



**买入** **22% ↑**  
目标价格: 人民币12.35

600716.CH

价格: 人民币 10.16

目标价格基础: 23倍 2014年市盈率

板块评级: 中立

**我们的观点有何不同?**

- 2014年是养老产业发展元年,政策真空有望破局。中国养老地产正在从稚嫩起步,面对广阔市场空间。
- 公司养老地产业务在土地、医疗服务、长期资金来源方面已经形成清晰模式,在当前涉足养老地产的公司中最具成功可能性。
- 银行股权注入不仅着眼于业绩增厚,更能为养老业务提供现金流支持,两者相辅相成。

**主要催化剂/事件**

- 与专业机构合作推进。
- 主要项目落地。
- 集团注入江苏银行股权有所推进。

**股价表现**



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	39	8	46.3	113.9
相对新华富时A50指数	39	(3)	41.7	124.9

发行股数(百万)	741
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	7,525
14年末每股评估净资产(人民币)	5.24
3个月日均交易额(人民币 百万)	38
14年末净负债比率(%)	57.0
主要股东(%)	
江苏凤凰出版传媒集团有限公司	61.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年4月9日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

袁豪

(8621) 2032 8529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

# 凤凰股份

## 养老业务全产业链发展, 文化养老金融共成长

凤凰股份是江苏凤凰传媒集团旗下公司,在文化产业振兴及养老产业大发展的时代背景下,公司构建了养生养老产业、文化地产和综合金融的三大业务构架;公司发展养老产业将获得集团资金、行政资源、文化资源、金融资源等方面的大力支持,解决投身养老产业过程中遇到的土地、资金、医疗服务和短期业绩支持方面的难题,打造符合本土环境、切实可行的养老业务全产业链发展模式。不考虑银行股权注入,我们预计公司2014-16年预期每股收益分别为0.54元、0.69元和0.86元,设定目标价为12.35元,相当于23倍2014年市盈率,首次评级为买入。

**支撑评级的要点**

- 养老产业元年,蕴含广阔市场空间。2014年是养老产业元年,一方面,建国后首批生育高峰期人口将逐步迈入老年,随之而来的老年人口将急剧增加,另一方面,养老问题得到政府重点关注,在养老产业用地、政府配套、资金支持和税收优惠等方面可能获得政策突破,填补空白。中国养老地产正在从稚嫩起步,面对广阔市场空间,但养老产业开发和服务模式仍处于探索中。
- 进军养老服务全产业链,年内实现项目落地。公司于13年10月公告进入养老产业,14年明确养老产业为重大战略发展方向,并计划今年实现项目落地;公司将通过与各专业机构的合作,为老年人群提供家政、医疗、护理、健身、智能化服务、文化生活、养老地产开发、以及生态农业等全产业链服务;
- 积极拓展各类资源,做好转型准备。公司前期已与凤凰集团、江苏人民医院和仁医投资签署战略合作协议,在土地资源、专业医疗服务等方面做了一定准备,另外,公司计划引入第三方长期资金和专业养老运营管理机构,解决产业的长期资金来源和后期运营服务问题,
- 文化养老金融三大主业共成长。公司传统主业为文化地产,享有低价拿地优势,缺点在于资产周转慢;后续将形成凤凰置业的文化地产和养老产业公司两大子公司架构,文化、养老齐头并进。金融股权方面,除了已收购的10.537%南京证券股权,年报中提到,集团拟注入江苏银行8.9亿股股权。金融业务的注入既能增厚业绩,也能为地产业务提供现金流支持,与另两大主业相辅相成。

**评级面临的主要风险**

- 养老地产前期开发投入大和回收周期长对资金链的影响;项目获取进程慢于预期。

**估值**

- 在集团各项资源的鼎力支持下,凤凰股份可能是目前地产行业进军养老产业的公司中最具成功可能性的,公司目标直指养老全产业链,土地、资金来源、服务运营、业绩和现金流匹配考虑周全并具有可行性。我们预计,不考虑金融股权注入前提下,公司2014-16年预期每股收益分别为0.54元、0.69元和0.86元,如顺利完成股权注入,每股收益将获大幅增厚,我们设定目标价为12.35元,相当于23倍2014年市盈率,首次评级为买入。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,745	1,616	1,923	2,863	3,867
变动(%)		(7)	19	49	35
净利润(人民币 百万)	76	228	398	511	637
全面摊薄每股收益(人民币)	0.102	0.307	0.537	0.690	0.860
变动(%)		200.4	74.7	28.5	24.7
市盈率(倍)	99.3	33.1	18.9	14.7	11.8
每股现金流量(人民币)	0.01	(0.56)	(0.53)	0.05	(0.30)
价格/每股现金流量(倍)	814.9	(18.0)	(19.2)	209.0	(33.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.9	37.5	24.5	21.7	20.6
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目录

一、 公司概况.....	3
二、 文化地产：依托文化传媒，特色商业地产.....	4
三、 养老产业：全产业链发展，模式较为清晰.....	6
四、 金融业务.....	8
五、 房地产销售情况.....	9
五、 投资建议.....	10
六、 附录：中国养老地产现状及机遇.....	11

## 一、公司概要

### 背靠凤凰集团，构建文化地产、养老地产和金融三大业务架构

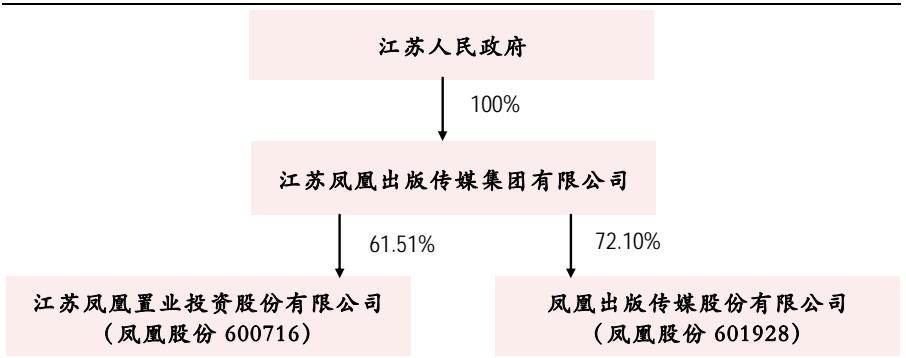
江苏凤凰置业投资股份有限公司（简称凤凰股份）是一家以房地产开发为主，参股金融为辅，兼具文化特色的专业房地产开发企业，并从2013年起进军养老产业，目前公司的土地储备主要位于江苏南京、苏州等城市的核心地段。

公司前身为ST耀华，凤凰股份大股东凤凰集团于2009年与耀华集团达成重大资产重组协议，耀华集团将耀华玻璃全部股份转让给凤凰集团并全部资产及负债，同时ST耀华向凤凰集团以5.06元/股非公开发行1.83亿股以支付置入资产（凤凰置业100%资产）与置出资产差价。

公司是国有控股上市公司，控股股东是江苏省凤凰出版传媒集团（持有公司61.5%的股份），实际控制人是江苏省人民政府。凤凰集团是江苏省文化产业领域的领头羊及垄断者，旗下拥有凤凰传媒和凤凰股份两个上市公司，目前已经形成以两个上市公司+集团三个运作平台为依托，打造以文化传媒为核心，坚持多元化发展，同时发展文化地产及养老地产两大方向。

依靠大股东凤凰集团的特殊身份以及丰富资源，公司将在现有文化地产为主、参股金融为辅的基础上，充分发挥现有文化地产的优势拓展业务，并坚定向健康养生养老产业进军，未来将构建健康养生养老产业、文化地产和综合金融为支撑的业务构架。

图表 1. 凤凰股份股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

## 二、文化地产：依托文化传媒，特色商业地产

### 联手文化传媒，创新文化地产新模式

凤凰股份依靠在文化产业方面的既有优势，创新出“文化地产”业务模式，使文化与地产实现完美结合，符合国家经济转型和文化产业发展方向，而同时江苏省对文化产业的大力支持给公司的发展创造了很大的空间。并且兄弟公司凤凰传媒是全国最具影响力和规模最大的出版发行公司之一，兼有内容生产和渠道优势，是全国出版发行行业的龙头企业。与凤凰传媒的联合以及凤凰集团在江苏省内文化产业领头羊及垄断者的省份都为凤凰股份开发文化地产奠定了文化产业方面优秀的基础。

目前公司文化地产的主要产品为“文化 MALL+住宅、商业、办公”，该文化地产开发模式具有可复制性，并且形成公司与凤凰传媒的双赢局面，其开发模式主要为：（a）公司与凤凰传媒低成本联合拿地；（b）公司替凤凰传媒代建约 3-5 万平米的文化 Mall；（c）公司通过销售其余住宅、商业和办公等部分来盈利。

图表 2. 凤凰股份文化地产开发模式

开发模式	主要内容
1、联合拿地	公司与凤凰传媒联合拿地，出于地方政府对于当地精神文明建设的需求（如引入书城业态等），这种联合拿地模式享有较明显的低成本拿地优势
2、代建文化 Mall	公司替凤凰传媒代建约 3-5 万平米的文化 Mall，按成本扣去前期费用后的实际发生额收取 0.5%的代建费
3、销售住宅、商办	公司在引入凤凰传媒的书城等配套文化休闲设施之后，带动人流，增加附加值，并通过销售其余的住宅、商业和办公等部分来盈利

资料来源：中银国际研究

### 文化地产主要落地江苏、安徽，盐城项目联手中央商场

从 09 年借壳上市以来，公司已经拥有 6 个文化地产项目，目前项目已在省内主要城市落地，并进入安徽省，主要项目有苏州项目、南通项目、合肥项目、泰兴项目、镇江项目和盐城项目（独立拿地项目），其中目前仅苏州项目已经交付，其他项目均在建当中，而盐城项目主要为住宅+塔楼+商业+小剧场，并未引入书城业态。

此外，除传统书城业态之外，公司也积极引进其他业态，提升文化 Mall 产品综合实力。14 年 1 月 13 日，公司公告与南京中央商场签订了战略合作伙伴框架协议：（1）在公司商业项目中以主力形式引入中央商场旗下的连锁店，目前仅盐城项目与中央商场合作，以主力店的形式引进进来；（2）在合作商业项目中，中央商场旗下的连锁店中引入凤凰集团旗下的各类文化消费类品牌店。中央商场具备强大的商业品牌资源和商场管理经验。本次战略合作伙伴框架协议的签订，利于双方深度挖掘项目资源的商业价值，实现文化地产开发与商业运营的有机结合。

图表 3. 凤凰股份凤凰文化广场项目汇总

	总建面 (万平方米)	文化 mall 面积 (万平方米)	备注
苏州凤凰文化广场	21.0	5.0	已经交付给凤凰传媒
南通凤凰文化广场	16.0	5.0	
合肥凤凰文化广场	22.0	5.0	
泰兴凤凰文化广场	10.8	3.0	
镇江凤凰文化广场	12.4	3.0	
盐城凤凰文化广场	24.0	0.0	独立拿地, 未引入书城

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

### 三、养老产业：全产业链发展，模式较为清晰

#### 进军养老地产，模式清晰、切实可行

2014年是养老产业元年，一方面，建国后首批生育高峰期人口将逐步迈入老年，随之而来的老年人口将急剧增加，另一方面，在2013年政府重点关注养老问题之后，2014年可能出台一系列养老产业方面的扶持措施，在养老产业用地、政府配套、信贷资金支持和税收优惠等方面给予进一步的支持，逐渐填补相关领域的政策空白。中国养老地产正在从稚嫩起步，面对的是广阔市场空间。目前国内各类房企正在探索符合本土环境、切实可行的养老地产开发和服务模式。

面对养老这个新兴产业，公司于2013年10月正式公告进入养老产业，并在2014年明确将健康养生养老产业作为重大战略发展方向之一，同时计划今年实现项目落地，而经过半年多研究和论证，公司的养老地产的模式也正逐步清晰：

**(1) 土地资源：**公司前期已与凤凰集团签订战略合作协议，后者将大力支持公司的养老地产业务，预计在作江苏省文化产业领头羊凤凰集团的帮助下，公司在江苏省内获得低成本养老用地的可能性较大，同时也将获得集团下属其他文化品牌和资源作为养老地产的配套（如：教育、金融、传媒、老年大学和影院等资源），丰富产品内容。

**(2) 医疗资源：**前期公司已与江苏省人民医院、江苏仁医医院投资管理股份有限公司（江苏人民医院下属公司）签订战略合作协议。合作模式主要为：

(a) 在养老项目中设立诊所，医院派出值班医生，而公司安排护理人员；(b) 设立医疗绿色通道，项目中急诊病人可以安排绿色通道优先就诊；(c) 与江苏仁医投资（医疗管理平台）合作，进行医疗管理输出。未来公司还将携手其他专业养老机构、国内外医疗机构，发挥其品牌、学科和运营优势，做好养老地产最关键的服务环节。

**(3) 引入长期资金：**目前公司计划引入第三方长期资金如：境外金融机构、险资和养老产业基金等等来探索新型的养老服务商业模式，养老地产项目的合作模式包括前期股权合作开发，以及后期项目打包出售，对于资金沉淀大、回报周期长的养老产业来说，有利于解决前期投入问题，加快资金周转。

图表 4. 凤凰股份主要养老地产业务推进内容

公告日期	主要养老地产业务推进内容
13年10月22日	公司公告为了更好地落实公司探索养老产业的新产业发展方向，公司决定投资5亿元成立专业的养老产业公司，致力于养老产业的研究、开发、运营与管理。
14年3月2日	公司公告与凤凰集团、省人民医院、仁医投资于近日签订了战略合作协议，共同发展健康养老产业，而本次合作是公司与国内知名医疗机构合作的有益探索，医疗资源作为养老产业不可或缺的配套，为本公司养老产业快速发展打下坚实的基础。
14年3月21日	2014年公司明确将健康养生养老产业作为重大战略发展方向之一，并逐步完善健康养生养老产业的发展规划，紧锣密鼓地与国内外相关机构开展深入洽谈合作。

资料来源：中银国际研究

### 围绕养老全产业链，打造多业态融合的大型养老社区

今后公司还将积极围绕养生养老产业全产业链，包括医疗、护理、健身、智能化服务、文化、养老地产开发、以及生态农业等养生养老产业的多个领域进行战略布局，引入第三方长期资金和专业养生养老运营管理机构、投资机构、探索创新型的养老服务商业模式，共同打造涵盖健康管理、健康社区、健康休闲和高端医疗服务等多种业态融合的大型养老社区。

## 四、金融业务

### 积极拓展金融业务，拟江苏银行股权注入有望大幅增厚业绩

除了上述土地资源、医疗资源和长期资金等方面的措施室外，公司还将积极拓展综合金融业务，为健康养生养老产业和文化地产的发展提供金融服务支持。在此之前，凤凰集团已经连续于2008年和2012年将全部南京证券股权注入到公司，目前公司已经拥有4.8亿股，占比10.54%，是南京证券第二大股东。2012年，南京证券实现净利润1.75亿元。

收购南京证券是凤凰股份在金融投资领域迈出的重要一步，未来公司也将致力于发展综合金融，将战略性地选择质地优良的金融股权进行投资，借此公司可以获得稳定的分红还能增加公司的融资渠道，保证资金链安全、有效控制融资成本、抵御经营风险。

此外，根据凤凰集团董事会的决定，凤凰集团拟将其直接持有的江苏银行股份有限公司8.9亿股注入凤凰股份。凤凰集团将在满足国家相关法规政策的前提下，根据市场情况选择适当时机和注入方式，具体方案报相关部门批准后确定。

江苏银行12年末总股本91亿元，总资产6,502亿元，净资产341亿元，每股净资产3.75元，净利润70.35亿元，每股收益0.77元。根据年报披露，凤凰集团拥有江苏银行8.9亿股，占比9.78%，为第一大股东，如果集团将全部江苏银行股权注入上市公司，对应投资收益7亿元净利润，是公司13年净利润2.28亿元的3倍，假设公司采取增发方式收购该部分股权，按照最新银行板块的市场定价0.91倍市净率/4.8倍市盈率，收购价约为3.7-4.1元，总价款约为32-36亿元，股本扩大比例约为43-49%，可以增厚我们2014年预测每股收益至1.0元左右，对公司业绩产生极大影响。



## 五、房地产销售情况

### 14 年预计销售额 25 亿元，计划结算收入 24 亿元

14 年公司可售货值 50-60 亿元，商业、办公占比较多，按照 50% 的保守估计。我们预计公司 14 年销售金额约 25 亿元。

同时，公司计划 14 年实现结算收入 24 亿元以上，同比增长 50% 以上，主要计划完成苏州凤凰国际书城、凤凰山庄及凤凰和熙竣工及交付工作。

图表 5. 2009-2013 年凤凰股份销售回款情况

	2009	2010	2011	2012	2013
销售商品、提供劳务收到的现金(亿元)	14.6	11.6	13.6	14.8	18.4
同比增长 (%)		(20.6)	17.4	8.6	24.5

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 6. 凤凰股份 2014 年可售货值

	可售货值 (亿元)	售价 (万元/平米)
南京凤凰和睿大厦	3	2.1
南京凤凰山庄	6	2
南京凤凰和熙	10	2.3
苏州凤凰文化广场	20	2-2.1
南通凤凰文化广场	8	1
盐城凤凰文化广场	NA	1
合肥凤凰文化广场	NA	
<b>合计可售货值</b>	<b>50-60</b>	

资料来源：公司公告，中银国际研究

## 五、投资建议

### 首次评级买入

凤凰股份是江苏凤凰传媒集团旗下子公司，在文化产业振兴及养老产业大发展的时代背景下，公司构建了养老产业、文化地产和综合金融的三大业务构架；作为集团的养老产业上市平台，公司的养老产业将获得集团资金、行政资源、文化资源、金融股权等方面的大力支持，同时公司依靠在省内低成本拿地、与长期资金的合作、与江苏人医合作、江苏银行股权注入等措施，依次解决养老地产在土地、资金、服务和业绩方面的难题，打造目前为止中国养老地产业中最符合本土环境、最切实可行的开发模式。我们预计公司2014-16年预期每股收益分别为0.54元、0.69元和0.86元，设定目标价为12.35元，相当于23倍2014年市盈率，首次评级为**买入**。

## 六、附录：中国养老地产现状及机遇

### (一) 养老产业发展背景

#### 老年人口迎来快速增长，养老产业蕴含巨大发展空间

中国目前已经提前进入了老龄化发展阶段，并且未来20年中将进入快速发展阶段。世界卫生组织根据联合国将“60岁以上的人口占总人口比例达到10%，或65岁以上人口占总人口的比重达到7%”作为判断一个地区是否进入老龄社会的标准，因此，中国在2000年已经提前进入了老龄化发展阶段。

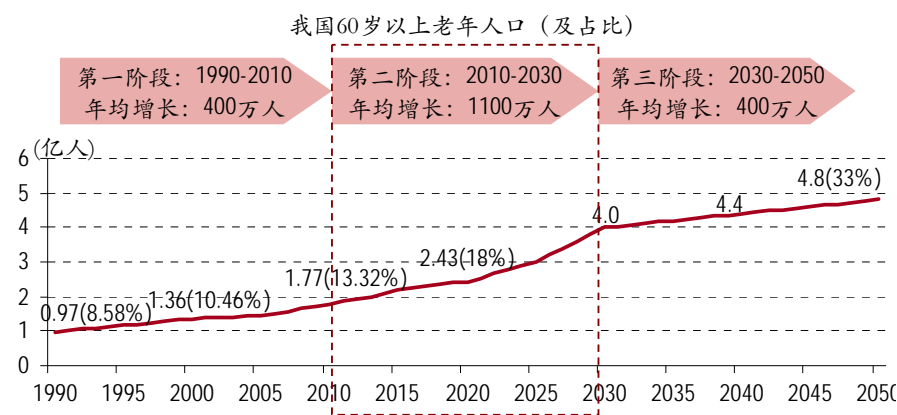
由于新中国成立以来第一个生育高峰期1952-1958年中新出生的人口逐步步入老年，中国也将逐步进入老年人口快速增长阶段，截至2012年底，中国老年人口数量达到1.94亿，占总人口的14.3%。

根据《社会养老服务体系规划建设规划（2011-2015年）》，预计到2015年，老年人口将达到2.21亿，约占总人口的16%，2020年达到2.43亿，约占总人口的18%；而根据中国老龄工作委员会的预测，2050年前后，中国老龄人口将达到峰值4.8亿，届时每三个人就有一个是老年人，人口老龄化形式严峻。

此外，从年均增幅来看，2010-2030年期间是中国老年人口快速增长期，期间老年人口年均增长1,100万人口，相当于1990-2010年期间和2030-2050年期间年均增长400万人口的2.8倍。

因此，在中国总人口增速以及城镇人口增速在下降的过程中，老年人口的增速将迎来增长高峰，由此养老产业的需求也将迎来增长高峰，蕴含着巨大的发展潜力。

图表 7. 中国 60 岁以上老年人口（及占比）



资料来源：第六次人口普查，民政部《社会服务发展统计公报》，中国老龄工作委员会，国务院办公厅关于印发社会养老服务体系规划建设规划（2011-2015年），中银国际研究

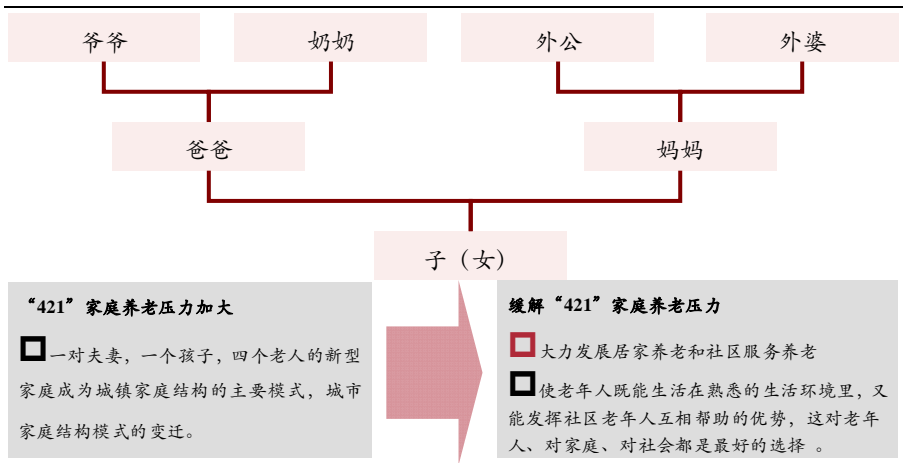
#### “421”家庭养老压力加大，社会化养老模式势在必行

除了老年人口快速增长之外，在人口政策等综合作用下，中国人口出生率不断下降，家庭规模不断缩小，目前“421”的家庭结构已经成为了城镇家庭结构的主要模式，即四个老人、两个孩子、一个孙子（女），但这种家庭结构未来的需要面对的是要求独生子女照顾六位老人，这显然是很难办到的。

与之相应的是，由于老年人口的增速快于新增人口，抚养比将在未来 20 年中大幅提高，截至 2012 年中国老年抚养比已经达到 11.8%，老年逆抚养比为 8（相当于 8 个年轻人抚养 1 个老年人），而根据全国老龄工作委员发表的《全国城乡失能老年人状况研究》报告中了解到，到 2050 年中国老年抚养比将达到 44.8%，老年逆抚养比为 2（相当于 2 个年轻人抚养 1 个老年人），这远低于 2012 年发达国际 4.5 的水平，预示着中国后续巨大的养老压力。

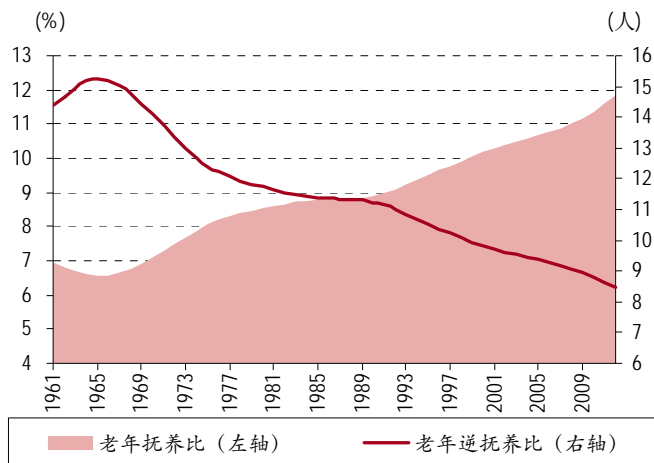
因此，未来抚养责任大幅度加大就意味着将有大量老人将摆脱传统的居家养老方式，转而寻求第三方提供的养老设施和服务，社会化养老模式势在必行。

图表 8. 中国“421”家庭结构的困境及出路



资料来源：中银国际研究

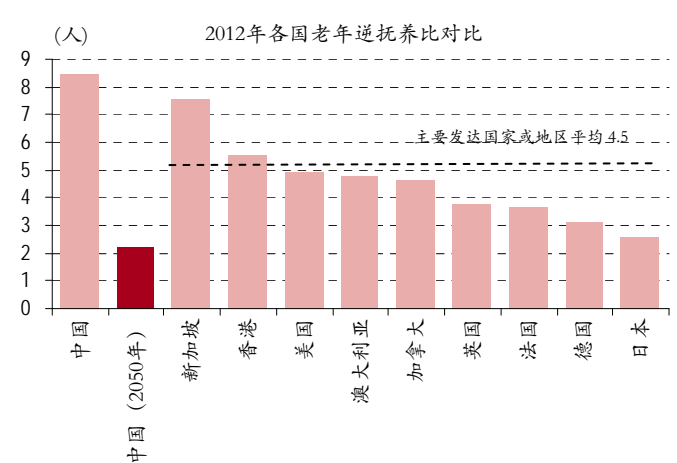
图表 9. 中国老年抚养比和老年逆抚养比



资料来源：世界银行，中银国际研究

注：老年抚养比老年抚养比是被抚养老年人口（64 岁以上人口）与工作年龄人口（15-64 岁人口）之比，而老年逆抚养比是前者的倒数，相当于抚养一个老年人口对应的工作年龄人口数。

图表 10. 2012 年各国老年逆抚养比对比



资料来源：世界银行，中银国际研究

## (二) 养老产业发展现状

### 养老规划、制度不到位，专业服务质、量仍待提升

当前中国老年消费市场开发仍处于初级阶段，目前仍面临着较多问题：

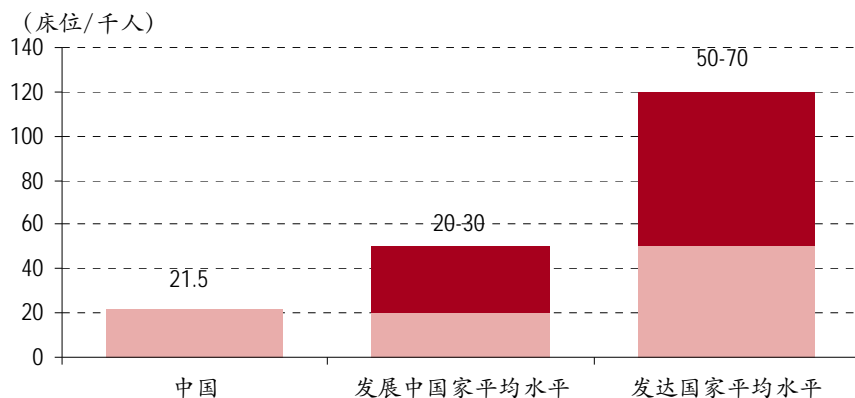
(a) **养老服务业规划不到位，规范缺失。**中国养老服务体系的建设缺乏合理的中长期规划，在国民经济和社会发展规划中缺乏系统设计，导致养老服务建设在用地、人员配备等政策措施方面缺乏政策依据，市场准入制度也不健全、服务质量规范不全。

(b) **养老金保障力度不够，制度仍有待完善。**根据中国人民大学老年学研究所数据，到2010年，中国老年人中，40.7%老人依然主要依靠家庭其他成员供养，仅24.1%主要经济来源为离退休养老金，而在社保事业健全的发达国家，养老金是老年人生活的主要收入来源。

(c) **养老服务机构数量不足，供需差距巨大。**截至2012年，全国各类养老服务机构44,304个，拥有床位416.5万张，收养老年人293.6万人，仅占当年中国老年人口数的1.51%，对比中国多地实行的“9073”计划中10%的比例，养老机构数量严重不足。另外，每千名老年人拥有床位数只有21.5张，不仅低于主要发达国家50-70张的水平，甚至低于部分发展中国家20-30张的水平。

(d) **养老服务机构人员数量不足，质量偏低。**中国老龄科学研究中心2011年发布的《全国城乡失能老年人状况研究》报告显示，在养老机构中，在医生配备方面，有超过50%的养老机构是空白；经过护理及相关专业系统训练的护理员不超过30%，取得养老护理员资格证书更不足1/3。

图表 11. 中国与发展中及发达国家每千人拥有养老床位比较

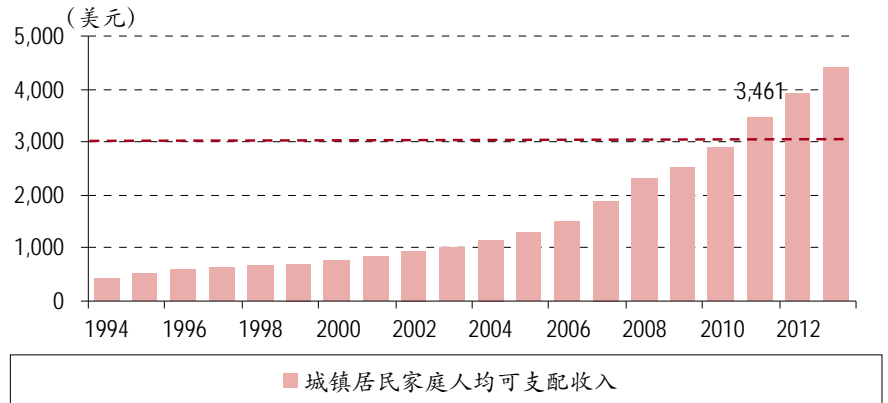


资料来源：中银国际研究

### 中国养老产业进入大发展时期，目前成熟区集中在一二线城市

除了老年人口占比的这一判断标准之外，国际上判断具备发展养老地产的另一判断标准是人均可支配收入达到3,000美元（约20,000人民币）以上，而中国也在2011年实现了人均可支配收入达3,461美元，因此，结合前文提到的老年人口占比的快速提升，我们的养老产业将进入大发展时期。

但从区域上来看，目前养老地产主要集中在一二线城市，如上海、北京、杭州和青岛等地，因为其老龄化程度最严重，具有巨大的潜在市场，另外，强大的消费力又提供了有力的消费支撑，为老年住宅的试点开发和良性发育提供了有利条件。

**图表 12. 1995-2013 年中国城镇居民家庭人均可支配收入**


资料来源：万得资讯，中银国际研究

**图表 13. 中国部分养老地产项目**

城市	项目	开发或经营公司	运营模式
北京	泰康养老社区	泰康人寿	出租+持有
北京	幸福会老年公寓	万科	出租+持有
北京	太阳城	中科院属下房地产公司	出售为主，后期逐步回购
北京	东方太阳城	中国希格玛有限公司	销售
北京	保利和熹会	保利	出租
上海	亲和源老年公寓	亲和源	会员制
青岛	万科城	万科	出租
杭州	临平蓝庭	绿城	出租+持有
杭州	杭州良渚文化村	万科	出租+持有
西塘	保利西塘越	保利	出售

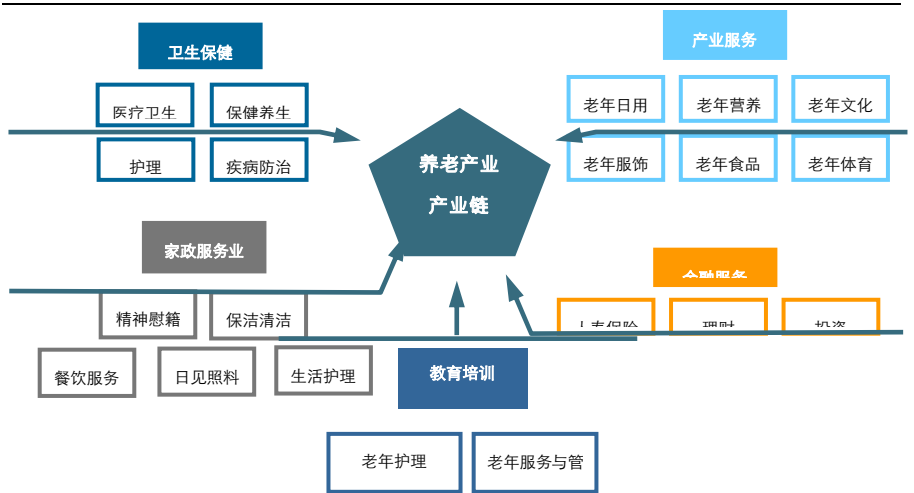
资料来源：中银国际研究

### (三) 发展养老产业对房地产企业的影响

#### 养老产业衍生庞大产业链，开发重在全产业链资源整合

养老产业具有产业链长、涉及领域广等特点，对上下游产业均具有带动效应，形成了一个庞大的养老产业链，其中，上游企业包括银行业、保险业等，下游企业包括管理行业、服务行业、医疗卫生行业等，并且这些养老产业链也将随着老龄人口的增多而快速发展。

但值得注意的是，养老产业的开发并不是随便一个传统行业公司所能胜任的，其关键点在于产业链的整合，融合上下游的资源，包括资金和养老服务等资源，形成一种优势互补的合作，创造出“1+1>2”的效果。

**图表 14. 养老产业产业链**


资料来源：中银国际研究

### 地产企业可望借养老产业实现转型升级

从更高一个层次上看，养老地产是养老产业链的中坚环节，它将随着养老产业的快速发展而发展，它为养老产业链提供了平台和入口。作为房地产企业，以地产开发为抓手，深化专业化养老服务，整合上下游产业链资源，转型养老产业开发是实现产业转型和升级的一个契机。

从国际发展经验来看，随着城镇化率的提高直至饱和，住房增量需求将逐步下降，而相应房地产企业的发展趋势主要是向前端的“升级”（地产金融化）和向后端的“深化”（客户细分和提供专业化服务）。全产业链的养老产业发展必须涉及到上下两端的共同发展。我们在 2014 年的房地产行业年度策略中指出，中国住宅需求进入平台期，未来 5 年后可能面临向下拐点，但专业养老服务和养老地产的需求却仍将在至少未来 20 年中获得高速增长。此时，转型并做好养老产业的发展准备是房地产企业转型的契机。

### 2050 年前年均老年住宅需求 2,300-4,000 万平米

截至 2012 年，中国各类养老服务机构拥有床位 416.5 万张，每千名老年人拥有床位数只有 21.5 张，按照城镇居民人均住宅建筑面积 32.9 平方米估算，总老年住宅面积共 1.4 亿平米。

而至 2050 年，由于中国未富先老和老年人口基数大等问题，预计中国至少需要达到目前发达国家每千人 50-70 张床位的水平（5-7% 的老年可以享受养老服务），同时按照小康水平人均住宅面积 35 万平米以及预计老年人口达 4.8 亿人，那么届时养老总床位数需要达到 2,880 万张，老年住宅面积共 10.4 亿平米，年均需求 2,292 万平米。

另外，参考中国多地实行的“9073”计划（90% 的老人由家庭照顾，7% 的享受社区居家养老服务，3% 进入养老院等机构养老），按此计划未来老年享受社会养老的比例将达到 10%，近似于每千名老年人拥有床位数达 100 张，那么届时养老总床位数需要达到 4,800 万张，老年住宅面积共 16.8 亿平米，年均需求 4,060 万平米。

**图表 15. 养老地产需求预测**

	老年人口 (亿人)	千名老 人床位 数(张)	养老床 位数 (万张)	人均住 宅面积 (平米)	老年住宅 需求 (亿平米)	较12年养 老新增床 位数 (万张)	较12年新 增老年住 宅需求 (亿平米)	较12年年均 新增老年住 宅需求 (万平米)	备注
2012	1.94	21.5	417	32.9	1.37				2012年末, 每千名老年人床位21.5张; 城镇居民人均住宅建筑面积32.9平方米
2020E	2.43	37.5	911	35.0	3.19	495	1.82	2,271	《关于加快发展养老服务业的若干意见》要求2020年末每千名老年人35-40张; 社科院预计2020年城市人均住宅面积达35平米
2030E	4.00	48.8	1,950	35.0	6.83	1,534	5.45	3,029	
2050E	4.80	60.0	2,880	35.0	10.08	2,464	8.71	2,292	发达国家每千名老年人床位50-70张
2050E	4.80	100.0	4,800	35.0	16.80	4,384	15.43	4,060	“9073”计划

资料来源: 《关于加快发展养老服务业的若干意见》, 社科院, 中银国际研究

#### (四) 中国养老产业政策未来走向

##### 养老政策未来突破口: 税收、土地、金融

由于中国养老需求以及养老产业都还处于起步阶段, 虽然长期有着巨大的发展潜力, 但短期而言养老产业(尤其是养老地产)的投资回报率还无法满足的社会资本的要求, 因此国家政策导向就显得尤为重要。我们认为, 税收优惠及财政补贴政策、养老土地供应政策以及金融支撑政策等方面将是养老政策真空的突破口。

**(1) 税收优惠及财政补贴政策:** 税收优惠方面, 如在营业税、房产税、城镇土地使用税、企业所得税等方面适当给予减免, 鼓励社会企业参与养老产业; 而财政补贴方面, 可根据养老服务的实际需要, 推进民办公助, 选择通过补助投资、贷款贴息、运营补贴、购买服务等方式, 支持社会力量举办养老服务机构, 开展养老服务。

**(2) 养老土地供应政策:** 国家已提出单列养老用地专用类别, 并将养老用地纳入城镇土地利用总体规划和年度用地计划; 养老用地必须保证低廉的成本, 为了防止借养老之名圈地行为, 可对地块竞拍人、用途和转让设限。3月底深圳首例挂牌的宝安及龙华中心区养老设施用地底价为2,000多元/平方米。

**(3) 金融支撑政策:** 倒按揭, 开展老年人住房反向抵押养老保险试点, 并且建立政府相应住房金融性机构向倒按揭制度担保或者直接经营; 险资, 逐步放宽限制, 鼓励和支持保险资金投资养老服务领域; 地方债, 地方政府发行债券应统筹考虑养老服务需求; 养老产业基金, 允许由社会企业发起养老产业基金, 吸引更多民间资本进入来发展养老产业。

**图表 16. 中国未来养老政策突破口**

政策类别	预期政策内容
税收优惠及财政补贴政策	1、税收优惠, 如在营业税、房产税、城镇土地使用税、企业所得税等方面适当给予减免 2、财政补贴, 通过如补助投资、贷款贴息、运营补贴、购买服务等方式给予支撑
养老土地供应政策	1、单列养老用地专用类别, 并将养老用地纳入土地利用总体规划和年度用地计划 2、对营利性养老设施, 国家制定支持发展养老服务业的土地政策
金融支撑政策	1、倒按揭, 开展老年人住房反向抵押养老保险试点 2、险资, 逐步放宽限制, 鼓励和支持保险资金投资养老服务领域 3、地方债, 地方政府发行债券应统筹考虑养老服务需求 4、养老产业基金, 允许由社会企业发起养老产业基金

资料来源: 《关于加快发展养老服务业的若干意见》, 中银国际研究



## (五) 中国养老地产上市公司现状

### 长期资金、廉价土地和后续运营管理是目前养老地产开发的关键

目前，中国养老地产开发主体主要为房企和保险公司，前者在拿地方面擅长于拿地，而后者的优势在于资金和客户资源。据不完全统计，国内已有超过30家房企开始拿地上马养老地产，而宣布有意进入这一领域的上市公司则超过80家，而公开信息披露的养老地产项目也已超过百个。

目前，中国养老地产主要分为“全部出售”、“销售+持有”、“会员制管理”和“只租不售”四种方式。但在实际操作过程中，当前模式都面临着不少的问题，前两者受限于依靠养老用地建设面临难以散售，或者利用商住用地建设面临售价高去化难，而后两者又因为建设投资额巨大、资金回收期长，以及对长期养老服务要求较高等因素让房企望而却步。因此，中国目前养老地产开发的关键是长期资金、廉价土地和后续运营管理。

图表 17. 中国开发商参与养老地产的情况

公司	项目	备注
万科	(杭州) 随园嘉树	13年5月11日开盘, 2015年完工
保利	(北京) 保利和熹会老龄公寓 (还有项目在上海、广州、三亚、阳江、成都)	北京项目已开始运营
世联行		13年8月19日在深圳与台湾恒安照护集团签署战略合作协议
凤凰股份		投资5亿元成立专业的养老产业公司
远洋地产	椿萱茂·凯健	项目已正式投入运营
万达		13年12月与中国太平保险集团有限责任公司在北京签署战略合作协议。13年11月18日, 深圳万科中心, 泰康人寿与万科地产签署了战略合作协议。泰康人寿正在深圳选址建立养老社区, 选址将于2014年完成。根据合作协议, 养老社区的建设或将由万科承揽。
绿城	乌镇项目、临平蓝庭项目	乌镇项目: 2013年8月28日开盘, 2014年12月入住; 临平蓝庭项目: 已完工
金地	上海格林世界养老住宅项目 上海朱家角天地健康城	金地格林世界: 2011年5月开盘, 2012年12月底入住; 天地健康城: 2014年3月开盘, 2016年12月30日入住
复星		与保德信合作, 推出养老社区
花样年	深圳健康产业园、成都	
中茵股份		2014年2月10日, 中茵股份与上海交通大学医学院苏州九龙医院签订了战略合作协议。双方将强化战略合作, 整合优势资源, 共同打造养生休闲养老产业模式。
金科股份		2014年2月14日, 公司透露将在做大做强住宅地产的基础上, 实现商业地产、文化旅游地产等齐头并进, 并积极探索进入养老地产。
上实发展	上实崇明东滩地块	2014年1月14日注册上海实业养老投资有限公司
云南城投	成都青城山项目	尚未开盘
天宸股份	临安钱王铺项目	已签订合作意向书
南国置业		2013年, 公司股东中国水电地产在重庆璧山投资80亿元打造养老地产项目。

资料来源: 中银国际研究

图表 18. 保险公司对于养老地产的尝试

公司	开工时间	项目简介
泰康人寿	2012年6月	幸福有约终身养老计划“泰康之家”
合众人寿	2012年11月	“合众健康谷”(位于武汉蔡甸)
新华保险	2012年6月	“新华家园”(位于北京延庆)

资料来源: 中银国际研究

**图表 19. 中国养老地产主要开发模式**

模式	形式	主要内容	典型案例
“全部出售”模式	养老概念住宅+配套设施	以老年住宅概念，出售房屋产权为主，区域级别配套并举	东方太阳城
“销售+持有”模式	养老概念住宅+养老地产	“销售+持有运营”的方式运作，“销售+持有”，住宅销售与老年公寓等养老配套设施持有运营相结合方式	北京太阳城、万科幸福汇老年公寓
“会员制管理”模式	销售会籍	采取会员制管理模式，出售长、短租会员卡，变相的“销售+持有”模式	上海亲和源老年社区
“只租不售”模式	医疗健康社区，全部持有运营	只租不售，对自理、半自理、非自理客户区别对待，收取不同租金	泰康养老社区、燕达国际健康城

资料来源：中银国际研究

**图表 20. 中国养老地产的问题和机遇**
**存在问题**

1、**目标客户狭窄**：当前目标客户 40-50 年代生人，消费习惯偏节俭，虽然人口规模有，但有效需求有限，此外，多数项目专口的总量以及占比都将大幅度的提高，而未来政府养老缺口将由社注中高经济实力的老年客户，导致市场客户面狭窄。

2、**拿地成本偏贵**：一方面，目前市场拿地地价太贵，不适合养老地产开发，另一方面，利用与政府合作通过划拨方式拿地开展，其中就提出各地要将各类养老服务设施建设用地纳入城镇土地发养老地产，但由于产权的不完整对项目后期销售和融资都会利用总体规划和年度用地计划，更低的养老专业用地的计划和供应形成障碍。

3、**长期资金缺乏**：前期投入大，公建及特殊设计提高成本，持有经营收益稳定但回收周期长，资金合作模式尚待探索。

4、**无成功模式**：国内尚无成功的养老地产开发模式，目前更多的是以养老为名的圈地造销售型产品，后续运营管理利润率极低。

**潜在机遇**

1、**竞争蓝海**：中国已经步入老龄社会，并且在未来 20 年中，老年人会养老来承担，因此，房地产行业夕阳西下之际，养老地产这一细分行业才刚朝阳升起。

2、**土地政策突破**：13 年 9 月以来，政府多次提及加快养老产业的发展，其中就提出各地要将各类养老服务设施建设用地纳入城镇土地发养老地产，但由于产权的不完整对项目后期销售和融资都会利用总体规划和年度用地计划，更低的养老专业用地的计划和供应也将可以期待；

3、**长期资金参与**：保险投资投资房地产比重增加，2013 年 9 月底的保险资金大类监管改革，最为重要的比例放松就是投向房地产类占比提升至 30%，将变为未来的重要大类资产；另外，政府或将允许由社会企业发起养老产业基金，补充养老产业资金来源。

资料来源：中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,745	1,616	1,923	2,863	3,867
销售成本	(1,198)	(1,173)	(1,213)	(1,897)	(2,636)
经营费用	(77)	(69)	(95)	(142)	(192)
息税折旧前利润	470	375	616	824	1,039
折旧及摊销	(3)	(3)	(2)	(2)	(2)
经营利润(息税前利润)	467	372	614	823	1,037
净利息收入/(费用)	(71)	(76)	(82)	(114)	(160)
其他收益/(损失)	(221)	10	(2)	(28)	(28)
税前利润	175	306	530	681	849
所得税	(103)	(82)	(133)	(170)	(212)
少数股东权益	4	4	0	0	0
净利润	76	228	398	511	637
核心净利润	76	228	399	511	637
每股收益(人民币)	0.102	0.307	0.537	0.690	0.860
核心每股收益(人民币)	0.102	0.307	0.539	0.690	0.860
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	NA	(7)	19	49	35
息税前利润增长(%)	NA	(20)	65	34	26
息税折旧前利润增长(%)	NA	(20)	64	34	26
每股收益增长(%)	NA	200	75	28	25
核心每股收益增长(%)	NA	200	75	28	25

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	175	306	530	681	849
折旧与摊销	3	3	2	2	2
净利息费用	71	76	82	114	160
运营资本变动	(88)	(686)	(875)	(591)	(1,022)
税金	(103)	(82)	(133)	(170)	(212)
其他经营现金流	(49)	(34)	2	0	0
经营活动产生的现金流	9	(417)	(391)	36	(223)
购买固定资产净值	(439)	(1)	0	0	0
投资减少/增加	0	10	0	0	0
其他投资现金流	0	0	(132)	(104)	(138)
投资活动产生的现金流	(439)	9	(132)	(104)	(138)
净增权益	33	0	0	0	0
净增债务	(219)	712	580	778	1,133
支付股息	(231)	(232)	0	0	0
其他融资现金流	573	(24)	(15)	(52)	(69)
融资活动产生的现金流	156	456	566	726	1,064
现金变动	(273)	49	42	658	702
期初现金	18,799	1,218	1,304	1,346	2,004
公司自由现金流	(430)	(408)	(523)	(68)	(361)
权益自由现金流	(649)	305	57	710	772

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,218	1,304	1,346	2,004	2,707
应收帐款	2	31	17	26	35
库存	4,568	5,247	6,155	8,590	11,600
其他流动资产	182	373	440	748	1,080
流动资产总计	5,970	6,955	7,958	11,367	15,422
固定资产	16	14	12	11	9
无形资产	237	234	234	233	233
其他长期资产	595	618	684	777	877
长期资产总计	847	866	930	1,021	1,119
总资产	6,817	7,821	8,888	12,389	16,541
应付帐款	2,952	2,736	2,551	4,336	6,265
短期债务	1,012	794	1,374	2,153	3,286
其他流动负债	307	593	868	1,295	1,748
流动负债总计	4,271	4,124	4,793	7,783	11,299
长期借款	500	1,430	1,430	1,430	1,430
其他长期负债	111	107	107	107	107
股本	741	741	741	741	741
储备	1,073	1,301	1,698	2,209	2,846
股东权益	1,814	2,041	2,439	2,950	3,587
少数股东权益	122	118	118	118	118
总负债及权益	6,817	7,821	8,888	12,389	16,541
每股帐面价值(人民币)	2.45	2.76	3.29	3.98	4.84
每股有形资产(人民币)	2.13	2.44	2.98	3.67	4.53
每股净负债/(现金)(人民币)	0.40	1.24	1.97	2.13	2.71

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	26.9	23.2	32.0	28.8	26.9
息税前利润率(%)	26.8	23.0	31.9	28.7	26.8
税前利润率(%)	10.0	19.0	27.6	23.8	22.0
净利率(%)	4.3	14.1	20.7	17.8	16.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.7	1.7	1.5	1.4
利息覆盖率(倍)	5.7	4.7	7.2	6.9	6.2
净权益负债率(%)	15.2	42.6	57.0	51.4	54.2
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	99.3	33.1	18.9	14.7	11.8
核心业务市盈率(倍)	99.2	33.0	18.9	14.7	11.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	120.6	40.2	22.9	17.9	14.4
市净率(倍)	4.1	3.7	3.1	2.6	2.1
价格/现金流(倍)	814.9	(18.0)	(19.2)	209.0	(33.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.9	37.5	24.5	21.7	20.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1,391.3	1,527.2	1,715.5	1,418.2	1,397.6
应收帐款周转天数	0.4	3.8	4.6	2.7	2.9
应付帐款周转天数	617.6	642.4	501.7	439.0	500.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	4.2	11.8	17.8	19.0	19.5
资产收益率(%)	2.8	3.7	5.5	5.8	5.4
已运用资本收益率(%)	13.8	9.6	12.7	13.8	13.9

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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