越南)

图 3: 利润和盈利资产



源: STB, 国泰君安(越南)

图 4: 资产质量



源: STB, 国泰君安(越南)

VAMC 专项债抵押品拍卖收益预计:

- 关于房地产，风富工业区是最大的。风富工业区目前由 STB 出售，价值为 79,340 亿越南盾（本息余额分别为 51,340 亿越南盾和 110,610 亿越南盾，合计 162,000 亿越南盾）。与 2022 年 4 月的起始价格（145,770 亿越南盾）相比，这个价格已经大幅下降。然而，与 2022 年 12 月末发布的价格相比，该价格并没有下降，这有助于让人预期 STB 不会以低于 80,000 亿越南盾的较低价格出售该资产。
- STB 6.12 亿股 (32.5% 股份)，目前由国家银行经办。上述 STB 股份的具体处理方案尚未最终确定。据杨公明先生所说，出售股份必须通过政府的批准，而这些股份的代表是越南资产管理公司 (VAMC)。根据重组计划，该银行必须先咨询越南总理，然后才能实施拍卖这些股份的计划。杨先生还表示，Sacombank 正在申请一种机制，在 VAMC 回购坏账，然后拍卖上述股份。拍卖价格约为 33,000 - 34,000 越南盾/股，以收取足够的本金、利息和罚息。根据目前 20,489 越南盾的每股账面价值 (BVPS)，我们认为在最谨慎的情况下，Sacombank 可以通过出售上述股票赚取约 180,000 亿越南盾，相当于每股约 30,000 越南盾的价格。因此，在谨慎的情况下，Sacombank 可以通过出售与未偿债务相关的抵押品收取 260,000 亿越南盾。

2/ 突破性的收入与一致的业务战略

顺应行业趋势，Sacombank 发力数字化转型并推进零售板块。Sacombank 目前拥有 1000 万客户，包括 980 万个人客户和 20 万企业客户。通过数字渠道进行的支付交易率占银行支付交易额的 86%。遍布全国的 566 家分支机构/交易办事处网络也是帮助 STB 在未来时间走得更远的一大优势。

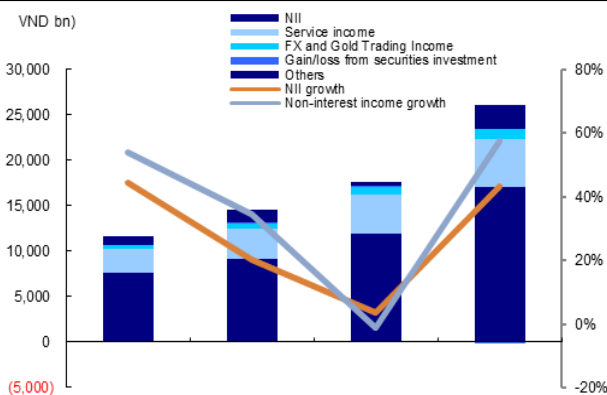
需要注意的是, 第一组银行的非利息收入/利息收入与全行业的比值, 部分原因是由于重组期的影响, STB 的贷款活动并不理想, 导致净利息收入为与该行的资产规模以及其他银行的贷款效率相比, 净息差和净息差仍然偏低。虽然提升服务收入占比是近年来银行业的主要关注点, 但近 5 年来 STB 净利息收入占营业总收入的比重持平于 65%, 远低于行业平均水平 85%。因此, 随着银行继续改善其服务板块以及净利息收入预计在长期内将有更强劲的改善, 该比率在未来一段时间内将有很多波动。

图 5: 客户净收入结构



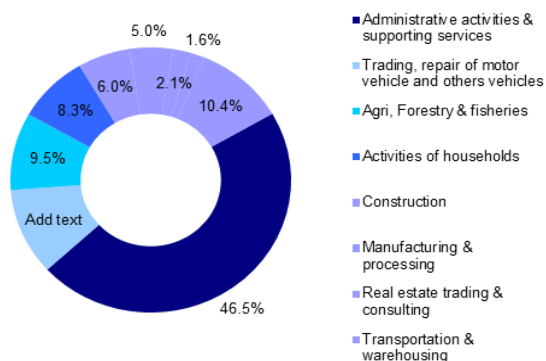
源: STB, 国泰君安 (越南)

图 6: 营业总收入



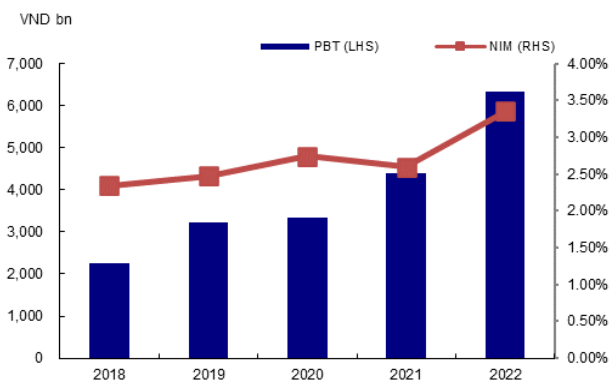
源: Fiiipro, 国泰君安 (越南)

图 7: 按部门划分的贷款结构



源: STB FS, 国泰君安 (越南)

图 8: 利润与净息差



源: Fiiipro, 国泰君安 (越南)

2022 年, STB 客户贷款同比增长 13.6%。由于净利息 NIM 收入的强劲改善 (+43%) 以及其他非利息业务的强劲增长, 税前利润达到 63,390 亿越南盾, 同比增长 44%。

如今, 向最敏感部门放贷的风险已不再是一个问题。本行没有与公司债券相关的贷款余额。有关房地产板块, 房地产贷款占全行信贷余额的 22%, 其中 65% 为房地产消费贷款 (个人)。商业和房地产项目贷款占 35%, 其中大部分是工业区、出口加工区和工厂的贷款 (占未偿还贷款的 7%)。

表 1: STB 的经营业绩大幅改善

	单位	2018	2019	2020	2021	2022
资本和资产质量						
客户贷款总额	十亿越南盾	253,100	292,059	334,855	381,012	432,998
不良债权 (NPL)	%	2.13%	1.94%	1.70%	1.50%	0.98%
拨备/坏账	%	-64.49%	-69.26%	-93.66%	-118.61%	-130.97%
准备金/贷款余额	%	1.37%	1.34%	1.59%	1.78%	1.28%
风险拨备成本/客户贷款	%	-0.66%	-0.78%	-0.95%	-0.98%	-2.14%
股权/贷款余额	%	9.60%	9.03%	8.51%	8.83%	8.81%
股权/总资产	%	6.07%	5.90%	5.88%	6.57%	6.52%
债务/存放比率 (LDR)	%	73.45%	73.85%	79.51%	90.77%	96.46%
利润和管理效率						
	%					

净资产收益率 ROE %	%	7.48%	9.56%	9.63%	10.79%	13.83%
拨备前资产收益率%	%	0.99%	1.25%	1.35%	1.57%	2.73%
资产收益率%	%	0.46%	0.57%	0.57%	0.67%	0.91%
非利息收入/利息收入	%	52.93%	59.10%	50.07%	47.64%	52.38%
成本收入比率	%	-67.12%	-63.31%	-63.08%	-55.07%	-41.94%
人均净利润	百万越盾	97.40	133.56	145.92	185.61	274.25

源: Fiiipro

表 2: STB 与系统内银行对比

股票代码	总资产 (十亿越盾)	客户贷款 (十亿越盾)	NII (VND bn)	PBT (VND bn)	NIM	ROE	ROA	Non-NII / NII	CIR ratio	NPL Ratio	P/B	市值(十 亿越盾)
BID	2,120,528	1,522,229	56,064	23,058	2.93%	19.10%	0.94%	23.61%	-32.40%	1.16%	2.19	218,275
VCB	1,814,188	1,145,066	53,246	37,359	3.41%	24.19%	1.85%	27.47%	-31.23%	0.68%	3.11	428,766
CTG	1,809,189	1,274,822	47,930	21,113	2.99%	16.74%	1.01%	33.67%	-29.89%	1.24%	1.30	140,328
MBB	728,532	460,574	36,023	22,729	5.72%	24.61%	2.62%	26.20%	-32.50%	1.09%	1.13	85,919
TCB	699,033	420,524	30,290	25,568	5.32%	19.52%	3.18%	35.01%	-32.76%	0.91%	0.88	98,483
VPB	631,074	438,338	41,021	21,220	7.61%	19.15%	3.08%	40.87%	-24.42%	5.73%	1.28	123,523
ACB	607,875	413,706	23,534	17,114	4.31%	26.49%	2.41%	22.08%	-40.31%	0.74%	1.44	84,436
STB	591,994	438,628	17,147	6,339	3.35%	13.83%	0.91%	52.38%	-41.94%	0.98%	1.28	49,298
SHB	551,351	385,633	17,529	9,659	3.64%	19.69%	1.46%	10.48%	-22.63%	2.53%	0.75	32,049
HDB	416,273	263,856	18,012	10,268	5.08%	22.21%	1.96%	21.92%	-39.29%	1.67%	1.25	46,155
VIB	343,069	231,944	14,963	10,581	4.73%	29.75%	2.60%	20.67%	-34.32%	2.45%	1.52	49,741
TPB	328,634	160,993	11,387	7,828	3.99%	21.51%	2.01%	37.15%	-38.07%	0.84%	1.17	37,804
LPB	327,746	235,507	11,900	5,690	3.97%	22.08%	1.46%	18.63%	-37.45%	1.46%	0.98	23,602
SSB	231,423	153,956	7,006	5,069	3.42%	18.05%	1.83%	37.59%	-35.28%	1.60%	2.60	68,248
MSB	213,394	120,644	8,322	5,787	4.36%	18.96%	2.21%	28.49%	-41.41%	1.70%	0.97	25,800
OCB	193,994	119,803	6,948	4,389	3.96%	14.91%	1.85%	22.83%	-36.06%	2.23%	1.02	25,754
EIB	185,045	130,506	5,592	3,709	3.32%	15.40%	1.68%	29.25%	-47.29%	1.80%	1.52	31,105
BAB	128,827	94,121	2,518	1,073	2.21%	9.11%	0.69%	13.80%	-59.75%	0.53%	1.14	11,225
NVB	89,847	47,722	932	1	1.42%	0.00%	0.00%	43.49%	-76.87%	17.93%	1.93	11,136
Median	416,273	263,856	17,147	9,659	3.96%	19.15%	1.85%	27.47%	-36.06%	1.46%	1.28	49,298

源: Fiiipro

估值

使用剩余收益 Residual Income 模型，假设无风险回报率为 4.3%，资本成本为 14.2%。

单位：十亿越南盾	2022A	2023F	2024F	2025F
期初权益	34,261	38,627	46,577	57,522
净利	5,041	7,950	10,945	12,718
剩余收益		2,457	4,322	4,538
剩余收益现值合计				52,835
已发行股份（百万）				1,885
12 个月目标价				40,000
目前股价				26,050
预期回报率				53.0%

经营结果预期

对今年股市的信用前景持谨慎看法，我认为，该行今年的贷款增速将达到 13%，与上期持平。

得益于以下原因，利润将得到有力支持：

- (1) 净利息收入继续提升 15%
- (2) 服务收入增长 17%
- (3) 因重组债务拨备压力减轻，拨备费用减少。

基于上述假设，我司预计该行 2023 年的税前利润将增长 56%。

长期来看，我认为该行的净息差将大幅改善并接近 4%。在成本管理方面，庞大的网点体系给 Sacombank 的管理成本带来了沉重的负担。然而，数字化趋势将有助于银行优化成本，并有助于长期降低成本收入比率 (CIR) 比率。

推荐

预计 STB 将在 2023 年成功重组并完成坏账清偿，业务绩效在信用和服务方面都有所改善，我们对 STB 的估值为 40,000 越南盾/股并推荐“买入”STB，与 2023 年 3 月 2 日的收盘价相比，预期 1 年回报率为 53%。建议价格不报或与出售 VAMC 债券抵押品收益相关的预期。

尽管重组成功是主要预期，但我们认为，在考虑银行前景时，有必要在强调新的治理要素时保持谨慎。32.5%股权的成功转让至今仍是谜，是公司经营活动的一大转折点。

Financial Statements and Ratios

资产负债表					经营业绩报告				
截至 12 月 31 日 (十亿盾)	2020	2021	2022	2023F	截至 12 月 31 日 (十亿越南盾)	2020	2021	2022	2023F
资产					利息之类收入	33,588	29,691	37,391	42,907
现金及黄金类	7,679	8,222	7,850	9,688	利息之类费用	(22,061)	(17,726)	(20,244)	(23,150)
客户贷款	334,855	381,012	432,998	489,287	净利息收入	11,527	11,964	17,147	19,757
证券投资	75,156	69,667	68,844	82,289	运营收入	17,271	17,704	26,141	28,867
固定资产	8,575	8,195	7,548	6,835	运营费用	(10,895)	(9,750)	(10,964)	(12,108)
房地产投资	-	-	-	-	信贷风险准备金费用之前的经营净利润	6,376	7,954	15,177	16,759
其他资产	37,356	33,219	36,874	41,667	信贷风险准备金费用	(3,037)	(3,554)	(8,838)	(6,822)
总资产	492,516	521,117	591,994	668,488	税前利润总额	3,339	4,400	6,339	9,937
应付债务总额	463,560	486,856	553,367	621,912	税后利润	2,682	3,411	5,041	7,950
政府及央行应付债务	144	523	9,901	11,188	少数股东和优惠股份利益	-	-	-	-
其他信贷机构的存款和贷款	7,880	15,229	28,430	32,126	银行股东税后利润	2,682	3,411	5,041	7,950
客户存款	427,972	427,387	454,740	513,857	每股基本收益	1,248	1,630	2,459	4,217
融资本, 委托投资, 给承担风险信用机构贷款	229	279	240	271					
发行贵重文件	11,144	21,104	25,820	25,820	财务指数				
其他债务	16,191	22,226	34,235	38,650		2018	2019	2020	2021F
所有者权益	28,956	34,261	38,627	46,576	净息差 NIM (Net Interest Margin)	2.63%	3.36%	3.41%	3.41%
资本及各基金	28,956	34,261	38,627	46,576	贷款平均利率 Output average interest	6.52%	7.33%	7.40%	7.40%
未分配利润/累计亏损	7,304	9,907	13,972	20,992	募资平均利率 Input average interest rate	-3.89%	-4.12%	-4.20%	-4.20%
少数股东利益	-	-	-	-	利息差 Earnings Spread	2.63%	3.22%	3.20%	3.20%
负债及权益总额	492,516	521,117	591,994	668,488	利息支出/利息收 Interest expense/Interest income	-59.70%	-54.14%	-53.95%	-53.94%
					净服务费利润率 Net Serving Fee Margin (NSFM)	0.95%	1.02%	1.05%	1.05%
					Servicing fee expense/Servicing fee income	-32.47%	-37.65%	-37.65%	-37.65%
					非利息净收入 NNIM (Net Non-Interest Margin)	1.26%	1.76%	1.57%	1.57%
					税前利润/利息收 EBT to Interest Income ratio	14.82%	16.95%	23.16%	28.36%
					成本收入比 CIR (Cost-to-Income) ratio	-55.07%	-41.94%	-41.94%	-41.94%
					资产管理 Asset Management	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					存款比 LDR (Loan-to-Deposit) ratio Market 1	90.77%	96.46%	96.46%	96.46%
					存款比 LDR (Loan-to-Deposit) ratio Market 2	149.81%	100.98%	73.45%	74.53%
					ROA	0.67%	0.91%	1.26%	1.54%
					ROE	10.79%	13.83%	18.66%	21.03%

源: the Company, 国泰君安 (越南)

股票排名

参考指数: VN - Index

投资期: 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
收集	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
持有	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: 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
中性	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

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考, 投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定, 投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券(越南)股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券(越南)股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券(越南)股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点, 不能视为国泰君安证券(越南)股份公司的观点。另外, 本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其在所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券(越南)的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能将出现利益冲突, 影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容, 其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券(越南)股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。

未经国泰君安证券(越南)股份公司的授权代表的书面同意, 任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。

GTJA 证券（越南）投资策略与分析部

陈氏红绒

Equity Analyst- Banking sector

nhungtth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:703

武世荣

Head of Research

vinhvt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:701

升氏惠瑛

翻译者

anhthh@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 - ext:705



国泰君安证券(越南)
CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)

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: info@gtjas.com.vn

Website: www.gtjai.com.vn

传真: (024) 35.730.088

传真: (028) 38.239.696