

## MB 证券股份有限公司 (HNX 代码: MBS)

2018.09.17 首次报告

MBS - 复苏引领市场的轨道

建议:	买入
目标价格 (越盾):	23.000
涨价潜力:	30%
股息:	7%
股息收益率:	5%

最近 6 个月股价变动



2018.09.17 股票信息

目前价格 (越盾):	17.600
上市总股数:	122.122.015
注册资金 (十亿越盾):	1.221
市值 (十亿越盾):	2.150
% 外资持股比例:	0,1%
% 外资持股比例限制:	100%

### 财务指标

指标	2015	2016	2017
EPS (越盾)	68	136	196
BV (越盾)	10.716	10.843	10.519
股息 (越盾)	-	-	500
ROE (%)	0,63%	1,27%	1,84%
ROA (%)	0,27%	0,50%	0,62%

### 主营业

MB 证券股份有限公司成立于 2000 年, 多年来一直在总资产和股票经纪市场份额等方面引领证券业务行业, 专门为投资者提供证券业务相关服务, 其中突出产品为衍生交易服务。该企业未来发展潜力巨大。

资料来源: VNCS 总结

指标	2015	2016	2017	2018(F)
净收入 (十亿越盾)	390,7	511,6	837,7	881
收入增长率	0,5%	31%	63%	5,1%
毛利润 (十亿越盾)	102,1	194,7	307,8	330
毛利率	26%	38%	37%	37%
税后利润 (十亿越盾)	8,3	16,7	23,9	270
税后利润增长率	-88%	100%	43%	1.000%
税后利润率	2,1%	3,2%	2,8%	30,6%
每股收益 (越盾)	68	136	196	2.300

### 投资论点:

- 在 2018 年前几月, 越南经济增长的良好格局和利率水平的稳定情况对越南股市产生积极影响。
- 越南国有集团和总公司的股份化与撤资过程正在不断加快一事将有助于提高股票质量并吸引来自外国投资商的大量资金流动。
- 在 2011-2013 年结构重组阶段后, MBS 在总资产、总收入和股票经纪市场份额等方面正逐渐复苏引领越南证券市场的轨道。
- 2017 年, MBS 已加强成本费用核算过程, 旨在弥补 2009-2010 年热门发展阶段的所有损失, 故预计在 2018 年, MBS 将不再对该弥补费用进行核算并实现突破增长。
- 作为获衍生品业务许可证的少数证券公司之一, MBS 在越南衍生证券市场的增长中日益获利。

### 投资风险:

- 美联储在 2018 年的加息和中美贸易战将会影响到越南乃至全球证券市场。
- 越南居民消费价格指数 (CPI) 呈现回升迹象和 2018 年第二季度的越南盾兑美元汇率上涨这两件事是越南宏观经济走势在年底难以预料的预警信号。
- 由于行业特殊性, MBS 经营业绩和增长速度将多依赖于越南股市之变动。

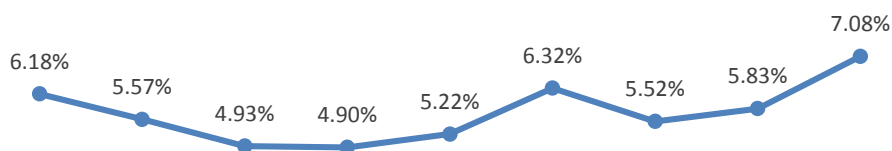
**投资建议:** 运用市盈率 P/E 和市净率 P/B 的两种计算方法 (权重为 50%), 当预计每股收益为 2300 越盾/股时, 越南建设证券估计 MBS 股票的公允价值为 2.3 万越盾/股, 相当于 P/E 为 10 倍。在比较估值方法的基础上, 越南建设证券建议各位投资者对 MBS 股进行长期建仓投资。

### 纵观越证券市场和越南证券行业

#### 2018 年上半年越南宏观经济概述

2018 年上半年越南宏观经济已取得良好的经营业绩：第一季度和第二季度越南国内生产总值（GDP）单季增长率同比分别增长 7.45% 和 6.79%，使今年前 6 月 GDP 增长 7.08%，创多年来同期单季增长率最高水平。截至 2018 年 7 月末，越南货物出口总额约达 1337 亿美元，同比增长 15.3%，越南货物进口总额为 1306 亿美元。可见，2018 年前 7 月，越南实现顺差 31 亿美元。经营利率（再融资利率）逐年保持稳定，然而在 7 月底银行间同业拆借利息（期限 3 个月）大幅增长至 4.08%/年，高于 6 月底的 2.42%/年增长率。

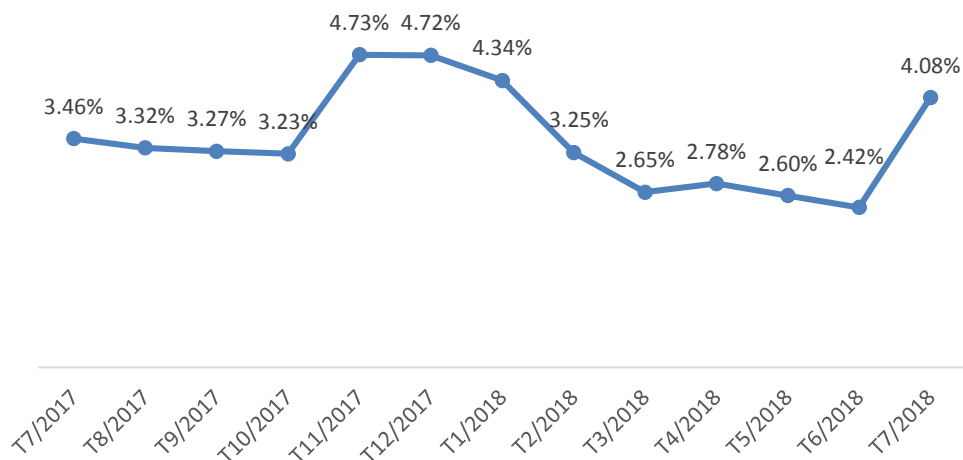
每年前6月累计增长率走势图



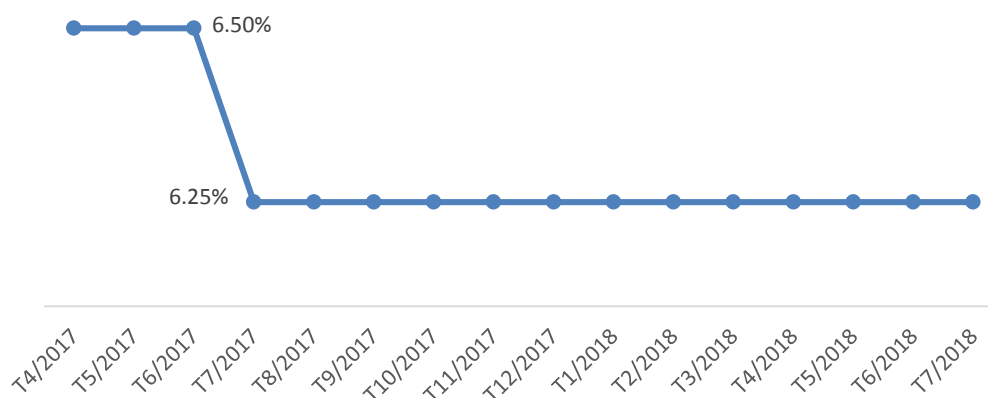
2010年 前6月	2011年 前6月	2012年 前6月	2013年 前6月	2014年 前6月	2015年 前6月	2016年 前6月	2017年 前6月	2018年 前6月
6.18%	5.57%	4.93%	4.90%	5.22%	6.32%	5.52%	5.83%	7.08%

(资料来源: 越南统计局)

定存三个月的银行同业拆放利率



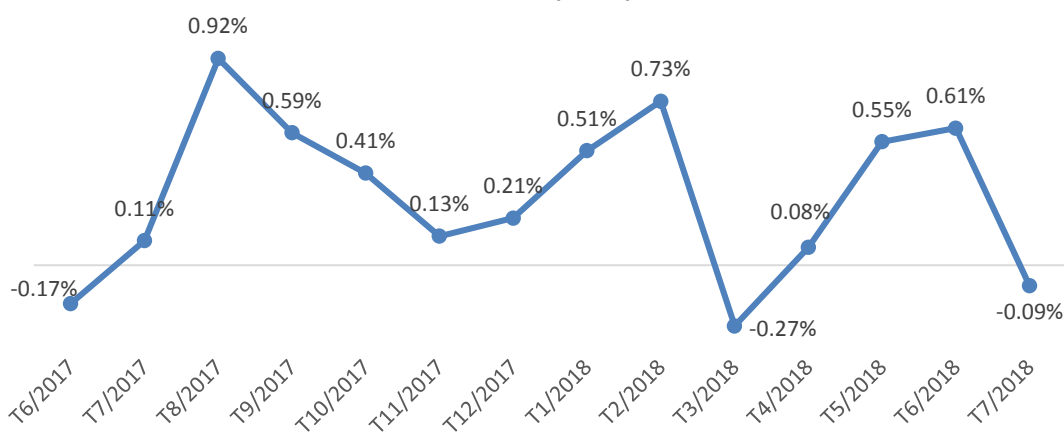
再融资利率



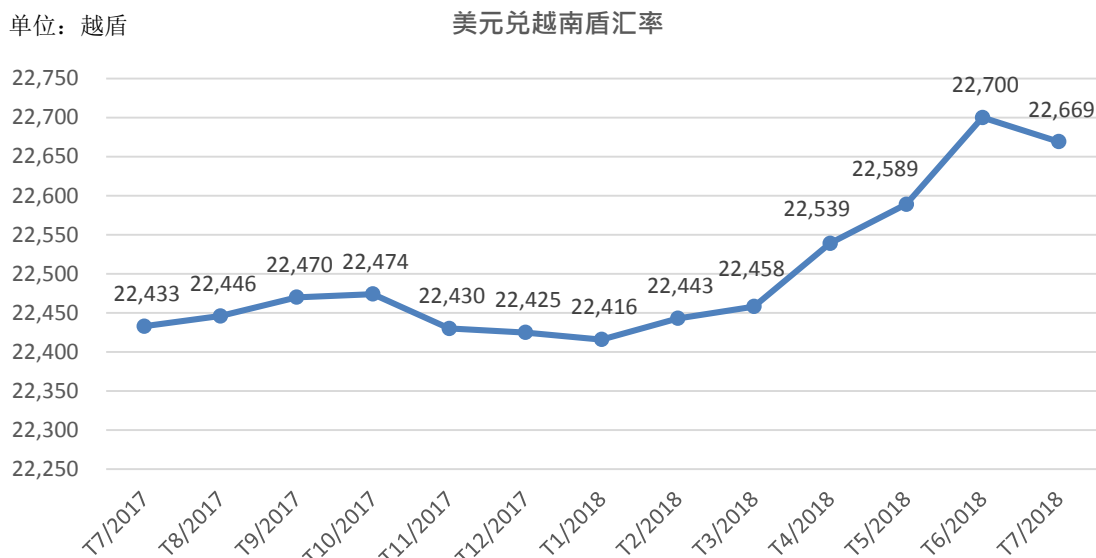
(资料来源: SBV, VNCS 总结)

今年7月份,越南消费价格指数(CPI)环比下降0.09%,使2018年前7月越南CPI较2017年年底仅略有增长2.12%。美联储第二次加息、中美贸易争端的紧张局势、人民币兑美元快速走低等不利条件使2018年第二季度越盾兑美元汇率迅速上升。越南央行已及时进行汇率调整并在7月初进行出售美元以稳定汇率市场。总之,我们认为越南宏观经济正保持稳定增长和合理调整态势。

每月居民消费价格指数(CPI)增长率走势图



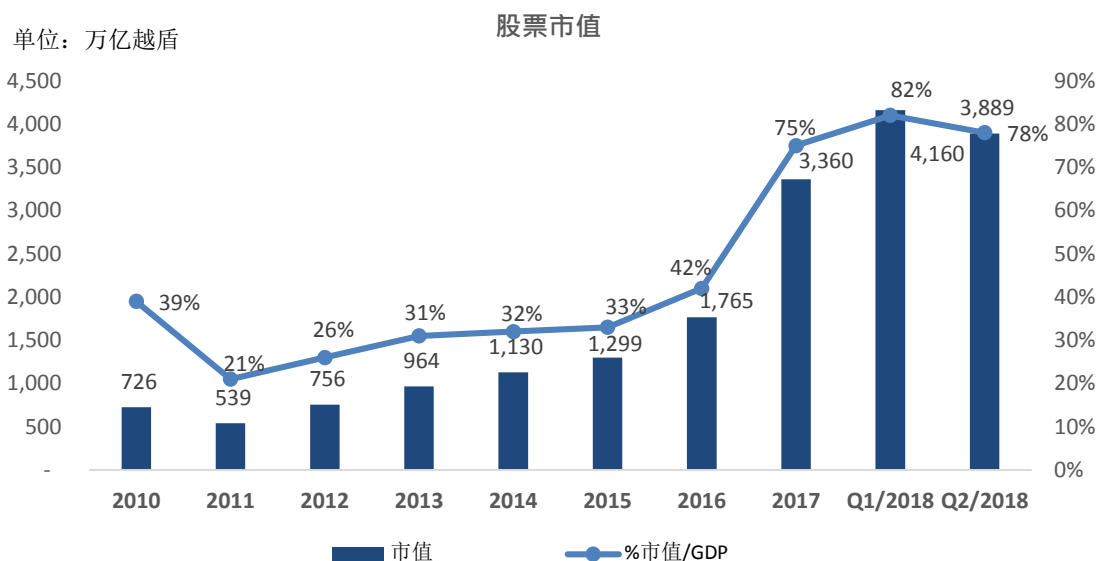
(资料来源: 越南统计局)



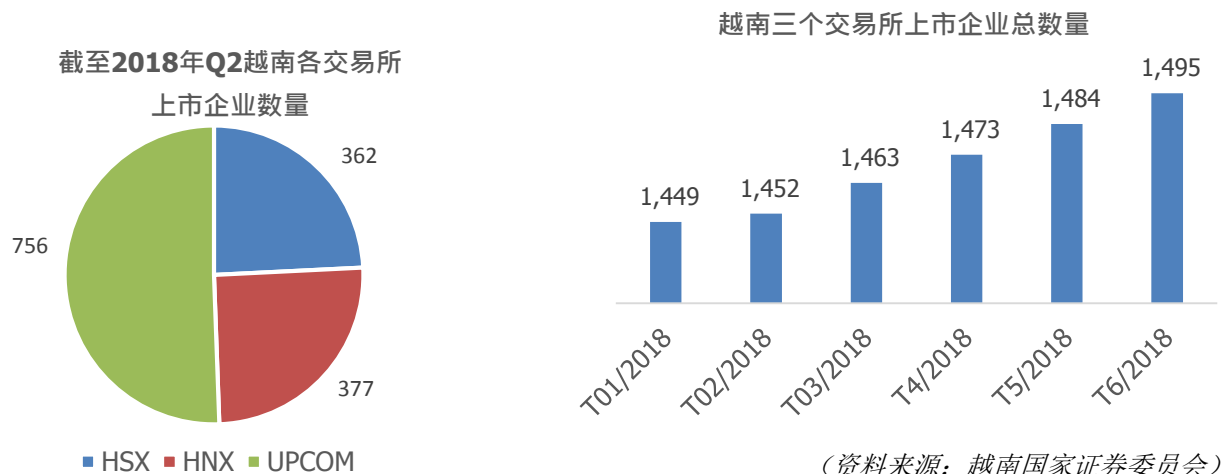
(资料来源: SBV, VNCS 总结)

### 市值与上市公司数量成正比

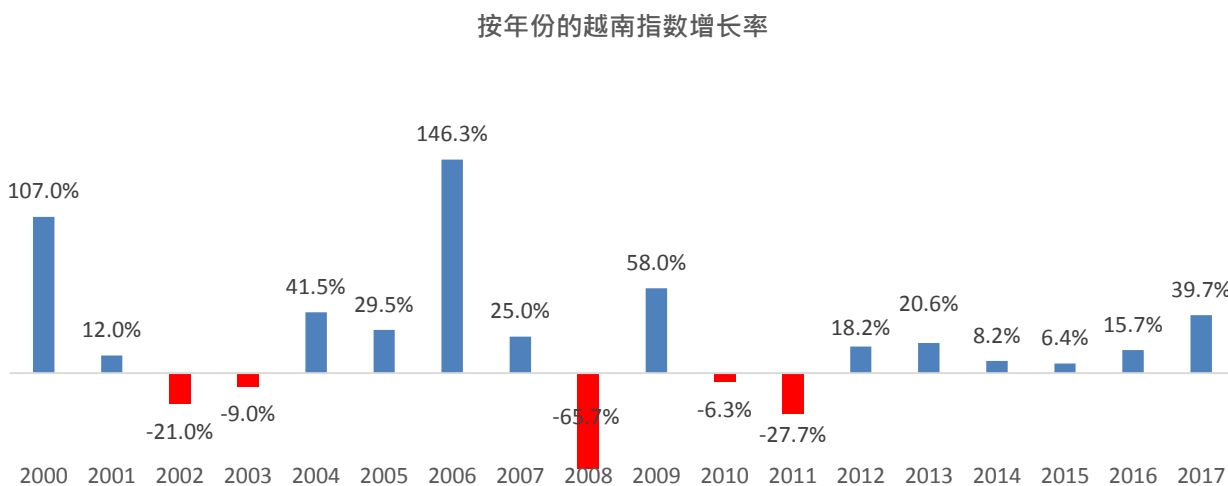
越南股票市场在三个交易所（河内交易所 HNX、胡志明交易所 HSX 和 UPCOM 交易所）的市值目前约为 1700 亿美元，相当于 3890 万亿越盾（2018 年第二季度末），其中 HSX 交易所占 3 个交易所总市值的最高比重 75%。虽然上市公司的数量不断增加，但随着越南指数和河内指数在第二季度下调，股市市值略有下降。截至 2018 年第二季度末，在三个交易所，上市公司总数为 1495 家，其中 UpCom 交易所公司数量占 50% 以上至 756 家。



(资料来源: VNCS 总结)



自成立 18 年以来，越南指数已 13 年获得了正增长，仅有 5 年下滑。自 2012 年至今，越南指数连续 6 年保持正增长。

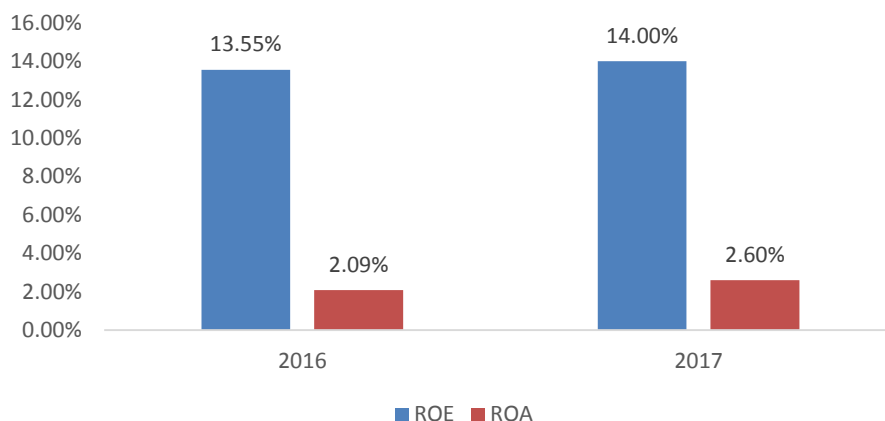


(资料来源: VNCS 总结)

### 2017 年上市公司高位增长

2017 年，上市公司的收入和利润指标显著增长。根据国家证券委员会统计的数据，在 685 家报告企业中，上市公司的总收入 1860 万亿越盾，较 2016 年增长 18.5%；税前利润为 160 万亿越盾，较 2016 年增长 27.5%。2017 年，净资产收益率和资产回报率分别为 14% 和 2.6%。由此可见，越南指数与河内指数的增长速度高于各上市公司的收入/利润增长速度，这体现投资商对证券市场的寄予厚望。

上市公司的平均收益率



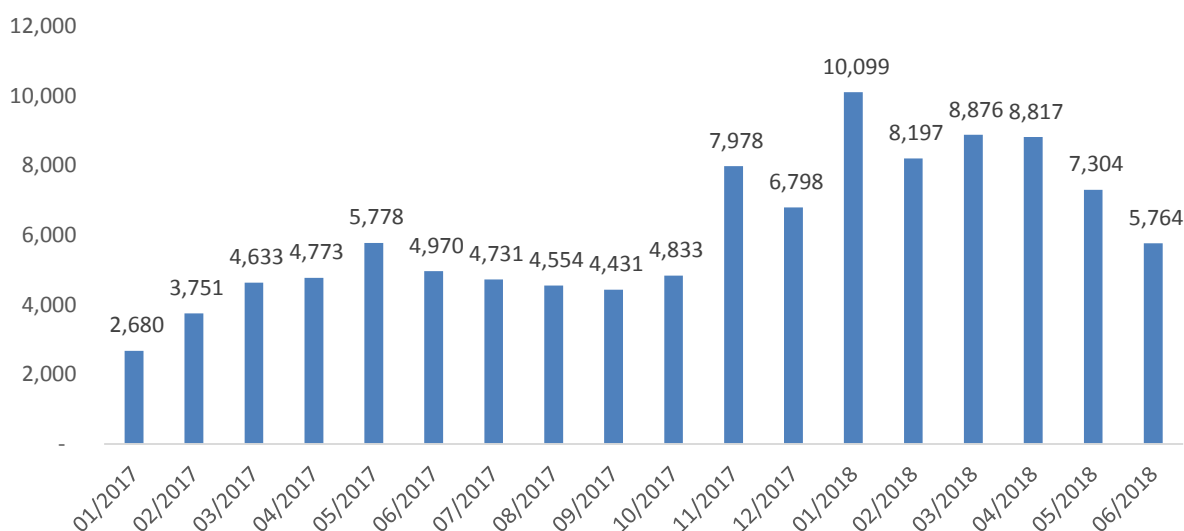
(资料来源: 越南国家证券委员会)

### 市场流动性大幅增长

2018 年第二季度, 越南证券市场流动性较同期以及 2017 年全年高位增长。由于国际贸易的波动影响到全球股市 (包括越南在内) 导致越南各指数在第二季度有所下跌, 因此第二季度市场流动性仍然明显低于第一季度。2018 年上半年, 市场流动性仍然明显高于 2017 年的平均水平, 3 个交易所的日均交易价值比 2017 年的平均值高约 50%。我们评价在 2018 年越南证券市场流动性创下历史新高, 2018 年上半年日均交易价格已高于其在 2017 年日均交易价值 (5 万亿越盾)。

单位: 十亿越盾

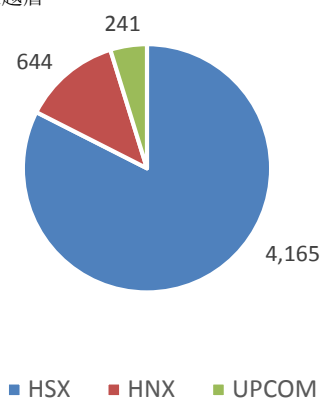
按月份越南三个交易所的累计日均成交总额



(资料来源: 越南国家证券委员会)

2017年各交易所的日均交易价值

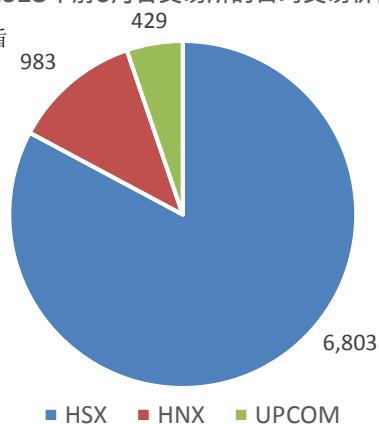
单位：十亿越盾



(资料来源：越南国家证券委员会)

2018年前6月各交易所的日均交易价值

单位：十亿越盾



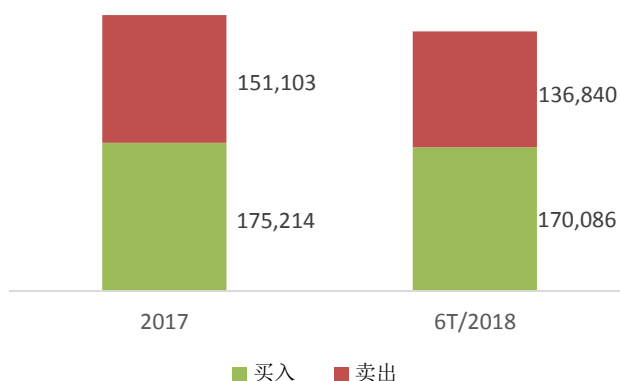
(资料来源：越南国家证券委员会)

### 2018年前6月，外资仍保持净买入态势

2018年前6月，在越南三个交易所，外商对上市股票仍保持净买入态势，净买入总额超过2017年同期至约33.25万亿越盾。由此可见，2018年上半年，外商交易活动较为活跃，外资交易总额相当于2017年全年的交易总额。

单位：十亿越盾

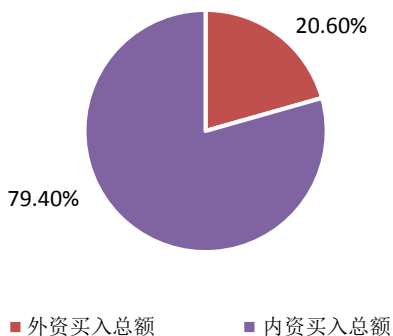
越南三个交易所的外资交易总量



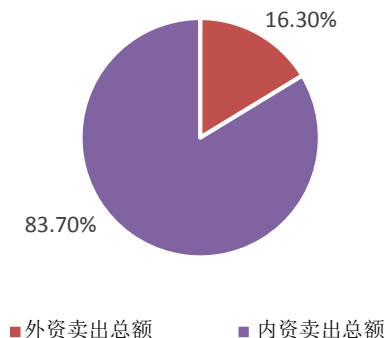
(资料来源：越南国家证券委员会)

2018年前6月，仅在HOSE交易所上，外商已以购买股票形式发放164.8万亿越盾，与此同时，净买入总额达约130.5万亿越盾。外资净卖出总额占据HOSE的20.6%，其中净卖出总额占约16.3%。

2018年前6月内外资买入比重



2018年前6月内外资卖出比重

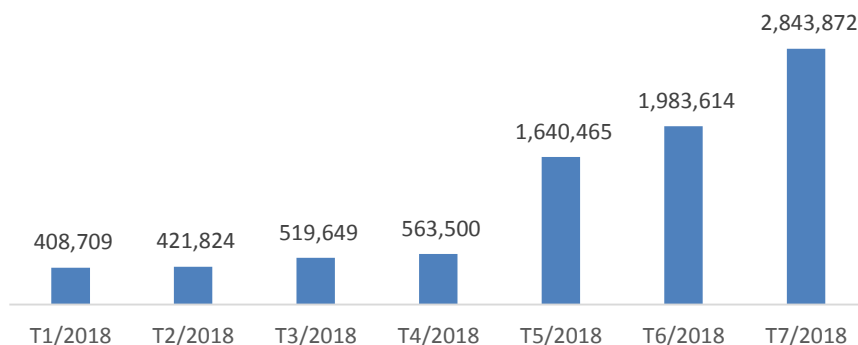


(资料来源: 胡志明交易所)

### 越南衍生证券市场快速增长

越南衍生证券市场于 2017 年第三季度诞生, 至 2018 年第二季度, 其市场和交易规模已大幅增长。2018 年累计 6 月, 其成交量达近 553 万个合同。2018 年前 6 个月日均成交量达逾 4.6 万个合同, 同比增加 3.2 倍。截至 2018 年第二季度末, 共有 35275 个衍生交易账户开立, 比 2017 年年底增加一倍。由于在 7 月份, 合约交易量已超过 280 万个, 环比增长 43%, 因此我们预计接下来几个月, 衍生品市场交易规模将继续飞跃增长。

衍生合约交易量



(资料来源: 河内交易所)

### 越南证券市场的未来发展展望

越南各家总公司、国家集团在越南政府的指导下进行加快股份化和撤资过程的实施速度, 预计市值规模仍继续增长。越南衍生证券市场尽管刚诞生但已取得快速增长, 预计在 2018 年将开展更多新衍生产品。与此同时, 许多专家预计在至少未来两三年后越南才能从前沿市场升级为新兴市场, 由于目前越南市场仍未被列入 MSCI 评价的升级名单, 而这一评价过程也需要延长约 1 年。然而, 越南建设证券仍预计越南证券市场将在 2018-2019 年阶段从前沿市场升级为新兴市场。

未来两年之内，一些大型企业的国家所有权股份化和撤资计划如下：

序号	企业	特征	IPO 及撤资比率	IPO—撤资价值 (预期)	预期时间
1	越南邮政通信集团	IPO	30%	9 亿美元	2019
2	越南橡胶工业集团	IPO	25%	6 亿美元	2018
3	越南矿产煤炭工业集团	IPO	30%	5 亿美元	2019
4	越南农业与农村发展银行 (Agribank)	IPO	30%	10 亿美元	2019
5	Mobifone 通信总公司	IPO	30%	13 亿美元	2018/19
6	越南乳业股份公司 Vinamilk - VNM (HOSE)	撤资	36%	40 - 50 亿美元	2018/19
7	SABECO – SAB (HOSE)	撤资	36%	30 - 40 亿美元	2018/19
8	越南油气总公司 – GAS (HOSE)	撤资	30%	25 亿美元	2018/19
9	航空港总公司 – ACV (Upcom)	撤资	30%	30 亿美元	2018/19
10	后江药品股份公司 – DHG (HOSE)	撤资	43%	3 亿美元	2018/19
11	VINACONEX – VCG (HNX)	撤资	57,7%	3 亿美元	2018/19
12	VIGLACERA – VGC (HNX)	撤资	53,7%	3 亿美元	2018/19

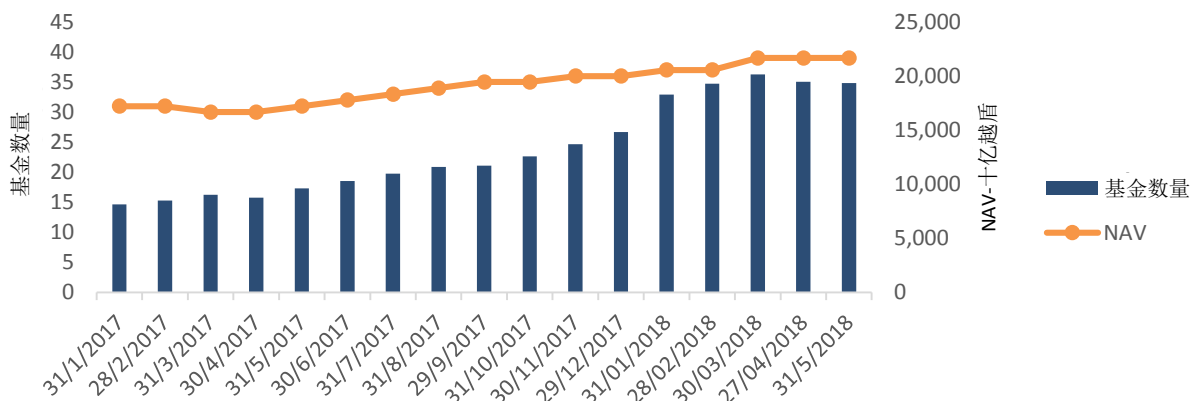
(资料来源: VNCS 总结)

### 本阶段越南证券市场成员的纵观

截至 2018 年第二季度末，越南证券市场共有正在正常运营的约 74 家证券公司，40 多家基金管理公司，10 家提供银行存款服务的商业银行和一家付款行（越南投资与发展银行-BIDV）。投资基金类型仍未丰富，在多年以来，共同基金、私募基金等基金基本形式也纷纷形成；鉴于基金类型，除封闭式基金、开放式基金和场外交易所交易基金之外，目前还有两个以 VN30 和 HNX30 指数参考活动的场内交易所交易基金 (ETF)。截至 2018 年 6 月底，开放式基金占据最大数量至 25 只及今后可趋于增加；现有 2 只在运营中的封闭式基金；另外还有 9 只私募基金 (private fund)、2 只 ETF 基金和 1 只房地产投资基金（证券代码: FUCVREIT）。截至 2018 年 5 月 31 日，上述 37 只基金的净资产总额达约 19.5 万亿越盾。在 2017 年和 2018 年上半年阶段，投资基金数量和净资产总额的增长速度均较为良好。

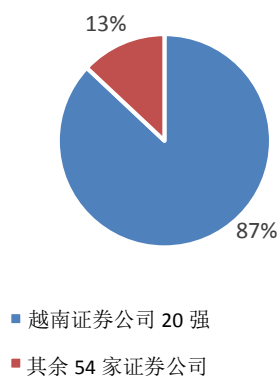
基金数量

### 2017年-2018年Q2的基金数量和资产净值NAV



(资料来源: 越南国家证券委员会, VNCS 总结)

### 2017年各家证券公司总收入的市场份额



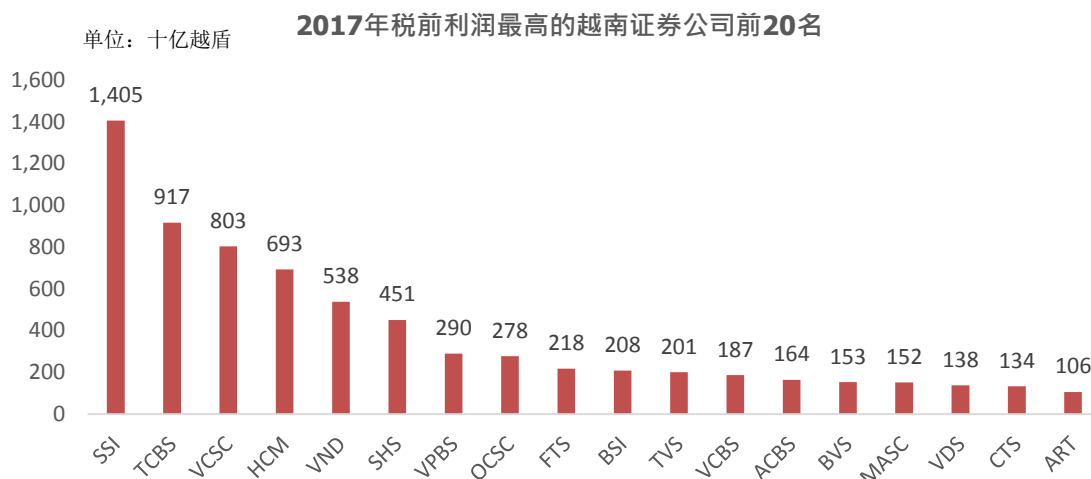
(资料来源: 越南国家证券委员会, VNCS 总结)

截至 2017 年底, 越南 74 家证券公司的注册资金总额为 44 万亿越盾左右。其中越南西贡证券股份公司 (证券代码: SSI) 注册资金总额占据龙头地位至 5 万亿越盾并远高于第二大公司——农业证券公司 (证券代码: AGR) 的注册资金规模至 2.1 万亿越盾。越南 20 大证券公司的注册资本达 30 万亿越盾, 占 74 家证券公司注册资本总额的 68%。2017 年, 各证券公司的收入总额达约 19.1 万亿越盾, 其中 20 大证券公司收入已占最大比例至 87% - 相当于 16.6 万亿越盾左右。可以看出, 市场收入主要集中在前 20 大证券公司。鉴于税前利润的标准, 2017 年, 20 大证券公司的利润占据各证券公司总利润的最大比例至 95%。越南证券行业的集中度较高。未来时间, 为了满足管理机构的要求, 随着越南衍生证券市场在资金规模和运营利润率等方面的日益严格, 预计越南证券集中度将继续分裂。

### 2017年收入最高的越南证券公司前20名

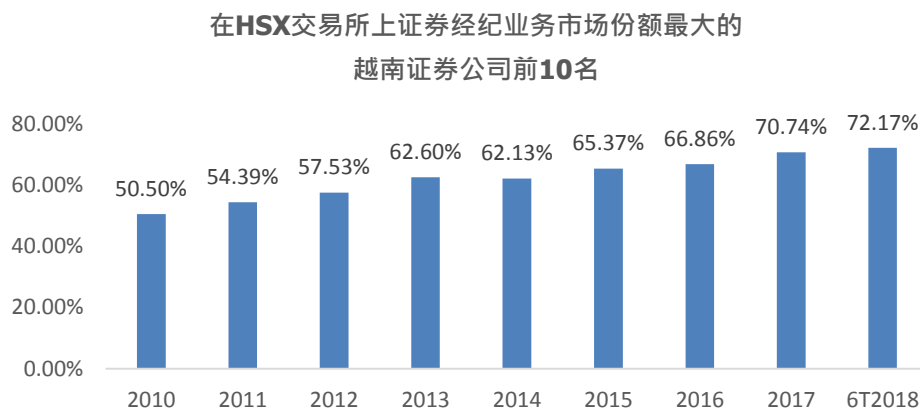


(资料来源: VNCS 总结)



(资料来源: VNCS 总结)

股票经纪市场份额日益集中于大型证券公司。在越南胡志明交易所上，2017年，前10大证券公司占据市场份额已从2010年的50.5%提升至2017年的70%。2018年上半年，前10大证券公司继续占据72.17%市场份额。今后，随着机构投资者和专业投资基金的增加，预计该趋势将继续蔓延至接下来几年。



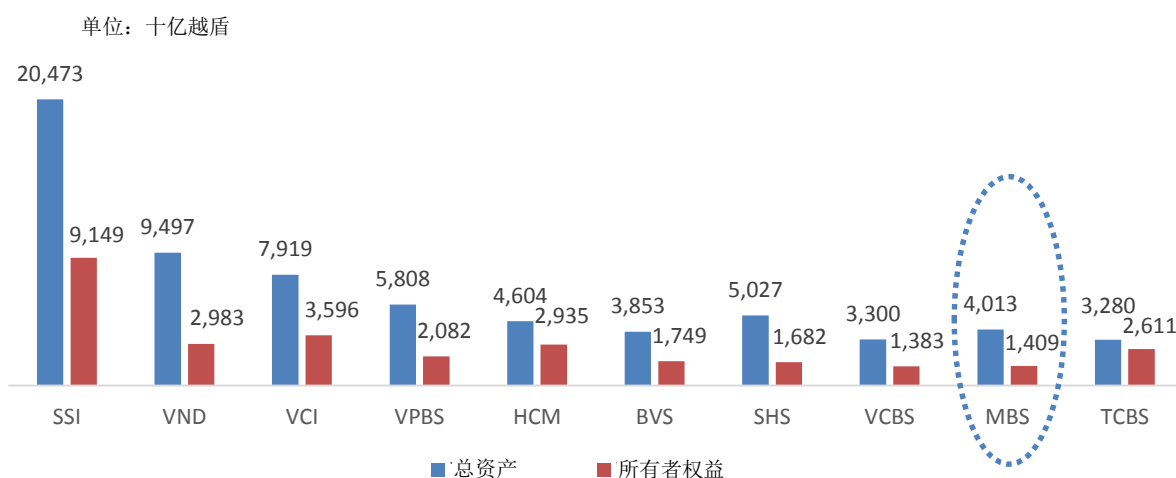
(资料来源: 胡志明交易所, VNCS 总结)

### MBS 证券股份公司纵观

#### 成立与发展历史

MB 证券股份公司（证券代码：MBS）成立于 2000 年，其创始股东为越南军队商贸股份银行东，是越南市场上首批成立的 6 大证券公司之一。经过多次增资之后，截至 2018 年第二季度末，MBS 注册资金达 1.22 万亿越盾，跻身越南市场上拥有总资产和所有者权益规模最多的前 10 大证券公司榜单。

2018年Q2资产规模和所有者权益最高的越南证券公司前10名



(资料来源：VNCS 总结)

MBS 在证券行业的所有业务领域进行经营活动，其目前集中发展证券业务服务和投资银行业务等两个主要领域：

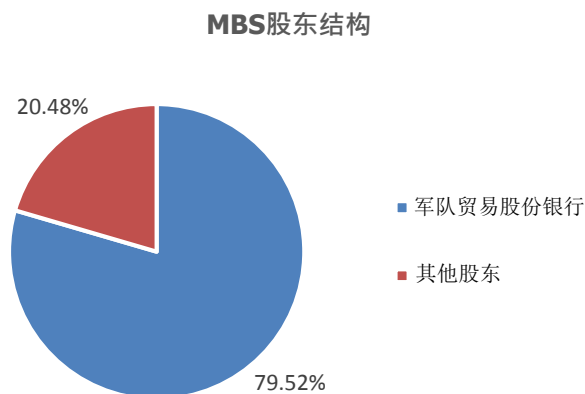
**证券业务服务：**为客户提供经纪咨询、证券留记、投资咨询、账户管理委托、衍生证券等基本证券业务服务。此外，预垫备用金、保证金交易、回购等财务产品服务也是必不可少，MBS 为获得衍生品业务许可证并拥有衍生证券市场份额最大的少数证券公司之一。

**投资银行服务：**提供股票发行咨询、债券咨询、企业购买合并和企业财务咨询等服务。MBS 的客户网络较为丰富，包括各家商业银行、保险公司、境内外投资基金以及在食品加工、保健、教育、房地产、财务服务、工业区，电力能源港口开采等领域的各家上市公司。

与此同时，为了提高客户服务质量和投资咨询效果，MBS 还开展分析研究的经营补助工作，为客户提供关于宏观经济分析、行业分析、企业分析、数据库和市场咨询活动等研究文件。

### 股东结构

截至 2018 年第二季度末，MBS 最大股东为越南军队商贸股份银行，其目前持有 MBS 的 79.52% 股份，剩下的 20% 股份大多数由越南境内投资者持有。



(资料来源: VNCS 总结)

截至 2018 年第二季度末，MBS 领导层持股比例更新如下：

序号	姓名	岗位	股数	持股比例
1	黎国明	董事长	0	0 %
2	宇诚忠	副董事长	代表为 10.500.000 MB 股	8,6 %
3	陈海霞	董事会成员兼总裁	代表为 33.988.828 MB 股	27,8 %
4	范氏明心	董事会成员	0	0 %
5	陈氏金清	董事会成员	135.283	0,1 %

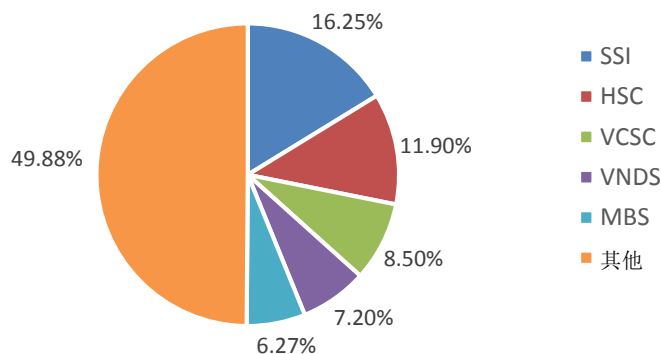
(资料来源: VNCS 总结)

### MBS 主要经营领域

#### 证券经纪与服务业务领域

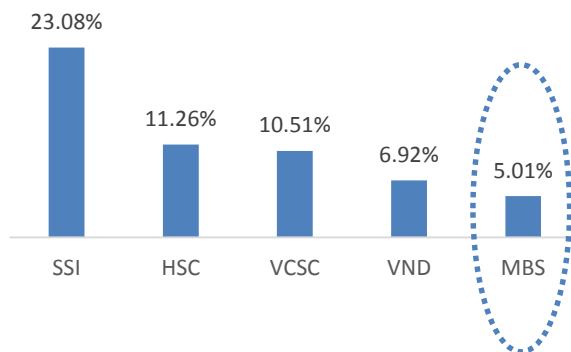
经纪业务活动，尤其是股票经纪业务仍为 MBS 最突出的经营领域。在 HSX 和 HNX 两个交易所上，尽管 MBS 的注册资金规模在本行业排名第 11 位，但其股票经纪市场份额和基金券规模却排名前 10 名榜单。2017 年，MBS 的基金券以及证券经纪市场份额在 HSX 和 HNX 交易所上分别达约 6.27%（排名第 5 位）和 7.47%（排名第 4 位）。截至 2018 年第二季度末，MBS 在上述两个交易所仍保持前 5 名的地位。

2017年在HSX的证券经纪业务市场份额



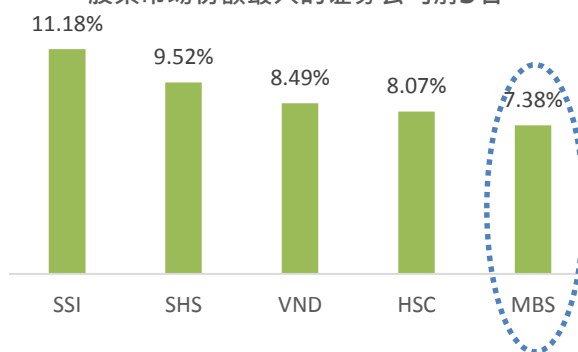
(资料来源: HOSE, VNCS 总结)

2018年Q2在HSX交易所上占据最大证券经纪业务市场份额的证券公司前5名



(资料来源: HSX, VNCS 总结)

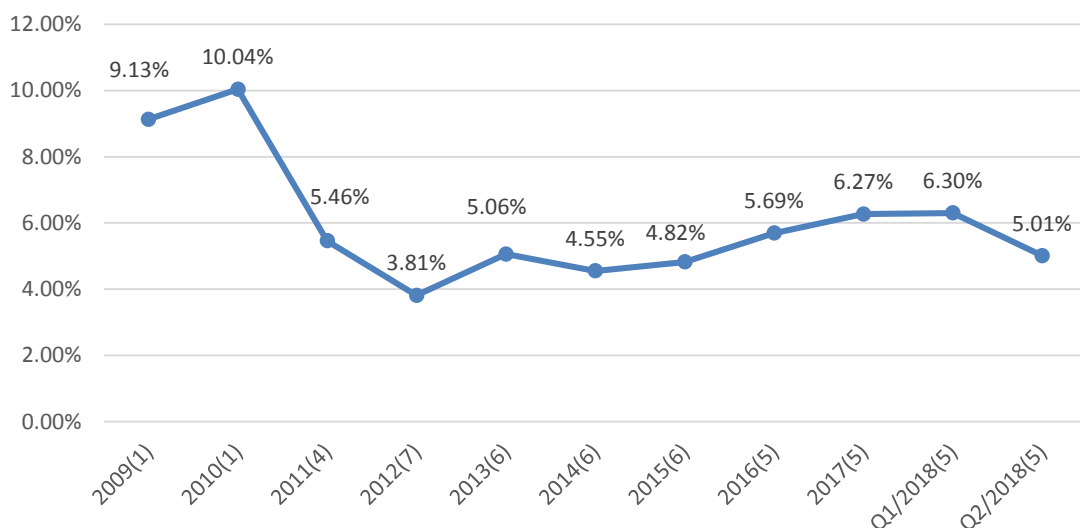
2018Q2在HNX交易所上股票市场份额最大的证券公司前5名



(资料来源: HNX, VNCS 总结)

在 HSX 交易所上, 最近 9 年, MBS 经纪业务市场份额发生巨大波动, 其在 2009 年和 2010 年占据首位, 但在 2012 年迅速跌至第 7 位。可见, 在 2009-2010 年快速发展阶段之后, MBS 已进入 2011-2013 年结构重组阶段, 从而逐渐恢复其在 HSX 交易所上的市场份额地位并在近几年来维持在前 5 名榜单中的地位。

按年份汇总的MBS在HSX交易所的证券经纪业务市场份额

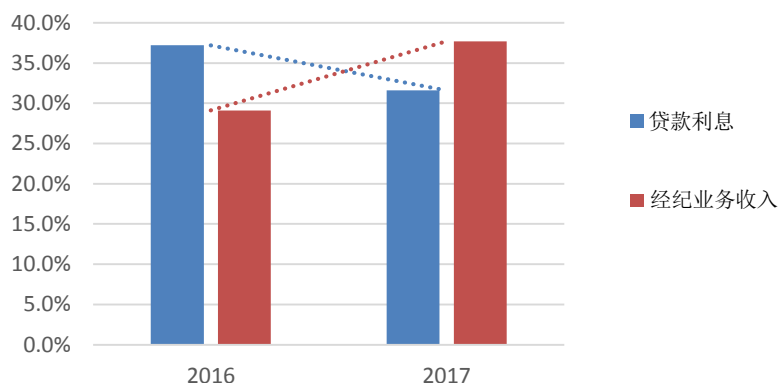


(资料来源: HOSE, VNCS 总结)

2017 年，在 HSX 交易所上，MBS 债券经纪份额仅占 1.63%，排在第 6 位。由于债券市场的特点，市场参与者之间存在较强的市场份额分化。在最近两年，越南 Techcom 证券公司 (TCBS) 的债券经纪份额占市场份额的 80%，因此就市场成员之间的比较而言，债券领域并不是 MBS 的优势。

证券服务的销售收入主要来自”经纪业务收入”和“贷款利息”。2017 年，MBS 经纪业务的收入为 3150 亿越盾，贷款利息的收入为 2640 亿越盾，同比分别增长 110%和 39%。经纪业务的收入结构自 2016 年的 29.1% 升至 2017 年的 37.7%，而贷款利息从 2016 年的 37.2% 降至 2017 年的 31.6%。证券业务领域的收入结构转移与经纪业务收入增长率高于贷款利息收入增长率已体现了 MBS 经纪活动可持续发展的重点比以往更受关注。

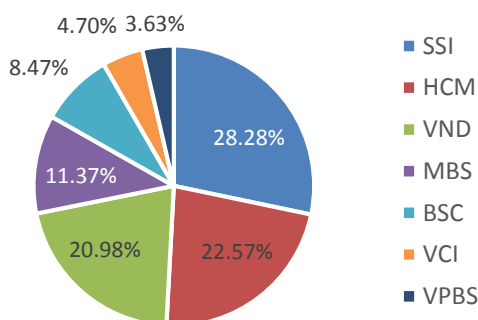
在MBS总收入中“贷款利息”和“经纪业务收入”的比重变动



(资料来源: MBS, VNCS 总结)

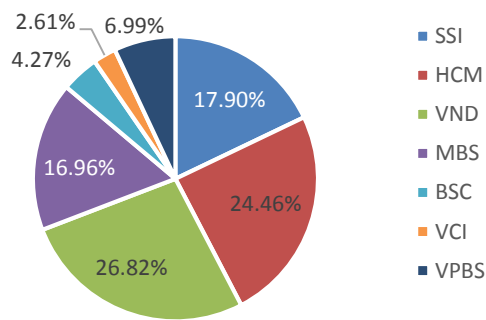
MBS 为获得越南国家证券委员会颁发的衍生品业务许可证以及与河内交易所进行衍生交易合作的首家证券公司之一。越南现有 7 家证券公司获得衍生品业务许可证。2017 年, MBS 在越南衍生证券市场上的期货合约市场份额居首位。2018 年前 6 月, MBS 在越南衍生市场份额暂时排名第四位。

2017年越南衍生品行业市场份额



(资料来源: HNX, VNCS 总结)

2018年前6月衍生品行业市场份额

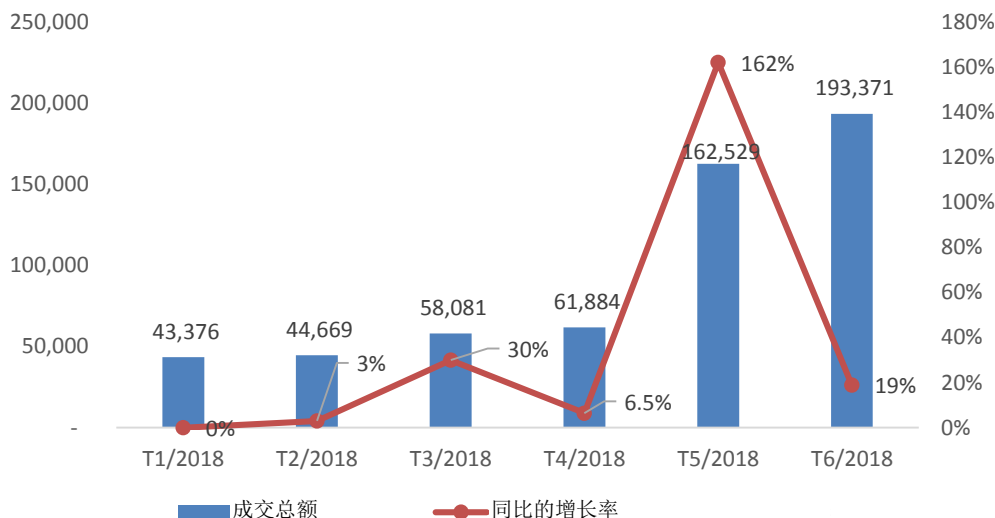


(资料来源: HNX, VNCS 总结)

越南衍生证券市场以期货合约类型已取得快速的增长, 预计在 2018 年下半年将有备兑权证合约类型 (covered warrant) 交易, 促使该市场的规模和交易量实现飞跃增长。

单位：十亿越盾

### 2018年前6月衍生品市场成交总额



(资料来源: HNX, VNCS 总结)

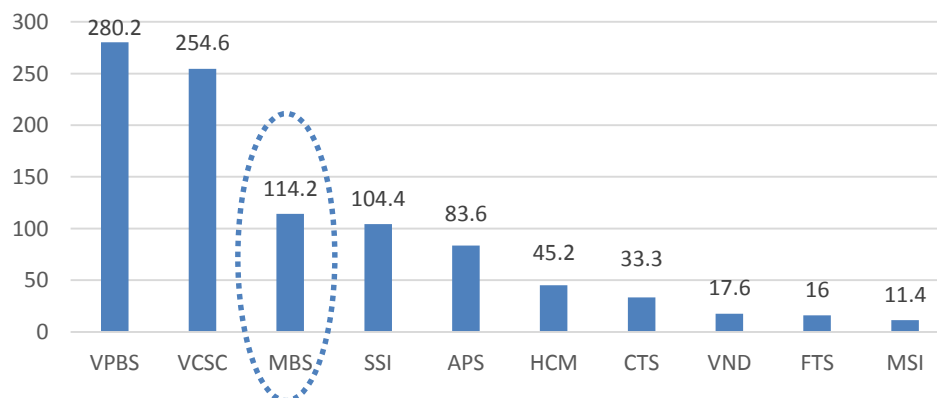
## 投资银行业务

2017年，MBS 投资银行业务（简称 IB）的收入达到自 MBS 成立以来的最高水平至 1142 亿越盾，同比增长 146%。纵观可见，MBS 已成功实施了 MBS 与越南军队股份商业银行（HSX 代码：MBB）之间的交叉销售政策。MBS 已与全国各省份的几十家 MBB 分支机构密切合作以交叉销售产品。除绝对值的增加外，2017 年 MBS 投资银行业务收入占总收入的比例自 2016 年的 9% 增至 2017 年的 13.6%。

据越南建设证券的统计，2017 年，MBS 投资银行业务收入已超过 SSI、HSC、CTS 等诸多其他强大证券公司，排名第三位，仅次于越南外贸股份商业银行证券公司（VPSB）和越南本越证券公司（VCSC）。根据我们的估计，2017 年 MBS 投资银行业务收入为 1142 亿越盾，占全行市场份额约 10.3%。以下是 2017 年投资银行业务收入最高的十大证券公司：

单位：十亿越盾

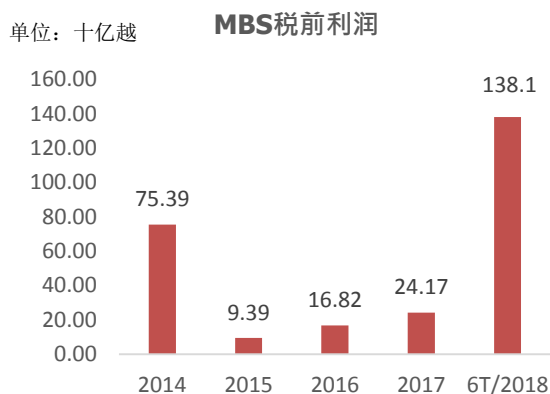
### 2018年拥有投资银行收入最高的证券公司前10名



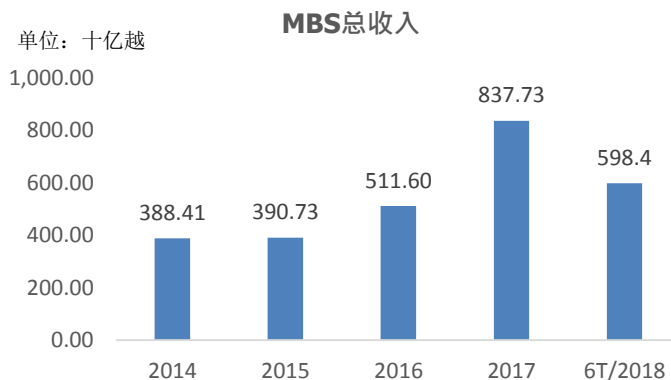
(资料来源: VNCS 总结)

### MBS 业务运营与财务状况

自 2014 年以来，MBS 总收入强劲增长，并保持正增长。利润波动幅度较大且自 2015 年至今稳定增长。尤其是在 2018 年前 6 月，MBS 税前利润大幅增长，相当于 2017 年近 6 倍。

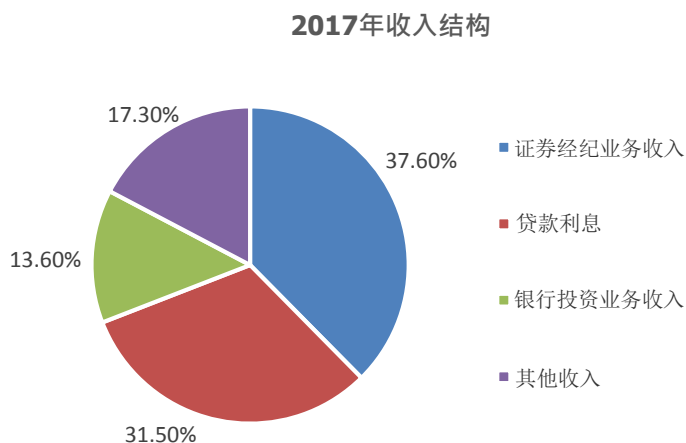


(资料来源: MBS, VNCS 总结)



(资料来源: MBS, VNCS 总结)

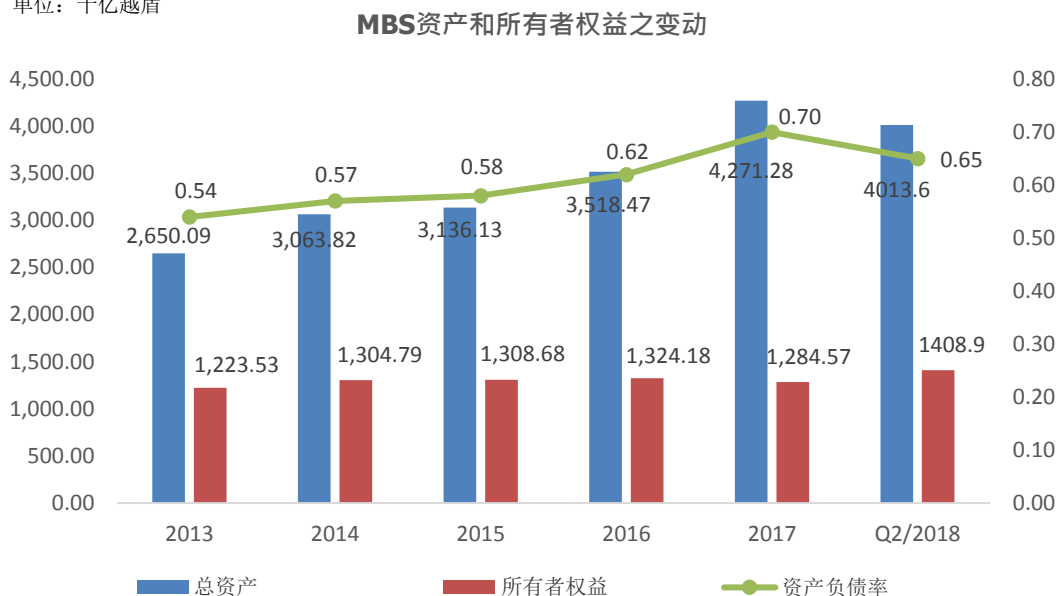
鉴于 2017 年总收入，经纪业务收入占总收入的最高比重 37.6%，其次是来自贷款的利息收入占 31.5%。投资银行业务收入占总收入的比重从 2016 年的 9% 增至 2017 年的 13.6%，其是 MBS 在 2017 年收入结构中的一个亮点。



(资料来源: MBS, VNCS 总结)

2013-2017 年期间，MBS 年均复合增长率为 12.7%，然而在此阶段，MBS 所有者权益几乎未有增长。由于 MBS 增加借款，其中主要是短期债务款，旨在增加保证金贷款，因此 MBS 资产负债率从 0.54 倍增至 0.7 倍。

单位：十亿越盾



(资料来源: MBS, VNCS 总结)

### 加强成本核算以弥补热门开发阶段的损失

鉴于费用结构，2017 年，经纪费用仍占总费用的最高比重 46%，而 2016 年，经纪费用占总费用的 48%。然而，在 MBS 财务报表中，值得注意的是两项以下费用：

- 其他服务费用: -2336 亿越盾
- 以公允价值计量且其变动计入损益 (FVTPL): -1344 亿越盾。

MBS 的其他服务费用为 2336 亿越盾，占 MBS 总费用结构的较高比例。这是 MBS 一直推动核算的费用，以抵消 2009 至 2011 年热门开发阶段的损失。2017 年，MBS 总收入创自 2011 年以来的新高，也许这是 MBS 各位领导决定选择 2017 年来加快对热门开发阶段的损失进行补偿成本核算的原因。按我们预测，自 2018 年，MBS 将无需核算这笔补偿费用，同时其报告利润将大幅增长，相当于收入的规模。

实际上，2018 年前 6 月，MBS 税前利润大幅增长，我们预计 2018 年全年 MBS 税前利润将高于其在 2017 年 500% 以上。

### 2018 年上半年经营业绩更新与估值

2018 年上半年，MBS 收入达 5984 亿越盾，同比增长 78%，值得注意的是其税前利润高达 1381 亿越盾，同比增长 900%。正如我们所提到，MBS 无需核算之前快速增长阶段的补偿费用，促使 MBS 恢复在市场上大型证券公司的税前利润率。

可见，截至 2018 年 6 月，MBS 已完成全年收入计划的 67.8%、完成全年税前利润计划的 86.3%（2018 年经营计划：收入 8810 亿越盾，税前利润 1600 亿越盾）。越南建设证券预测 MBS 有望高效完成既定的年度经营计划。

据越南建设证券的统计，2017 年，在越南市场上具有 9 家证券公司营业额超过 5000 亿越盾（不包括 MBS 在内），2017 年平均税前利润为 44.5%：

序号	证券公司	2017 年总收入 (十亿越盾)	2017 年税前利润 (十亿越盾)	2017 年 税前利润率
1	SSI	2.898	1.405	48,5%
2	VPBS	1.826	290	15,9%
3	HCM	1.538	693	45,1%
4	VCI	1.537	803	52,2%
5	VND	1.235	538	43,6%
6	SHS	1.090	451	41,4%
7	TCBS	1.083	917	84,7%
8	VCBS	579	187	32,3%
9	BSI	565	208	36,8%
平均				44,5%
	<b>MBS</b>	<b>838</b>	<b>24</b>	<b>2,9%</b>

(资料来源: VNCS 总结)

按我们预测，在 2018 年，MBS 将不再受到之前损失的消极影响，其利润与收入比例将相当于大型证券公司收入的平均水平。MBS 提出 2018 年全年收入计划为 8810 亿越盾，收入总额超过 5000 亿越盾的证券公司的数千利润率为 44.5%。截至 6 月底 MBS 已完成全年税前利润计划的 23%。越南建设证券预测，2018 年 MBS 税前利润有望可达 3500 亿越盾，税后利润约为 2700 亿越盾，相当于每股盈余 (EPS) 预为 2300 越盾/股。

为了确定证券行业的平均市盈率 P/E 和市净率 P/B，我们已收集在越南胡志明市证券交易所 HSX 和越南河内市证券交易所 HNX 等两大交易所上市且 2017 年综合收入总额超过 1000 亿越盾的所有证券公司的财务数据，

其中共有 15 家公司实现 2017 年合并收入总额达 12.266 万亿越盾，占 2017 年全部 74 家证券公司的总收入约 70%。由此可见，该 15 家证券公司的平均估值指数能够代表越南当前证券行业的发展情况。

序号	证券公司	2017 年收入 (越盾)	最近 4 季度 EPS (越盾)	2018Q2 末 的 BV (越盾)	截至 2018.09.17 的市价 (越盾)	截至 2018.09.17 的市值 (越盾)	P/E	P/B
1	SSI	2.898.077.806.621	2.550	18.290	31.300	15.640	12,3	1,7
2	HCM	1.537.577.634.021	6.110	22.600	62.900	8.145	10,3	2,8
3	VCI	1.536.741.663.856	5.600	30.000	60.900	9.930	10,9	2,0
4	VND	1.240.431.870.894	2.200	15.700	22.100	4.780	10,0	1,4
5	SHS	1.089.559.313.014	4.000	15.650	16.200	1.700	4,1	1,0
6	MBS	837.729.075.084	1.100	11.100	17.600	2.150	16,0	1,6
7	BSI	566.869.759.149	2.100	13.000	11.700	1.290	5,6	0,9
8	BVS	462.044.163.038	1.650	24.000	15.400	1.115	9,3	0,6
9	TVS	413.585.378.176	1.900	13.200	13.700	848	7,2	1,0
10	VIX	387.671.029.866	1.750	12.300	8.200	660	4,7	0,7
11	VDS	354.115.770.018	1.100	10.000	9.720	980	8,8	1,0
12	FTS	316.504.849.112	2.100	16.000	13.300	1.460	6,3	0,8
13	CTS	286.830.015.670	1.300	12.100	10.500	1.120	8,1	0,9
14	AGR	184.849.879.214	170	8.400	3.570	755	21,0	0,4
15	ART	154.168.267.344	2.700	13.500	8.400	1.480	3,1	0,6
按市值比重划分的平均水平							<b>10,5</b>	<b>1,7</b>

(资料来源: Fiinpro, VNCS 总结和计算)

## 建议

通过对 MBS 最近 4 个季度的财务指标进行评估可见，MBS 股票的市盈率 P/E 高于同业平均水平，而市净率 P/B 却低于同业平均水平。2018 年 MBS 每股盈余 (EPS) 预为 2300 越盾/股，我们预计至 2018 年年底，MBS 股价可达 2.3 万越盾/股，相当于 P/E 预为 10 倍。

我们对 MBS 股的预测价格高于其目前市价 30%，因此，越南建设证券建议投资者对 MBS 股买入并进行 6-12 个月的中长期投资。

附录： MB 证券股份公司的财务报表

### 资产负债表

单位：十亿越盾	2015	2016	2017
<b>短期资产</b>	2,851.86	3,322.35	4,163.53
短期金融资产	0.00	3,299.13	4,041.54
其他流动资产	20.21	23.22	121.98
<b>长期资产</b>	284.28	196.12	107.75
<b>总资产</b>	3,136.13	3,518.47	4,271.28
<b>应收负债</b>	1,827.45	2,194.29	2,986.71
<b>短期负债</b>	1,460.94	1,864.75	2,257.41
短期金融资产租赁的借款和负债	300.00	399.80	679.99
证券交易产生的应付款	1,106.82	2.97	5.56
应付费用	22.29	34.96	93.09
存入短期投资保证金及抵押品的费用	-	1,394.08	1,437.13
其他应付款项	14.89	16.82	8.09
奖励和福利基金	3.80	0.86	1.46
<b>长期负债</b>	366.51	329.54	729.30
长期金融资产租赁的借款和负债	365.81	0.00	0.00
长期债券	0.00	329.29	727.92
<b>所有者权益</b>	1,308.68	1,324.18	1,284.57
<b>资金和基金</b>	1,308.68	1,324.18	1,284.57
所有者的投资资本	1,221.24	1,221.24	1,221.23
未分配利润	79.12	92.96	50.13
<b>总资本</b>	3,136.13	3,518.47	4,271.28

### 经营业绩

单位：十亿越盾	2015	2016	2017
<b>营业收入</b>	390.73	511.60	837.73
<b>公允价值计量且其变动计入当期收益 (FVTPL)</b>	0.00	42.66	54.43
贷款和应收款项的利息	0.00	190.50	264.41
可供出售的金融资产收入	0.00	6.19	15.92
证券经纪活动产生的收入	110.75	149.05	315.62
证券存托活动产生的收入	6.82	7.46	10.28
证券投资咨询活动产生的收入	105.31	0.00	0.00
金融咨询活动产生的收入	0.00	46.33	114.28
其他收入	157.98	57.31	39.12
<b>经营活动的净收入</b>	390.73	511.60	837.73
<b>公允价值计量且其变动计入当期亏损 (FVTPL)</b>	0.00	-65.49	-134.46
<b>来自如金融资产减值损失以及借款费用等难以收回的应收款项的风险准备金</b>	0.00	0.00	133.17
<b>自营活动费用</b>	0.00	-3.20	-5.50
证券经纪活动产生的收入	0.00	-152.83	-245.64
证券投资咨询活动产生的收入	0.00	-20.57	-33.99
证券存托活动产生的收入	0.00	-6.94	-9.79
其他收入	0.00	-67.88	-233.69
证券交易错误以及其他错误的纠正成本	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动产生的费用</b>	-288.58	-316.91	-529.90

毛利润	102.15	194.68	307.83
金融活动产生的收入	0.00	2.08	2.65
利息费用	0.00	-116.21	-189.85
金融费用	0.00	-120.30	-189.95
税后会计利润	8.26	16.65	23.96

### 基本财务指数

	单位	2015	2016	2017
<b>盈利指数</b>				
ROE%	%	0.63%	1.27%	1.84%
ROA%	%	0.27%	0.50%	0.62%
基本每股收益	越盾	68.00	136.00	196.00
税前利润率 %	%	2.40%	3.29%	2.88%
净利润率	%	2.11%	3.26%	2.86%
<b>可支付性指数</b>				
快捷支付率	倍	2.03	0.56	0.31
目前支付率	倍	1.95	1.78	1.84
<b>个股指数</b>				
账面价值/股	越盾	10,716.00	10,843.00	10,519.00
收入/股	越盾	3,199.00	4,189.00	6,860.00
<b>资产结构</b>				
长期贷款/所有者权益	倍	0.28	0.00	0.00
长期贷款/总资产	倍	0.12	0.00	0.00
短期贷款/所有者权益	倍	0.51	0.30	0.53
短期贷款/总资产	倍	0.21	0.11	0.16

(资料来源: Fiinpro)

**VNCS 研究所**——邮箱: [vncs.research@vn-cs.com](mailto:vncs.research@vn-cs.com)

作者: 阮德明

企业&行业分析部门——高级分析专员

邮箱: [minhnd@vn-cs.com](mailto:minhnd@vn-cs.com)

**VNCS 研究所**

杜宝玉

副总兼 VNCS 研究所所长

邮箱: [ngocdb@vn-cs.com](mailto:ngocdb@vn-cs.com)

### 企业&行业分析部

阮德明

高级分析专员

邮箱: [minhnd@vn-cs.com](mailto:minhnd@vn-cs.com)

陈武芳莲

分析专员

邮箱: [lientvp@vn-cs.com](mailto:lientvp@vn-cs.com)

武僊阳

分析专员

邮箱: [duongvt@vn-cs.com](mailto:duongvt@vn-cs.com)

### 宏观经济&股市行情分析部

刘志抗

高级分析专员

邮箱: [khanglc@vn-cs.com](mailto:khanglc@vn-cs.com)

杜氏红

分析助理

邮箱: [huongdt@vn-cs.com](mailto:huongdt@vn-cs.com)

**系统建议:** 越南建设证券股份有限公司 (VNCS) 系统建议: 建立基于估值 12 个月目标价格和市场价格差异。

次序	(目标价格 - 当前价格) / 当前价格
买入	$\geq 20\%$
乐观	从 10% 至 20%
市场适度	从 -10% 至 +10%
不乐观	从 -10% 至 -20%
卖出	$\leq -20\%$

**免责声明:** 版权于 2018 年属于越南建设证券股份有限公司 (VNCS)。本材料中的所有信息和资料均来源于可靠渠道, VNCS 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 VNCS 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研究分析, 但 VNCS 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 VNCS 所有, 若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。

**越南建设证券股份有限公司**

河内市纸桥君中和坊陈维兴路 117 号 Grand Plaza 大厦

联系: +84 24 3926 0099 · 传真: 04.39263411 · 官网: <http://vn-cs.com> · QQ: vnscskeyu02 · 微信: vnscskeyu