

2011年8月26日

# 银座股份

## 快速扩张带来的经营压力短期难以缓解

**A**
**持有**

600858.SS - 人民币 23.13

目标价格: 人民币 21.00

**刘都**

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

### 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(%)	(9)	9	13	(11)
相对新华富时A50指数(%)	(3)	11	17	(7)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	289
流通股(%)	91
流通股市值(人民币 百万)	6,082
3个月日均交易额(人民币 百万)	34
净负债比率(%) (2011E)	93
主要股东(%)	
山东省商业集团总公司	19

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

上半年公司共实现营业收入 53.6 亿元, 同比增长 24.19%; 息税前利润 2.06 亿元, 同比增长 14.4%。归属于母公司所有者的净利润 7,696.万元, 同比下降 11.87%。折合每股收益 0.266 元。

### 支撑评级的要点

- 快速扩张带来的经营压力短期难以缓解。
- 我们对公司长期增长和资产注入增厚每股盈利保持乐观和期待, 但我们认为公司的业绩承压的时间将比市场预期周期要长。

### 评级面临的主要风险

- 公司零售业务整体上市启动可预见性不够。
- 地产业务结算预测性较差。
- 公司信息披露过于粗糙影响预测。

### 估值

- 至少在可预见的时期, 鲁商集团更为看重的是销售收入以及门店规模, 而对于利润层面, 可能需要结合鲁商集团对零售业务的整体上市综合加以考虑, 毕竟上市公司低利润符合集团在资产注入实现整体上市时不摊薄控股股东股权的要求。
- 在不考虑房地产业务结算的前提下, 我们提高了对公司 2011-2013 年零售业务每股收益预测至 0.577、0.756 和 1.055 元, 可以看到公司真正的业绩明显释放要到 2013 年才会体现出来。基于我们对公司未来 2 年仍然保持高速扩张持保留态度, 以及估值水平过高, 我们维持目标价和**持有**的评级。

### 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)	6,317	8,734	11,952	14,239	16,663
变动(%)	52	38	37	19	17
净利润(人民币 百万)	183	111	167	218	305
全面摊薄每股收益(人民币)	0.783	0.383	0.577	0.756	1.055
变动(%)	46.9	(51.1)	50.9	30.9	39.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.673	0.936	1.173
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.442	0.535	0.708
调整幅度(%)	-	-	30.8	47.4	48.9
核心每股收益(人民币)	0.783	0.383	0.577	0.756	1.055
变动(%)	46.9	(51.1)	50.9	30.9	39.5
全面摊薄市盈率(倍)	29.5	60.5	40.1	30.6	21.9
核心市盈率(倍)	29.5	60.5	40.1	30.6	21.9
每股现金流量(人民币)	0.46	(0.04)	1.49	1.85	2.24
价格/每股现金流量(倍)	50.7	(539.1)	15.5	12.5	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	18.6	14.1	12.0	9.0
每股股息(人民币)	0.063	0.045	0.068	0.089	0.124
股息率(%)	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 上半年业绩差强人意

2011 年上半年公司共实现营业收入 53.6 亿元，同比增长 24.19%；息税前利润 2.06 亿元，同比增长 14.4%。实现归属于母公司所有者的净利润 7,696 万元，比上年同期降低 11.87%。折合每股收益 0.266 元。

利润同比降低的主要原因是：新开门店尚处于市场培育期，同时贷款利息、人工成本等费用增加，导致本期净利润较同期减少。

我们根据公司披露的折旧摊销计算出其息税折旧前利润，2011 年上半年较 2010 年上半年增长 18%，为 3.58 亿元，息税折旧前利润率为 6.7%，仍然较去年同期有所下降。我们仔细分析了公司费用结构发现，职工薪酬和租金费用均出现大幅上升。我们认为，按照公司披露的职工人数，银座的人员薪酬 09 年人均薪酬 12.14 万元，2010 年达到 17.55 万元，而今年上半年同比继续增长 33%，这是令人匪夷所思的。公司年报和半年报中注释为注：（1）在职员工总数不包括下属门店自己招聘员工；（2）员工的结构情况数据不包括内退及待岗人员。我们无从知晓公司实际员工人数，如果按照正常的行业平均水平来看，公司实际员工人数至少是目前披露人数的 5 倍以上。银座本身下属门店基层员工薪酬较低，所以我们能够理解公司承受较大的员工薪酬上涨的压力。我们判断至少从 2011 年全年来看，职工薪酬的压力不会降低。

图表 2. 2011 年上半年公司主要费用结构

合并	2010 年 上半年	2011 年 上半年	同比增 长(%)	合并费 率(%)	2009	2010	2010 年 上半年	2011 年 上半年
职工薪酬	148	197	33.01	职工薪酬	3.39	4.22	3.58	3.81
折旧摊销费	123	152	23.30	折旧摊销费	0.00	1.68	2.56	2.44
租赁费	67	86	27.89	租赁费	2.17	1.97	1.62	1.66
广告宣传费	16	20	25.27	广告宣传费	0.53	0.64	0.39	0.39
装修改造	7	17	146.99	装修改造	0.12	0.12	0.16	0.32

资料来源：公司数据

## 持续资本性支出造成资金饥渴

而从主要项目进程上，我们预计：商业建筑面积约 10 万平米的济南振兴街项目将于 2011 年下半年开业，建筑面积约 3.28 万平米的威海宏图项目预计将于 2011 年底或 2012 年初开业；青岛乾豪项目、李沧项目以及聊城项目预计将于 2012 年和 2013 年陆续开业。随着今年下半年大体量项目的陆续转固，我们预计折旧费用将开始大幅增加。折旧摊销费用率也随之上升。

图表 3. 2011 年上半年公司在建工程项目数据

工程名称	预算数 (百万元)	工程投入占预 算比例(%)	工程进度 (%)	利息资本化累计 金额 (百万元)	其中：本期利息资本 化金额 (百万元)	本期利息 资本化率(%)
聊城项目	200	11.89	11.89			
威海宏图项目	256	48.74	76	2.0	2.0	6.44
佳悦(金奎)大厦	98	75.93	95	3.1	3.1	5.85
振兴街购物中心	550	59.06	85	33.4	10.3	5.76
德州银座项目	50	91.57	91.57	4.1	1.7	5.76
青岛乾豪项目	386	16.13	16.13	5.4		
青岛银座(李沧)	774	1.04	1.04			
德州乐陵银座项目	85	19.97	19.97			
<b>合计</b>	<b>2,399</b>			<b>48.13</b>	<b>17.21</b>	

资料来源：公司数据

虽然我们认为振兴街项目可能的地产收益有望在 2012 年逐步确认，并借此减轻资金压力，但是我们也同样看到公司持续快速的扩张带来的资金链紧绷在明后年并不能得到有效缓解。

但由于银座股份目前百货业务正处于大规模扩张时期，仅已公告的自建项目已需约 24 亿元的资本性支出。并且房地产项目销售要到 2012 年才能开始，因此在销售收入带来的现金流入抵消建设开发的现金流出之前，2010 年的房地产业务净现金流为负。可以看到，公司百货业务的资本性支出和房地产项目的资金需求均呈现明显的前高后低的趋势，在双重压力之下，我们预测 2011-2012 年公司的净负债水平将保持在 30 亿元左右。高负债将造成财务费用持续高企。考虑到济南振兴街、青岛乾豪和德州宁德项目均为专项借款，我们预计借款利息资本化金额为每年 2,600 万元左右，房地产项目的贷款利息 50% 进行资本化，公司的财务费用仍将于 2011 年达到 1.9 亿元，2012 年达到 1.8 亿元，2013 年后随着资本性支出减缓、地产收益的确认，资金压力方能够得到有效的缓解。

200-2010 连续三年是银座零售业发展速度较快、开店数量较多的年份，2008 年开设了 9 家新店，2009 年开设 9 家新店、扩建 1 家老店，并成功跨省收购了河北石家庄东方购物广场，2010 年开设 9 家新店，并将大股东淄博地区 6 家门店纳入公司。2010 年底上市公司旗下拥有的零售门店已有 46 家，分布在全省各地并延伸至河北石家庄，在省外的河北、陕西储备 3 个项目。

2011 年年初至今，公司先后新设了 5 家新门店，所属门店总数达到 51 家，托管门店 1 家。我们预计公司下半年将新增 7 家门店，且大体量门店较多。同时我们预计 2012 年公司仍然将保持新开 10 家左右速度。

从 2007 年河北邢台店开业，鲁商银座就开始向全国市场进军，以求省外市场大突破；并以 2009 年收购的石家庄东方购物广场作为桥头堡，积极抓好黄河流域周边河南、河北市场的战略扩张，同时加快在京、津、沪等国际大都市的选址展店步伐，打造银座华北经营网络。我们预计在明后年公司可能将走出山东步伐，除张家口店外还可能在河北继续开设新店。

同时根据鲁商集团未来 5 年规划，全国将有 15-20 家和谐购物广场开业运营。在鲁商集团的规划中，将会以和谐购物广场作为载体，捆绑聚合地产、百货、超市、家居、电器、酒店、餐饮、娱乐等优质业态资源，进而布局全国市场。银座股份有可能在其中扮演重要角色。

### 提高盈利预测，维持持有评级

虽然我们在对公司的长期增长和资产注入增厚每股盈利保持乐观和期待，但是我们一直认为公司的业绩承压的时间将比市场预期周期要长。至少在可预见的时期，鲁商集团更为看重的是销售收入以及门店规模，而对于利润层面，可能需要结合鲁商集团对零售业务的整体上市综合加以考虑，毕竟上市公司低利润符合集团在资产注入实现整体上市时不摊薄控股股东股权的要求。

我们在不考虑房地产业务结算的前提下，我们提高了对公司 2011-2013 年零售业务每股收益预测至 0.577、0.756 和 1.055 元，可以看到公司真正的业绩明显释放要到 2013 年才会体现出来。基于我们对公司未来 2 年仍然保持高速扩张持保留态度，以及估值水平过高，我们维持目标价和**持有**的评级。

**图表 4. 2011 年上半年公司业绩摘要**

(人民币, 百万)	2010 年 上半年	2010 年 下半年	2011 年 上半年	同比变动 (%)	环比变动 (%)
主营业务收入	4,150	4,317	5,178	24.8	19.9
营业税金及附加	(28)	(33)	(38)	37.5	16.4
净销售收入	4,122	4,284	5,140	24.7	20.0
净其他收入	166	159	180	8.5	13.3
销售成本	(3,546)	(3,647)	(4,423)	24.7	21.3
管理费用	(157)	(84)	(190)	20.6	126.4
销售费用	(405)	(565)	(502)	23.9	(11.2)
营业利润	180	148	206	14.4	39.1
非经常项目	4	(4)	(2)	(154.4)	(36.5)
应占联营公司业绩	0	0	0	NA	NA
净财务费用	(60)	(82)	(90)	49.0	10.1
税前利润	123	62	113	(8.2)	81.4
税金	(34)	(30)	(36)	7.9	21.2
税后利润	90	32	77	(14.3)	137.2
少数股东损益	2	9	0	(97.9)	(99.4)
归属于母公司股东的 净利润	87	24	77	(12.0)	225.4
扣除非经常性损益后 的净利润	83	27	79	(4.8)	190.7

**盈利能力 (%)**

主营业务毛利率	14.6	15.5	14.6
综合毛利率	17.8	18.5	17.5
营业利润率	4.2	3.3	3.8
税前利润率	2.9	1.4	2.1
净利率	1.9	0.6	1.5

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	6,317	8,734	11,952	14,239	16,663
销售成本	(5,179)	(7,195)	(9,873)	(11,762)	(13,755)
经营费用	(729)	(1,036)	(1,404)	(1,705)	(1,999)
息税折旧前利润	410	502	674	773	908
折旧及摊销	(87)	(175)	(234)	(266)	(294)
经营利润(息税前利润)	323	327	440	507	614
净利息收入/(费用)	(80)	(142)	(194)	(185)	(166)
其他收益/(损失)	(2)	1	0	0	0
税前利润	241	186	246	322	448
所得税	(63)	(64)	(74)	(97)	(135)
少数股东权益	4	(11)	(6)	(7)	(9)
净利润	183	111	167	218	305
核心净利润	184	111	167	218	305
每股收益(人民币)	0.777	0.384	0.577	0.756	1.055
核心每股收益(人民币)	0.783	0.383	0.577	0.756	1.055
每股股息(人民币)	0.063	0.045	0.068	0.089	0.124
收入增长(%)	52	38	37	19	17
息税前利润增长(%)	55	1	34	15	21
息税折旧前利润增长(%)	56	23	34	15	18
每股收益增长(%)	33	(51)	50	31	40
核心每股收益增长(%)	47	(51)	51	31	40

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	932	812	652	555	1,092
应收帐款	95	57	172	239	248
库存	1,145	1,964	2,194	2,139	1,581
其他流动资产	44	139	191	239	270
流动资产总计	2,216	2,972	3,209	3,172	3,191
固定资产	1,544	1,880	2,226	2,310	2,344
无形资产	967	1,716	1,740	1,782	1,821
其他长期资产	1,136	1,738	2,099	2,594	2,955
长期资产总计	3,646	5,335	6,065	6,685	7,120
总资产	5,862	8,307	9,274	9,857	10,311
应付帐款	916	1,006	1,296	1,568	1,826
短期债务	1,816	2,003	1,903	1,703	1,503
其他流动负债	951	1,659	2,183	2,654	3,073
流动负债总计	3,683	4,668	5,382	5,925	6,402
长期借款	410	1,131	1,231	1,071	771
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	235	289	289	289	289
储备	1,170	1,857	2,004	2,197	2,466
股东权益	1,405	2,146	2,293	2,486	2,755
少数股东权益	363	362	368	375	384
总负债及权益	5,862	8,307	9,274	9,857	10,311
每股帐面价值(人民币)	5.98	7.43	7.94	8.60	9.54
每股有形资产(人民币)	1.87	1.49	1.92	2.44	3.23
每股净负债/(现金)(人民币)	5.50	8.04	8.59	7.68	4.09

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	241	186	246	322	448
折旧与摊销	87	175	234	266	294
净利息费用	80	142	194	185	166
运营资本变动	(133)	(443)	217	488	1,038
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(168)	(73)	(461)	(727)	(1,299)
经营活动产生的现金流	107	(12)	430	534	647
购买固定资产净值	(1,566)	(1,668)	(700)	(500)	(500)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	366	250	(100)	(250)	(100)
投资活动产生的现金流	(1,201)	(1,418)	(800)	(750)	(600)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,494	908	0	(360)	(500)
支付股息	(9)	(15)	(13)	(20)	(26)
其他融资现金流	(101)	417	223	499	1,016
融资活动产生的现金流	1,383	1,311	210	119	490
现金变动	289	(120)	(160)	(97)	537
期初现金	643	932	812	652	555
公司自由现金流	(1,093)	(1,431)	(370)	(216)	47
权益自由现金流	400	(522)	(370)	(576)	(453)

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	6.5	5.8	5.6	5.4	5.4
息税前利润率(%)	5.1	3.7	3.7	3.6	3.7
税前利润率(%)	3.8	2.1	2.1	2.3	2.7
净利率(%)	2.9	1.3	1.4	1.5	1.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
利息覆盖率(倍)	3.7	2.2	2.2	2.6	3.5
净权益负债率(%)	73.2	92.6	93.3	77.6	37.7
速动比率(倍)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	29.8	60.2	40.1	30.6	21.9
核心业务市盈率(倍)	29.5	60.5	40.1	30.6	21.9
目标价对应核心业务	26.8	54.9	36.4	27.8	19.9
市盈率(倍)					
市净率(倍)	3.9	3.1	2.9	2.7	2.4
价格/现金流(倍)	50.7	(539.1)	15.5	12.5	10.3
企业价值/息税折旧前	17.3	18.6	14.1	12.0	9.0
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	60.7	78.9	63.5	55.5	40.7
应收帐款周转天数	7.8	3.2	3.5	5.3	5.3
应付帐款周转天数	40.4	40.2	35.2	36.7	37.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	8.1	11.7	11.7	11.7	11.7
净资产收益率(%)	14.1	6.2	7.5	9.1	11.6
资产收益率(%)	5.3	3.0	3.5	3.7	4.3
已运用资本收益率(%)	10.8	6.9	7.8	9.0	11.3

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刊载或转发的，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

英国伦敦嘉能街 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