



买入

46% ↑

目标价格:人民币 9.93

000918.CH

价格:人民币 6.78

目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

嘉凯城

聚焦长三角，城镇化 O2O 独特标的

嘉凯城是浙江国资委旗下唯一房地产上市公司，主营长三角地区中高端楼盘开发。去年公司启动“城市客厅”战略，自上而下主动转型生活服务平台商，聚焦长三角经济千强镇，挖掘当地消费升级需求：项目开发体量小周期短，注重体验式商业并配套政府公共资源，通过资产证券化保证资金周转。在布局线下资源后，公司有望迅速培养起线上客户粘性，未来将持续并购互联网公司打造线上平台，实现 O2O 闭环。目前公司在手项目 17 个，计划 3 年内打造 200 个城市客厅，覆盖约 4,000 万人口。我们认为公司以 O2O 模式聚焦长三角经济强镇消费升级需求，是新型城镇化的独特标的，预测 2014-16 年每股收益分别为 0.03 元、0.09 元、0.13 元，采用分部估值法给予公司 9.93 元的目标价，其中地产部分给予 20% 的 2015 年 NAV 折价，城市客厅业务按可比的生活服务类平台企业给予相对估值，首次评级为买入。

支撑评级的要点

- **打造“城市客厅”转型生活服务平台商。**公司以“现代体验式商业+政府公共资源配套”的独特业态组合，通过布局集政务服务、公共服务、体验式商业、餐饮娱乐等多功能于一体的嘉凯城-城市客厅，打造长三角城镇生活服务 O2O 平台，受到当地政府热烈欢迎，拿地成本较低。
- **布局经济长三角千强镇，挖掘消费升级需求。**千强镇经济水平和消费能力显著高于全国均值，但由于商业不成熟，当地人均社零总额并不高，而“城市客厅”将激发新型城镇化下的消费升级需求，市场空间巨大。
- **资产证券化保障扩张节奏，3年内预计覆盖 4,000 万人。**公司通过与中再保险合作及自有的凯思达基金，分别保障建设期资金和实现资产证券化，加快资金周转和规模扩张。公司单项目开发体量仅 3-4 万平米，计划 3 年内在长三角开发 200 个城市客厅，覆盖的人口将达到 3,500-4,000 万。
- **计划持续并购盈利的互联网公司，形成 O2O 闭环。**公司在全面布局线下物业同时，有望迅速培养起线上客户粘性；未来将以围绕搭建城镇生活服务平台战略为核心、以利润为导向，对业务模式清晰、利润来源独立的互联网和 O2O 应用公司进行持续并购，打造互联网产业链闭环。

评级面临的主要风险

- 城市客厅招商及运营风险，原有地产项目去化进度低于预期。

估值

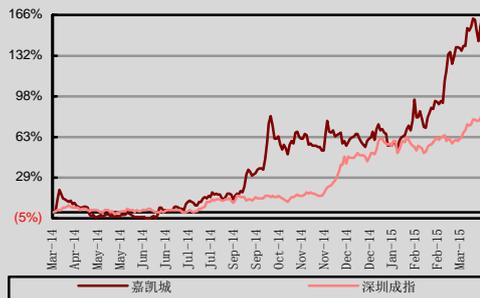
- 我们采用分部估值法给予公司 9.93 元的目标价，其中地产部分给予 20% 的 2015 年 NAV 折价，城市客厅业务按可比的生活服务类平台企业给予相对估值，首次评级为买入。

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)	7,754	11,248	8,725	11,514	14,852
变动 (%)	n.a.	45	(22)	32	29
净利润(人民币 百万)	112	57	56	168	231
全面摊薄每股收益(人民币)	0.062	0.032	0.031	0.093	0.128
变动 (%)	n.a.	(48.8)	(1.5)	198.7	37.4
全面摊薄市盈率(倍)	109.7	214.0	217.3	72.7	52.9
价格/每股现金流量(倍)	7.5	(17.6)	2.6	(3.2)	(2.7)
每股现金流量(人民币)	0.91	(0.39)	2.60	(2.12)	(2.49)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.8	29.0	39.8	34.9	31.6
每股股息(人民币)	0.025	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	53.0	38.4	63.4	162.8
相对新华富时 A50 指数	38.5	26.2	41.2	78.7

发行股数(百万)	1,804
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	12,232
3个月日均交易额(人民币 百万)	148
净负债比率(%) (2015E)	192
每股重估净资产值(人民币) (2015E)	8.66
主要股东(%)	
浙江省商业集团有限公司	28

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 3 月 30 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

房地产: 房地产开发

田世欣*

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*卢骁峰为本报告重要贡献者

目录

一、 公司概况.....	3
二、 嘉凯城-城市客厅项目.....	5
三、 传统房地产业务.....	13
四、 财务分析.....	15
五、 盈利预测及投资建议.....	16
研究报告中所提及的有关上市公司.....	20

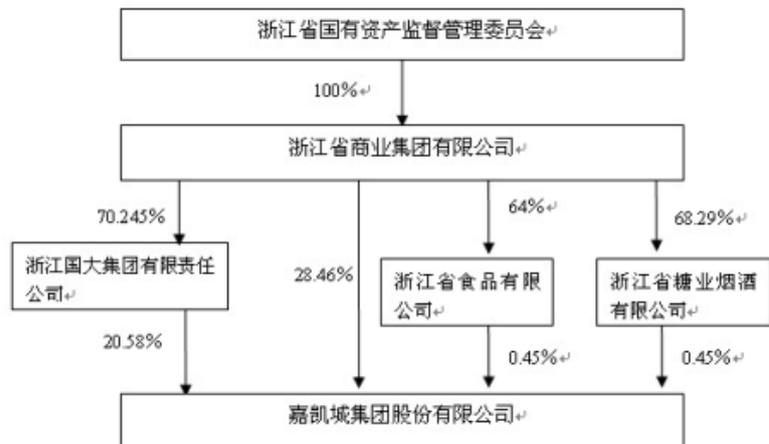
一、公司概要

嘉凯城，原名 ST 亚华，于 2009 年 10 月 19 日成功完成重组并在深交所更名上市，公司获得浙商集团的优质地产资源注入，是浙江省国资委旗下唯一的房产上市公司，资产规模逾 300 亿。公司以房地产投资及开发为主业，兼有商业资产经营管理、房地产金融、物业服务、贸易等业务。

公司具备二十多年的房产开发及商业资产管理经验，已经成功开发了 60 多个房地产项目，包含中高端住宅、酒店、城市综合体等，产品线丰富。公司目前主要项目分布长三角大中型城市如苏州、杭州、上海等，以及青岛、重庆等其他核心城市，业务定位以中高端住宅为主、商业为辅。2013 年以来，公司致力于研究城镇新型商业的业务发展及盈利模式，并通过“嘉凯城-城市客厅”打造长三角的城镇生活服务平台。

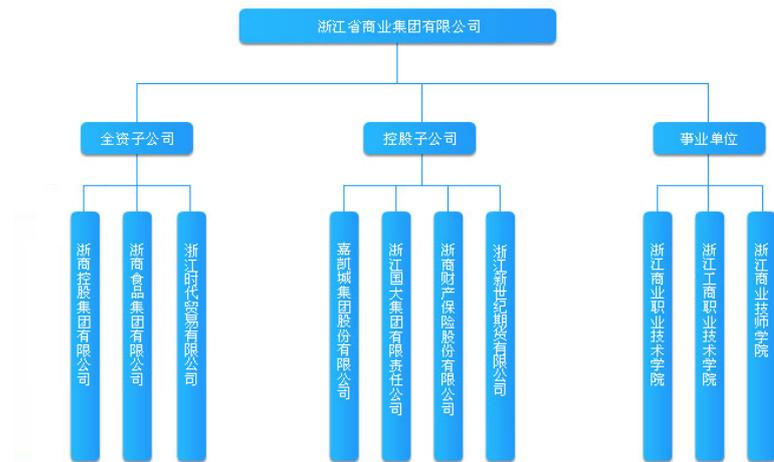
嘉凯城第一大股东浙江商业集团系浙江省国资委全资控股的子公司，集团直接和间接持有嘉凯城 43.5% 的股权。浙江省商业集团有限公司是浙江省省属国有大型企业集团，拥有全资、控股、参股企业 10 家。2014 年，浙商集团实现营业收入 378 亿元，利润总额 5.44 亿元，名列 2014 中国企业 500 强第 262 位，集团产业覆盖商贸流通业（百诚集团）、房地产业（嘉凯城）、酒店旅游业（雷迪森旅业）、金融服务业（浙商保险、新世纪期货）和职业教育业等。

图表 1. 嘉凯城股权结构



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2. 浙商集团组织架构



资料来源：浙商集团官网，中银国际研究

二、嘉凯城-城市客厅项目

1、打造“城市客厅”自上而下转型生活服务平台商

2013 年以来，嘉凯城紧跟国家政策，实现了从传统的房产开发商到城镇生活服务平台商的战略转型：

在执行层面，公司以“现代体验式商业+政府公共资源配套”的独特业态组合，通过高密度布局集政务服务、公共服务、体验式商业、餐饮娱乐和 O2O 等政务与商业功能于一体的嘉凯城-城市客厅，立足长三角经济强镇，构建面对城镇居民的生活服务平台，并最终打造出产业发展和城镇建设融合的全产业链发展模式，全面助力新型城镇化。

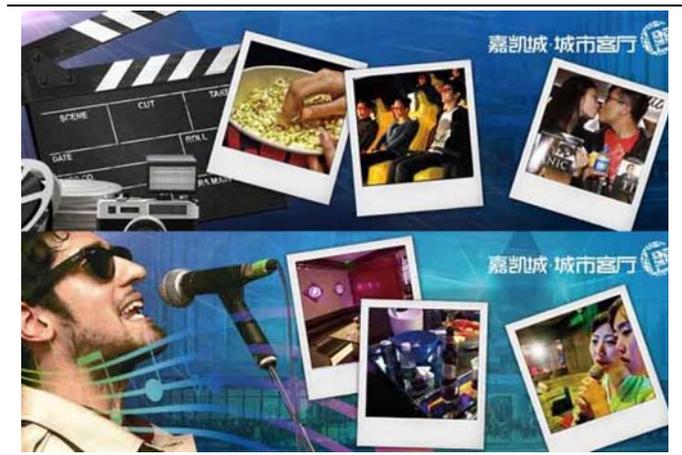
在项目层面，公司依托周边的教育、文化、卫生等政府公共资源，打造集传统零售、餐饮、旅游、社交娱乐、O2O 商业、综合市政服务等功能于一体的综合综合型业态、展示与服务功能的 O2O 特色业态、市政服务与本地特色业态的城镇居民服务平台。

图表 3. 嘉凯城城市客厅升级当地零售、餐饮等传统业态



资料来源：微信公众号、中银国际研究

图表 4. 嘉凯城城市客厅重点布局休闲娱乐等体验式消费

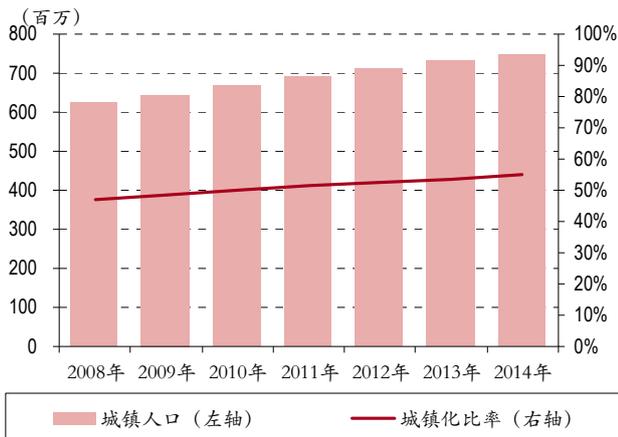


资料来源：微信公众号、中银国际研究

2011 年，浙江省政府出台《浙江省新型城市化发展“十二五”规划》。2012 年，浙江省委、省政府又召开了全省新型城市化工作会议，出台了《浙江省深入推进新型城市化纲要》。2013 年，公司及控股股东浙商集团整合浙大、复旦及哈佛大学的专家资源，成立非企业组织长三角城镇发展数据研究院，通过大数据研究为政府的城镇化发展规划及嘉凯城的城镇化投资提供决策支持。城镇生活服务平台正是嘉凯城把握国家“新型城镇化”发展战略重点培育的核心业务。

2014 年 12 月，浙江省国资委主任调研项目时表示：“城市客厅实际上是政府与企业双赢的合作模式。作为政府来讲，城市客厅提供了包括公共服务在内的生活服务平台，可以提升老百姓的生活品质；而对于企业来说，既承担了社会责任，同时也可以产生一定的盈利。”

图表 5. 我国人口城镇人口和城镇化比率



资料来源：国家统计局、中银国际研究

图表 6. 店口镇政府领导与嘉凯城城市客厅合作签约仪式



资料来源：浙商网、中银国际研究

2015年2月6日，嘉凯城首个“城市客厅”项目在店口镇开业，项目自2014年初开工，开发只用了不到一年时间。开业前，项目的招商率已超过95%，入驻率达到94%，引进了60多家国内外知名品牌及不同业态的代表商户；开业三天后，客流量达到25万人次。首批开业的项目主要是现代商业部分，项目中的政府公共服务配套地块仍在开发阶段，未来将租给政府运营收取租金。嘉凯城店口镇城市客厅目标打造成为一个容纳公共服务、汇聚知名商业品牌，业态丰富，引领店口人民生活潮流的城镇中心：

(1) 零售业态方面，引入一线城市消费都喜爱的世界知名轻奢品牌 Coach，H&M、Zara 等时尚品牌，物美超市，以及被评为“2015年最具成长性品牌”的素型生活馆；

(2) 餐饮方面，有大人小孩喜闻乐见的德克士，有白领小资最爱的弗兰德咖啡馆，从德国引进全啤酒生产线的山姆德式啤酒吧，还有西餐牛排、韩国烧烤、时尚火锅、特色农家菜等各类丰富菜系；

(3) 儿童娱乐方面，引进以金鹰卡通知名动画人物麦咕的冒险为主线的大型儿童主题乐园麦咕乐园；

(4) 休闲娱乐方面，有国内名列前茅的星美院线，以及好莱屋 KTV、雪豹真人 CS、火蚁网咖、卡维尼动漫娱乐城等各种体验式娱乐业态；

(5) 综合服务配套方面，有来自香港的正能量健身中心、嘉人美容美发等品牌进驻，还有药店、口腔诊所、中福彩票等，解决店口居民一站式生活配套。

图表 7. 嘉凯城店口镇城市客厅开业当天


资料来源：微信公众号、中银国际研究

图表 8. 嘉凯城店口镇城市客厅入驻品牌


资料来源：浙商网、中银国际研究

截至 2014 年 12 月，公司已陆续获取浙江省 15 个“城市客厅”项目，合计建筑面积 60.08 万平方米。从获取的项目来看，单个项目开发体量小，建设周期短（从拿地到开业仅约 12 个月），适合快周转的布局，平均建筑面积仅约 3-4 万平米；同时，由于获得地方政府大力支持，项目拿地价格也较为便宜，平均楼面均价仅约 1,619 元/平米。对于大部分商业物业，公司只出售所有权而保留经营权，为发展线上业务打造线下产业基础。截至 2014 年 6 月，公司城镇商业累计运营面积为 15.82 万平方米。

图表 9. 嘉凯城已获得的“城市客厅”投资项目

城市客厅	区域	获取时间	权益(%)	成交价格 (万元)	土地面积 (平方米)	容积率	建筑面积 (平方米)	楼面地价 (元/平米)
店口镇	浙江诸暨	2013/10/22	100	8,625	37,493	1.25	46,866	1,840
千岛湖镇	浙江海盐	2014/05/05	70	9,197	31,068	1.6	49,708	1,850
海盐县	浙江海盐	2014/07/02	100	11,931	39,769	1.8	71,584	1,667
塘栖镇	浙江杭州	2014/09/05	100	7,795	22,593	1.6	36,185	2,154
崇福镇	浙江桐乡	2014/09/10	100	10,100	33,770	1.6	54,033	1,869
袍江开发区	浙江绍兴	2014/11/07	100	4,410	18,565	1.6	29,704	1,485
分水镇	浙江桐庐	2014/12/02	100	2,850	21,442	1.5	32,163	886
横村镇	浙江桐庐	2014/12/02	100	2,200	21,551	1.5	32,327	681
双林镇	浙江湖州	2014/12/17	100	4,320	19,220	1.6	30,752	1,405
泽国镇	浙江温岭	2014/12/25	100	6,950	22,426	2.3	51,580	1,347
新埭镇	浙江平湖	2014/12/27	100	3,478	19,322	1.3	25,119	1,385
枫桥镇	浙江诸暨	2014/12/31	100	2,330	19,933	1.4	27,906	835
瓶窑镇	浙江余杭	2014/12/31	100	9,987	32,477	1.6	51,963	1,922
星桥	浙江余杭	2014/12/31	100	7,512	20,745	1.6	33,192	2,263
闲林	浙江余杭	2014/12/31	100	5,559	17,859	1.6	27,681	2,008
合计				97,244	378,233	1.6	600,763	1,619

资料来源：公司公告、中银国际研究

2、布局长三角经济千强镇挖掘消费需求

嘉凯城的城市客厅项目聚焦于进入长三角的千强镇。根据最新 2012 年版的中国千强镇排行数据，千强镇中长三角地区占到 636 个，其中上海 102 个、江苏 266 个、浙江 268 个。而在嘉凯城已投资的 15 个城市客厅项目中，10 个项目布局居于国内的 500 强（图表右侧栏），旗舰项目所处的浙江诸暨市店口镇的排名位处 47 位的高位，诸暨店口当地拥有海亮股份和如意集团等 6 家上市公司，潜在消费能力较强，未来“城市客厅”项目的扩张空间巨大。

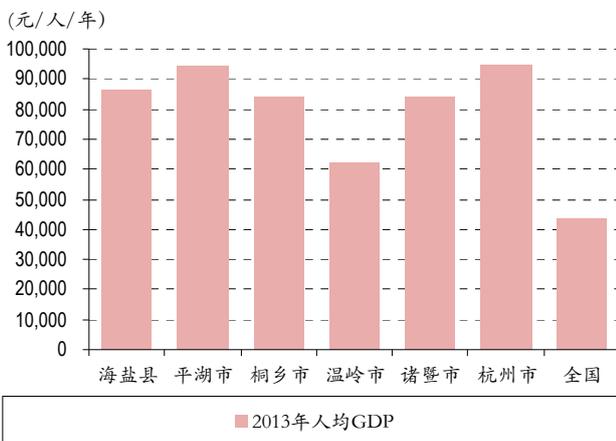
图表 10. 2012 年千强镇排名和综合指数

排名	千强镇名 (TOP 10)	综合指数	排名	千强镇名 (嘉凯城布局)	综合指数
1	广东东莞市虎门镇	164.4	47	浙江诸暨市店口镇	104.4
2	江苏昆山市玉山镇	161.6	145	浙江温岭市泽国镇	85.7
3	广东东莞市长安镇	160.3	213	浙江诸暨市枫桥镇	79.4
4	江苏苏州园区娄葑镇	154.6	271	浙江余杭区闲林镇	75.1
5	广东东莞市塘厦镇	153.8	283	浙江袍江区斗门镇	74.5
6	上海浦东新区花木镇	148.5	329	浙江南浔区双林镇	72.2
7	广东中山市小榄镇	144.2	341	浙江余杭区塘栖镇	71.4
8	江苏张家港市杨舍镇	141.6	379	浙江桐乡市崇福镇	70.1
9	上海浦东新区金桥镇	139.9	380	浙江余杭区瓶窑镇	70
10	上海浦东新区张江镇	137.6	418	浙江平湖市新埭镇	67.9

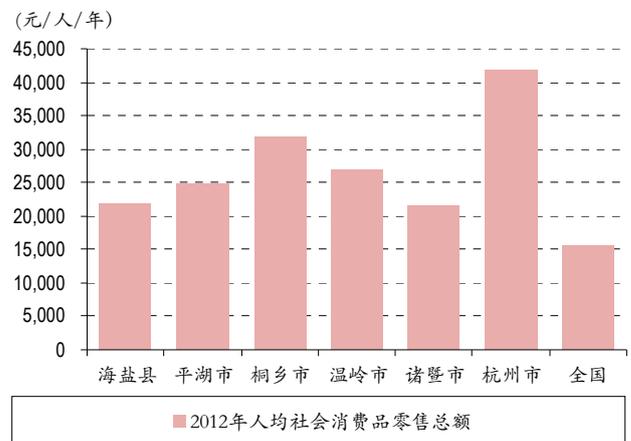
资料来源：2012 年全国千强镇排行、中银国际研究

从数据上看，千强镇的经济水平显著高于全国平均水平，但消费需求尚待挖掘。以公司建筑体量最大的项目“海盐县城市客厅”所处的海盐县为例，2013 年海盐县人均 GDP 为 86,298 元，杭州市人均 GDP 为 94,566 元，全国人均 GDP 为 43,320 元；2012 年海盐县人均社会消费品零售总额为 21,872 元，杭州市人均社零总额为 41,673 元，全国人均社会消费品零售总额为 15,531 元。

根据数据测算，海盐县的经济水平是杭州市的 0.91 倍，是全国的 2.03 倍；但消费水平仅是杭州市的 0.52 倍，是全国的 1.41 倍。受制于地方城镇化的进程，二三线县镇的商业设施并不成熟，而“城市客厅”战略的推出有望迅速释放当地潜在消费升级的需求。

图表 11. 嘉凯城已布局区域和全国人均 GDP 比较


资料来源：万得数据、中银国际研究

图表 12. 嘉凯城已布局区域和全国人均社零总额比较


资料来源：万得数据、中银国际研究

3、资产证券化模式迅速扩张规模

嘉凯城为了保障“城市客厅”战略的迅速扩张和资金周转，去年 4 月与中再保险旗下的中再资产合作设立“中再-嘉凯城城镇化发展基金”，发行规模不超过 50.01 亿元。其中，优先级 LP（外部投资者）出资比例为 80%，收益率为 8%；GP 和劣后级 LP 均为嘉凯城全资子公司，后者出资比例为 20%。根据项目性质及资金需求，基金将以多种投资形式参与“城市客厅”项目的土地取得、项目开发、物业持有等各个环节，其中以参与建设开发阶段为主，解决开发资金的来源问题。

图表 13. 中再—嘉凯城城镇化发展基金合同内容

合伙人分级	投资者	出资	分配顺序和收益率
优先级有限合伙人	中再资产及机构投资者	80%	获得投资本金 8%/年的投资收益
普通合伙人	凯思达 (全资子公司)	100 万	(1) 收取有限合伙企业实缴现金出资的 1.9%/年的基金管理费; (2) 在完成对优先级的全部分配之后, 按照基金劣后级及普通合伙人每笔投资本金, 获得年化 12%/年的投资收益
劣后级有限合伙人	城镇化公司 (全资子公司)	20%	在按照前述 2 项要求分配后仍有剩余的, 其中 80%用于向劣后级有限合伙人分配, 其中 20%用于向普通合伙人分配。

资料来源: 公司公告、中银国际研究

在“城市客厅”完工后, 项目将通过公司 2011 年成立的凯思达基金(公司全资控股且为 GP)以资产证券化的方式出表, 保证现金流的有效运转, 实现规模的快速扩张和战略布局。我们以基金的预期回报率 8%为基准, 按浙江地区可比物业租金和持有性物业运营商的税后净利率测算, 每个城市客厅项目的售价约 2,000-3,500 元/平米, 可完全覆盖较低的平均土地成本 1,600 元/平米, 同时解决普通开发商面临的资金成本问题, 类似国外 REITs 的模式, 有利于公司加快战略布局。

图表 14. 城市客厅项目售价测算 (元/平米)

租金(元/平米/天)	税后净利率(%)			
	15%	20%	25%	30%
1.5	1,027	1,369	1,711	2,053
2.0	1,369	1,825	2,281	2,738
2.5	1,711	2,281	2,852	3,422
3.0	2,053	2,738	3,422	4,106
3.5	2,395	3,194	3,992	4,791

资料来源: 中银国际研究

公司将在 3 年内以浙江为核心在长三角开发 200 个城市客厅。按照规划, 预计到 2017 年, 嘉凯城 200 个城市客厅所服务、覆盖的人口将达到 3,500 万至 4,000 万, 整体营业规模达到 1,000 亿元。目前城市客厅的资产规模约 40-50 亿元, 占比 300 多亿的规模的 10%-20%, 而规划三年以后, 城市客厅与传统地产业务的贡献将各占比 50%。预计 2015 年公司将完成 60 个项目的签约, 2016 年完成超过 100 个项目的签约。

4. 打造互联网生活平台布局城镇 O2O

2015 年 3 月, 公司为实现“城市客厅”项目的线上线下融合, 设立全资子公司——嘉凯城城市客厅互联生活平台有限公司, 负责城镇生活服务平台线上平台的搭建, 完善线上平台布局。互联平台公司的主营业务范围包括:

- (1) 实施城市客厅产品的全信息化建设, 搭建城镇生活服务平台;
- (2) 并购标的产品定位和并购设计;
- (3) 投后管理及增值服务;
- (4) 下属企业的资源整合和业务整合, 形成互联网产业链闭环。

公司未来将以围绕搭建城镇生活服务平台的战略为核心、以利润为导向, 对业务模式清晰、利润来源独立的互联网公司和 O2O 应用公司进行持续并购, 打造互联网产业链闭环。

互联网平台公司能充分利用“城市客厅”生活服务平台带来的数据和信息，通过投后增值管理、资源及业务整合，形成互联网产业生态圈，成为本公司新的业务和利润增长点，促进公司向城镇生活服务平台商的战略转型。

图表 15. 嘉凯城城市客厅微信公众号



资料来源：微信公众号，中银国际研究

从城市客厅的初版微信公众号和移动 APP 来看，移动端平台主要提供商户信息、商品动态及消费优惠等信息服务，同时亦提供团购、优惠券、餐厅预订、外卖、在线购物及电子会员卡等 O2O 交易服务。同时，微社区和商户点评等功能也满足了目标群体的社交需求以及与商家的互动体验，有助于增加线上客户粘性，并利用互联网的传播功能以 O2O 模式向线下导流，最终形成线上线下产业链闭环。

图表 16. 嘉凯城城市客厅 APP



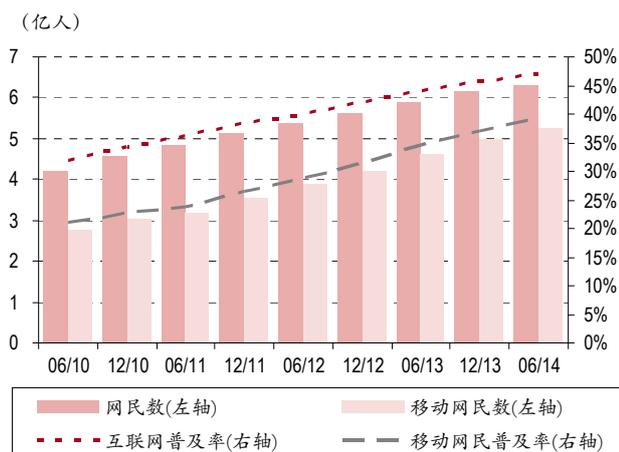
资料来源：iTunes，中银国际研究

图表 17. 嘉凯城城市客厅微社区

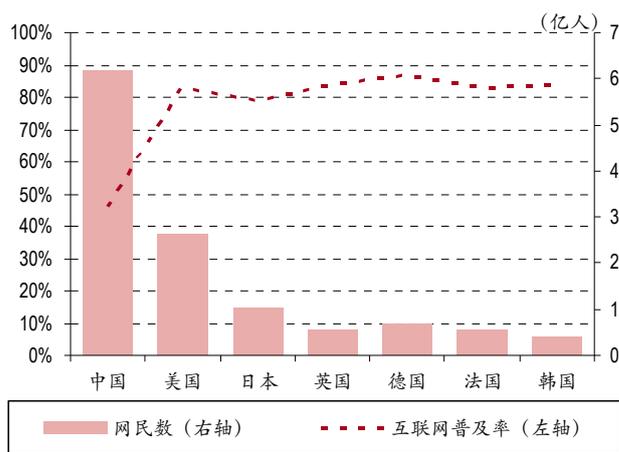


资料来源：微信公众号，中银国际研究

根据中国互联网信息中心 (CNNIC) 发布的研究报告，截至 2014 年 6 月，中国网民数量达 6.32 亿，互联网普及率达 46.9%，但较日韩、欧美等地区 80% 的普及率仍有不小的差距，主要体现在国内二三线县镇的网络使用率方面。同时，随着智能手机的普及和移动通信技术的发展，近年移动互联网普及率高速增长。截至 2014 年 6 月，中国移动端网民数量达到 5.27 亿，普及率达到 39.1%。

图表 18. 中国（移动）网民规模和（移动）互联网普及率


资料来源: CNNIC、中银国际研究

图表 19. 2013 年全球各国网民规模和互联网普及率


资料来源: 国际电信联盟及 CNNIC、中银国际研究

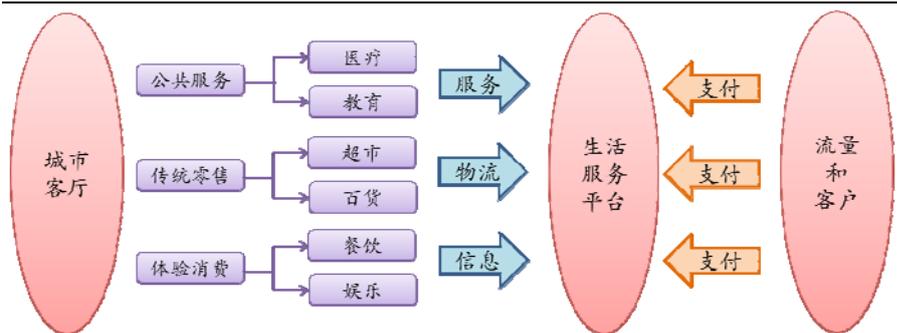
我们以平均 20 万人口/镇和未来 50% 的平均互联网普及率测算, 根据嘉凯城规划, 如果 10% 的当地网民使用公司的互联网产品, 2015 年项目带来的合计线上客户数量就将达到 60 万人次, 2017 年项目带来的合计数量有望突破 200 万人次。公司目前通过内生式发展培育客户粘性和流量, 未来将通过外延式并购建立线上平台的盈利模式, 真正实现 O2O 闭环。

图表 20. 嘉凯城互联网产品线上客户数量测算

年份	覆盖城市数量	当地网民中嘉凯城互联网产品使用率				
		1%	2%	5%	10%	15%
2014 年	15	2	3	8	15	23
2015 年	60	6	12	30	60	90
2016 年	120	12	24	60	120	180
2017 年	200	20	40	100	200	300

资料来源: 中银国际研究, 假设平均 20 万人口/镇和未来 50% 的平均互联网普及率

由于“城市客厅”所在经济强镇大部分居住留守老人和小孩, 我们认为公司有望在生鲜物流、在线医疗、在线教育等 O2O 领域展开重点布局; 在互联网平台在形成一定的流量后, 公司有望介入 O2O 金融领域, 包括支付卡业务、小微贷款等, 实现多样化的变现模式; 而依靠平台流量获取的大数据同样具有想象空间。

图表 21. 嘉凯城流量变现途径和 O2O 布局


资料来源: 中银国际研究

5.小结：新型城镇化+O2O=稀缺标的

综上所述，我们认为公司深度聚焦长三角经济强镇的消费升级需求，区别于传统的城镇基建类投资，真正契合“新型城镇化”的战略思想，也是国内 A 股的稀缺标的。同时，公司具有深厚的国资委背景，“城市客厅”项目自上而下推行具有很高的操作壁垒，具备不可复制性的特点：

(1) 战略上，嘉凯城积极布局具有经济实力且潜在消费需求巨大的长三角千强镇，以浙江国资委股东背景与地方政府合作，拿地成本低廉并形成共赢局面，未来的市场空间巨大；

(2) 模式上，嘉凯城的“城市客厅”战略从线下布局向线上延伸，有助于迅速扩大城镇客户群的覆盖，培养线上客户粘性，并以外延式并购打造线上平台，真正形成 O2O 商业模式的闭环；

(3) 财务上，公司目前处于线下快速扩张阶段，通过资产证券化的模式加速现金流转，保障开发进度，未来则将依靠线上流量，通过外延式并购转型轻资产模式下的 O2O 运营商，或布局于在线医疗、在线教育、生鲜物流、互联网金融等领域。

三、传统房地产业务

公司传统的房地产开发业务主要聚焦于江苏、上海、浙江等长三角地区，同时在山东、重庆、湖北等地区也有业务布局。2013年，公司实现合同销售面积 35.7 万平方米，同比下降 19.9%，销售金额 79.8 亿元，同比增长 2%，销售均价 22,328 元/平米；公司实现房地产业务结算收入 82.73 亿元，同比增长 47.8%，收入占比主营业务收入的 74%，实现毛利率 25.4%，毛利占比公司整体毛利的 94%。

2014 年上半年公司通过招拍挂取得了诸暨信友项目和张家港项目，通过收购方式取得了上海棉纺新村旧城改造项目，累计新增土地储备 70.5 万平方米。截至 2014 年 6 月，公司在建项目 9 个，在建面积 139.3 万平方米，重庆北麓官邸、上海徐汇城市之光、上海新江湾城市之光等项目取得了较好的销售业绩。

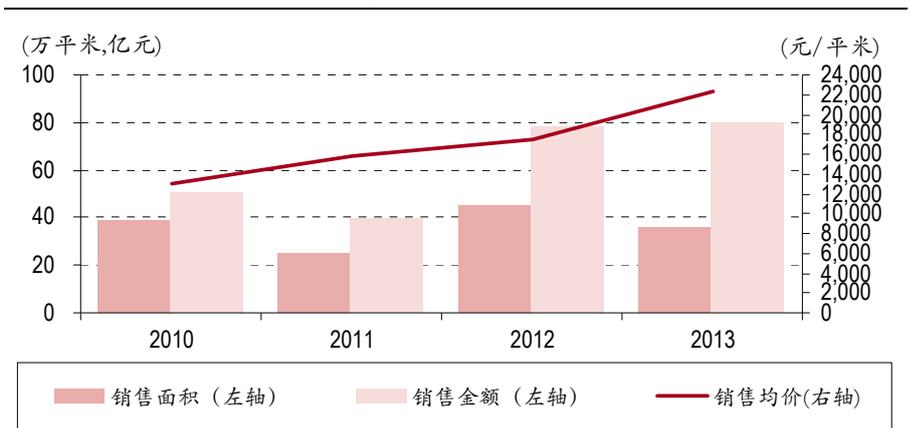
经测算，目前公司传统房地产项目累计权益储备面积约 350 万平米，加上 60 万平米的 15 个城市客厅项目计算，公司 2015 年重估净资产价值达到 158 亿元，合 8.76 元/股。

图表 22. 嘉凯城 NAV 测算

(万元)	2014 年	2015 年	2016 年
房地产净利润折现	976,471	961,493	935,889
净资产账面价值	601,722	618,538	641,643
NAV	1,578,193	1,580,031	1,577,532
总股本 (万股)	180,419	180,419	180,419
每股 NAV (元/股)	8.75	8.76	8.78

资料来源：万得数据，中银国际研究

图表 23. 2010-2013 年嘉凯城房地产业务销售情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 24. 嘉凯城截至 2013 年 12 月房地产项目开发情况

项目名称	位置	权益比例 (%)	规划建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)
嘉凯城(苏州) 苏纶场	江苏省苏州市沧浪区	61	386,135	235,542	20,000
嘉凯城(苏州) 吴门天地	江苏省苏州市沧浪区	41	41,053	16,832	8,000
嘉凯城(无锡) 嘉业国际城	江苏省无锡太湖新城	58	379,336	220,015	10,000
嘉凯城(徐汇) 中凯城市之光	上海市徐汇区	100	133,453	133,453	80,000
嘉凯城(上海) 新江湾中凯城市之光	上海市杨浦区	100	127,965	127,965	40,000
嘉凯城(杭州) 名城公馆	浙江省杭州拱墅区	100	111,910	111,910	40,000
嘉凯城(杭州) 名城博园	浙江省杭州余杭区	100	232,341	232,341	10,000
嘉凯城(湖州) 太湖阳光假日	浙江省湖州太湖旅游度假区	99	313,000	309,557	8,000
嘉凯城(湖州) 龙溪翡翠	浙江省湖州龙溪港	99	392,409	388,485	12,000
嘉凯城(嘉善) 嘉业阳光城	浙江省嘉善县魏塘镇	48	303,459	145,660	6,000
嘉凯城(青岛) 时代城	山东省青岛李沧区	51	1,446,706	737,820	9,000
嘉凯城(潍坊) 东方天韵	山东省潍坊奎文区	79	337,752	266,824	4,000
嘉凯城(重庆) 北麓官邸	重庆市江北区	100	97,313	97,313	20,000
嘉凯城(重庆) 魔方城	重庆市江北区	100	113,841	113,841	20,000
嘉凯城(武汉) 巴登城	湖北省武汉江夏区	51	1,310,000	668,100	10,000
合计			5,726,673	3,805,658	

资料来源: 公司公告、搜房网、中银国际研究

图表 25. 嘉凯城 2014 年获取房地产项目情况

项目名称	位置	权益比例 (%)	规划建筑面积 (平方米)	权益建筑面积 (平方米)	平均售价 (元/平方米)
诸暨信友项目	诸暨市城西工业新城	100	116,988	116,988	9,000
张家港项目	张家港市城西经济开发区	75	469,898	352,423	10,000
上海棉纺新村旧城改造项目	上海市普陀区	100	160,800	160,800	50,000
合计			705,186	587,711	

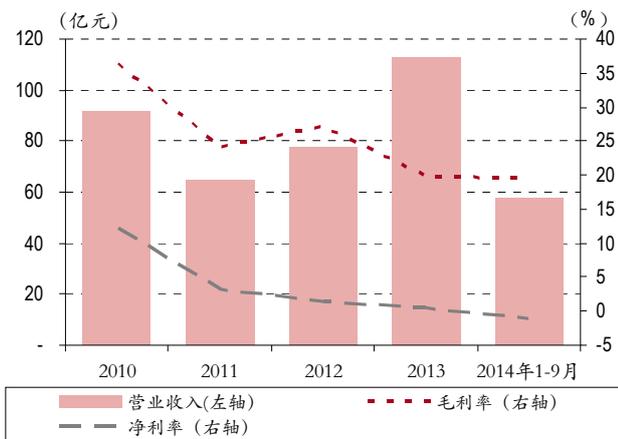
资料来源: 公司公告、搜房网、中银国际研究

四、财务分析

公司的主营业务包括房屋销售、商品销售和物业管理等，2013 的收入占比分别为 75%、23%和 1%，毛利率分别为 25.4%、-0.9%和 14.2%。公司业绩主要由房地产开发业务贡献。

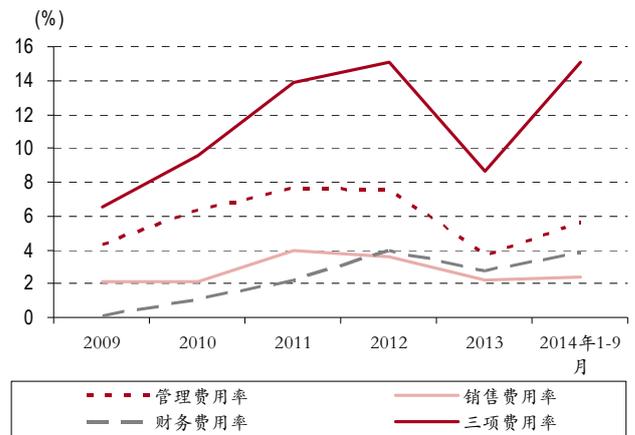
2014 年 1-9 月，公司营业收入为 57.25 亿元，同比下降 2.46%，主要因为 2013 年销售情况不理想，2014 年报告期内房地产可结转项目较少；归母净利润为 -5,828 万元，同比下降 215%，主要因为去年同期固定资产处置利得较多。

图表 26.2009-2014 Q3 公司营业收入和利润率



资料来源：万得数据、中银国际研究

图表 27. 2009-2014Q3 公司三项费用率



资料来源：万得数据、中银国际研究

截至 2014 年 9 月 30 日，公司资产负债率为 83.4%，净负债率为 278.4%。公司负债率上升明显且显著高于行业平均水平，源于公司的城市客厅项目所需的资金量较大。随着房企再融资的放开，不排除公司后续有股权再融资的需求。

2014 年 1-9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 66.45 亿元，同比增长 24.5%，9 月末公司预收账款达到 29.7 亿元，较年初增长 3.9%。目前预收账款对营业收入的锁定率较低。

图表 28.2009-2014 Q3 公司资产负债率



资料来源：万得数据、中银国际研究

图表 29. 2009-2014Q3 公司现金流、营收和预收款情况



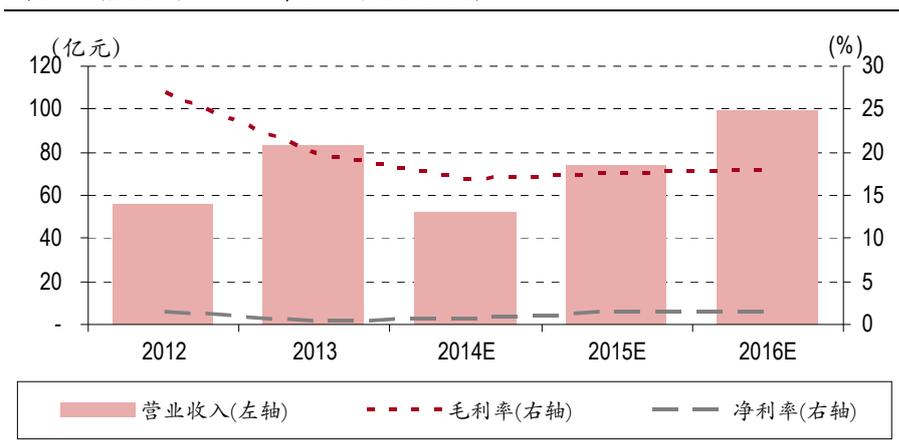
资料来源：万得数据、中银国际研究

五、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

随着房地产行业政策持续利好销售回暖，而嘉凯城大部分储备项目均布局于一二线城市，且城市客厅项目积极推进，我们预测公司 2014-16 年收入增速分别为-22%、32%、29%，2014-16 年每股收益分别为 0.03 元、0.09 元、0.13 元。

图表 30. 嘉凯城 2014-16 年收入和盈利测算



资料来源：公司数据，中银国际研究

2、估值

嘉凯城未来将全面推行城市客厅战略，积极转型互联网领域。从国内外经验来看，由于互联网公司盈利周期区别于传统产业，市场估值更倾向于关注商业模式的定性分析和比较、以及客户覆盖量、PV、UV 等非财务类指标，尤其对于尚不具备盈利能力的初创型互联网公司。

由于嘉凯城推行的 O2O 商业模式具有独特性和稀缺性，A 股尚不能找到合适的可比公司，因此我们认为城市客厅业务并不适用传统的市盈率、市净率等方法估值。我们选取港股中同样致力于打造 O2O 城市生活服务平台且处于地产产业链上的彩生活 (1778.HK) 进行对比。

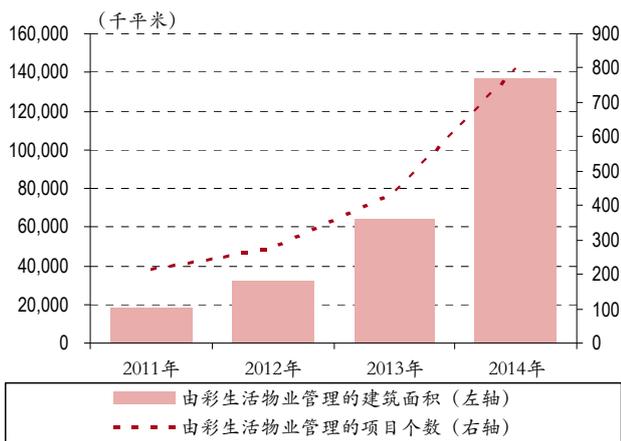
彩生活作为花样年集团控股企业，是一家集物业服务、资产运营、社区服务为一体的科技型、综合型物业服务运营集团，目前已经发展成为中国最大的社区服务运营商。彩生活开发并运营了彩之云社区服务平台，该平台以物业管理服务为基础，围绕小区基本服务和配套生活服务，为业主和商家提供对称的信息与交易平台。公司目标在 2020 年实现 4,000 万的人口覆盖。

图表 31.彩生活和嘉凯城城市客厅对比

	花样年*彩生活 1778.HK	嘉凯城*城市客厅 000918.CH
代码简称	1778.HK	000918.CH
业务模式	以物业管理服务为基础，围绕小区基本服务和配套生活服务，为业主和商家提供对称的信息与交易平台，以网络技术结合本地服务为主，为业主和住户打造一站式的本地生活服务平台。	以开发城市客厅为基础，打造集公共服务、购物餐饮、休闲娱乐为一体的 O2O 城镇生活服务平台；公司未来将围绕平台以利润为导向，持续并购对业务模式清晰的互联网公司 and O2O 应用公司。
线上平台	彩之云 APP 提供物业服务、房屋银行和打租服务、周边商家订购服务、机票酒店充值等线上服务、生活用品电子商城与团购服务、饮用水营养早餐等服务。	城市客厅 APP 提供商户信息、商品动态及消费优惠等信息服务，同时亦提供团购、优惠券、餐厅预订、外卖、在线购物及电子会员卡等 O2O 交易服务。
核心区域	深圳	浙江
覆盖区域	全国（华南、东为主）	长三角
市值（亿元）	66	122
市净率 PB(MRQ)	6.1	2.9
市盈率 PE(TTM)	45	-175

资料来源：公司网站、万得数据、中银国际研究；数据截至 2015 年 3 月 30 日

彩生活作为国内领先的物业管理公司和稀缺的生活服务平台类标的，自 2014 年港交所上市以来，P/E 估值始终维持在高位，主要源于其独特的酬金制物业管理模式（100%的毛利率）和聚焦于 O2O 社区服务的轻资产模式（线上购物、二手房中介等），而过去几年公司管理的物业数量和面积均实现了大幅增长。

图表 32.2011-2014 年公司管理物业面积


资料来源：公司公告、中银国际研究

图表 33. 公司自上市以来的估值 P/E (TTM)


资料来源：万得数据、中银国际研究

彩生活 2014 年管理物业面积达 2.5 亿平米，计划 2015 年管理面积 3.2 亿平米，2017 年达到 10 亿平米，覆盖人口 4,000 万人，复合增长率约 25%。嘉凯城的城市客厅项目在 2014 年进入了 15 个县镇，计划 2015 年进入城市 60 个，2017 年达到 200 个，覆盖约 4,000 万人口，复合增长率高达 137%，嘉凯城的目标扩张速度和规模均高于彩生活。

图表 34. 彩生活和嘉凯城城市客厅对比

	彩生活		城市客厅	
	管理物业面积	覆盖人口测算	进入县镇数量	覆盖人口测算
2014 年	2.5 亿平米	750 万人	15	300 万人
2015 年	3.2 亿平米	960 万人	60	1,200 万人
2017 年			200	4,000 万人
2020 年	10 亿平米	3,000 万人		

资料来源：公司公告、中银国际研究

注：覆盖人口以 3 人/百平米和 20 万人/镇测算

我们采用分部估值法对嘉凯城进行估值：1、地产业务使用净资产折价的方式进行估值，给予公司 20% 的 2015 年 NAV（158 亿元）折价，即 126.4 亿元；2、城市客厅业务按对标企业——彩生活的市值（66 亿元）给予 20% 的折价，即 52.8 亿元。公司合计重估后 NAV 约 224 亿元，20% 折价后的合理估值约 179.2 亿元，即 9.93 元/股。

图表 35. 嘉凯城传统地产业务 NAV 测算

(万元)	2014 年	2015 年	2016 年
房地产净利润折现	976,471	961,493	935,889
净资产账面价值	601,722	618,538	641,643
NAV	1,578,193	1,580,031	1,577,532
总股本（万股）	180,419	180,419	180,419
每股 NAV（元/股）	8.75	8.76	8.78

资料来源：万得数据、中银国际研究

3、投资建议

我们认为嘉凯城“城市客厅”的商业模式具有独特性和稀缺性。公司深度聚焦长三角经济强镇的消费升级需求，区别于传统的城镇基建类投资等模式，真正契合“新型城镇化”的战略规划，也是国内 A 股的稀缺标的。同时，公司具有深厚的国资委背景，“城市客厅”项目自上而下推行具有很高的操作壁垒，具备不可复制性的特点：

(1) 战略上，嘉凯城积极布局具有经济实力且潜在消费需求巨大的长三角千强镇，与地方政府大力合作降低拿地成本形成共赢局面，未来的市场空间巨大；

(2) 模式上，嘉凯城的“城市客厅”战略从线下布局向线上延伸，有助于迅速扩大城镇客户群的覆盖，培养线上客户粘性，并以外延式并购打造线上平台，真正形成 O2O 商业模式的闭环；

(3) 财务上，公司目前处于线下快速扩张阶段，通过资产证券化的模式加速现金流流转，保障开发进度，未来则将依靠线上流量转型轻资产模式下的 O2O 运营商，或布局在线医疗、在线教育、生鲜物流、互联网金融等领域。

在新型城镇化的大背景下，考虑到公司独特而稀缺的商业模式和发展前景，我们采用分部估值法给予公司 9.93 元的目标价，其中地产部分给予 20% 的 2015 年 NAV 折价，城市客厅业务按可比的生活服务类平台企业给予相对估值，首次评级为**买入**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	7,754	11,248	8,725	11,514	14,852
销售成本	(6,291)	(9,813)	(7,743)	(10,182)	(13,102)
经营费用	(772)	(599)	(476)	(641)	(837)
息税折旧前利润	691	835	506	691	913
折旧及摊销	(88)	(63)	(38)	(37)	(37)
经营利润(息税前利润)	603	772	469	654	875
净利息收入/(费用)	(219)	(263)	(300)	(350)	(469)
其他收益/(损失)	(34)	(35)	(38)	(48)	(61)
税前利润	285	446	76	224	308
所得税	(255)	(420)	(20)	(56)	(77)
少数股东权益	81	31	0	0	0
净利润	112	57	56	168	231
核心净利润	112	57	56	168	231
每股收益(人民币)	0.062	0.032	0.031	0.093	0.128
核心每股收益(人民币)	0.062	0.032	0.031	0.093	0.128
每股股息(人民币)	0.025	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	45	(22)	32	29
息税前利润增长(%)	n.a.	28	(39)	39	34
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	21	(39)	37	32
每股收益增长(%)	n.a.	(49)	(2)	199	37
核心每股收益增长(%)	n.a.	(49)	(2)	199	37

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	285	446	76	224	308
折旧与摊销	88	63	38	37	37
净利息费用	284	292	355	382	506
运营资本变动	1,166	(1,082)	4,194	(4,460)	(5,337)
税金	(255)	(420)	(20)	(56)	(77)
其他经营现金流	65	5	46	53	66
经营活动产生的现金流	1,634	(696)	4,688	(3,820)	(4,496)
购买固定资产净值	(25)	(9)	0	0	0
投资减少/增加	21	(52)	55	31	37
其他投资现金流	(0)	(1,043)	(86)	(88)	(128)
投资活动产生的现金流	(4)	(1,103)	(31)	(57)	(91)
净增权益	4	182	0	0	0
净增债务	673	3,052	(918)	1,166	5,420
支付股息	(1,298)	(1,580)	0	0	0
其他融资现金流	(17)	(99)	(86)	(88)	(128)
融资活动产生的现金流	(638)	1,555	(1,004)	1,079	5,292
现金变动	992	(244)	3,653	(2,798)	705
期初现金	2,085	3,165	3,292	6,439	3,642
公司自由现金流	1,629	(1,799)	4,657	(3,876)	(4,587)
权益自由现金流	2,302	1,253	3,740	(2,710)	833

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	3,165	3,292	6,439	3,642	4,347
应收帐款	2,066	3,691	2,863	3,779	4,874
库存	20,537	22,650	17,571	23,187	29,907
其他流动资产	1,051	1,070	861	1,127	1,445
流动资产总计	26,819	30,704	27,735	31,734	40,573
固定资产	599	361	397	434	470
无形资产	136	133	132	131	130
其他长期资产	670	853	811	818	844
长期资产总计	1,499	1,488	1,339	1,382	1,445
总资产	28,318	32,191	29,074	33,117	42,018
应付帐款	5,529	6,558	5,277	6,905	8,853
短期债务	6,888	7,569	6,652	7,818	13,238
其他流动负债	4,225	3,809	2,945	3,881	5,009
流动负债总计	16,642	17,936	14,873	18,603	27,101
长期借款	5,346	7,716	7,716	7,716	7,716
其他长期负债	482	580	467	611	784
股本	1,804	1,804	1,804	1,804	1,804
储备	2,426	2,486	2,544	2,712	2,943
股东权益	4,231	4,290	4,348	4,516	4,747
少数股东权益	1,618	1,669	1,669	1,669	1,669
总负债及权益	28,318	32,191	29,074	33,117	42,018
每股帐面价值(人民币)	2.34	2.38	2.41	2.5	2.63
每股有形资产(人民币)	2.27	2.3	2.34	2.43	2.56
每股净负债/(现金)(人民币)	5.03	6.65	4.39	6.59	9.21

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.9	7.4	5.8	6.0	6.1
息税前利润率(%)	7.8	6.9	5.4	5.7	5.9
税前利润率(%)	3.7	4.0	0.9	1.9	2.1
净利率(%)	1.4	0.5	0.6	1.5	1.6
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.9	1.7	1.5
利息覆盖率(倍)	1.7	2.4	1.1	1.6	1.6
净权益负债率(%)	155.1	201.3	131.8	192.3	258.8
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.7	0.5	0.4
估值					
市盈率(倍)	109.7	214.0	217.3	72.7	52.9
核心业务市盈率(倍)	109.7	214.0	217.3	72.7	52.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	160.6	313.4	318.3	106.5	77.5
市净率(倍)	2.9	2.8	2.8	2.7	2.6
价格/现金流(倍)	7.5	(17.6)	2.6	(3.2)	(2.7)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.8	29.0	39.8	34.9	31.6
周转率					
存货周转天数	1,191.5	803.1	948.0	730.5	739.6
应收帐款周转天数	97.3	93.4	137.1	105.3	106.3
应付帐款周转天数	260.2	196.1	247.5	193.1	193.6
回报率					
股息支付率(%)	382.7	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	2.6	1.3	1.3	3.8	5.0
资产收益率(%)	0.2	0.1	1.1	1.6	1.7
已运用资本收益率(%)	3.7	4.1	2.5	3.3	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

嘉凯城 (000918.CH/人民币 6.78, 买入)

彩生活 (1778.HK/港币 8.33, 未有评级)

以 2015 年 3 月 30 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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
西单北大街 110 号 7 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