

# 徽商銀行 (3698.HK)

## 區域優勢明顯 資產品質良好

Bloomberg | Reuters | POEMS

3698.HK | 3698.HK | 3698.HK

行業: 金融

## 利潤增長穩定 資產品質優於行業平均水準

評級: 增持 收市價: HK\$3.54 目標價: HK\$4.19

### 公司概要

2005 年徽商銀行由中國安徽省內全部城市商業銀行和城市信用社聯合重組設立, 是按資產規模計算, 目前是中國中部地區最大的城市商業銀行。截止 2012 年末, 徽商銀行的貸款及存款規模在全國城市商業銀行中均位列第 4 位。按總資產規模計算, 徽商銀行在全國城市商業銀行中位列第 7 位。2013 年 11 月 13 日徽商銀行成功登陸香港 H 股, 成爲第 2 家在港股上市的內地城市商業銀行。

### 業績回顧

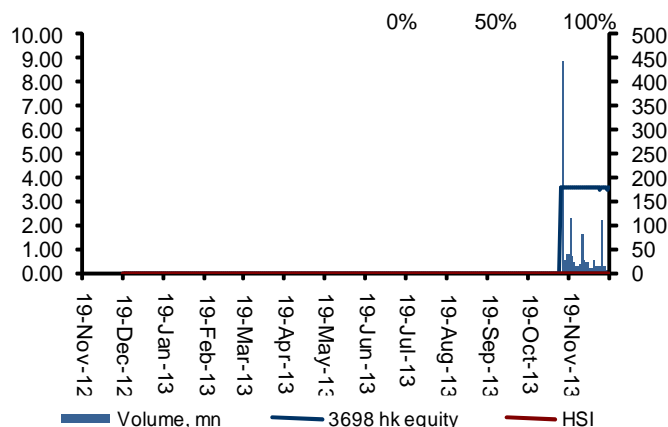
- 截止 2012 年末, 在中國所有的銀行業金融機構中, 城商行不管在資產規模, 還是盈利規模上, 均低於大中型商業銀行。按照總資產規模計算, 中國城商行的市場份額在所有銀行業金融機構中僅占 9.2%, 而稅後利潤的市場份額則爲 9.1% ;
- 相對於其他類型的商業銀行, 城商行的盈利能力顯著提升, 截止 2012 年末, 中國城商行的平均總資產回報率爲 1.22%, 總體看僅次於 5 大國有商業銀行。同時, 中國城商行的資產品質近年來也呈現不斷提升的趨勢, 平均不良貸款率由 2007 年的 3% 下降至 2012 年的 0.8% ;
- 徽商銀行的業務主要集中在安徽省, 憑藉近年來安徽省經濟的快速發展, 使徽商銀行的業務規模得到大幅提升。截止 2012 年底, 安徽省約有 6,900 萬人口, 按人口數量計算, 爲中國第 8 大省份。隨著近年來經濟的快速發展, 安徽的城鎮化率由 2007 年的 38.7% 上升至 2012 年末的 46.5%。2010 年至 2012 年期間安徽的實際 GDP 複合增長率爲 12.8%, 增速在中部地區排名第一 ;
- 截止 2012 年末, 安徽共有 157 家銀行業金融機構在安徽註冊成立或設有省級分行。這些銀行金融機構的總資產及總負債分別較 2011 年末大幅增長了 21.6% 及 21.4%, 是中部地區增長最快的省份。從銀行業的滲透率計算 (貸款總額/名義 GDP), 安徽的比率爲 97.6%, 在中國中部地區居於領先水準, 但明顯低於全國 129.6% 的滲透率, 顯示其巨大的增長潛力 ;
- 徽商銀行在安徽具有較明顯的競爭優勢。以貸款總額計算, 截止 2012 年末, 徽商銀行的貸款總額約 1,670 億元, 在安徽省內的中國商業銀行中排名第 3。存款約爲人民幣 2,420 億元, 排名第 4。以總資產計算, 則排名第 2 ;
- 過去幾年徽商銀行的利潤增速快於行業平均水準。2010 年至 2012 年, 其營業收入由人民幣 62.7 億元上升至人民幣 92.4 億元, 複合年增長率約爲 13.8%。我們預計 2013 年全年徽商銀行的淨利潤增速將持續下降, 期內約同比增長 16.7% 左右至人民幣 50.26 億元, 折合每股收益人民幣 0.50 元 ;



Phillip Securities (Hong Kong) Ltd  
Phillip Securities Research

2013-12-19

Rating	2.00	Accumulate
- Previous Rating	0.00	Not Rated
Target Price (HKD)	4.19	
- Previous Target Price (HKD)	0.00	
Closing Price (HKD)	3.54	
Expected Capital Gains (%)	18.4%	
Expected Dividend Yield (%)	3.6%	
Expected Total Return (%)	22.0%	
Raw Beta (Past 2yrs weekly data)	N/A	
Market Cap. (HKD bn)	39,116	
Enterprise Value (HKD mn)	N/A	
52 week range (HKD)	3.38 - 3.64	
Closing Price in 52 week range		



### Key Financial Summary

FYE	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
Operating Profit (RMB mn)	5,645	6,561	7,353	7,989
Net Profit, adj. (RMB mn)	4,306	5,026	5,622	6,124
EPS, adj. (RMB)	0.53	0.50	0.51	0.55
P/E (X)	5.3	5.5	5.4	5.0
BVPS (RMB)	2.51	2.79	3.52	4.22
P/B (X)	1.1	1.0	0.8	0.7
DPS (RMB)	0.10	0.10	0.10	0.11
Div. Yield	3.6%	3.6%	3.6%	4.0%

Source: Bloomberg, PSR est.

\*All multiples & yields based on current market price

### Valuation Method

PB, DDM

### 研究分析員

陳星宇

[chenxingyu@phillip.com.cn](mailto:chenxingyu@phillip.com.cn)

+86 21 5169 9400 - 105

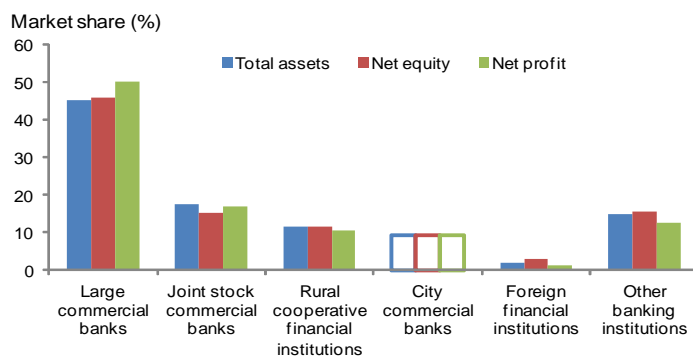
- 截止 2013 年 6 月末，徽商銀行的手續費及傭金淨收入同比強勁增長 69.36% 至人民幣 2.93 億元，同期重慶銀行與重慶農商行的該類業務收入分別同比增長 263.37% 及 69.18%。手續費及傭金收入增長的主要原因是財務顧問及諮詢費用，以及銀行卡等手續費的強勁增長；
- 徽商銀行的資產規模呈強勁增長趨勢，截止 2013 年上半年末，集團總資產較 2012 年末大幅上升 26.33% 至人民幣 4,095.87 億元，淨資產則上升 8.10% 至人民幣 221.39 億元，折合每股淨資產達人民幣 2.71 元，較 2012 年末上升 8.10%；
- 徽商銀行資產規模大幅增長的主要原因之一來自於“買入返售金融資產”的迅猛上升。截止 2013 年 6 月末，該類資產由 2010 年末的人民幣 105.43 億元大幅上升至 922.81 億元，在 3 年半的時間上升了約 775.3%，期內占總資產的比重由約 5% 上升至 22.5%；
- 截止 6 月末，徽商銀行的客戶貸款淨額較 2012 年末增長約 11.83% 至人民幣 1,788.66 億元，期內客戶存款的增速為 5.26%。由於存款增速明顯低於同期貸款增速，因此徽商銀行的貸存比持續上升，由 2012 年末 68.38% 上升至 2013 年 6 月末的 72.60%，明顯高於同期重慶銀行及重慶農商行的貸存比水準；
- 同時，截止今年 6 月末，徽商銀行的地方政府融資平臺貸款為人民幣 235.66 億元，占銀行貸款總額的比重約為 12.9%。我們認為該類貸款的比重未來有可能繼續上升，同時由於缺乏透明性，其貸款品質的監控難度較大，這使我們在做盈利預測時對資產減值準備預測的增長幅度較大的主要原因；
- 徽商銀行的風險控制能力較好，不良貸款及不良貸款率遠低於行業平均水準。截止 2010 年、2011 年及 2012 年末以及 2013 年 6 月末，徽商銀行的不良貸款率分別為 0.60%、0.48%、0.58% 及 0.64%。減值損失準備對不良貸款的比率分別為 426.97%、533.64%、406.11% 及 359.74%；
- 截止 2013 年 9 月末，按照今年年初開始施行的新方法計算，集團的資本充足率及核心一級資本充足率分別為 12.22% 及 9.55%，分別較今年上半年末增長了 0.31 及 0.32 個百分點。我們預計 2013 年全年徽商銀行的資本充足率將繼續提高；
- 總體看，徽商銀行的業績總體保持穩定增長趨勢，未來資產品質有趨於惡化的風險，但仍在可控範圍之內。另外，在當前內地銀行股較低估值的情況下，我們根據 3 階段股利折現模型及市淨率 (P/B) 方法計算，給予徽商銀行 12 個月目標價至 4.19 港元，較最新收盤價高出約 18.4%，相當於 2014 年每股收益的 6.4 倍及每股淨資產的 0.9 倍，估值吸引。首予徽商銀行“增持”評級。

### 中國城市商業銀行近年來發展迅猛

根據現有的銀行體系，目前中國的商業銀行主要包括：5 大國有商業銀行、全國性股份制商業銀行、城市商業銀行（“城商行”）、農村合作金融機構以及其他金融機構。根據中國銀監會的報告顯示，截止 2012 年末，在中國所有的銀行業金融機構中，城商行不管在資產規模，還是盈利規模上，均低

於大中型商業銀行。按照總資產規模計算，中國城商行的市場份額在所有銀行業金融機構中僅占 9.2%，而稅後利潤的市場份額則為 9.1%。

圖 1. 2012 年末中國銀行業金融機構市場份額構成

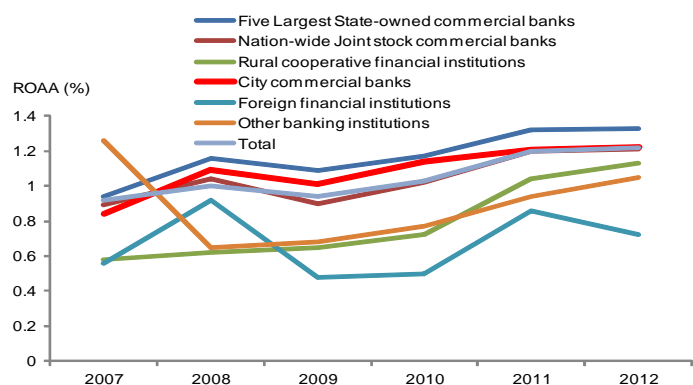


Source: PSR, Company's report

雖然中國城商行的規模仍然偏小，但是近年來發展非常迅猛。截止 2012 年末，中國共有 144 家城商行，其總資產規模由 2007 年末的約人民幣 3.3 萬億元上升至約人民幣 12.3 萬億元，年複合增長率為 29.9%，增速遠高於其它類型的商業銀行。

相對於其他類型的商業銀行，城商行的盈利能力顯著提升，截止 2012 年末，中國城商行的平均總資產回報率為 1.22%，總體看僅次於 5 大國有商業銀行。

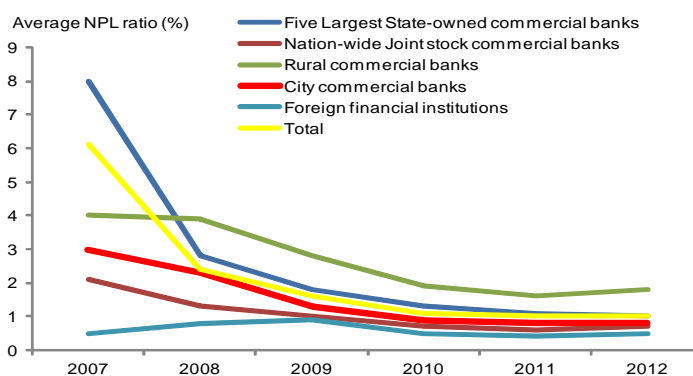
圖 2. 中國銀行業各類金融機構平均總資產回報率



Source: PSR, Company's report

另外，中國城商行的資產品質近年來也呈現不斷提升的趨勢，平均不良貸款率由 2007 年的 3% 下降至 2012 年的 0.8%。

圖 3. 中國銀行業各類金融機構平均不良貸款率



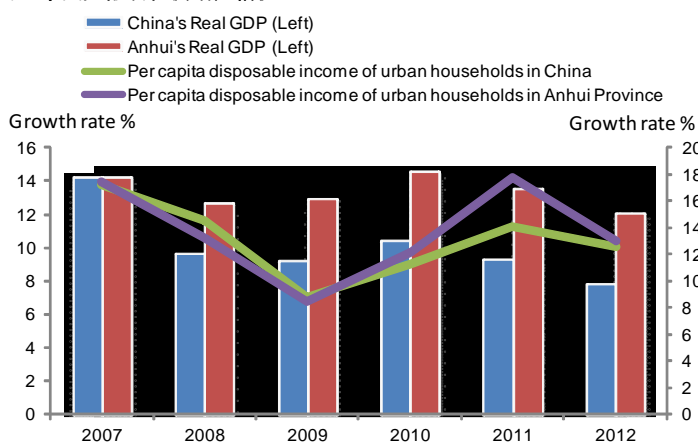
Source: PSR, Company's report

## 中國中部地區經濟重鎮 – 安徽省

徽商銀行的業務主要集中在安徽省，憑藉近年來安徽省經濟的快速發展，使徽商銀行的業務規模得到大幅提升。

安徽省位於中國中部地區，是近年來中國政府著力發展的主要省份之一。截止 2012 年底，安徽省約有 6,900 萬人口，按人口數量計算，為中國第 8 大省份。隨著近年來經濟的快速發展，安徽的城鎮化率由 2007 年的 38.7% 上升至 2012 年末的 46.5%。2010 年至 2012 年期間安徽的實際 GDP 複合增長率為 12.8%，增速在中部地區排名第一。同時，安徽省的城鎮居民人均可支配收入的年複合增長率在 2010 年至 2012 年期間高達 15.4%，也位居中部地區排名第一，明顯高於全國平均水準。

圖 4. 中國安徽省經濟增長情況

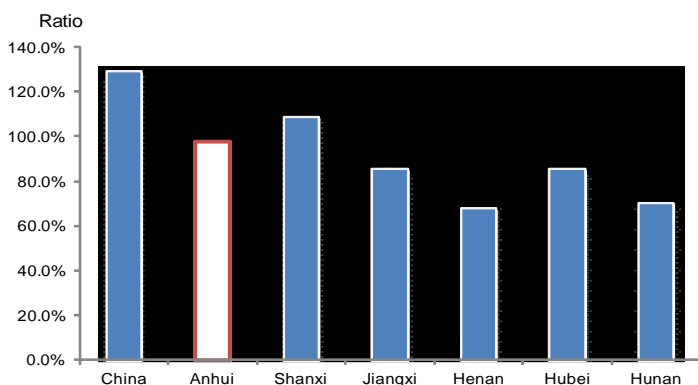


Source: PSR, Company's report

具體到安徽的銀行業，截止 2012 年末，安徽共有 157 家銀行業金融機構在安徽註冊成立或設有省級分行。這些銀行業金融機構的總資產及總負債分別較 2011 年末大幅增長了 21.6% 及 21.4%，是中部地區增長最快的省份。

從銀行業的滲透率計算（貸款總額/名義 GDP），安徽的比率為 97.6%，在中國中部地區居於領先水準，但明顯低於全國 129.6% 的滲透率，顯示其巨大的增長潛力。

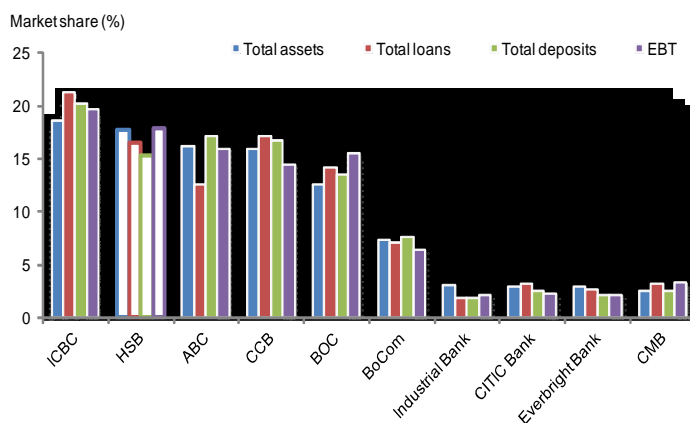
圖 5. 2012 年末中國及中部地區 6 省份銀行業滲透率



Source: PSR, Company's report

徽商銀行在安徽具有較明顯的競爭優勢。以貸款總額計算，截止 2012 年末，徽商銀行的貸款總額約 1,670 億元，在安徽省內的中國商業銀行中排名第 3。存款約為人民幣 2,420 億元，排名第 4。以總資產計算，則排名第 2。

圖 6. 2012 年末中國安徽省前 10 大銀行市場份額構成



Source: PSR, Company report

## 經營表現良好

總體看，過去幾年徽商銀行的利潤增速快於行業平均水準。2010 年至 2012 年，其營業收入由人民幣 62.7 億元上升至人民幣 92.4 億元，複合年增長率約為 13.8%。

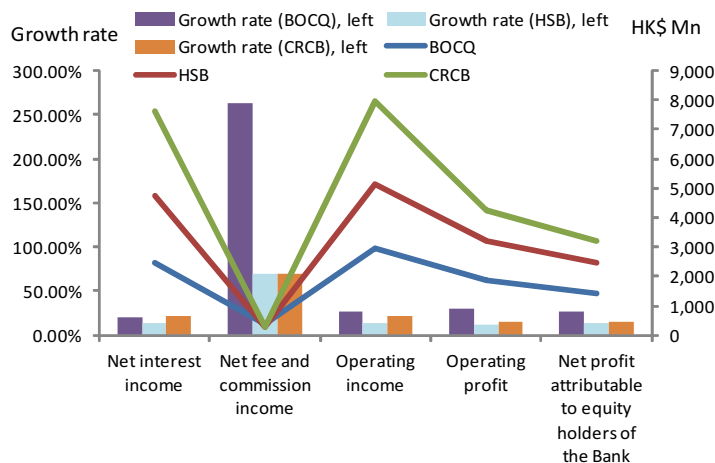
由於在港上市的城商行目前僅重慶銀行及徽商銀行兩家，結合資產及盈利規模，我們再加入重慶農商行，以這 3 家銀行的經營表現做對比。

由於徽商銀行與重慶銀行均沒有公佈今年前 3 季度的具體業績，我們以今年上半年末的半年報數據為準。截止 2013 年 6 月末，從絕對數量看，徽商銀行的利潤規模位於重慶銀行及重慶農商行之間。期內徽商銀行的總營業收入約為人民幣 51.18 億元，約為規模最大的重慶農商行總營業收入的 64%，而其淨利潤約為重慶農商行淨利潤的 76%，達人民幣 24.52 億元。

不過從各類收入的增速看，徽商銀行的優勢並不明顯，總體看其各類收入的同比增長率均低於重慶銀行及重慶農商行，其中，股東應占淨利的同比增速為 13.89%，低於重慶銀行的 26.89% 以及重慶農商行的 14.75%。

我們預計 2013 年全年徽商銀行的淨利潤增速將持續下降，期內約同比增長 16.7% 左右至人民幣 50.26 億元，折合每股收益人民幣 0.50 元。

圖 7. 2013 年 6 月末安徽銀行、重慶銀行與重慶農商行利潤增長情況



Source: PSR, Companies' reports

與其他競爭對手一樣，在息差收入持續放緩的大環境下，徽商銀行近年來大力發展中間業務，通過不斷推出新的產品及服務滿足市場強大需求。

截止 2013 年 6 月末，徽商銀行的手續費及佣金淨收入同比強勁增長 69.36% 至人民幣 2.93 億元，同期重慶銀行與重慶農商行的該類業務收入分別同比增長 263.37% 及 69.18%。手續費及佣金收入增長的主要原因是財務顧問及諮詢費用，以及銀行卡等手續費的強勁增長。其中財務諮詢與顧問手續費同比大幅增長了約 142% 至人民幣 0.75 億元，占總手續費的比重為 22.8%。

表 1. 截止 2013 年上半年末徽商銀行中間業務收入增長情況

人民幣百萬元	2012H1	2013H1	比重 (2013H1)	同比增長
財務諮詢及顧問費	31	75	22.80%	141.94%
託管業務	28	55	16.72%	96.43%
銀行卡	24	48	14.59%	100.00%
結算及清算手續費	38	41	12.46%	7.89%
擔保及承諾業務	11	34	10.33%	209.09%
代理手續費	20	15	4.56%	-25.00%
其他	39	61	18.54%	56.41%
<b>手續費及佣金收入</b>	<b>191</b>	<b>329</b>	<b>100.00%</b>	<b>72.25%</b>
總支出	-18	-36		100.00%
<b>淨手續費及佣金收入</b>	<b>173</b>	<b>293</b>		<b>69.36%</b>

Source: PSR, Company report

### 資產規模增長迅猛 表外資產有隱憂

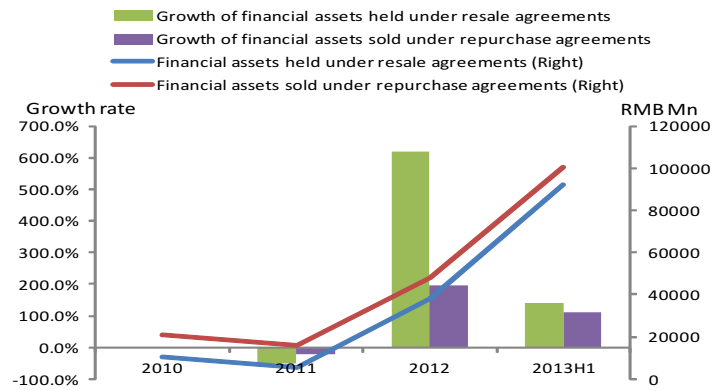
總體看，徽商銀行的資產規模呈強勁增長趨勢，截止 2013 年上半年末，集團總資產較 2012 年末大幅上升 26.33% 至人民幣 4,095.87 億元，淨資產則上升 8.10% 至人民幣 221.39 億元，折合每股淨資產達人民幣 2.71 元，較 2012 年末上升 8.10%。

不過由於今年徽商銀行各類資產上升迅猛，尤其是上市後淨資產規模將大幅提升，我們預計 2013 年全年集團的淨資產將達到約人民幣 308 億元左右的水準，而未來兩年期資產增速將有所放緩。

我們注意到徽商銀行資產規模大幅增長的主要原因之一來自於“買入返售金融資產”的迅猛上升。截止 2013 年 6 月末，該類資產由 2010 年末的人民幣 105.43 億元大幅上升至 922.81 億元，在 3 年半的時間上升了約 775.3%，期內占總資產的比重由約 5% 上升至 22.5%。其中主要的部分是“買入返售”票據。事實上該類資產可變相的認為是一種以抵押形式進行的短期借貸行為，通過不斷的達成相關協定，可在短期內擴大資產規模。從負債表中我們也可以看到，2010 年至 2013 年 6 月末，徽商銀行的“賣出回購金融資產”也出現大幅上升，由人民幣 207.98 億元上升約 384% 至人民幣 1,006.7 億元。

通過歷史資料可以看到，該類資產及負債的規模在 2012 年出現了不同尋常的大幅上升，我們認為不排除銀行為了 2013 年年上市做大資產規模的可能性。基於此假設，我們認為未來“買入返售金融資產”和“賣出回購金融資產”的相關資產及負債的增速將明顯回落。

圖 8. 徽商銀行“買入返售資產”及“賣出回購金融資產”增長情況



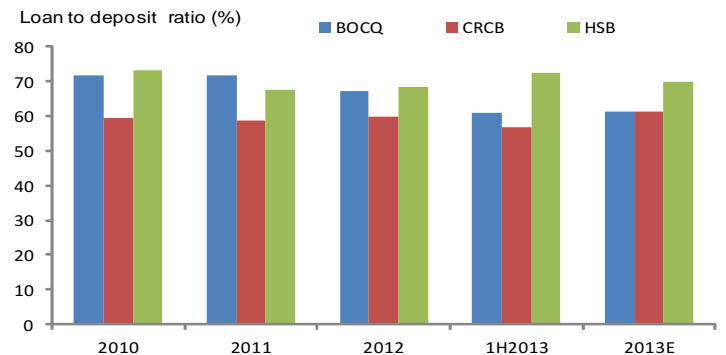
Source: PSR, Company's report

另一方面，我們認為近年來徽商銀行的上述資產及負債強勁增長的主要原因還包括規避監管要求，實現間接放貸的目的。通過歷史資料，我們可以看到，近年來徽商銀行的貸存比一直保持較高水準，接近 75% 的監管紅線，因此控制貸款額度的壓力較大。

截止 2013 年上半年末，徽商銀行的客戶貸款淨額較 2012 年末增長約 11.83% 至人民幣 1,788.66 億元，期內客戶存款的增速為 5.26%。由於存款增速明顯低於同期貸款增速，因此徽商銀行的貸存比持續上升，由 2012 年末 68.38% 上升至 2013 年 6 月末的 72.60%，明顯高於同期重慶銀行及重慶農商行的貸存比水準。

我們預計 2013 年全年銀行的貸存比應略有回升，同時未來兩年將持續上升。

圖 9. 徽商銀行、重慶銀行與重慶農商行貸存比對比



Source: PSR, Company report

具體從貸款的投入方向看，截止 2013 年 6 月末，徽商銀行的貸款中公司貸款是最重要的組成部分，占比達到 71.7%，較 2012 年末略微上升了 71.3%。從公司類貸款投入的行業看，商業及服務業占比最大，達到公司類貸款總額的 30.6%，其次是製造業及公用事業，分別為 30.2% 及 10.3%。

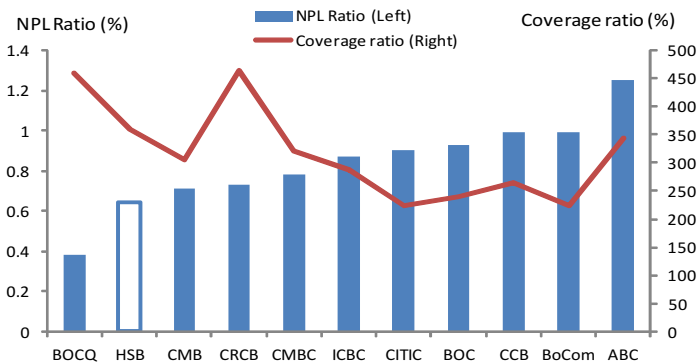
值得注意的是，期內徽商銀行的地方政府融資平臺貸款為人民幣 235.66 億元，占銀行貸款總額的比重約為 12.9%。我們認為該類貸款的比重未來有可能繼續上升，同時由於缺乏透明度，其貸款品質的監控難度較大，這使我們在盈利預測時，對資產減值準備預測的幅度較大的主要原因。

另外，徽商銀行的信託產品規模也大幅上升，由 2010 年末的約人民幣 1.25 億元上升至 2013 年 6 月末的人民幣 50.88 億元。我們相信，該類信託產品所募集的金額中也有部分流向了地方政府融資平臺。

## 資產品質優於同業

總體看，徽商銀行的風險控制能力較好，不良貸款及不良貸款率遠低於行業平均水準。截止 2010 年、2011 年及 2012 年末以及 2013 年 6 月末，徽商銀行的不良貸款率分別為 0.60%、0.48%、0.58% 及 0.64%。減值損失準備對不良貸款的比率分別為 426.97%、533.64%、406.11% 及 359.74%。

圖 10. 截止 2013 年 6 月末內地上市銀行不良貸款率及撥備覆蓋率



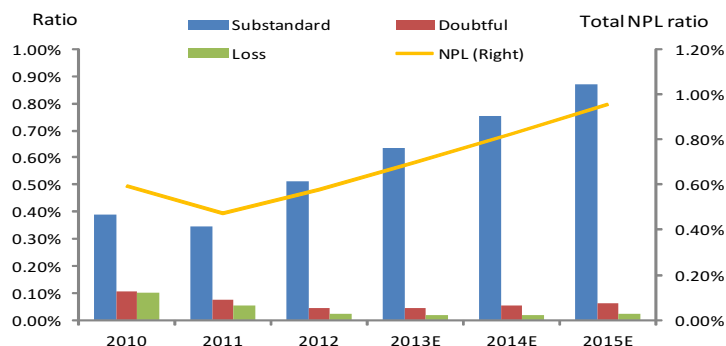
Source: PSR, Company report

從行業水準看，在目前上市的中資銀行中，徽商銀行的不良貸款率僅高於重慶銀行，不過，我們注意到自 2011 年以後集團的不良貸款率持續明顯上升，這主要是由於銀行的次級類貸款持續大幅上升所致，2012 年末較 2011 年末大幅上升 75.89% 人民幣 8.39 億元。截止 2013 年末，次級類貸款較 2012 年末繼續大幅增長約 29% 至 108.3 億元。

結合 2013 年 3 季度內地銀行的三季度報告，絕大多數銀行的不良貸款餘額與比率均出現不同程度的上升，同時如前所述，考慮到銀行在地方融資平臺及各類理財產品的投放，尤其是銀行在中小微企業的貸款比重也在逐年上升，因此我們預計未來兩年，徽商銀行的次級及可疑類貸款將持續大幅上升。這將導致銀行的不良貸款餘額及不良貸款率呈逐年上升趨勢。

不過總體看，由於基數小，徽商銀行的貸款品質仍保持良好的水準，未來不良貸款比率即使大幅上升，也仍將明顯低於大部分中資上市銀行。

圖 11. 徽商銀行不良貸款率變化



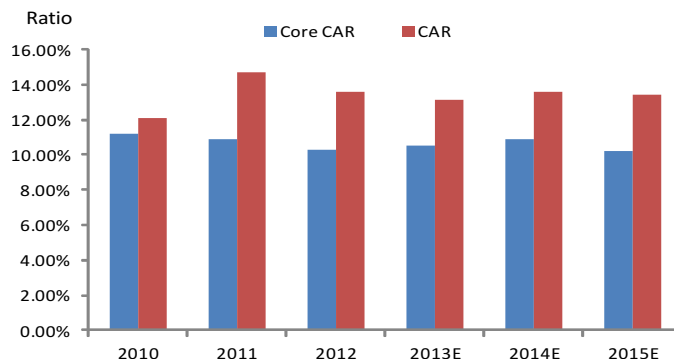
Source: PSR, Company report

## 資本壓力有所減緩

由於徽商銀行成功上市，募集所得資金將大部分用於提高資本金水準，因此未來 2 年內銀行的資本壓力有所減緩。截止

2013 年 9 月末，按照今年年初開始施行的新方法計算，集團的資本充足率及核心一級資本充足率分別為 12.22% 及 9.55%，分別較今年上半年末增長了 0.31 及 0.32 個百分點。我們預計 2013 年全年重慶銀行的資本充足率將繼續提高。

圖 12. 徽商銀行核心資本充足率及資本充足率（舊辦法）



Source: PSR, Company report

## 估值

根據銀行的歷史資料看，徽商銀行的股利分紅比例大致維持在 20%-25% 左右的水準，截止 2012 年末，每股股息約為人民幣 0.1 元。我們預期長期看將保持在 20% 左右的派息率，根據 3 階段股利折現模型計算，徽商銀行的合理價格約在 4 每股 4.02 港元。但如果我們以市淨率 (P/B) 方法計算，假設以 1 倍 P/B 計算，未來 12 個月銀行的合理價值約為每股 4.36 港元。結合兩種方法取平均值，我們給予徽商銀行 12 個月目標價至 4.19 港元，較最新收盤價高出約 18.4%，相當於 2014 年每股收益的 6.4 倍及每股淨資產的 0.9 倍，估值吸引。首予徽商銀行“增持”評級。

表 2. 徽商銀行 3 階段股利折現模型估值

高增長時期	2013-2017年
增長率	20%
穩定增長時期	2018-2027年
增長率	10%
恒定增長時期	2027年以後
增長率	5%
股本回報率	14.00%
派息率	20.00%
股本成本	13.00%
2013-2027年股利現值 (人民幣元)	1.78
2027年期終現值 (人民幣元)	1.37
股票理論價值 (人民幣元)	3.15
折算後價值 (港元)	4.02
目標價 (港元)	4.02
2014 P/E (倍)	6.2
2014 P/B (倍)	0.9

Source: PSR, Company report

## 風險

資產品質惡化，不良貸款餘額及比率大幅上升；利潤收入增速低於預期；短期內股價受市場環境影響明顯下降。

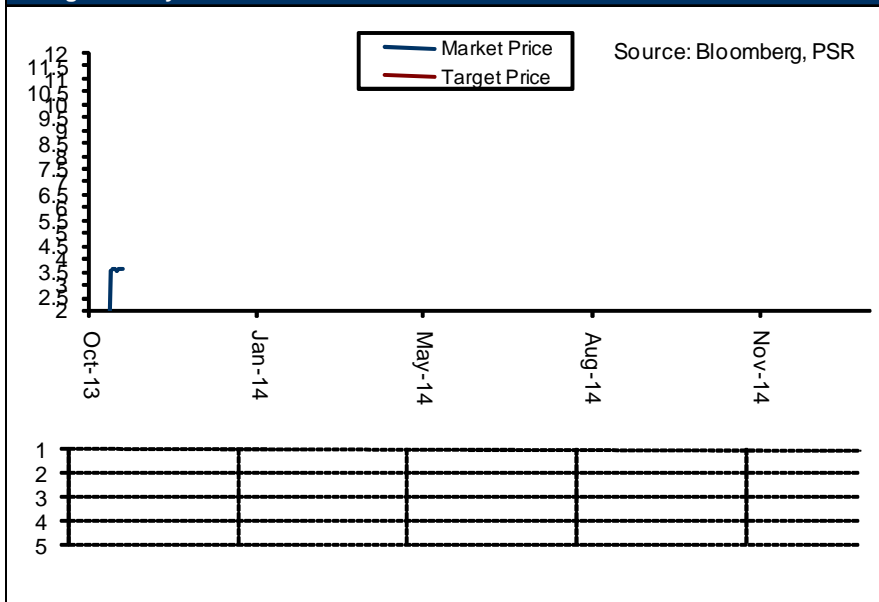
## Financial Status

FYE	FY11	FY12	FY13F	FY14F	FY15F
<b>Valuation Ratios</b>					
P/E (X)	6.5	5.3	5.5	5.4	5.0
P/B (X)	1.3	1.1	1.0	0.1	0.1
Dividend Payout ratio	23.28%	19.14%	19.85%	19.88%	20.07%
Dividend Yield	3.59%	3.64%	3.60%	3.65%	4.01%
<b>Per share data (RMB)</b>					
EPS, reported	0.43	0.53	0.50	0.51	0.55
EPS, adj.	0.43	0.53	0.50	0.51	0.55
DPS	0.10	0.10	0.10	0.10	0.11
BVPS	2.09	2.51	2.79	3.52	4.22
<b>Growth</b>					
Net interest income	17.8%	20.9%	14.8%	11.4%	7.7%
Net fee and commission income(exp.)	64.5%	-4.1%	55.5%	59.1%	49.1%
Operating profit	31.0%	23.5%	16.2%	12.1%	8.6%
Net Income, adj.	29.3%	23.3%	16.7%	11.9%	8.9%
<b>Key Ratios</b>					
Net interest spread	3.00%	2.88%	2.39%	2.35%	2.30%
Net interest margin	2.59%	3.03%	2.55%	2.45%	2.40%
Loan to deposit ratio	71.94%	68.38%	69.67%	70.99%	71.64%
Cost-to-income ratio	30.19%	33.90%	25.03%	23.83%	23.67%
Return on average assets	1.19%	1.48%	1.30%	1.12%	1.01%
Return on average equity	20.52%	22.93%	19.60%	16.13%	14.32%
Non-performing loan ratio	0.86%	0.58%	0.70%	0.83%	0.95%
Provision coverage of impaired loans	256.37%	406.11%	354.19%	310.76%	268.93%
Core CAR	2.20%	10.30%	10.50%	10.90%	10.24%
CAR	9.27%	13.54%	13.10%	13.55%	13.46%
Total equity/total assets	12.44%	6.32%	6.87%	7.02%	7.13%
<b>Income Statement (RMB mn)</b>					
Net interest income	7,089	8,569	9,833	10,957	11,798
Net fee and commission income	413	396	616	980	1,461
<b>Operating income</b>	<b>7,651</b>	<b>9,235</b>	<b>10,618</b>	<b>12,164</b>	<b>13,577</b>
Operating expenses	(2,500)	(3,132)	(3,188)	(3,507)	(3,893)
Operating profit before impairment losses	5,151	6,103	7,430	8,657	9,684
Impairment losses	(579)	(458)	(869)	(1,304)	(1,695)
<b>Operating profit</b>	<b>4,572</b>	<b>5,645</b>	<b>6,561</b>	<b>7,353</b>	<b>7,989</b>
Investments in associates	32	35	50	60	70
Profit before tax	4,604	5,680	6,611	7,413	8,059
Income tax	(1,111)	(1,374)	(1,586)	(1,792)	(1,935)
Effective income tax rate	24.13%	24.19%	23.98%	24.17%	24.01%
Profit for the year	3,493	4,306	5,026	5,622	6,124
Minority interest	0	0	0	0	0
<b>Net profit attributable to equity holders of the Bank</b>	<b>3,493</b>	<b>4,306</b>	<b>5,026</b>	<b>5,622</b>	<b>6,124</b>
Declared and paid Dividends	813	824	998	1,117	1,229
<b>Balance Sheet (RMB mn)</b>					
Cash and balances with central bank	55,829	57,649	61,440	67,583	75,693
Deposits with banks and other financial institutions	7,076	3,834	4,500	5,400	6,751
Financial assets designated at fair value through profit or loss	5,036	3,599	3,741	3,966	4,362
Loans to customers, net	133,923	159,941	182,443	206,161	226,777
Investment securities	42,777	53,458	71,879	86,173	102,097
<b>Total assets</b>	<b>256,982</b>	<b>324,224</b>	<b>448,969</b>	<b>554,626</b>	<b>655,558</b>
Deposits and loans from banks and other financial institutions	12,858	6,863	23,695	40,281	61,227
Deposits from customers	203,580	239,543	268,526	298,064	324,889
<b>Total liabilities</b>	<b>239,898</b>	<b>303,743</b>	<b>418,109</b>	<b>515,672</b>	<b>608,809</b>
Equity attributable to equity holders	17,084	20,481	30,801	38,884	46,669
Total equity and liabilities	256,982	324,224	448,969	554,626	655,558

Source: PSR

Source: Company, PSR

**Ratings History**



**PSR Rating System**

Total Returns	Recommendation	Rating
> +20%	Buy	1
+5% to +20%	Accumulate	2
-5% to +5%	Neutral	3
-5% to -20%	Reduce	4
<-20%	Sell	5

**Remarks**

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

## PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm$ 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

## PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

### GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

### Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

### Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2013 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

**Contact Information (Regional Member Companies)**

---

**SINGAPORE**

**Phillip Securities Pte Ltd**  
Raffles City Tower  
250, North Bridge Road #06-00  
Singapore 179101  
Tel : (65) 6533 6001  
Fax : (65) 6535 6631  
Website: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**HONG KONG**

**Phillip Securities (HK) Ltd**  
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong  
11/F United Centre 95 Queensway  
Hong Kong  
Tel (852) 22776600  
Fax (852) 28685307  
Websites: [www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**INDONESIA**

**PT Phillip Securities Indonesia**  
ANZ Tower Level 23B,  
Jl Jend Sudirman Kav 33A  
Jakarta 10220 – Indonesia  
Tel (62-21) 57900800  
Fax (62-21) 57900809  
Website: [www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**THAILAND**

**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**  
15th Floor, Vorawat Building,  
849 Silom Road, Silom, Bangrak,  
Bangkok 10500 Thailand  
Tel (66-2) 6351700 / 22680999  
Fax (66-2) 22680921  
Website [www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**UNITED KINGDOM**

**King & Shaxson Capital Limited**  
6th Floor, Candlewick House,  
120 Cannon Street,  
London, EC4N 6AS  
Tel (44-20) 7426 5950  
Fax (44-20) 7626 1757  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**AUSTRALIA**

**PhillipCapital Australia**  
Level 12, 15 William Street,  
Melbourne, Victoria 3000, Australia  
Tel (613) 96188238  
Fax (613) 92002272  
Website: [www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**MALAYSIA**

**Phillip Capital Management Sdn Bhd**  
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,  
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450  
Kuala Lumpur  
Tel (603) 21628841  
Fax (603) 21665099  
Website: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**JAPAN**

**PhillipCapital Japan K.K.**  
Nagata-cho Bldg.,  
8F, 2-4-3 Nagata-cho,  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014  
Tel (81-3) 35953631  
Fax (81-3) 35953630  
Website: [www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**CHINA**

**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**  
No 436 Hengfeng Road,  
Greentech Unit 604,  
Postal code 200070  
Tel (86-21) 51699400  
Fax (86-21) 63532643  
Website: [www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**FRANCE**

**King & Shaxson Capital Limited**  
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008  
Paris France  
Tel (33-1) 45633100  
Fax (33-1) 45636017  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**UNITED STATES**

**Phillip Futures Inc**  
141 W Jackson Blvd Ste 3050  
The Chicago Board of Trade Building  
Chicago, IL 60604 USA  
Tel +1.312.356.9000  
Fax +1.312.356.9005