

2010年8月15日

# 厦门钨业

## 钨钼、稀土交相辉映

**A**
**买入**

600549.SS - 人民币 48.63

目标价格: 人民币 60.00 (↑55.00)

**乐宇坤\***

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

厦门钨业公告 2011 年上半年净利润大幅增长 135.5% 至 4.58 亿元 (折合每股盈利 0.672 元)。公司主要钨钼产品 (钨粉、APT) 及稀土冶炼产品价格大幅上扬, 而成本同期相对滞后是公司盈利显著提升的主要原因, 公司有色金属产业毛利也同创历史最高水平。我们认为作为我国占有资源优势的钨 (用于高端制造业) 和稀土 (用于新能源、节能环保) 将会长期受益于新兴产业政策红利, 供需前景较为乐观, 产业景气度将持续提升。就 2011 年下半年而言, 我们认为稀土业务盈利可能会受到价格回落影响, 但房地产业务则会成为公司盈利重要来源。出于对公司有色金属产业景气度的乐观判断, 以及公司战略发展的认可, 我们上调公司 11-12 年盈利预测, 同时将公司目标价上调至 60.00 元, 并重申对公司的买入评级。

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	2	18	17	118
相对新华富时A50指数(%)	10	25	26	124

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	681.98
流通股(%)	66.4
流通股市值(人民币 百万)	22,021.4
3个月日均交易额(人民币 百万)	356
净负债比率(%) (2011E)	18.4
主要股东(%)	
福建冶金控股有限公司	33.60

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李文宾为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

### 支撑评级的要点

- 新兴产业政策红利和政府收紧供给促使钨和稀土供需持续向好。
- 深入九江修水做大做强硬质合金深加工产业。
- 极有可能成为福建稀土整合平台。

### 评级面临的主要风险

- 经济复苏放缓拖累钨和稀土下游需求。
- 稀土和钨业整合进度低于预期。

### 估值

- 我们上调公司 11 年-13 年每股盈利预测, 同时上调公司目标价近 10% 至 60.00 元, 并重申**买入**评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	6,338	5,538	10,949	13,435	14,790
变动(%)		(13)	98	23	10
净利润(人民币百万)	213	350	1,037	1,208	1,341
全面摊薄每股收益(人民币)	0.312	0.513	1.520	1.771	1.967
变动(%)		64.4	196.3	16.5	11.1
先前预测每股收益(人民币)	0.312	0.513	1.024	1.300	1.671
调整幅度(%)	-	-	48.4	36.2	17.7
核心每股收益(人民币)	0.312	0.513	1.520	1.771	1.967
变动(%)		64.4	196.3	16.5	11.1
全面摊薄市盈率(倍)	155.8	94.8	32.0	27.5	24.7
核心市盈率(倍)	155.8	94.8	32.0	27.5	24.7
每股现金流量(人民币)	2.96	0.98	0.67	0.77	5.24
价格/每股现金流量(倍)	16.4	49.4	72.1	63.1	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	39.6	39.0	17.0	15.1	13.1
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.532	0.620	0.688
股息率(%)	0.3	0.4	1.1	1.3	1.4

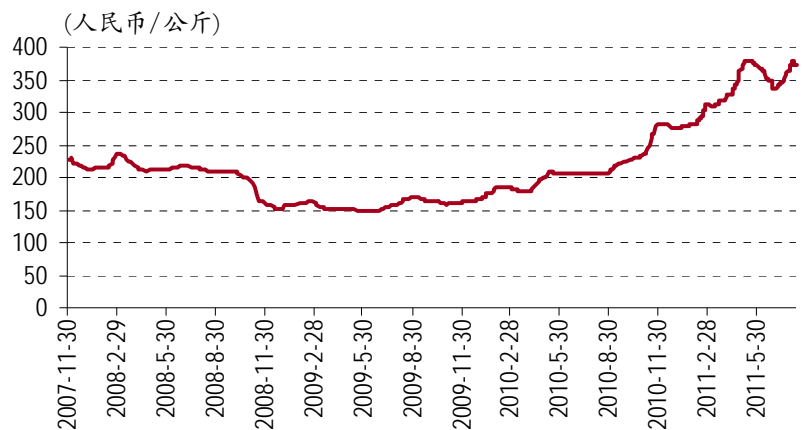
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 钨钼稀土景气度提升，上半年盈利高于预期

2011年公司半年报公告：在主要钨粉、稀土冶炼产品价格大幅上扬促动下，公司营收同比增长约69.6%至约41.55亿元，每股收益同比增长135.5%至0.672元/股，好于市场和我们的预期。

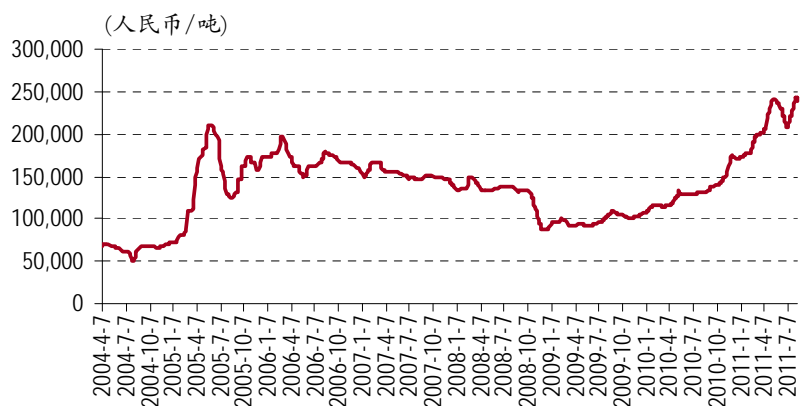
2010年1-6月，公司主要钨钼产品（钨粉末、APT等）和稀土冶炼产品销售价格同比大幅上扬促使公司营收大幅攀升；而同时我们注意到公司销售成本同比增幅（54.4%）低于营收增速（69.6%）约15.2%，这主要是由于钨粉和稀土冶炼产品成本上升滞后，而产生的低价库存效应，所以公司盈利同比大幅增加，各项产品毛利均创历史最好水平。

图表 2. 碳化钨粉价格走势



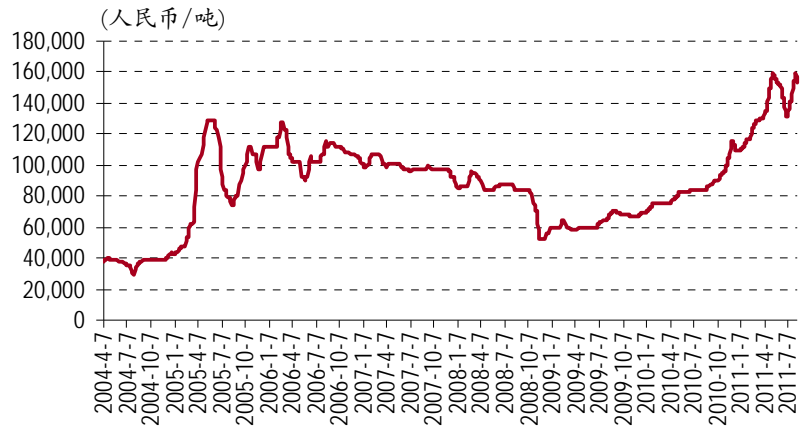
资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 3. APT 88.5% 人民币/吨



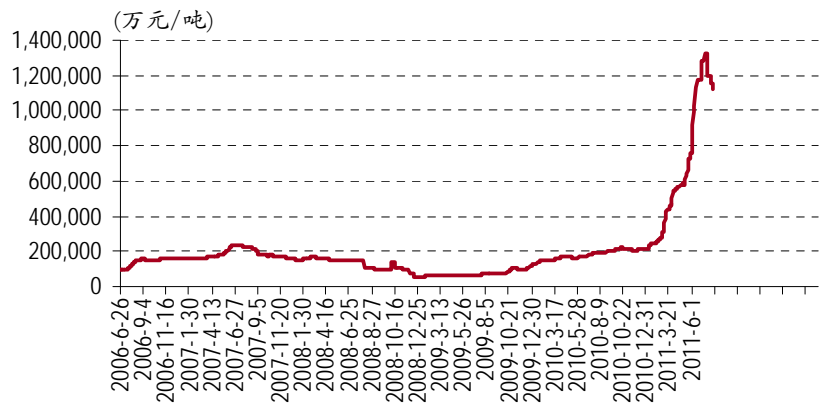
资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 4. 钨精矿 65% 元/吨



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 5. 氧化镨钕



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

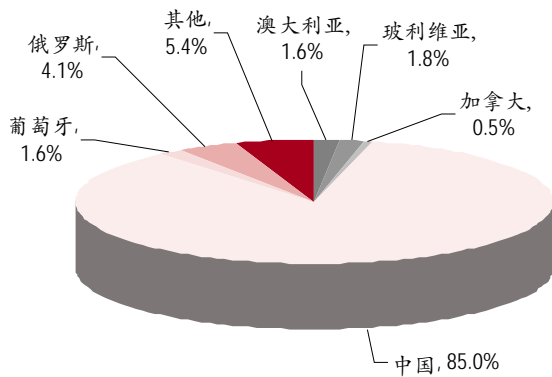
图表 6. 公司主要产品毛利率

(%)	2011 中报	2010 年报	2010 中报	2009 年报	2009 中报	2008 年报	2008 中报	2007 年报	2007 中报	2006 年报	2006 中报
钨钼等有色金属制品	28.79	25.18	25.37	21.91	19.01	15.9	16.38	14.14	14.44	16.85	17.69
新能源材料	26.96	10.83	10.73	5.01	1.7	8.27	9.23	4.47	6.23	7.47	8.18
房地产销售及物业管理	40.74	19.47	20.62	35.01	4.73	42.29	32.61	38.53	9.97	32.96	35.7

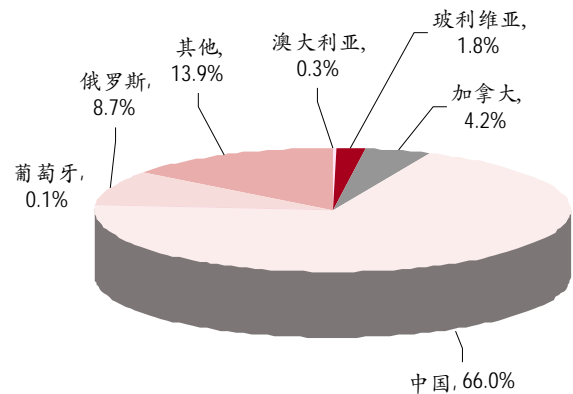
资料来源：公司公告，中银国际研究

### 钨业整合预期强烈，景气度不断抬升

据 USGS 统计，和稀土类似，我国钨精矿产量全球占比长期高于储量占比。2010 年我国以占全球 66% 的钨储量供应了全球 85% 的钨精矿。

**图表 7. 2010 年全球钨精矿产量占比**


资料来源: USGS, 中银国际研究

**图表 8. 2010 年全球钨矿储量 (含钨量) 占比**


资料来源: USGS, 中银国际研究

特别是近几年即使在国家持续颁布文件意图收紧供给的背景下, 我国的钨精矿供给在利润驱动下仍处于失控的状态。例如较为明显的是 2009 年虽然我国政府发文限制我国钨矿开采指标仅为 68,555 吨, 但据《钨工业年鉴》数据, 当年实际超标开采 44.59% 至 99,122 吨。

与原矿等初级产品供给过剩相对应的是, 我国钨深加工领域生产技术十分落后。在硬质合金 (包括紧密硬质合金、高比重合金、异型硬质合金)、超细钨粉、碳化钨粉以及纳米钨粉等领域与国际先进水平差距明显, 因而无法化资源优势为产业优势。

针对这一顽疾, 我国主要从持续控制钨矿开采 (设置钨矿开采总量指标), 以及逐年减少初中级钨产品出口配额等方面控制供给。2011 年我国钨精矿开采总量增速大幅回落至 8.7%, 而初中级钨产品出口配额增速更萎缩至 2.2%。

**图表 9. 我国钨精矿开采总量和初中级钨产品出口配额**

(吨)	2007	2008	2009	2010	2011
钨精矿 (折合 65% 氧化物)	59,270	66,850	68,555	80,000	87,000
增速 (%)		12.8	2.6	16.7	8.7
初中级钨产品	15,400	18,828	18,526	19,489	19,925*
增速 (%)		22.3	(1.6)	5.2	2.2

资料来源: 中银国际研究;

我们相信“十二五”期间，国内钨的需求将在高端制造业、新材料等战略新兴产业提振下有望继续保持高速增长。随着我国政府严厉打击非法开采和持续控制供给，可以预见未来全国乃至全球钨供需有望持续看好，钨业将昂首迈入“新时代”。

图表 10. APT 价格假设

(万元/吨)	2010	2011E	2012E	2013E
APT 预测	13.40	20.10	22.11	23.22
同比增长率(%)		50	10	5

资料来源：中银国际研究

### 大刀阔斧渗入江西，做大做强深加工业务

2011年5月初，公司与五矿有色（公司第二大股东，控有20.58%的股权）、厦门三虹以及江西九江市修水县政府签订《硬质合金项目合作协议》。

公司将与五矿有色拟投资20亿元于九江修水县建设年产6,000吨钨粉和4,000吨硬质合金项目（公司控有合资公司70%的股份）。其中一期3,000吨钨粉和2,000吨硬质合金计划于2013年建成投产。而二期工程则将在公司、五矿有色和厦门三虹在九江地区的钨矿山生产量能满足第一期生产需要的条件下，方会启动。

协议主要内容之二：公司将与厦门三虹投资20亿以上进行钨矿资源勘探和开发的项目规划。厦门三虹参股管理的江西巨通实业有限公司将投资7亿元进行大湖塘钨矿南北两个矿区的开采；同时厦门三虹控股的江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司投资4亿元，进行矿山建设。而九江市政府则全力支持厦门钨业和厦门三虹在九江市所辖区县矿权与矿权之间的空白区依法取得探矿权和探矿工作。据我们了解，厦门三虹将是矿山的开发的主体，而公司则规划从厦门三虹出购买精矿资源。

2011年8月12日，作为对5月初《硬质合金项目合作协议》的具体实施行动，公司与五矿有色共同投资4亿元（公司投入2.8亿元，控股70%）建立九江金鹭，正式开启钨业深加工一期3,000吨钨粉和2,000吨硬质合金项目。

江西钨矿资源十分丰富，现拥有占我国总储量 21%的钨精矿，而九江已探明的钨矿储量则位居全省第三。公司此次合作对象之一的五矿有色在九江修水控有香炉山钨矿，其探明储量高达 21.6 万吨，目前年产钨精矿 5,500 吨，属于超大型钨矿基地。

我们认为此次公司深入钨资源大省江西，于资源集中地拓展硬质合金业务，彰显公司同时向上下游拓展的战略宏图。

### 上调盈利预测和目标价

目前公司主要原材料钨精矿涨势不减，虽然公司拥有豫鹭和宁化行洛两大优质精矿来源，但公司自给率基本徘徊在 25%-30%左右。

下半年如原料价格继续高涨则公司低库存优势有所削弱，同时若经济复苏放缓而导致深加工产品需求减缓，则公司稀土等深加工产品价格面临一定回落的压力。因而出于谨慎考虑，我们预计下半年公司钨钼和稀土冶炼产品盈利环比可能出现小幅回落。

如考虑到公司于 2010 年年报中提出的 2011 年收入增长目标预测，公司 2011 年全年房地产业务应占总营收较大比例（上半年房地产业务仅贡献 2.80 余亿元营收）。我们相信随着下半年公司海峡国际社区二期高层项目进入集中销售期，公司房地产业务有望成为公司盈利主要增长点。

基于这几判断，因此我们推断公司全年业绩仍将出现较高的增长。我们上调公司 2011 年-2012 年每股盈利至 1.52 元（上调 48.4%）和 1.77 元（上调 36.2%）。

考虑到钨业景气度抬升，公司也有望成为福建稀土主要整合平台，且公司未来盈利增长空间喜人，因此我们相信公司依然可以获得较好的估值溢价。我们以 34 倍的 2012 年市盈率给公司估值，相应上调公司目标价近 10%至 60.00 元。我们重申对公司的**买入**评级。

图表 11. 11 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变化(%)
<b>销售收入</b>	2,449.3	4,154.8	69.6
销售成本	1,904.5	2,939.9	54.4
营业税	34.7	76.2	119.5
<b>毛利润</b>	510	1,139	123.2
其他营业收入	2.9	8.3	188.1
分销费用	41.9	55.4	32.1
管理费用	104.8	197.5	88.5
资产减值损失	-15.7	87.2	n.a.
<b>经营利润</b>	381.9	806.8	111.2
财务费用	35.58	54.17	52.2
投资收入	2.87	0.00	n.a.
其它非经营性收入	8.39	14.47	72.5
<b>税前利润</b>	357.6	767.1	114.5
税金	72.6	178.4	145.7
少数股东权益	90.5	130.7	44.4
<b>净利润</b>	194.5	458.0	135.5
全面摊薄每股收益(元)	0.285	0.672	135.5
<b>盈利能力 (%)</b>			
毛利率	20.8	27.4	
经营利润率	15.6	19.4	
净利率	7.9	11.0	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	6,338	5,538	10,949	13,435	14,790
销售成本	(4,532)	(4,341)	(8,002)	(9,934)	(10,966)
经营费用	(930)	(291)	(825)	(1,027)	(1,137)
息税折旧前利润	876	907	2,122	2,473	2,686
折旧及摊销	(124)	(202)	(180)	(204)	(235)
经营利润(息税前利润)	752	705	1,942	2,269	2,451
净利息收入(费用)	(67)	(77)	(85)	(142)	(121)
其他收益/(损失)	40	25	26	30	27
税前利润	724	652	1,884	2,157	2,357
所得税	(259)	(137)	(471)	(539)	(589)
少数股东权益	(253)	(166)	(376)	(410)	(427)
净利润	213	350	1,037	1,208	1,341
核心净利润	213	350	1,037	1,208	1,341
每股收益(人民币)	0.312	0.513	1.520	1.771	1.967
核心每股收益(人民币)	0.312	0.513	1.520	1.771	1.967
每股股息(人民币)	0.150	0.200	0.532	0.620	0.688
收入增长(%)	n.a.	(13)	98	23	10
息税前利润增长(%)	n.a.	(6)	175	17	8
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	4	134	17	9
每股收益增长(%)	n.a.	64	196	17	11
核心每股收益增长(%)	n.a.	64	196	17	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	724	652	1,884	2,157	2,357
折旧与摊销	124	202	180	204	235
净利息费用	65	77	85	142	121
运营资本变动	(1,215)	(987)	(2,018)	(2,845)	(4,041)
税金	(259)	(137)	(471)	(539)	(589)
其他经营现金流	2,579	864	801	1,406	5,492
经营活动产生的现金流	2,019	671	460	526	3,575
购买固定资产净值	(330)	(517)	(578)	(865)	(503)
投资减少/增加	(164)	127	0	0	0
其他投资现金流	0	2	2	3	2
投资活动产生的现金流	(493)	(388)	(575)	(862)	(501)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,018)	(2)	1,426	1,474	(2,142)
支付股息	(102)	136	(363)	(423)	(469)
其他融资现金流	477	(826)	177	(23)	(56)
融资活动产生的现金流	(643)	(692)	1,241	1,028	(2,668)
现金变动	883	(409)	1,125	691	405
期初现金	240	1,122	736	1,861	2,553
公司自由现金流	1,526	286	(115)	(336)	3,074
权益自由现金流	441	207	1,292	1,120	916

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,122	736	1,861	2,553	2,958
应收帐款	560	981	1,752	2,150	2,218
库存	4,648	5,839	9,602	13,908	15,353
其他流动资产	1,029	1,121	2,039	2,407	2,714
流动资产总计	7,360	8,677	15,255	21,016	23,244
固定资产	2,018	2,322	2,523	2,932	3,333
无形资产	241	245	234	222	211
其他长期资产	1,086	728	935	1,198	1,077
长期资产总计	3,346	3,295	3,692	4,353	4,621
总资产	10,706	11,972	18,947	25,369	27,864
应付帐款	909	953	1,760	2,185	2,413
短期债务	499	1,339	2,650	3,951	1,708
其他流动负债	4,737	5,397	8,825	12,035	15,082
流动负债总计	6,145	7,690	13,236	18,172	19,203
长期借款	394	42	158	331	431
其他长期负债	149	138	400	519	584
股本	682	682	682	682	682
储备	1,629	1,875	2,549	3,334	4,206
股东权益	2,311	2,557	3,231	4,016	4,888
少数股东权益	1,707	1,546	1,922	2,332	2,758
总负债及权益	10,706	11,972	18,947	25,369	27,864
每股帐面价值(人民币)	3.39	3.75	4.74	5.89	7.17
每股有形资产(人民币)	3.03	3.39	4.39	5.56	6.86
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.34)	0.95	1.39	2.54	(1.20)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	13.8	16.4	19.4	18.4	18.2
息税前利润率	11.9	12.7	17.7	16.9	16.6
税前利润率	11.4	11.8	17.2	16.1	15.9
净利率	3.4	6.3	9.5	9.0	9.1
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	11.2	9.1	22.9	16.0	20.3
净权益负债率(%)	净现	15.7	18.4	27.2	净现
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	155.8	94.8	32.0	27.5	24.7
核心业务市盈率	155.8	94.8	32.0	27.5	24.7
目标价对应核心业务市盈率	192.3	117.0	39.5	33.9	30.5
市净率	14.4	13.0	10.3	8.3	6.8
价格/现金流	16.4	49.4	72.1	63.1	9.3
企业价值/息税折旧前利润	39.6	39.0	17.0	15.1	13.1
周转率					
存货周转天数	374.3	440.9	352.2	431.9	486.9
应收帐款周转天数	32.3	64.7	45.6	53.0	53.9
应付帐款周转天数	52.4	62.8	45.2	53.6	56.7
回报率(%)					
股息支付率	48.1	39.0	35.0	35.0	35.0
净资产收益率	9.2	13.7	35.8	33.3	30.1
资产收益率	4.5	4.7	9.4	7.7	6.9
已运用资本收益率	15.3	12.9	29.0	24.5	24.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371