

2010年4月22日

# 华侨城

## 经营状况良好，政策高压仍存

华侨城 2009 年实现营业收入和净利润同比增长 27% 和 20%，每股收益 0.55 元，高于我们的预测。鉴于行业调控风险，我们小幅下调了公司盈利预测，将目标价格下调至 13.70 元，并将评级从买入下调至持有。

### 支撑评级的要点

- 旅游业务收入激增 53%，地产业务持平，但毛利率均有下滑。华房和招商华侨城的利润贡献分别达到 77% 和 12%。
- 公司的旅游综合业务全国性布局已成，第二轮扩张基本完成。09 年末公司权益土地储备合计 672 万平米。
- 由于国内融资不畅，公司整体上市后对香港平台华侨城（亚洲）进行了一定的资源倾斜。
- 负债率合宜，经营性净现金流继续增长，年末预收房款达到 46.3 亿元，主要来自波托菲诺项和天麓项目锁定了我们预测房产收入的 62%。

### 影响评级的主要风险

- 信贷新政出台后的市场反应激烈程度超过预期；房产税政策预期临近对高端住宅的销售影响超过预期。

### 估值

- 华侨城受新政的结构性影响较大，我们小幅下调了对公司 2010-11 年的盈利预测 7.7% 和 3.5%，公司已披露土地储备进行重估后得到 2010 年末的每股净资产价值为 16.11 元，将目标价设定为 NAV 的 15% 折价，即 13.70 元，较之前的 24.40 元下调，将评级从买入下调至持有。

### 图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	8,657	10,957	12,607	15,902	21,206
变动 (%)	-	27	15	26	33
净利润 (人民币 百万)	1,498	1,706	2,334	2,853	3,629
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.482	0.549	0.751	0.918	1.168
变动 (%)	-	13.9	36.8	22.2	27.2
原先预测每股收益 (人民币)	-	-	0.814	0.952	-
调整幅度 (%)	-	-	(7.7)	(3.5)	N/A
市盈率 (倍)	25.0	22.0	16.0	13.1	10.3
每股现金流量 (人民币)	24.9	20.2	16.0	13.1	10.3
价格/每股现金流量 (倍)	0.43	2.53	(1.64)	1.18	2.09
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.1	4.8	(7.3)	10.2	5.8
每股股息 (人民币)	16.1	11.8	10.9	8.3	5.8
股息率 (%)	0.160	0.000	0.075	0.092	0.117

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 持有 (买入)

000069.SZ - 人民币 12.32

目标价格: 人民币 13.70 (↓24.40)

**田世欣**

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300206110230

### 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 (%)	(28)	(22)	(16)	(8)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(13)	(16)	(8)	(25)

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数 (百万)	3,107
流通股 (%)	49
流通股市值 (人民币 百万)	18,161
3个月日均交易额 (人民币 百万)	467
净负债比率 (%)	61
10年末每股评估净资产值 (人民币)	16.11
主要股东 (%)	
华侨城集团	56

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

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

## 2009 年净利润同比增长 40%，高于预期

华侨城 2009 年实现主营业务收入 108.9 亿元，同比增长 26.6%，净利润 17.06 亿元，较 2008 年模拟合并数同比增长 20%，每股收益 0.55 元，较我们的预测高了 15%；其中旅游业务收入 70.6 亿元，同比增长 53%，毛利率下滑 6 个点至 42%；房地产收入 32.5 亿元，同比下降 6%，毛利率下滑 5 个点至 58%。

从主要控股参股公司的业绩贡献来看，占比最大的华侨城房地产的利润贡献为 13.09 亿元，占到利润总额的 77%，其次是招商华侨城，占比 12%，东部华侨城和北京华侨城的占比均为 11%。

图表 2.主要控参股公司（百万元）

	持股比例	营业收入	净利润	业绩贡献
北京华侨城	63.24	1,357	299	189
东部华侨城	100	2,337	195	195
上海华侨城	100	115	5	5
云南华侨城	70			-
武汉华侨城	100			-
华侨城房地产	100	4,997	1,309	1,309
酒店集团	100	691	4	4
香港华侨城	100	639	16	16
深圳世界之窗	49	271	76	37
锦绣中华	49	130	7	3
招商华侨城	50	1,325	409	205
<b>合计</b>				<b>1,963</b>

资料来源：公司资料及中银国际研究

## 旅游业务增长快速，全国化布局形成

2009 年由于成都华侨城欢乐谷 1 月开业，上海华侨城 9 月开业，东部华侨城 8 月全面开业，旅游综合项目收入大幅增加，旅游接待人数突破 1,800 万人次，创历史新高；另外，公司的云南华侨城、泰州华侨城、欢乐海岸正在规划和建设中，旅游综合项目拓展方面步伐也比较快，5 月签约天津华侨城项目，8 月签约西安华侨城和武汉华侨城项目，并以此已摘牌获得 200 万平米的分布于武汉、西安的土地储备。目前公司的旅游综合业务已形成全国性的布局，第二轮扩张任务基本完成。

## 土地储备进一步增加，扩张成本低廉

公司年内摘牌了武汉东湖和西安曲江的土地，其中武汉项目楼面地价仅为 2,240 元/平方米，预计销售价格达到 8,000-10,000 元/平米，毛利率可观；西安项目一期 8.48 万平米建筑面积已经摘牌，后续二期土地预计年内摘牌。09 年末公司权益土地储备合计 672 万平米。2010 年计划开工 93.46 万平米，可售面积 80.45 万平米，较 2009 年的计划分别增长 47% 和 10%。但由于公司年报披露信息不全，我们并未得知公司 09 年销售、结算以及开工面积数据。我们根据公司披露信息简单整理的细分项目土地储备如下表。

**图表 3. 华侨城细分项目土地储备**

项目	股权 (%)	类型	09 末建筑面积储备 (万平方米)	权益建筑面积储备 (万平方米)
香山里花园 1、2 期	100	高层	19.50	19.50
燕晗花园 2、3 期	100	商品房	4.43	4.43
侨城馨苑	100	高层, 租/售	3.31	3.31
东方花园 N1 区	100	别墅	0.37	0.37
纯水岸 8、11、10 号地块	100	低密度	1.17	1.17
纯水岸天鹅堡剩余地块	100	综合	16.20	16.20
华侨城片区剩余项目	100	综合	40.52	40.52
招华曦城 3 期	50	联排双拼	4.05	2.03
招华曦城 4 期	50	联排双拼	7.03	3.52
招华曦城剩余地块	50	联排双拼	8.40	4.20
天麓六区	95	低密度住宅	2.75	2.61
天麓九区	95	联排	0.24	0.22
天麓剩余地块	95	低密度住宅	6.87	6.52
浦江华侨城 2 期 122-10#	86.12	院邸	3.03	2.61
浦江华侨城 2 期 122-12&13#	86.12	多层、小高层、商业	20.02	17.24
浦江华侨城 2 期 122-9#	86.12	院邸联排高层	4.62	3.98
浦江华侨城 2 期 122-11#	86.12	多层小高层	8.97	7.72
浦江华侨城剩余地块	86.12	综合	70.66	60.86
上海合利坊	100	高层	16.06	16.06
成都纯水岸 1 期	89.18	多层高层	2.34	2.08
成都纯水岸 2 期	89.18	联排多层高层	19.98	17.81
成都纯水岸剩余地块	89.18	高层	138.89	123.86
北京欢乐嘉园地产 2 期	63.24	高层	1.67	1.06
北京欢乐嘉园地产 3 期	63.24	多层高层	12.28	7.76
云南华侨城项目	70	农业用地转性	116.03	81.22
泰州旅游综合项目	70	住宅/商业	34.66	24.26
武汉华侨城	100	住宅	192.00	192.00
西安华侨城	100	低密度住宅	8.48	8.48
<b>合计</b>			<b>764.51</b>	<b>671.61</b>

资料来源：公司资料及中银国际研究

## 整体上市后期望做大香港融资平台

实现华侨城集团主营业务整体上市后，华侨城的运作更多地从整个集团着眼，按照职能部门+事业部的组织架构运行。由于目前国内融资不畅，公司开始对通过全资子公司香港华侨城间接持股 56.7%的**华侨城（亚洲）**（3366.HK/港币 4.86，未有评级）进行资源倾斜。

华侨城（亚洲）09年12月公告将向西安华侨城注资 5,000 万以参股到该项目，注资完成后，西安华侨城注册资本将由 1 亿元增至 2 亿元，华侨城（亚洲）占 25% 股权；同时，华侨城（亚洲）原计划向武汉华侨城注资 2.5 亿至持有 25%，但后来因故放弃。除此之外华侨城（亚洲）08 年还以总价 1.7 亿元收购 OCT Investments Limited 的 51% 权益，从而间接持有成都华侨城的 12.75% 股权，2010 年 1 月份港股公司再度向成都华侨城增资 5.88 亿元，取得了 51% 的股权。09 年 11 月以来华侨城（亚洲）已经两次公布配股，融资规模超过 9 亿元，公司做大香港融资平台的意图已露端倪。

## 现金流充裕，销售锁定率为 62%

09 年末，公司净负债率为 32%，资产负债率 63%，两个指标分别比中期上升了 3 个点和 11 个点，仍然处于良好范围。四季度单季公司经营性净现金流从前 3 季度的 3.3、9.2 和 16.7 亿元，继续大幅提升至 43.3 亿元，全年房地产销售和其他业务回款达到近 150 亿元，其中四季度即占到 2/3，显示公司在四季度加大销售推盘力度成效斐然。

年末预收房款达到 46.3 亿元，其中波托菲诺项目和天麓项目的预收款分别占到总额的 47% 和 22%，我们预测房产销售收入的 62% 已经被锁定。

## 下调评级至持有

2009年华侨城的豪宅销售旺盛，价格快速上涨，显示社会财富积累和流动性旺盛的大环境，但是随着近期调控新政出台，信贷政策收紧，尤其是房产税政策预期临近，豪宅的价格上涨预期将告一段落，未来一段时间去化速度将显著回落，价格预计也将进入调整期。我们认为，目前政策打压的重点为高端住宅、投资型购买、以及一线城市和热点城市的房价，华侨城的产品类型和区域布局受到影响较大，因此我们小幅下调了对公司2010-11年的盈利预测7.7%和3.5%，对公司已披露土地储备进行重估后得到2010年末的每股净资产值为16.11元，我们将目标价设定为NAV的15%折价，下调至13.70元，将评级从买入下调至**持有**。

图表 4.2009 年业绩摘要

(人民币百万)	08 年	09 年	同比增长 %
营业收入	8,657	10,957	27
营业成本	(4,171)	(5,907)	42
营业税	(1,086)	(1,039)	(4)
毛利润	3,400	4,010	18
其他收入	(4)	(189)	4957
销售费用	(301)	(594)	98
管理费用	(961)	(1,000)	4
经营利润	2,135	2,227	4
投资收益	67	283	321
财务成本	(222)	(131)	(41)
营业外收支	(8)	3	(130)
税前利润	1,972	2,381	21
所得税金	(349)	(517)	48
少数股东权益	(201)	(159)	(21)
净利润	1,421	1,706	20
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	39	37	
经营利润率	25	20	
净利率	16	16	

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	8,657	10,957	12,607	15,902	21,206
销售成本	(5,257)	(6,947)	(7,619)	(9,602)	(13,033)
经营费用	(880)	(649)	(886)	(1,321)	(2,067)
息税折旧前利润	2,520	3,361	4,102	4,979	6,106
折旧及摊销	(381)	(945)	(879)	(905)	(902)
经营利润(息税前利润)	2,138	2,416	3,222	4,074	5,205
净利息收入/(费用)	(222)	(132)	(141)	(139)	(84)
其他收益/(损失)	55	97	0	0	0
税前利润	1,972	2,381	3,081	3,934	5,121
所得税	(349)	(517)	(585)	(826)	(1,127)
少数股东权益	(201)	(159)	(162)	(255)	(365)
净利润	1,421	1,706	2,334	2,853	3,629
核心净利润	1,424	1,853	2,334	2,853	3,629
每股收益(人民币)	0.457	0.549	0.751	0.918	1.168
核心每股收益(人民币)	0.458	0.596	0.751	0.918	1.168
每股股息(人民币)	0.160	0.000	0.075	0.092	0.117
收入增长(%)	n.a.	27	15	26	33
息税前利润增长(%)	n.a.	13	33	26	28
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	33	22	21	23
每股收益增长(%)	n.a.	20	37	22	27
核心每股收益增长(%)	n.a.	30	26	22	27

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,935	3,041	2,564	3,226	6,422
应收帐款	467	1,144	630	795	1,060
库存	12,483	9,099	12,607	14,312	14,844
其他流动资产	1,111	1,367	2,111	2,563	3,327
流动资产总计	15,995	14,652	17,912	20,897	25,654
固定资产	9,465	10,807	9,999	9,160	8,322
无形资产	1,989	2,393	2,322	2,256	2,192
其他长期资产	1,960	2,934	2,783	2,833	2,963
长期资产总计	13,414	16,135	15,104	14,249	13,478
总资产	29,409	30,787	33,016	35,146	39,131
应付帐款	5,269	6,816	4,814	6,172	8,462
短期债务	10,190	3,936	8,110	5,206	1,800
其他流动负债	1,629	5,582	3,278	4,135	5,514
流动负债总计	17,087	16,333	16,202	15,513	15,776
长期借款	1,128	2,754	2,754	2,754	2,754
其他长期负债	599	208	321	343	470
股本	2,621	3,107	3,107	3,107	3,107
储备	6,851	7,414	9,515	12,082	15,348
股东权益	9,472	10,521	12,622	15,190	18,456
少数股东权益	1,123	970	1,116	1,346	1,674
总负债及权益	29,409	30,787	33,015	35,146	39,131
每股帐面价值(人民币)	3.61	3.39	4.06	4.89	5.94
每股有形资产(人民币)	2.85	2.62	3.31	4.16	5.23
每股净负债/(现金)(人民币)	3.60	1.19	2.68	1.54	(0.59)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	2,048	2,381	3,081	3,934	5,121
折旧与摊销	(381)	(945)	(879)	(905)	(902)
净利息费用	145	132	141	139	84
运营资本变动	144	4,453	(8,613)	(471)	1,525
税金	(349)	(517)	(585)	(826)	(1,127)
其他经营现金流	(1,245)	(137)	(3)	0	0
经营活动产生的现金流	1,125	7,256	(5,100)	3,682	6,505
购买固定资产净值	(1,896)	(3,380)	6	8	16
投资减少/增加	337	261	0	0	0
其他投资现金流	479	774	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,079)	(2,345)	6	8	16
净增权益	233	140	2	3	4
净增债务	(404)	(2,934)	4,174	(2,904)	(3,406)
支付股息	0	(419)	0	(233)	(285)
其他融资现金流	(662)	(585)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(834)	(3,798)	4,176	(3,134)	(3,687)
现金变动	(787)	1,113	(918)	555	2,833
期初现金	1,676	1,883	2,999	2,521	3,180
公司自由现金流	47	4,911	(5,094)	3,690	6,521
权益自由现金流	(1,001)	1,550	(920)	786	3,115

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	29.1	30.7	32.5	31.3	28.8
息税前利润率	24.7	22.0	25.6	25.6	24.5
税前利润率	23.7	21.7	24.4	24.7	24.1
净利率	17.3	15.6	18.5	17.9	17.1
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.3	1.6
利息覆盖倍数	12.2	12.2	21.8	27.7	52.1
净权益负债率(%)	89.1	32.1	60.7	28.9	净现金
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7
估值(倍)					
市盈率	25.0	22.0	16.0	13.1	10.3
核心业务市盈率	24.9	20.2	16.0	13.1	10.3
目标价对应核心业务市盈率	28.4	23.0	18.2	14.9	11.7
市净率	3.3	3.6	3.0	2.5	2.0
价格/现金流	28.1	4.8	(7.3)	10.2	5.8
企业价值/息税折旧前利润	16.1	11.8	10.9	8.3	5.8
周转率					
存货周转天数	866.7	567.0	519.9	511.6	408.3
应收帐款周转天数	19.7	26.8	25.7	16.4	16.0
应付帐款周转天数	222.1	201.3	168.4	126.1	125.9
回报率(%)					
股息支付率	28.0	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率	15.8	17.1	20.2	20.5	21.6
资产收益率	6.0	6.3	8.2	9.4	10.9
已运用资本收益率	9.9	12.4	15.1	16.6	21.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 20 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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