

2011年1月7日

华润三九

外延式发展进行时

买入

A 000999.SZ - 人民币 24.50

目标价格: 人民币 33.26 (↑31.74)

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

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(%)	(4)	(4)	(7)	18
相对新华富时A50指数(%)	(4)	(1)	(9)	41

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	979
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	8,733
3个月日均交易额(人民币 百万)	234
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
华润医药控股有限公司	63.59

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*焦阳是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

华润三九是以品牌 OTC 为核心业务的大型药品生产企业。公司以发展大品种为指导方针, 以稳定增长的中药 OTC 产品为基石, 以 999 皮炎平系列皮肤用药、中药处方药和中药配方颗粒为高速增长的动力, 作为华润集团医药业务板块的重要平台, 有望通过持续并购实现外延式的跨越发展。我们预计公司未来 3 年净利润复合增长率 23.0%, 小幅上调目标价至 33.26 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司第一、二、三终端战略规划清晰, OTC 领域仍将是未来发展的基石, 医院渠道将是未来发展的重点。
- 借助良好品牌形象和终端渠道, 通过并购实现跨越式发展将是公司未来发展的主旋律。
- 999 皮炎平的明星效应将带动全系列皮肤用药快速增长, 成为公司近期的主要业务增长点。
- 感冒灵、三九胃泰等中药 OTC 产品的稳定增长是公司业务的重要基石。
- 中药处方药和中药配方颗粒的高速增长对公司具有战略意义, 未来产能瓶颈的解决将推动抗生素业务快速发展。

影响评级的主要风险

- 中药材和药用辅料的价格上涨将影响公司利润水平。

估值

- 我们上调公司 10-12 年的盈利预测至 0.870、1.109、1.347 元, 并将目标价由 31.74 元小幅上调至 33.26 元, 相当于 30 倍 2011 年市盈率, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	4,316	4,853	4,436	5,312	6,370
变动(%)	24	12	(9)	20	20
净利润(人民币 百万)	500	709	852	1,085	1,318
全面摊薄每股收益(人民币)	0.511	0.725	0.870	1.109	1.347
变动(%)	28.7	41.9	20.1	27.4	21.5
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.856	1.058	1.296
调整幅度(%)	-	-	1.6	4.8	3.9
全面摊薄市盈率(倍)	48.0	33.8	28.2	22.1	18.2
每股现金流量(人民币)	1.14	0.87	0.77	1.18	1.41
价格/每股现金流量(倍)	21.5	28.0	31.8	20.7	17.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.1	22.9	20.1	15.5	12.4
每股股息(人民币)	0.200	0.300	0.348	0.443	0.539
股息率(%)	0.8	1.2	1.4	1.8	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.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

第一、二、三终端战略规划清晰

公司的优势在于第二终端（OTC）领域，丰富的销售经验以及良好的品牌形象使得公司长期领跑国内的 OTC 市场。随着引入多个中西药处方药品种，公司正在逐步加强对第一终端（医院）的覆盖，以便打造新的业务增长点。同时，为了更好地面对当前的医疗体制改革，公司也在一定程度上加强了对第三终端的覆盖，体现了良好的社会责任。

处方药是目前公司发展最为迅速的业务板块，2010 年上半年公司的中药处方药、中药配方颗粒业务增速分别为 39%、50%，显著高于公司整体 20% 的增长。基于中药处方药未来将有快速发展的判断，公司正在大力开发第一终端领域。公司目前处方药医药代表约为 500 人，其中中药处方药医药代表约有 200 人，随着公司产品线的扩展，我们预计公司的处方药销售队伍仍将继续扩充。同时公司也正在逐步加强学术营销的力度，与销售渠道形成合力拉动处方药的销售。

OTC 市场是公司传统的优势领域，相对于受政策影响大、行政管制严格的处方药领域，公司对竞争相对充分的 OTC 市场更有信心。高额的广告费用以及拥有几十年良好口碑的多个产品使得公司拥有巨大的品牌影响力，而目前正在进行的渠道优化工程则致力于加强公司的销售管理能力，有助于未来形成渠道 终端双给力的良好局面。我们认为公司未来的 OTC 产品仍将以零售药店作为最为重要的渠道，销售增长预计为 15%-20%。

公司共有 60 多个品种进入《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》，其中三九胃泰和正天丸为公司独家品种。为更好地应对新医改下药品市场格局的变化，公司成立了基本药物部，我们预计公司的基药品种在第三终端将会呈缓慢增长态势，一方面是因为第三终端渠道相对特殊，建立完整的渠道需要时间；另一方面是因为基药的放量销售可能面临更大的降价压力，权衡增量市场的占有和存量市场的维持是公司所面临的艰难选择。

外延式并购增长与内生式研发创新并重

公司未来的发展动力将主要来自内生式的研发创新和外延式的并购。我们认为，公司拥有良好品牌形象和终端渠道，借助并购实现跨越式发展将是公司未来发展的主旋律。2009年，公司通过收购安徽金蟾生化、三九黄石制药和百安制药获得了华蟾素以及多个皮肤用药品种，在战略上引入了新的增长点并完善了公司的产品梯队，在战术上为公司业绩的增长提供了动力。2010年公司的实际控制方华润集团分别与北京市政府和北药集团签订了战略合作协议和重组协议，使得未来北药集团的非上市相关资产注入公司成为了可能。公司在年度报告、公开媒体信息中多次提出积极寻找适当的并购机会，虽然在2010年没有实质性的举动，但我们相信公司为此所做的准备从未停滞。随着北药重组的准备性工作逐渐完成，我们有理由相信公司将在2011年开展一定规模的并购工作。

公司的内生性增长主要来自产品的研发，这包括产品的创新以及传统核心品种的二次开发。公司拥有100人以上的研发团队，目前在研项目超过100项，主要方向为OTC新产品以及中药处方药和抗生素新产品。核心品种的二次开发包括中药注射剂的再评价、中药配方颗粒生产工艺和质量标准的研究、已有药物新剂型的研发等工作，通过二次开发公司可以提高产品质量水平，增强产品的竞争力，并可以获得相关专利以保持原有产品的竞争优势。

999 皮炎平的明星效应将带动全系列皮肤用药快速增长

据统计，999皮炎平在全国皮肤用药零售市场份额前5名中唯一的国内品牌产品，也是唯一的皮炎治疗产品。尽管999皮炎平是皮肤用药领域为数不多的以“品牌+商品名”命名的产品，但是长期以来公司在皮肤用药领域仅有这一个产品，未能有效地利用明星产品的广告效应以及对其他产品的拉动效应。在2009年收购百安制药及其全部产品线后，公司拥有了适用于不同程度皮炎、湿疹、真菌感染的皮肤用药系列产品。随着2010年全线皮肤用药的正式上市，以“999××平”命名的全系列皮肤用药将最大限度地利用999皮炎平的品牌知名度，凭借快速建立起的品牌认同感实现销售迅速增长，有望在3年内成为OTC皮肤用药的第一品牌。

OTC 中药稳定增长

公司的中药 OTC 包括感冒灵、三九胃泰、正天丸、壮骨关节丸等产品。2009 年甲型流感爆发导致感冒灵销售额增长 35%，一举突破 10 亿元，成为国内第一的抗感冒药。我们预计未来 2 年感冒灵的销售将以 15% 的速度增长。三九胃泰作为一个畅销了 20 多年的品种，历经起伏，2009 年的销售额重回 2 亿元以上。得益于公司的品牌宣传、渠道建设以及进入基药目录的有利影响，我们预计未来 3 年三九胃泰销售额的增速将为 10-20%。公司的正天丸、壮骨关节丸、强力枇杷露等传统产品也拥有较为稳定的使用人群，预计将保持 10% 以上的增长。

中药配方颗粒将保持高速增长

公司的中药配方颗粒业务全国排名第二，仅次于江阴天江药业。2009 年公司该业务销售额 2.1 亿元，主要集中在广东、浙江、湖北、河南等大省的三甲医院和二甲以上中医院。中药配方颗粒作为中药饮片的替代和补充，2009 年行业销售额为 10.9 亿元，相当于中药饮片市场的 2.1%，未来发展空间巨大。现阶段公司一直致力于中药配方颗粒生产工艺和质量标准的研究，希望通过参与国家标准的制定以抢占行业制高点。我们预计 2010 年公司的中药配方颗粒业务将有望突破 3 亿元，未来 3 年的增长率将不低于 40%。

中药处方药将持续快速增长

公司目前中药处方药主要为参附注射液、参麦注射液和华蟾素三大品种。参附注射液在经历了 2007-2008 年的高速增长后，2009 年的增长下滑至 19%。由于 2009 版医保目录规定参附注射液限二级以上医院急救和抢救，我们预计未来参附注射液的将保持 15% 左右的增长。相近的参麦注射液由于在 2004 版医保目录已被限制重症急用，因此 2009 版医保目录出台后影响不大，预计未来增速略高于参附注射液。华蟾素为公司收购金蟾生化获得的品种，2009 年下半年才进入合并报表。我们预计华蟾素上半年的销售收入约为 4,500 万元，全年销售有望过 1 亿元，未来 3 年将保持 40% 以上的增长。

抗生素业务增速有望提高

公司的抗生素业务核心产品为新泰林（注射用五水头孢唑林钠）以及部分原料药，2008-2009 年增长速度约为 15%。新泰林是具有独立知识产权的国家四类新药，近年一直保持 30% 左右的增速；而原料药业务受产能限制增长缓慢。我们预计沈阳原料药基地建成后，公司的抗生素业务增速有望提高至 20% 以上。

风险因素

中药材和药用辅料的价格有可能持续上涨，如涨幅高于预期则将对公司利润水平产生负面影响。

华润集团与北药集团之间的管理机制有待理顺，因此预期中的资产注入事件可能进展缓慢。

资本市场对制药公司的追捧可能推高公司潜在收购目标的市场价格，给公司未来的并购活动增添了不确定性。

上调盈利预测，维持买入评级

我们认为公司是医药板块中非常优秀的长期投资标的，公司战略规划清晰，管理水平优秀，是华润集团医药业务板块的重要平台。我们上调公司 10-12 年的盈利预测至 0.870、1.109、1.347 元，复合增长率 23.0%。参考可比中药类上市公司 2011 年 31.9-48.2 倍的市盈率，我们给予公司 30 倍 2011 年市盈率，将目标价由 31.74 元小幅上调至 33.26 元，维持**买入**评级。

图表 2. 中药类上市公司估值比较

公司简称	代码	评级	总市值 (人民币, 亿元)	价格 (人民币, 元)	每股收益 (人民币)				市盈率 (倍)				每股收益 复合增长 (%)	净资产收益 (%)		
					2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
天士力	600535.SS	买入	205	39.72	0.65	0.81	1.02	1.26	61.20	48.92	39.09	31.53	24.75	18.41	20.05	21.28
同仁堂	600085.SS	买入	172	33.10	0.55	0.66	0.79	0.93	60.36	50.07	42.00	35.48	19.37	10.21	11.15	11.90
江中药业	600750.SS	未有评级	116	37.43	0.68	0.84	1.08	1.35	55.07	44.59	34.66	27.65	25.82	20.82	22.59	23.76
千金药业	600479.SS	买入	54	17.74	0.60	0.43	0.56	0.70	29.50	41.06	31.94	25.47	5.02	13.92	15.68	17.05
广州药业	600332.SS	未有评级	205	25.23	0.26	0.39	0.52	0.66	96.96	64.96	48.19	38.18	36.44	8.64	10.77	12.17
平均值			150	30.64	0.55	0.63	0.79	0.98	60.62	49.92	39.18	31.66	22.28	14.40	16.05	17.23
华润三九	000999.SZ	买入	240	24.50	0.73	0.87	1.11	1.35	33.80	28.16	22.10	18.19	44.61	21.5	23.5	24.3

资料来源：公司资料及中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,316	4,853	4,436	5,312	6,370
销售成本	(2,353)	(2,396)	(1,710)	(1,963)	(2,323)
运营费用	(1,226)	(1,448)	(1,580)	(1,907)	(2,306)
息税折旧前利润	737	1,008	1,145	1,442	1,741
折旧与摊销	(83)	(106)	(122)	(131)	(138)
营业利润(息税前利润)	654	903	1,024	1,311	1,603
净利息收入/(费用)	(6)	0	9	11	11
其它盈利/(亏损)	(2)	1	48	50	50
税前利润	646	904	1,081	1,371	1,665
所得税	(105)	(143)	(166)	(211)	(256)
少数股东损益	(41)	(52)	(63)	(75)	(90)
净利润	500	709	852	1,085	1,318
核心净利润	509	715	835	1,067	1,299
每股收益(人民币)	0.511	0.725	0.870	1.109	1.347
核心每股收益(人民币)	0.520	0.731	0.853	1.090	1.327
每股股息(人民币)	0.200	0.300	0.348	0.443	0.539
收入增长(%)	24	12	(9)	20	20
息税前利润增长(%)	11	38	13	28	22
息税折旧前利润增长(%)	12	37	14	26	21
每股收益增长(%)	29	42	20	27	21
核心每股收益增长(%)	11	40	17	28	22

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
现金及等价物	617	1,166	1,306	1,988	2,863
应收帐款	1,344	1,268	1,346	1,531	1,741
库存	484	418	377	414	456
其它流动资产	141	185	263	278	295
流动资产合计	2,587	3,037	3,292	4,212	5,356
固定资产	1,257	1,352	1,536	1,560	1,528
无形资产	1,095	1,137	1,169	1,183	1,188
其它长期资产	113	105	96	88	83
长期资产合计	2,465	2,594	2,800	2,831	2,798
总资产	5,051	5,631	6,092	7,043	8,154
应付账款	860	823	622	644	667
短期债	95	12	3	3	3
其它流动负债	669	778	838	949	1,062
流动负债合计	1,624	1,613	1,464	1,595	1,732
长期债	15	40	30	30	30
其它长期负债	0	27	27	27	27
股本	979	979	979	979	979
资本公积	2,221	2,707	3,265	4,010	4,894
股东权益	3,200	3,686	4,244	4,989	5,873
少数股东权益	213	265	328	403	493
负债权益总计	5,051	5,631	6,092	7,043	8,154
每股账面价值(人民币)	3.27	3.77	4.34	5.10	6.00
每股有形资产(人民币)	2.15	2.60	3.14	3.89	4.79
净负债/(现金)(人民币)	(0.52)	(1.14)	(1.30)	(2.00)	(2.89)

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	646	904	1,081	1,371	1,665
折旧与摊销	83	106	122	131	138
净利息费用	6	0	(9)	(11)	(11)
营运资本变动	466	(35)	(245)	(96)	(125)
支付所得税	0	0	0	0	0
其它经营现金流	(85)	(120)	(194)	(239)	(284)
经营活动产生的现金流	1,116	855	754	1,156	1,383
购建固定资产净额	(1,203)	(193)	(330)	(170)	(110)
投资减少/(增加)	(63)	6	(7)	0	0
其它投资现金流	3	93	26	26	26
投资活动产生的现金流	(1,263)	(93)	(310)	(144)	(84)
净股本增加	0	0	0	0	0
净负债增加	(7)	24	(19)	0	0
支付股息	(519)	(196)	(294)	(341)	(434)
其它筹资现金流	547	(42)	9	11	11
筹资活动产生的现金流	21	(213)	(304)	(330)	(423)
现金余额变动	(125)	549	140	682	875
年初现金	743	617	1,166	1,306	1,988
公司自由现金流	(142)	765	462	1,027	1,313
股权自由现金流	(164)	780	434	1,023	1,309

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	17.1	20.8	25.8	27.1	27.3
息税前利润率	15.1	18.6	23.1	24.7	25.2
税前利润率	15.0	18.6	24.4	25.8	26.1
净利率	11.6	14.6	19.2	20.4	20.7
流动性(倍)					
流动比率	1.6	1.9	2.2	2.6	3.1
利息覆盖倍数	39.7	69.9	102.4	262.1	320.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.3	1.6	2.0	2.4	2.8
估值(倍)					
市盈率	48.0	33.8	28.2	22.1	18.2
核心业务市盈率	47.1	33.5	28.7	22.5	18.5
目标价对应核心业务市盈率	63.9	45.5	39.0	30.5	25.1
市净率	7.5	6.5	5.7	4.8	4.1
价格/现金流	21.5	28.0	31.8	20.7	17.3
企业价值/息税折旧前利润	32.1	22.9	20.1	15.5	12.4
周转率					
存货周转天数	86.2	68.8	84.8	73.5	68.3
应收帐款周转天数	270.3	98.2	107.6	98.8	93.7
应付帐款周转天数	80.6	63.3	59.5	43.5	37.5
回报率(%)					
股息支付率	39.2	41.4	40.0	40.0	40.0
净资产收益率	16.7	20.6	21.5	23.5	24.3
资产收益率	8.4	14.2	14.8	16.9	17.8
已运用资本收益率	13.8	24.3	24.2	26.5	27.4

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。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

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客户发布。

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，或将此报告全部或部分内容发表。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中银国际集团成员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 2011 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