

2010年7月26日

中国农业银行

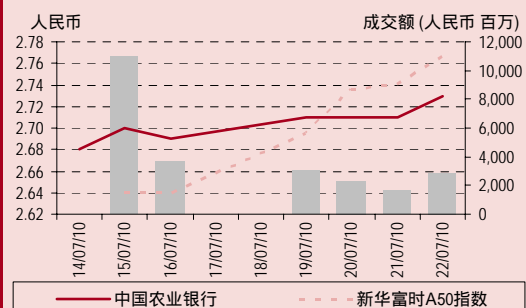
希望在明天



袁琳, CFA
 (8610) 6622 9070
 lin.yuan@bocigroup.com
 证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

尹劲桦
 (8610) 6622 9348
 jinhua.yin@bocigroup.com
 证券投资咨询业务证书编号: S1300210050006

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(%)	-	-	-	-
相对新华富时A50指数(%)	-	-	-	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	54,802
流通股(%)	11.4
流通股市值(人民币 百万)	109,896
3个月日均交易额(人民币 百万)	n.a.
主要股东(%)	
汇金	40.0
财政部	39.7

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

在中国城镇化的大背景下, 农行将是未来县域经济发展和金融深化的最大受益者。凭借县域金融业务的快速发展, 农行将有望成为成长性最好的大型银行。同时, 通过收入的扩张, 农行的成本收入比将持续改善, 从而提升农行的经营效率和盈利能力。另一方面, 资产质量和信贷风险成本可能是影响农行未来盈利的不确定因素。

农行竞争优势

- 县域金融业务高速扩张, 同时盈利能力不断提升; 作为该市场最重要的竞争者, 农行有广阔的增长前景;
- 随着资产规模和收入扩张, 未来成本收入比存在较大改善空间;
- 庞大的机构网络和客户群带来了稳定而低成本的储蓄存款基础。

主要风险

- 资产质量和信贷风险成本存在不确定性;
- 机构网点数目多, 管理难度大。

估值

- 目前 A 股工行、建行和中行估值分别为 1.88、1.77 和 1.60 倍 2010 年市净率。A 股银行股估值的修复也将对农行 A 股价格有所提振, 按照 1.77 倍 2010 年市净率, 给予农行 A 股目标价 2.88 元; H 股工行、建行和中行估值分别为 2.24、2.09 和 1.63 倍 2010 年市净率。按照 1.9 倍的 2010 年市净率, 给予农行 H 股目标价 3.53 港币。

图表 1. 投资摘要(国际会计准则)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入(人民币百万)	193,845	181,639	237,174	296,520	361,369
净利润(人民币百万)	51,474	64,992	85,993	107,283	122,770
全面摊薄每股收益(人民币)	0.20	0.25	0.26	0.33	0.38
变动(%)	-	26.3	5.9	24.8	14.4
H 股价格对应市盈率(倍)	14.14	11.20	10.58	8.48	7.41
每股账面价值(人民币)	1.12	1.32	1.63	1.83	2.05
H 股价格/每股账面价值(倍)	2.51	2.12	1.72	1.53	1.36
净资产收益率(%)	-	20.53	19.72	19.11	19.47
每股股息(人民币)	-	-	0.07	0.13	0.15
股息率(%)	-	-	2	5	5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

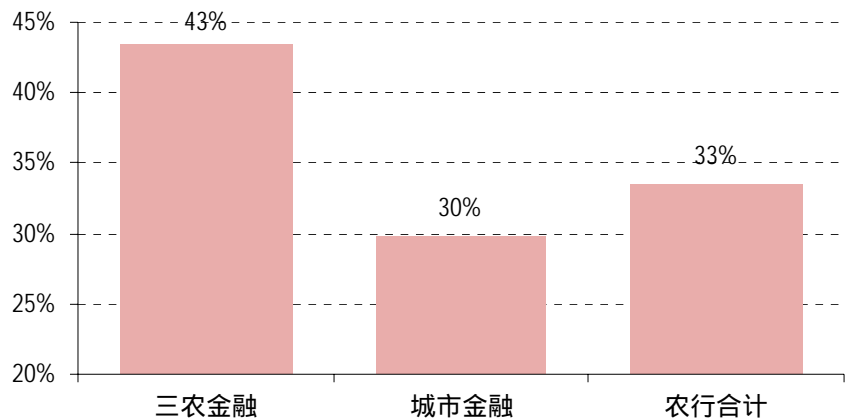
县域金融带来高成长性	3
强大的存款基础.....	12
税收优惠.....	12
资产质量和信贷风险成本存在不确定性.....	12
财务分析与预测.....	12
估值.....	12
附录一、上市银行估值表.....	12
研究报告中所提及的有关上市公司	12

县域金融带来高成长性

强大的三农金融（县域金融）业务是农行相比其它大型国有银行的优势所在，也是农行未来发展最重要的驱动力量。农行在 20 世纪 90 年代收缩了在广大农村地区的业务，但在县级层面上仍保留了强大的网络覆盖。目前，农行在县域地区设有 2,048 个县级支行和 22 个二级分行营业部，共计 12,737 家县域机构，向县域客户提供广泛的金融服务。

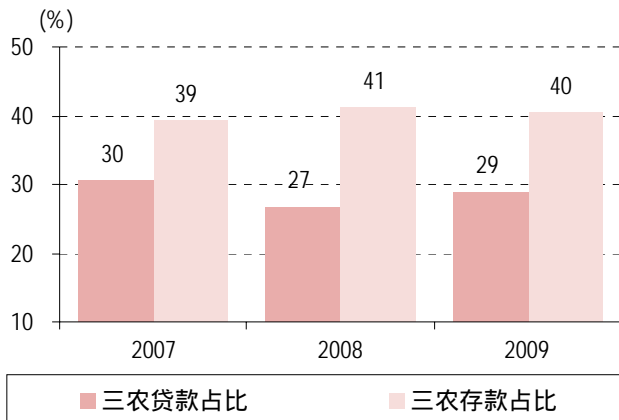
通过 2008 年的重组改制摆脱历史包袱后，农行的三农金融业务走上了高速发展的轨道。2009 年，农行三农贷款相比年初增长 43%，高于城市金融业务 30% 的增速。截至 2009 年末，三农贷款占农行贷款总额的 29%，三农存款占存款总额的 40%，三农金融业务贡献了农行总税前利润的 28%。

图表 2. 2009 年农行贷款增速



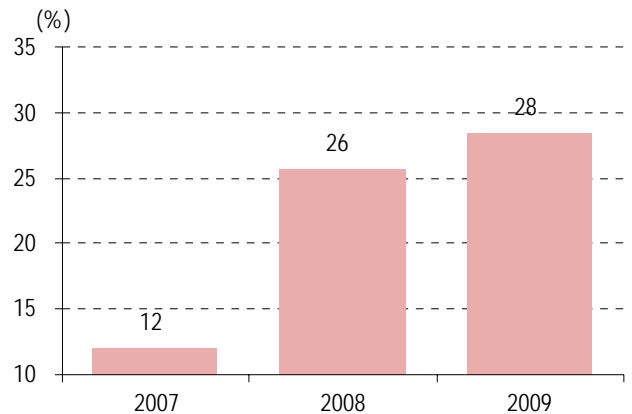
资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

图表 3. 三农贷款和三农存款占比



资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

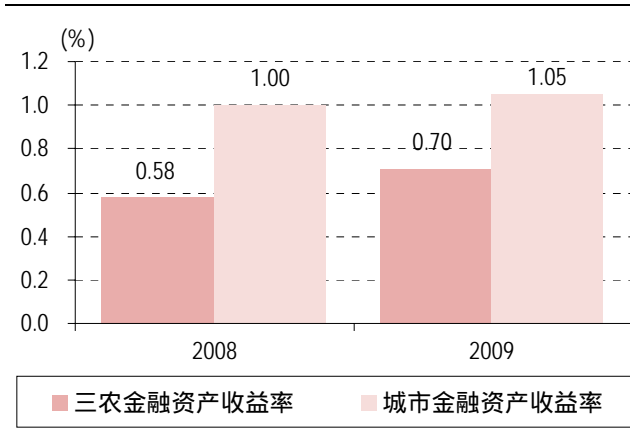
图表 4. 三农金融税前利润占比



资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

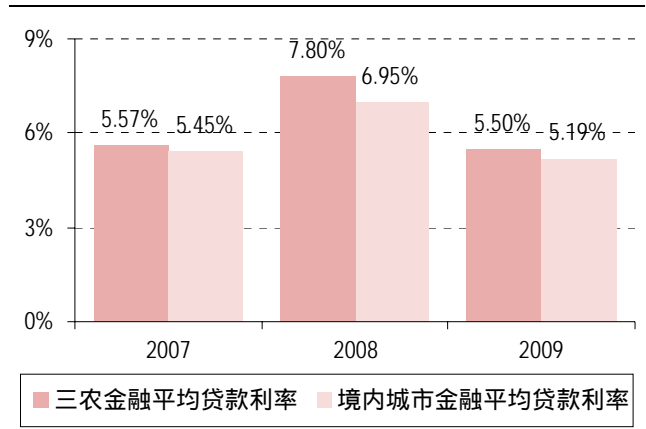
从盈利能力来看，目前三农金融业务相比城市金融业务尚有一定差距，2009年三农金融按期初期末简单平均的总资产收益率为0.70%，而城市金融业务约为1.05%。尽管三农金融的平均贷款收益率高于城市金融业务，并且手续费收入在营业收入的比重也更高，但较高的成本收入比和信贷成本拖累了三农金融的整体盈利能力。

图表 5. 三农金融和城市金融期初期末平均资产收益率



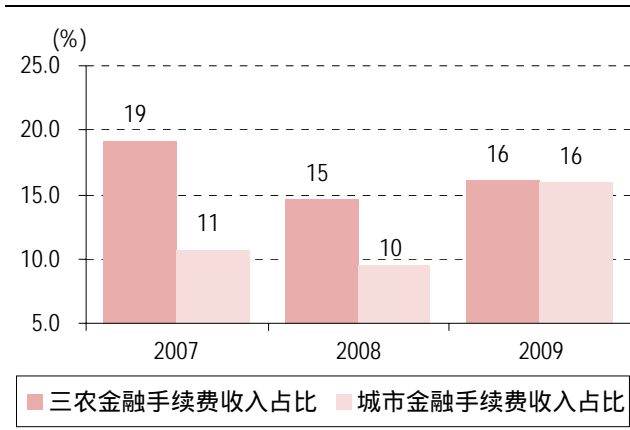
资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

图表 6. 三农金融和境内城市金融贷款收益率



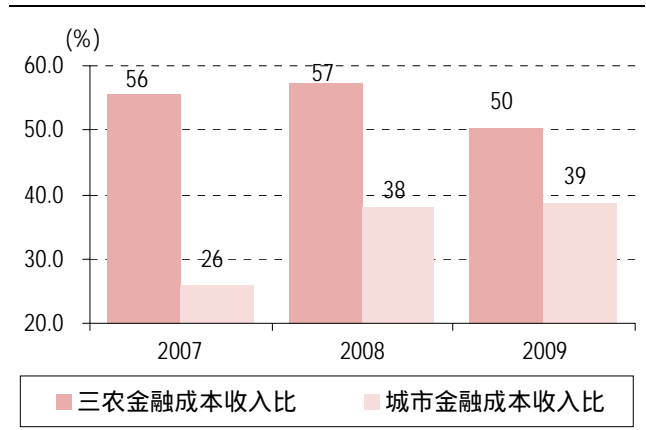
资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

图表 7. 三农金融和城市金融手续费净收入占比



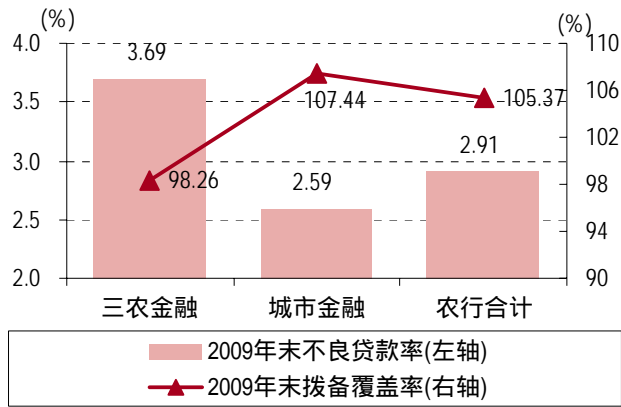
资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

图表 8. 三农金融和城市金融成本收入比



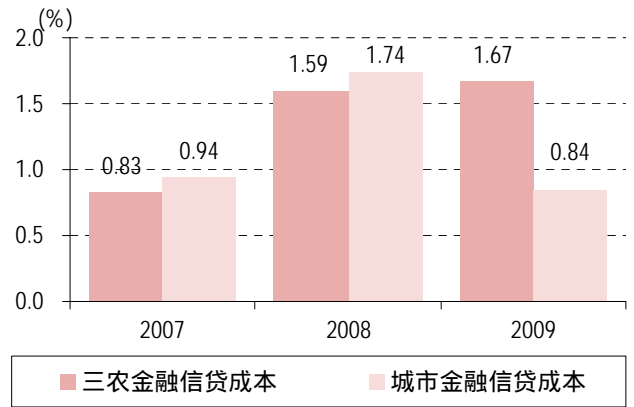
资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

图表 9. 三农金融和城市金融不良率和拨备覆盖率



资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

图表 10. 三农金融和城市金融信贷成本



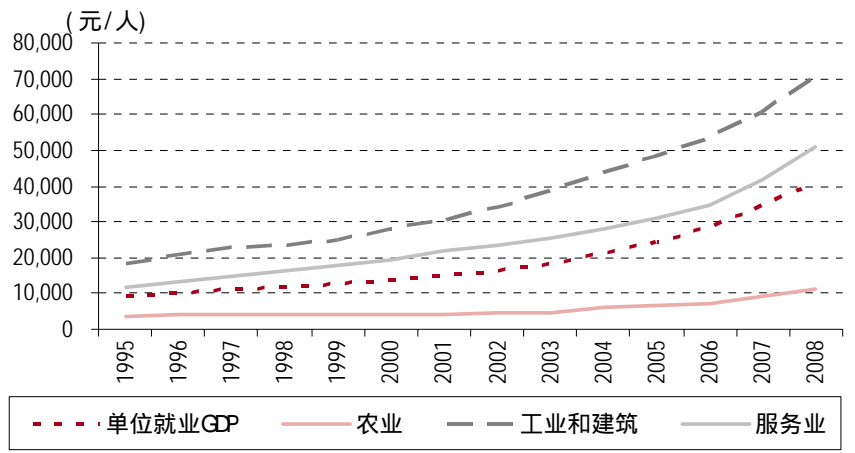
资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

展望未来，我们认为三农金融业务的发展将是农行规模扩张和盈利能力提升的关键因素。三农金融业务对农行的积极意义将主要体现在以下几方面：

1. 更高的成长性

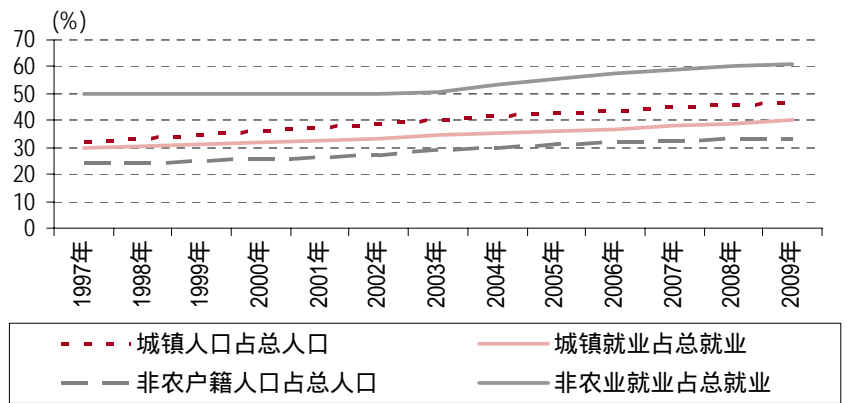
在过去二十多年中，尽管中国工业化快速推进，农业在经济中比重快速下降，但农业剩余劳动力转移一直比较滞后，大量农民工仍然像候鸟一样往返于城乡之间，并未真正实现人口的城乡和产业转移。中国农业生产仍基本延续了粗放经营方式，农业生产率提升缓慢，在一定程度上拖累了中国的城镇化进程。同时，中国城镇化进程也呈现出粗放式扩张的特点，城镇劳动力扩张较快，而户籍制度改革和社会保障体系建设却非常滞后，成为抑制人力资本投资的最重要因素。2009年中国城镇化率(城镇人口占总人口比)达到 46.6%，而非农户籍人口占总人口比为 33.5%，明显低于城镇化率。社会保障覆盖率水平更远远低于城镇化水平。2009年，中国劳动者的养老保险覆盖率只有 23.1%，城镇职工医疗保险覆盖率仅 16.5%，失业保险覆盖率为 16.3%。

图表 11. 中国三大产业劳动生产率



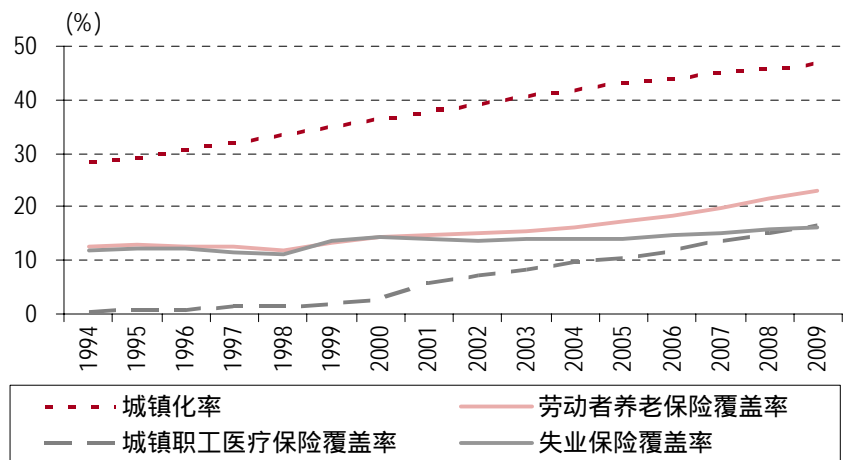
资料来源：国家统计局，中银国际研究

图表 12. 中国城镇化率与非农户籍人口比例



资料来源：CEIC，中银国际研究

图表 13. 中国城镇化率与社会保障覆盖率

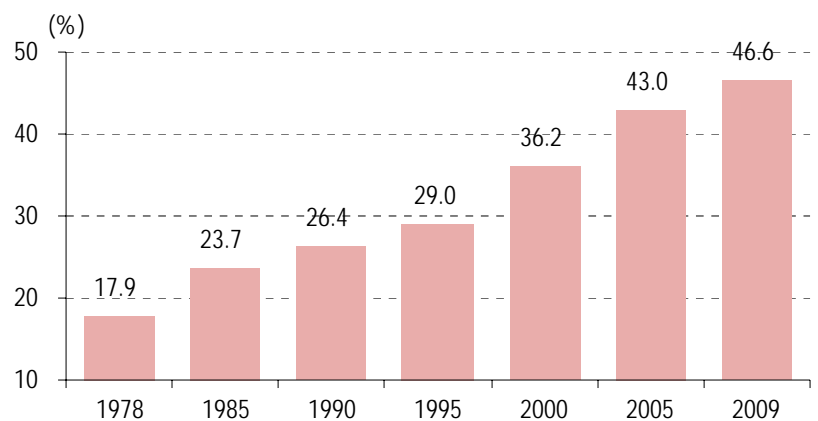


资料来源：CEIC，中银国际研究

我们注意到，目前我国劳动力成本上升压力不断加大，经济结构调整可能导致传统增长动力减缓。在这种情况下，中国有必要加速推进城镇化进程，这一方面可以实现农业劳动生产率快速提高，提高农村居民收入，另一方面也可以为城镇新一轮产业升级补充劳动力，扩大城镇消费和基础设施投资。以汽车为例，在城镇化进程中，汽车消费直接带动对道路交通的需求，而道路等基础设施的完成反过来也能刺激汽车消费。以电力为例，随着人均收入提高，人均电力消费将稳步增加，这将拉动电力供应和投资的增加。

我们认为，“十二五”期间中国的城镇化进程将会逐渐加速。目前，多个省份出台了区域发展和产业转移规划，这些区域规划均涉及到加快周边地区的城镇化进程，加速服务业的发展。根据联合国的预测，中国城镇化率将在 2015 年升至 51.1%，2025 年将升至 58.6%。在中国城镇化进程加速和产业结构升级的大背景下，县域地区可能成为未来推动中国经济发展的新动力。

图表 14. 中国城镇化率

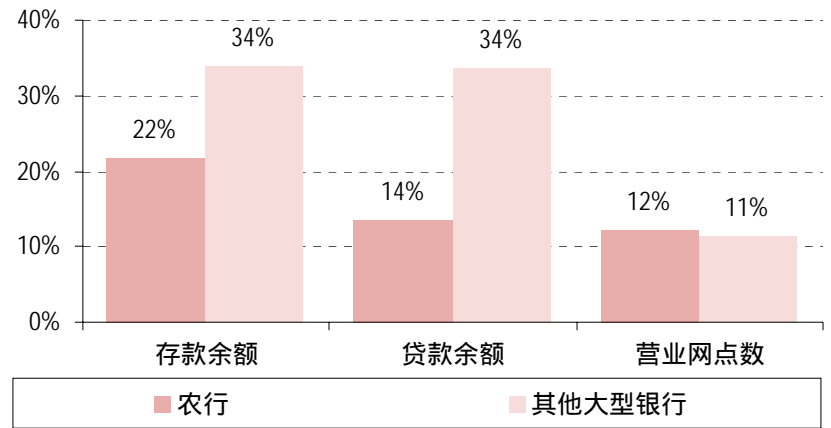


资料来源：国家统计局，中银国际研究

相比城镇化给县域经济带来的巨大发展机遇，目前县域地区的金融渗透程度仍然较低。截至 2008 年 12 月 31 日，县域地区人口总量为 9.28 亿，占中国总人口的 69.8%；2008 年县域地区生产总值达 15 万亿元，占全国 GDP 的 49.6%；相比之下，2008 年末县域地区贷款余额却仅占我国全部贷款余额的 19% 左右。2008 年，县域地区贷款相对于县域生产总值的比值为 40.2%，而城市地区这一比值则达到 171.5%。从这一角度说，县域地区是发展潜力巨大，却尚未被充分开拓的蓝海。未来随着县域经济的发展以及国家对县域金融机构一系列支持措施的出台，县域地区金融也将迎来快速扩张的时期。

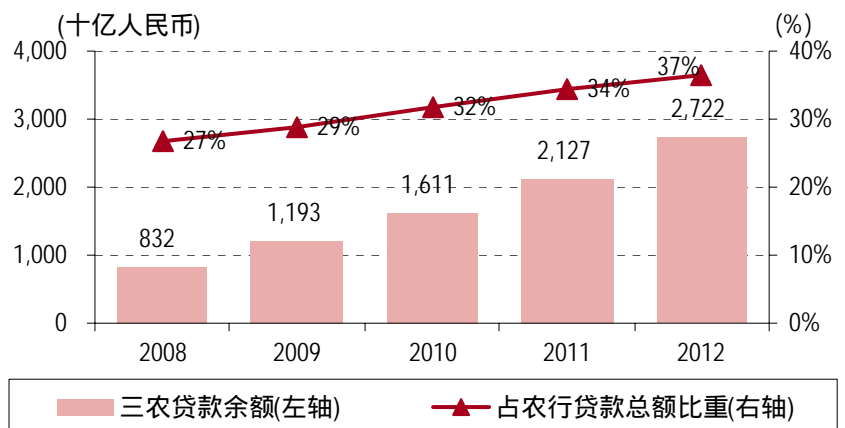
农行在县域地区拥有广泛的机构网络，截至 2009 年 12 月 31 日，农行 12,737 家县域机构覆盖了全国 99.5% 的县级行政区，并且大部分位于经济较为发达的县级市所在地及县城，其县域网点数超过了其他大型商业银行的总和。作为县域地区实力最强的全国性银行，农行将是未来县域经济发展和金融深化的最大受益者，这将直接体现在农行三农金融业务的扩张速度上。我们预计，未来农行三农金融资产仍将保持 2009 年以来高速扩张的态势，2010 - 2012 年三农贷款年均复合增长率将达到 31.6%，远高于城市地区信贷资产的增长，这将使农行成为未来几年成长性最好的大型商业银行。

图表 15. 2008 年末农行和其它大型银行在县域地区市场份额



资料来源：农行招股意向书，中银国际研究

图表 16. 农行三农贷款增长预测

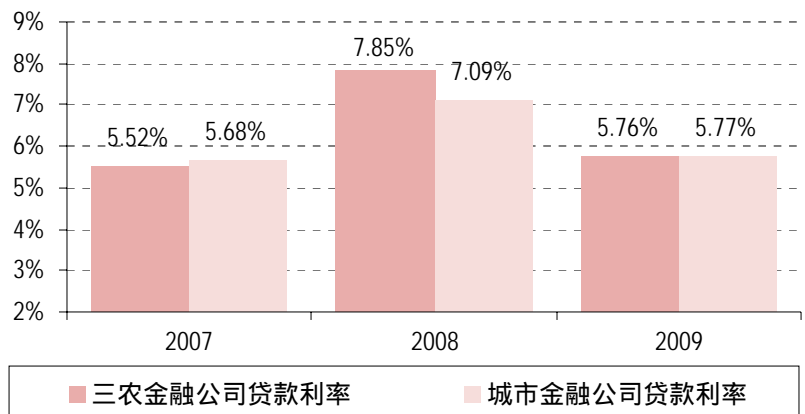


资料来源：农行招股意向书，中银国际研究

2. 较高的贷款收益率

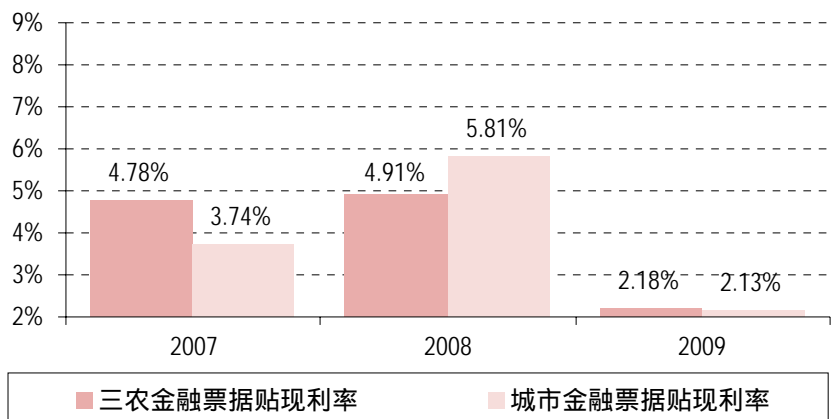
我们在前文中提到，农行三农金融的平均贷款收益率水平高于城市金融业务（图表 6）。2009 年，三农金融的平均贷款收益率约为 5.50%，而境内城市金融业务的平均贷款收益率为 5.19%。我们注意到，这种收益率的差距更多是由于资产结构上的差异，而不是议价能力的不同。具体来看，2009 年三农金融和城市金融业务的公司贷款利率十分接近，三农金融在公司贷款定价上并无明显优势；2009 年三农金融的票据贴现利率略高于城市金融，但由于票据贴现在三农贷款中所占比例较低，因此有助于提高三农贷款的平均收益率水平；三农金融的个人贷款利率明显高于城市金融，我们认为，这主要是三农金融的个人贷款中有较高比重的个人经营和消费贷款，从而拉高了个人贷款的总体贷款利率，而城市金融的个人贷款绝大部分是收益率较低的住房贷款。

图表 17. 农行三农金融和城市金融公司贷款利率比较



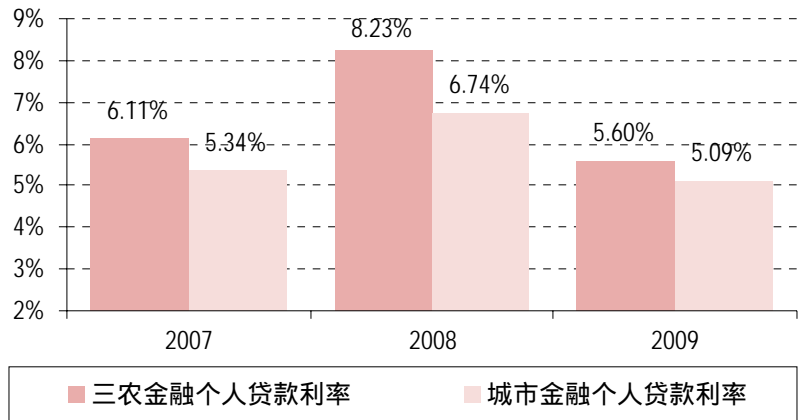
资料来源：农行招股意向书，中银国际研究

图表 18. 农行三农金融和城市金融票据贴现利率比较



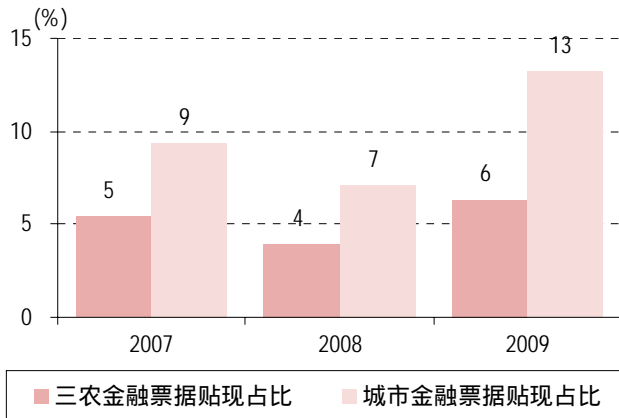
资料来源：农行招股意向书，中银国际研究

图表 19. 农行三农金融和城市金融个人贷款利率比较



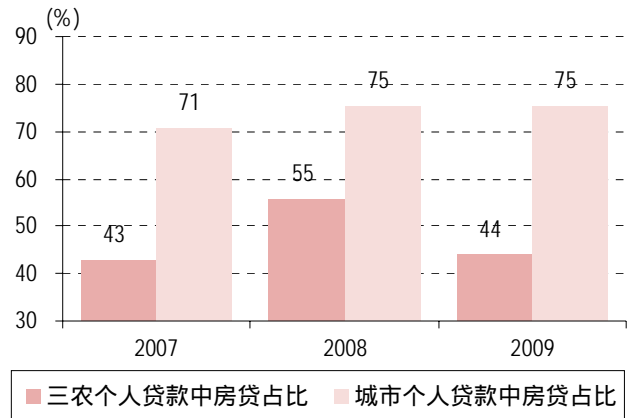
资料来源：农行招股意向书，中银国际研究

图表 20. 三农金融和城市金融票据贴现占比



资料来源：农行招股意向书，中银国际研究

图表 21. 三农金融和城市金融房贷占个人贷款比重

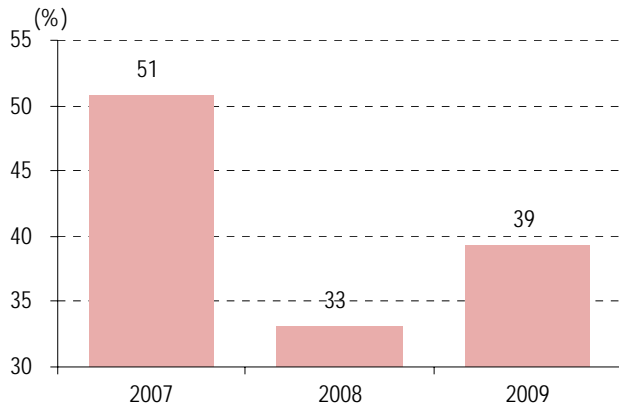


资料来源：农行招股意向书，中银国际研究

展望未来，我们认为三农金融业务的收益率相比城市金融有更大的提升空间，这主要是由于：

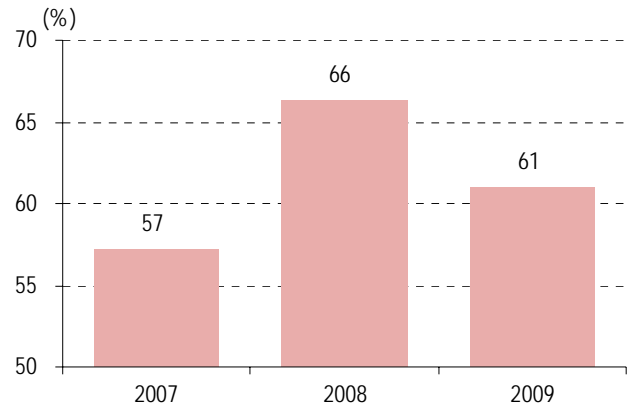
首先，目前三农金融的贷存比处于较低水平，大部分资金都用作较低收益率的系统内存放。未来随着城镇化加速带来县域地区的经济发展和金融深化，县域地区的有效贷款需求增长将更加强劲。在这种情况下，农行将能增大在县域地区的贷款投放，增加高收益率的贷款资产比重。2009年末，三农金融业务存放系统内款项占总资产的比重已经由2008年的66%下降至61%。

图表 22. 三农金融贷存比



资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

图表 23. 三农金融存放系统款项占总资产比重



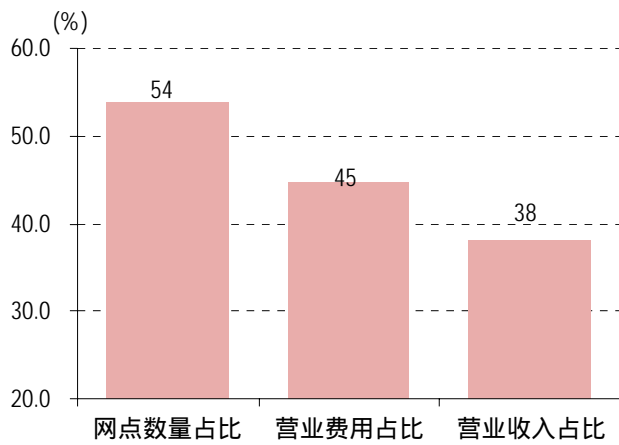
资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

其次，在更强劲的贷款需求下，农行凭借其在县域地区的强大实力，有可能提升其议价能力，进一步提高贷款的定价水平。

3. 成本收入比逐步改善

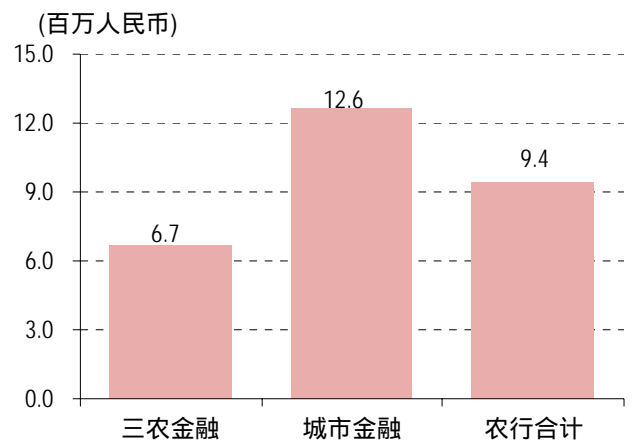
过高的成本收入比是拖累三农金融业务整体盈利水平的最重要因素（图表 8）。2009 年，三农金融业务的成本收入比虽然由 2008 年的 57% 降至 50%，但仍远远高于城市金融 39% 的水平。我们认为，三农金融在成本控制上于城市金融并无明显差异，较高的成本收入比主要是由于其收入创造能力较低造成的。由于县域经济较为分散，同时单笔贷款的规模相对较小，三农金融遍布全国的网点和人员效率也就相对较低。2009 年，三农金融 12,737 个机构占农行全部境内机构的 54%，却只创造了全行 38% 的营业收入。从单个机构来看，三农金融平均每个机构创造的营业收入仅为 670 万元，远低于城市金融每个机构创造 1,260 万元的水平。

图表 24. 三农金融网点数量，营业费用和收入占全行比重



资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

图表 25. 单个机构营业收入比较



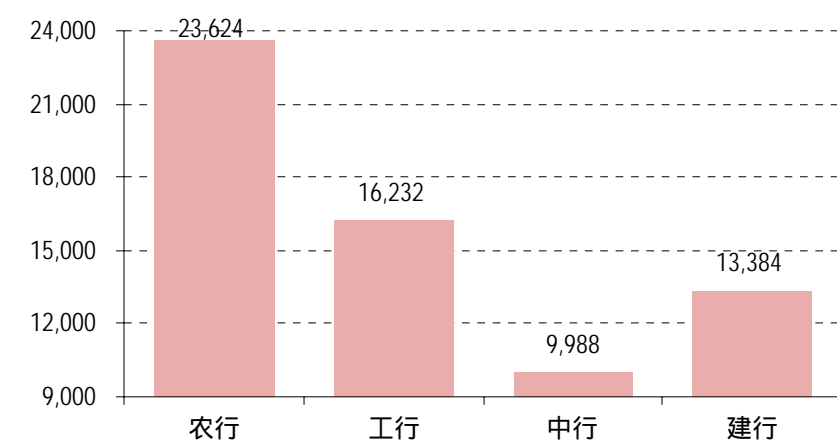
资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

未来，随着县域经济规模的增长和三农金融资产的快速扩张，我们预计三农金融单个网点所能创造的营业收入也将有较大的提升空间。在成本增长低于收入提升的情况下，三农金融的成本收入比将会逐步下降，其盈利能力也将逐步得到改善。

强大的存款基础

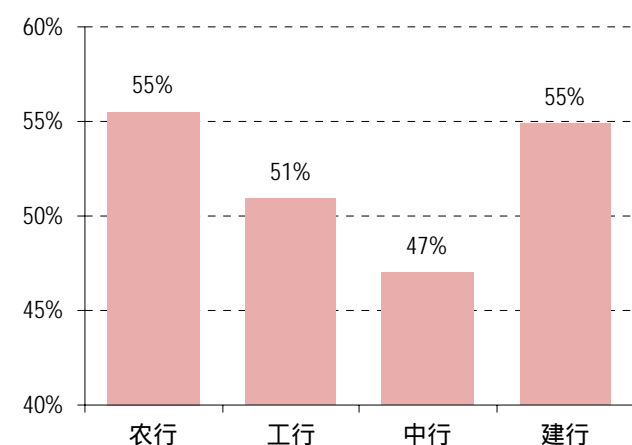
农行拥有国内最广泛的网络覆盖，截至 2009 年末，其境内分支机构数量达到 23,624 个，居四大行首位；而在县域地区，农行 12,737 家机构数量更是超过了其他大型商业银行的总和。庞大的机构网络为农行带来了稳定而低成本的存款资金来源。2009 年末，农行的个人存款占比高达 58%，远高于其它三大行的水平，其活期存款占比达 55%，同样居四大行首位。由此，农行的存款成本一直低于其它国有大行，帮助提升了农行的净息差水平。在未来存款竞争日益激烈的情况下，农行强大的存款基础就显得尤为重要。

图表 26. 2009 年末四大行境内机构数量



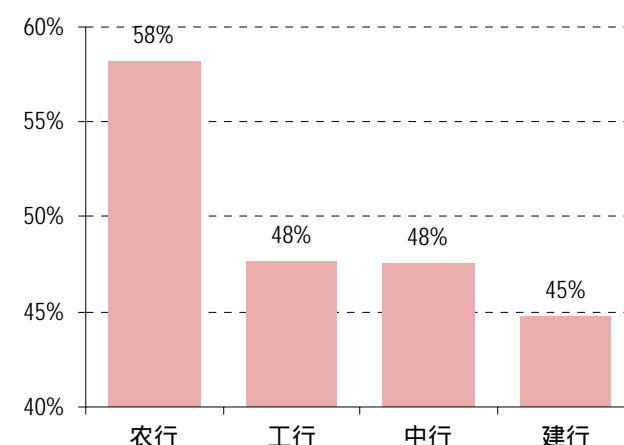
资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

图表 27. 2009 年末四大行活期存款占比



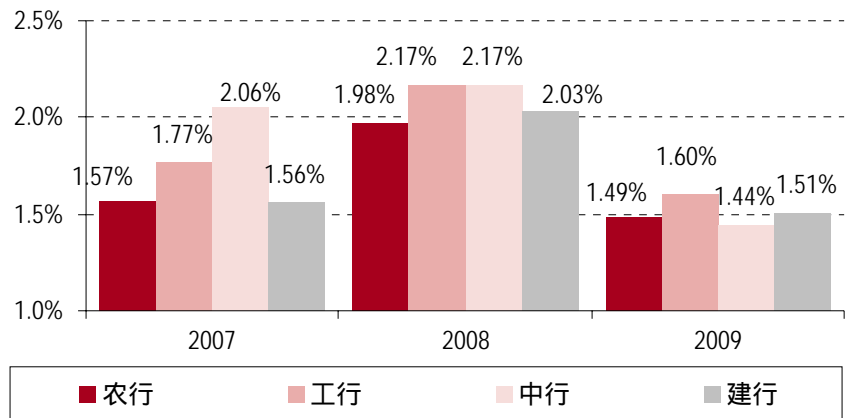
资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

图表 28. 2009 年末四大行个人存款占比



资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

图表 29. 2007 - 2009 年四大行存款成本比较



资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

税收优惠

近期，国家发布一系列政策措施，鼓励三农金融的发展，这些政策将能有效降低农行的税负，提升农行的盈利能力。

2009年8月21日，财政部和国家税务总局发布《关于金融企业涉农贷款和中小企业贷款损失准备金税前扣除政策的通知》（财税[2009]99号），规定金融企业对其涉农贷款和中小企业贷款进行风险分类后，按一定比例计提的贷款损失专项准备金准予在计算应纳税所得额时扣除，该项优惠政策有效期至2010年12月31日止。

2010年5月13日，财政部和国家税务总局发布《关于农村金融有关税收政策的通知》。根据该通知，自2009年1月1日至2013年12月31日，对金融机构发放的农户小额贷款的利息收入免征营业税，在计算应纳税所得额时按90%减计收入；自2009年1月1日至2011年12月31日，对农村信用社、村镇银行、农村资金互助社、由银行业机构全资发起设立的贷款公司、法人机构所在地在县（含县级市、区、旗）及以下地区的农村合作银行和农村商业银行的金融保险业收入减按3%的税率征收营业税。

2010年5月14日，人民银行、财政部、银监会联合印发了《关于深化中国农业银行“三农金融事业部”改革试点有关事项的通知》，明确农行纳入深化“三农金融事业部”改革试点的四川、重庆、湖北、广西、甘肃、吉林、福建、山东共8个省分行下辖的561个县域支行的涉农贷款，将参照享有国家对农村信用社同等的财税政策；对试点的县域支行，比照农村信用社收费政策，免收业务监管费和机构监管费；对试点的县域支行，实行差别化存款准备金率。

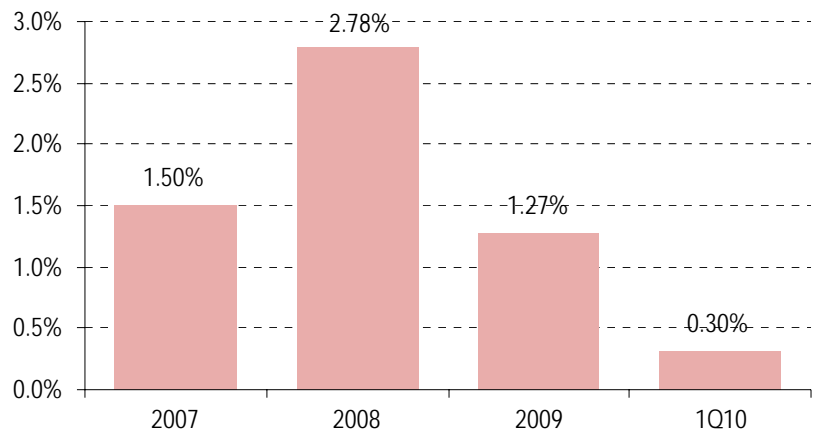
直至2013年底，农行都能全部或部分享受这些优惠措施带来的好处，因此农行的实际税率将明显低于其他上市银行。

资产质量和信贷风险成本存在不确定性

2008年，农行通过重组改制，不良贷款率由2007年的23.57%下降至4.32%。之后，通过加大不良贷款回收力度，不良贷款率又进一步下降至2009年末的2.91%和2010年1季度末的2.46%。同时，截至2010年1季度，拨备覆盖率已提升至123%的水平。

但值得注意的是，农行今年不良贷款余额和不良贷款率的下降主要是处置历史不良资产的结果，2007-2009年，农行不良贷款形成率相比其它大型商业银行仍然处于较高水平。

图表 30. 农行不良贷款形成率



注：1Q10为年化数据

资料来源：农行招股意向书，中银国际研究

另一方面，农行目前地方融资平台贷款余额5,300亿元，由于农行自身特点，县级及以下平台贷款占了约19%，这个比例相比其它大行披露的数据相对较高。同时，目前融资平台的不良率在0.58%左右，也高于其它大行披露的不良率水平。

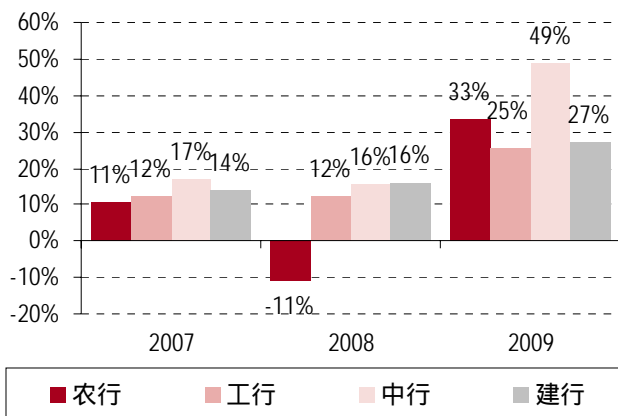
由于我们对中国经济持谨慎态度，如果农行不能有效提高其管理水平和风险控制能力，从中长期看，农行的资产质量可能仍将面临压力。在这种情况下，农行的信贷成本将被迫维持在较高水平，从而对其盈利能力造成负面影响。

财务分析与预测

贷款增速

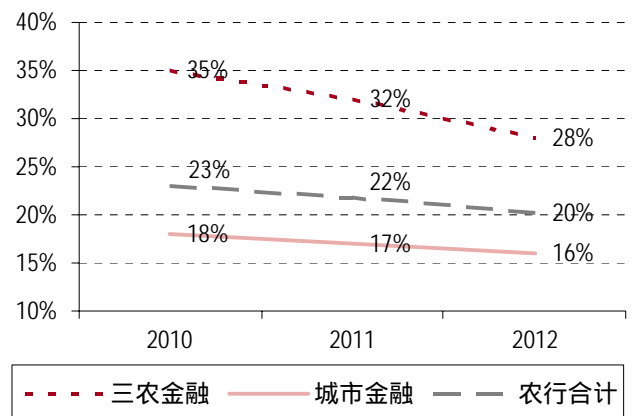
在 2007 年和 2008 年，农行着重于重组和改制，在资产扩张上相对落后于其它三大行。2009 年，在国家 4 万亿经济刺激计划的背景下，农行信贷增速有了大幅提升，2009 年末贷款余额相比年初增长 33%，在四大行中仅次于中行。展望未来，农行完成上市融资可以为其扩张提供良好的资本支持，同时，三农金融预计仍将保持较高的增长速度，从而拉动农行整体的贷款增长。我们预测 2010、2011 和 2012 年农行的贷款增速分别为 23%、22%和 20%，高于其它三大行的贷款增速。

图表 31. 2007 - 2009 年四大行贷款增速



资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

图表 32. 2010 - 2012 年农行贷款增速预测

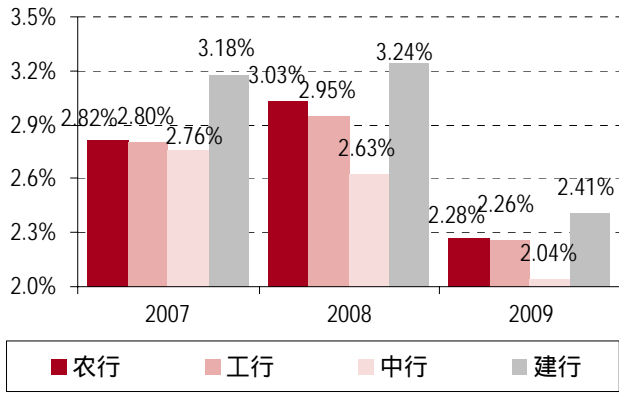


资料来源：农行招股意向书、中银国际研究

净息差

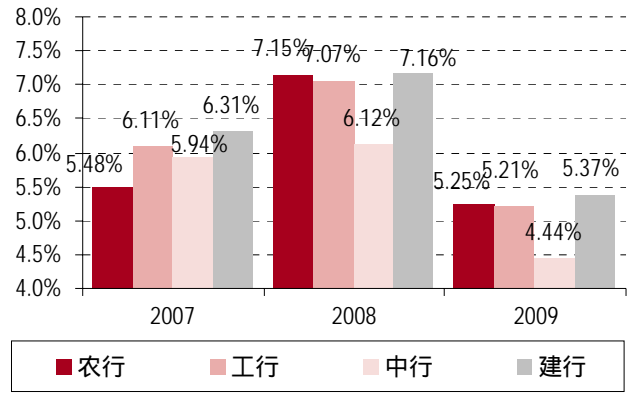
2009 年，农行按日均余额测算的净息差为 2.28%，仅次于建行的 2.41%，在四大行中居于第二位。我们注意到，尽管农行的贷存比在四大行中最低，但农行的贷款收益率较高，同时其广泛的网点机构为其提供了低成本的存款资金来源，因此，农行的总体净息差水平并不低。

图表 33. 2007 - 2009 年四大行净息差比较



资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

图表 34. 2007 - 2009 年四大行贷款收益率比较



资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

图表 35. 2007 - 2009 年四大行生息资产收益率比较(%)

农行	4.35	4.94	3.71
工行	4.45	4.94	3.74
中行	4.74	4.63	3.36
建行	4.70	5.13	3.85

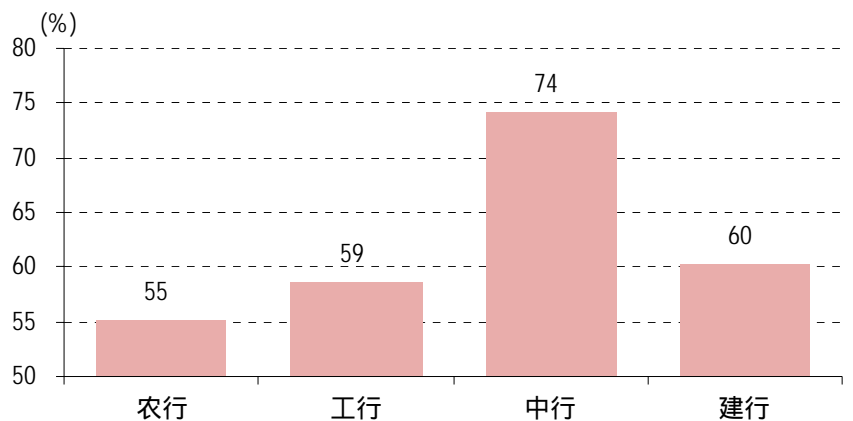
资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

图表 36. 2007 - 2009 年四大行付息负债成本比较

农行	1.62	2.01	1.51
工行	1.78	2.14	1.58
中行	2.15	2.18	1.41
建行	1.63	2.03	1.55

资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

图表 37. 2009 年末四大行贷存比



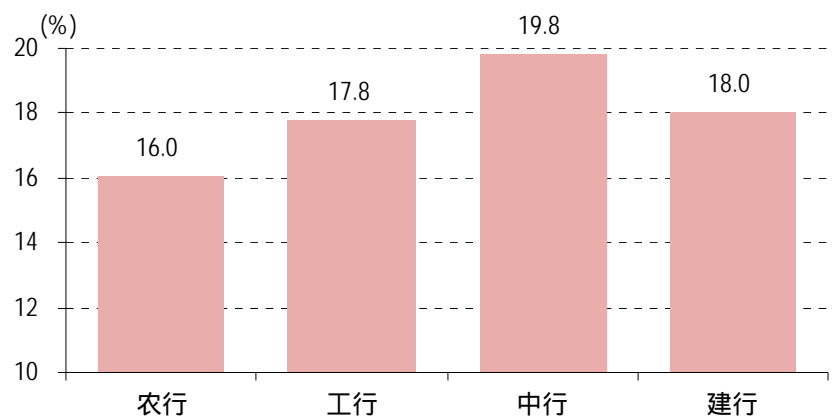
资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

我们预计，未来农行息差的回升将快于其它三大行。首先，农行目前贷存比仅约 55%，贷存比提升有巨大空间，这可以有效提高农行的净息差水平；其次，农行在县域地区广泛的网点分布为其提供了稳定的个人存款基础，在存款争夺日益激烈的情况下，将能帮助稳定资金成本；此外，未来县域地区贷款需求的增长可以快于城市地区，农行在县域地区的议价能力有望进一步加强，这也有助于农行贷款收益率的更快提升。我们预测 2010、2011 和 2012 年农行净息差分别上升 10 个基点、7 个基点和 4 个基点。

手续费和佣金收入

受益于代理业务和咨询顾问手续费的高速增长，2009 年农行手续费净收入占营业收入比重由 2008 年的 11.3% 大幅提升至 2009 年的 16.0%，但相比其它国有银行，手续费收入占比仍相对较低。我们预测 2010 - 2012 年农行手续费收入仍将保持较快增长，增速分别为 25.9%、21.3% 和 19.9%。

图表 38. 2009 年末四大行手续费收入占比

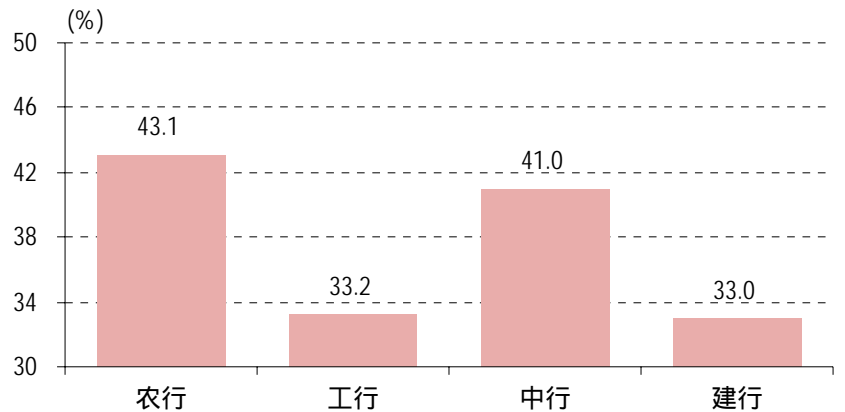


资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

营业费用

由于三农金融业务的特点，农行的收入创造效率相对较低，使得其成本收入比在四大行中处于最高水平，这也是拖累其盈利能力的重要因素。未来随着三农金融业务资产规模和收入的进一步扩张，预计农行的成本收入比将会逐渐下降，我们预计到 2012 年将下降至 38.4% 左右的水平。

图表 39. 2009 年末四大行成本收入比



资料来源：农行招股意向书、公司数据、中银国际研究

资产质量和信贷风险成本

信贷风险成本可能是未来影响农行盈利能力的最大的不确定因素。在对不良贷款进行重组后，农行能否有效提升其风险控制能力，提升资产质量尚有待时间验证。同时，政府融资平台贷款在未来也可能出现不良率大幅上升的情况。此外，从历史经验看，三农金融贷款中的农户贷款风险相对较高，这也对农行未来的资产质量构成挑战。尽管我们考虑到了未来一两年农行有望维持较大的不良贷款清收力度，但由于对中国宏观经济走势的谨慎态度，我们认为农行资产质量可能仍将面临一定压力。我们预测 2010 - 2012 年农行不良贷款形成率分别为 0.45%、0.95%和 1.30%，信贷成本分别为 0.95%、1.01%和 1.13%。

估值

目前 A 股工行、建行和中行估值分别为 1.88、1.77 和 1.60 倍 2010 年市净率。相比工行建行，农行的合理估值应有一定折让，但考虑到 A 股银行股估值仍有一定的修复空间，我们按照 1.77 倍 2010 年市净率，给予农行 A 股目标价 2.88 元；

H 股工行、建行和中行估值分别为 2.24、2.09 和 1.63 倍 2010 年市净率。按照 1.9 倍的 2010 年市净率，给予农行 H 股目标价 3.53 港币。

附录一、上市银行估值表

图表 40. 上市银行估值表

	评级	收盘价 (人民币/ 港币)	目标价格 (人民币/ 港币)	上升 (下降) 空间	目标 市净 率	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			每股收益			每股账面价值 (人民币)			净资产收益率 (%)		
						2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
H 股																				
工商银行	持有	5.89	5.84	(0.85)	2.23	13.38	12.26	11.49	2.55	2.24	1.99	0.39	0.42	0.45	2.02	2.30	2.58	20.15	20.01	18.49
建设银行	买入	6.59	7.08	7.44	2.25	12.62	11.89	11.23	2.43	2.09	1.91	0.46	0.49	0.51	2.38	2.76	3.02	20.90	19.46	17.76
中国银行	买入	4.15	4.45	7.23	1.76	11.37	11.00	9.67	1.80	1.63	1.46	0.32	0.33	0.38	2.01	2.23	2.48	16.62	16.92	16.39
某银行	未有评级	8.70	8.41	(3.33)	1.88	12.38	12.21	12.19	2.28	1.93	1.74	0.61	0.62	0.62	3.34	3.94	4.38	19.21	18.23	15.03
招商银行	买入	20.40	21.35	4.66	3.03	18.72	16.73	16.05	3.68	2.89	2.52	0.95	1.07	1.11	4.85	6.17	7.07	21.17	20.38	16.79
中信银行	持有	5.30	5.11	(3.58)	1.51	12.64	11.62	10.07	1.74	1.56	1.40	0.37	0.40	0.46	2.67	2.96	3.31	12.82	14.18	14.68
民生银行	买入	7.28	7.88	8.24	1.54	10.88	12.30	11.36	1.61	1.70	1.51	0.59	0.52	0.56	3.95	3.74	4.22	17.06	14.72	14.10
农业银行	持有	3.48	3.53	1.44	1.90	12.18	11.50	9.22	2.31	1.87	1.67	0.25	0.26	0.33	1.32	1.63	1.83	20.53	19.72	19.11
平均		7.72	7.96	3.06	2.10	13.02	12.44	11.41	2.30	1.99	1.78	0.49	0.51	0.55	2.82	3.22	3.61	18.56	17.95	16.54
A 股																				
民生银行	买入	5.49	5.86	6.74	1.57	9.38	10.60	9.79	1.39	1.47	1.30	0.59	0.52	0.56	3.95	3.74	4.22	17.06	14.72	14.10
招商银行	买入	14.27	16.50	15.63	2.67	14.97	13.37	12.83	2.94	2.31	2.02	0.95	1.07	1.11	4.85	6.17	7.07	21.17	20.38	16.79
浦发银行	持有	14.92	15.58	4.42	1.76	9.97	13.42	11.75	1.94	1.68	1.49	1.50	1.11	1.27	7.70	8.87	10.02	24.11	16.07	13.44
华夏银行	买入	12.12	13.52	11.55	1.70	16.08	18.80	16.95	2.00	1.52	1.42	0.75	0.64	0.72	6.06	7.95	8.51	13.04	10.43	8.69
深发展	持有	17.51	18.67	6.62	1.99	10.81	10.46	9.70	2.66	1.87	1.59	1.62	1.67	1.81	6.59	9.37	11.00	27.29	21.96	17.74
中国银行	买入	3.57	3.99	11.76	1.79	11.18	10.82	9.50	1.77	1.60	1.44	0.32	0.33	0.38	2.01	2.23	2.48	16.62	16.92	16.39
工商银行	持有	4.32	4.37	1.16	1.90	11.22	10.28	9.63	2.14	1.88	1.67	0.39	0.42	0.45	2.02	2.30	2.58	20.15	20.01	18.49
兴业银行	买入	26.72	27.25	1.98	1.81	10.06	10.57	10.04	2.24	1.77	1.54	2.66	2.53	2.66	11.92	15.08	17.34	24.46	20.21	16.41
某银行	未有评级	6.39	6.54	2.35	1.66	10.39	10.25	10.23	1.91	1.62	1.46	0.61	0.62	0.62	3.34	3.94	4.38	19.21	18.23	15.03
中信银行	卖出	5.94	5.05	(14.98)	1.70	16.19	14.88	12.90	2.23	2.00	1.79	0.37	0.40	0.46	2.67	2.96	3.31	12.82	14.18	14.68
宁波银行	买入	12.50	13.61	8.88	2.50	21.44	18.43	16.94	3.21	2.30	2.13	0.58	0.68	0.74	3.90	5.44	5.88	15.72	15.48	13.03
南京银行	持有	11.56	11.32	(2.08)	1.78	13.75	15.95	15.23	1.76	1.82	1.71	0.84	0.72	0.76	6.55	6.36	6.76	13.23	13.68	11.57
建设银行	买入	4.90	5.79	18.16	2.09	10.73	10.10	9.54	2.06	1.77	1.62	0.46	0.49	0.51	2.38	2.76	3.02	20.90	19.46	17.76
北京银行	持有	13.86	13.34	(3.75)	1.92	15.32	12.41	10.99	2.30	2.00	1.74	0.90	1.12	1.26	6.03	6.94	7.96	15.79	17.23	16.93
农业银行	持有	2.81	2.88	2.49	1.77	11.24	10.61	8.51	2.13	1.72	1.54	0.25	0.26	0.33	1.32	1.63	1.83	20.53	19.72	19.11
平均		10.46	10.95	4.71	1.98	12.85	12.73	11.64	2.18	1.82	1.63	0.85	0.84	0.91	4.75	5.72	6.42	18.81	17.25	15.34

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币百万) — A 股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	193,845	181,639	237,174	296,520	361,369
净手续费及佣金	23,798	35,640	44,873	54,417	65,218
其他非息收入	(6,454)	4,995	1,990	2,035	2,233
经营收入	211,189	222,274	284,037	352,971	428,821
经营费用	(94,417)	(95,823)	(116,378)	(138,834)	(164,857)
拨备前经营利润	116,772	126,451	167,659	214,137	263,964
贷款损失拨备	(39,858)	(44,289)	(48,155)	(62,502)	(84,215)
其他风险拨备	(11,620)	4,147	(14)	(15)	(17)
经营利润	65,294	86,309	119,490	151,620	179,732
经常性项目	278	186	195	205	215
税前利润	52,349	73,928	103,241	130,881	154,181
营业税	(13,223)	(12,567)	(16,444)	(20,944)	(25,766)
所得税	(896)	(8,926)	(17,659)	(24,007)	(31,819)
税后利润	51,453	65,002	85,582	106,874	122,362
少数股东权益	21	(10)	(11)	(12)	(13)
净利润	51,474	64,992	85,571	106,862	122,349
变动(%)	18	26	32	25	14

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) — A 股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
资产					
现金及等价物	1,145,884	1,517,806	1,609,068	1,933,610	2,293,545
同业资产	353,517	532,221	1,369,451	1,974,166	2,671,350
交易性资产	7,151	4,678	5,146	5,660	6,226
总客户贷款	3,100,159	4,138,187	5,089,277	6,199,285	7,445,782
减: 拨备	(85,175)	(126,692)	(173,834)	(235,220)	(318,208)
长期投资	2,308,885	2,616,470	2,762,074	2,924,165	3,103,280
于联营公司权益	347	343	348	353	358
净固定资产	103,883	111,973	124,011	131,665	132,453
其他资产	79,700	87,602	90,600	94,073	98,053
总资产	7,014,351	8,882,588	10,876,141	13,027,756	15,432,839
负债及权益					
客户存款	6,097,428	7,497,618	9,164,122	11,063,830	13,171,422
存放同业	359,307	701,131	841,346	1,009,603	1,211,512
其他借款	0	49,955	55,701	56,276	56,908
总借款	6,456,735	8,248,704	10,061,169	12,129,710	14,439,842
其他负债	261,925	285,735	287,204	306,321	328,024
总负债	6,718,660	8,534,439	10,348,373	12,436,031	14,767,866
普通股股本(面值)	260,000	260,000	324,794	324,794	324,794
其他权益	30,445	82,819	202,862	266,811	340,052
总股东权益	290,541	342,925	527,768	591,725	664,973
少数股东权益	96	106	113	120	127
已运用资本	290,541	342,925	527,768	591,725	664,973
总负债及权益	7,009,201	8,877,364	10,876,141	13,027,756	15,432,839

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) — A 股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	52,349	73,928	103,241	130,881	154,181
非现金项目	(2,597)	(27,373)	58,542	73,076	93,266
交易活动产生的现金	49,752	46,555	161,783	203,957	247,447
运营资本变动	235,959	(58,231)	707,705	707,747	783,559
经营产生的现金流	286,461	(3,676)	869,488	911,704	1,031,006
发行债券利息	0	0	(2,248)	(2,248)	(2,248)
支付税金	(750)	(8,000)	(15,893)	(21,611)	(28,641)
总现金流	285,711	(11,676)	851,347	887,845	1,000,117
投资	(235,056)	(188,338)	(166,253)	(177,799)	(186,600)
自由现金流	50,655	(200,014)	685,094	710,046	813,517
投资者可用现金	50,655	(200,014)	685,094	710,046	813,517
融资活动产生的净					
现金	130,117	49,950	100,392	(42,913)	(49,108)
汇率变动影响	(5,468)	149	(7,778)	(9,334)	(8,400)
现金增(减)	175,304	(149,915)	777,708	657,800	756,008

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%) — A 股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
生息资产收益率	4.95	3.79	4.03	4.23	4.33
资金成本	1.98	1.56	1.71	1.86	1.92
利差	2.97	2.23	2.32	2.36	2.41
净息差	3.04	2.33	2.43	2.50	2.54
其他收入总收入	8.2	18.3	16.5	16.0	15.7
成本收入比	44.7	43.1	40.8	39.2	38.3
有效税率	21.5	24.8	28.4	29.5	31.9
增长					
贷款增长率	(10.8)	33.5	23.0	21.8	20.1
存款增长率	15.3	23.0	22.2	20.7	19.0
资产增长率	32.2	26.6	22.5	19.8	18.5
可持续增长率	na	22.8	38.2	59.0	26.4
流动性					
贷存比	50.8	55.2	55.5	56.0	56.5
贷款/付息资金	50.8	54.8	55.2	55.7	56.3
贷款/总资产	44.2	46.6	46.8	47.6	48.2
核心负债/总负债	68.3	65.5	66.2	66.4	66.3
资产质量					
不良贷款	4.3	2.9	2.2	2.3	2.9
一般拨备率	31.4	59.1	96.9	95.4	75.1
专项准备覆盖率	32.2	46.2	58.0	67.5	70.4
总拨备覆盖率	63.5	105.4	155.0	162.9	145.4
信用风险成本	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1
关注类贷款比例	12.8	7.8	9.6	10.4	10.8
资本充足率					
权益资产比率	4.1	3.9	4.9	4.6	4.3
盈余资本	1.4	2.1	4.4	3.7	3.2
总资本充足率	9.4	10.1	12.4	11.7	11.2
一级资本充足率	8.0	7.7	9.7	9.1	8.6
回报率					
资产收益率	0.84	0.82	0.87	0.90	0.86
净资产收益率	-	20.5	19.7	19.1	19.5
已运用资本收益率	-	20.5	19.7	19.1	19.5
结构性资本收益率	37.9	20.9	22.0	22.6	21.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币百万) — H股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	193,845	181,639	237,174	296,520	361,369
净手续费及佣金	23,798	35,640	44,873	54,417	65,218
其他非息收入	(6,454)	4,995	1,990	2,035	2,233
经营收入	211,189	222,274	284,037	352,971	428,821
经营费用	(94,417)	(95,823)	(115,956)	(138,413)	(164,436)
拨备前经营利润	116,772	126,451	168,081	214,558	264,385
贷款损失拨备	(39,858)	(44,289)	(48,155)	(62,502)	(84,232)
其他风险拨备	(11,620)	4,147	(14)	(15)	(17)
经营利润	65,294	86,309	119,912	152,041	180,153
非经常性项目	278	186	195	205	215
税前利润	65,572	86,495	120,107	152,246	180,368
营业税	(13,223)	(12,567)	(16,444)	(20,944)	(25,766)
所得税	(896)	(8,926)	(17,659)	(24,007)	(31,819)
税后利润	51,453	65,002	86,004	107,295	122,783
少数股东权益	21	(10)	(11)	(12)	(13)
净利润	51,474	64,992	85,993	107,283	122,770
变动 (%)	18	26	32	25	14

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) — H股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
资产					
现金及等价物	44,168	48,896	50,363	51,874	53,430
同业资产	1,455,233	2,001,131	2,928,156	3,855,902	4,911,465
交易性资产	7,151	4,678	5,146	5,660	6,226
总客户贷款	3,100,159	4,138,187	5,089,277	6,199,285	7,445,782
减: 拨备	(85,175)	(126,692)	(173,834)	(235,220)	(318,208)
投资	2,308,885	2,616,470	2,763,806	2,926,293	3,105,805
固定资产	113,394	130,177	149,094	164,406	171,494
折旧	(9,511)	(18,204)	(25,267)	(32,901)	(39,178)
其他资产	80,047	87,945	90,948	94,426	98,411
总资产	7,014,351	8,882,588	10,877,689	13,029,724	15,435,228
负债及权益					
客户存款	6,097,428	7,497,618	9,164,122	11,063,830	13,171,422
同业存放	359,307	701,131	841,346	1,009,603	1,211,512
其他借款	5,150	55,179	55,701	56,276	56,908
总借款	6,461,885	8,253,928	10,061,169	12,129,710	14,439,842
其他负债	261,925	285,735	287,204	306,321	328,024
总负债	6,723,810	8,539,663	10,348,373	12,436,031	14,767,866
普通股股本(面值)	260,000	260,000	324,794	324,794	324,794
准备金	18,423	23,002	187,915	220,104	256,939
留存收益	12,022	59,817	16,495	48,676	85,503
总股东权益	290,445	342,819	529,204	593,573	667,235
少数股东权益	96	106	113	120	127
总负债及权益	7,014,351	8,882,588	10,877,689	13,029,724	15,435,228

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) — H股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	51,453	65,002	103,663	131,302	154,602
非现金项目	(1,881)	(19,796)	58,120	72,655	92,845
交易活动产生的现金	49,572	45,206	161,783	203,957	247,447
运营资本变动	235,959	(58,231)	707,705	707,747	783,559
经营产生的现金流	285,531	(13,025)	869,488	911,704	1,031,006
发行债券利息	0	0	(2,248)	(2,248)	(2,248)
支付税金	(750)	(8,000)	(15,893)	(21,611)	(28,641)
总现金流	284,781	(21,025)	851,347	887,845	1,000,117
投资	(235,056)	(188,338)	(166,253)	(177,799)	(186,600)
自由现金流	49,725	(209,363)	685,094	710,046	813,517
投资者可用现金	49,725	(209,363)	685,094	710,046	813,517
融资活动产生的净现金	130,117	49,950	100,392	(42,913)	(49,108)
汇率变动影响	(5,468)	149	(7,778)	(9,334)	(8,400)
现金增(减)	174,374	(159,264)	777,708	657,800	756,008

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%) — H股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
生息资产收益率	4.95	3.79	4.03	4.23	4.33
资金成本	1.98	1.56	1.71	1.86	1.92
利差	2.97	2.23	2.32	2.36	2.41
净息差	3.04	2.33	2.43	2.50	2.54
其他收入总收入	8.21	18.28	16.50	15.99	15.73
成本收入比	44.71	43.11	40.82	39.21	38.35
有效税率	21.53	24.85	28.39	29.53	31.93
增长					
贷款增长率	(10.7)	33.48	22.98	21.81	20.11
存款增长率	15.32	22.96	22.23	20.73	19.05
资产增长率	32.21	26.63	22.46	19.78	18.46
可持续增长率		22.77	38.20	59.01	26.41
流动性					
贷存比	50.84	55.19	55.53	56.03	56.53
贷款/付息资金	50.80	54.79	55.20	55.75	56.29
贷款/总资产	44.20	46.59	46.79	47.58	48.24
核心负债/总负债	68.3	65.5	66.2	66.4	66.3
资产质量					
不良贷款	4.3	2.9	2.2	2.3	2.9
一般拨备率	31.4	59.1	96.9	95.4	75.1
专项准备覆盖率	32.2	46.2	58.0	67.5	70.4
总拨备覆盖率	63.5	105.4	155.0	162.9	145.4
信用风险成本	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1
关注类贷款比例	12.8	7.8	9.6	10.4	10.8
资本充足率					
权益资产比率	4.14	3.86	4.87	4.56	4.32
盈余资本	1.41	2.07	4.37	3.73	3.18
总资本充足率	9.41	10.07	12.37	11.73	11.18
一级资本充足率	8.04	7.74	9.73	9.08	8.61
回报率					
资产收益率	0.84	0.82	0.87	0.90	0.86
净资产收益率	-	20.53	19.72	19.11	19.47
已运用资本收益率	-	20.52	19.72	19.11	19.47
结构性资本收益率	37.89	20.91	22.02	22.60	21.66

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

北京银行(601169.SS/人民币 13.86, 持有)

南京银行(601009.SS/人民币 11.56, 持有)

宁波银行(002142.SZ/人民币 12.50, 买入)

建设银行(0939.HK/港币 6.59; 601939.SS/人民币 4.90, 买入)

招商银行(3968.HK/港币 20.40; 600036.SS/人民币 14.27, 买入)

中信银行(0998.HK/港币 5.30, 持有; 601998.SS/人民币 5.94, 卖出)

华夏银行(600015.SS/人民币 12.12, 买入)

工商银行(1398.HK/港币 5.89; 601398.SS/人民币 4.32, 持有)

兴业银行(601166.SS/人民币 26.72, 买入)

民生银行(1988.HK/港币 7.28; 600016.SS/人民币 5.49, 买入)

浦发银行(600000.SS/人民币 14.92, 持有)

深发展(000001.SZ/人民币 17.51, 持有)

中国银行(3988.HK/港币 4.15; 601988.SS/人民币 3.57, 买入)

以2010年7月23日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(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(未有评级)。持有则指预计该行业(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

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 7 月 22 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。本報告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。本報告中發表看法、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