



**持有**

**5% ↓**

目标价格: 港币 3.74

原目标价格: 港币 3.48

3333 HK

价格: 港币 3.93

目标价格基础: 55% 现金流折现

板块评级: 增持

# 恒大地产

## 财务成本和销售管理及行政费用拉低利润率

恒大地产公告 2014 财年收入同比大增 18.9%。但是由于销售管理及行政费用和财务成本上升过快,特别是向 PCS 持有者的分配大幅增加,核心净收益同比减少 65%。核心净利率仅为 2.6%。考虑到恒大地产可售资源充足,我们预计公司在 2015 年的合同销售金额为 1,500 亿人民币,同比增长 14.8%。但是由于净负债比率高达 251% (PCS 计入负债),公司财务成本过高,限制了其盈利能力。我们认为目前估值合理,维持持有评级。不过由于公司 2014 年在一二线城市拿地成本低,资产净值有所增加,所以将目标价调高 7.5%。

### 支撑评级的主要因素

- 恒大盈利表现令人失望,主要是因为销售管理及行政费用和财务成本较高。因此,尽管 28.5% 的毛利润率表现尚可,但核心净利率仅有 2.6%。我们基于此等情况对假设进行了调整,将 2015-2016 年每股盈利下调 23.3%-37%。
- 14 财年净负债比率为 85.9%,如果将 PCS 计入负债,则净负债比率达到 251%,比 14 年上半年又增加了 3.4 个百分点。展望 2015 年,考虑到恒大拥有 2,900 万平方米的充足可售资源,我们认为合同销售金额有望达到 1,500 亿人民币,尽管能够部分减轻净负债率压力,但是公司计划 2015 年保持现金流收支平衡。因此我们认为去杠杆将是一个长期过程,预计到 2015 年底净负债比率保持在 84%,将 PCS 归入负债后则为 245%。此外,年内应偿还借款 800 亿人民币,而现金结余仅有 594 亿人民币,可能会引发对公司流动性的担忧。

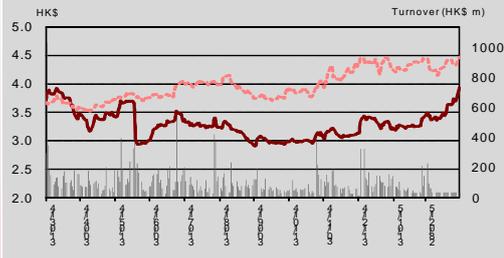
### 评级面临的主要风险

- 经营领域多元化引发的不确定性。

### 估值

- 股价目前较每股净资产折让 53%,对应 7.3 倍 2015 年预期市盈率。我们认为当前估值合理,一方面高财务成本限制了公司的盈利能力,另一方面政策宽松和销售金额大幅增长的预期也限制了下行空间。因此我们维持持有评级。

### 股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	25.2	14.9	25.6	9.2
相对恒生中国企业指数	22.5	13.9	21.7	(13.9)

发行股数(百万)	14,589
流通股(%)	32
流通股市值(港币百万)	57,335
3个月日均交易额(港币百万)	95
净负债比率(%) (2015E)	84
主要股东(%)	
许家印	68

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

地产: 开发商

田世欣\*

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

\*刘宇声、孙晶为本报告重要贡献者

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	93,672	111,398	131,957	152,960	170,668
变动(%)	44	19	18	16	12
净利润(人民币百万)	12,612	12,604	6,370	10,448	12,627
完全摊薄每股收益(人民币)	0.789	0.854	0.431	0.708	0.855
变动(%)	30.6	8.2	(49.5)	64.0	20.9
市场预期每股收益(人民币)	-	0.576	0.646	0.702	1.000
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.685	0.923	-
调整幅度(%)	-	-	(37.0)	(23.3)	-
核心每股收益(人民币)	0.525	0.200	0.431	0.708	0.855
变动(%)	36.6	(61.9)	115.8	64.0	20.9
全面摊薄市盈率(倍)	4.0	3.7	7.3	4.5	3.7
核心市盈率(倍)	6.0	15.8	7.3	4.5	3.7
每股现金流(人民币)	(2.02)	(0.54)	2.14	3.20	3.09
股价/现金流(人民币)	(1.6)	(5.8)	1.5	1.0	1.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	11.1	8.9	6.2	5.1
每股股息(人民币)	0.435	0.430	0.217	0.356	0.431
股息率(%)	13.8	13.7	6.9	11.3	13.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 2014 年业绩摘要 - 损益表**

(人民币, 百万)	2013	2014	同比 (%)	中银国际 2014E	实际 vs. 预测 (%)	2014E (彭博预测)	实际 vs. 预期 (%)
房地产开发	92,235	107,450	16.5	109,802	(2.1)		
房地产投资	126	144	14.4	150	(3.9)		
其他业务	1,311	3,804	190.2	6,595	(42.3)		
<b>收入</b>	<b>93,672</b>	<b>111,398</b>	<b>18.9</b>	<b>116,547</b>	<b>(4.4)</b>	<b>111,225</b>	<b>0.2</b>
销售成本	(66,023)	(79,615)	20.6	(82,403)	(3.4)	(78,688)	1.2
<b>毛利润</b>	<b>27,649</b>	<b>31,784</b>	<b>15.0</b>	<b>34,145</b>	<b>(6.9)</b>	<b>32,537</b>	<b>(2.3)</b>
销售和营销成本	(4,310)	(9,154)	112.4	(6,060)	51.0		
行政费用	(3,472)	(4,038)	16.3	(3,380)	19.5		
其他营业支出	(1,679)	(1,396)	(16.8)	(2,089)	(33.2)		
<b>营业利润</b>	<b>18,187</b>	<b>17,195</b>	<b>(5.5)</b>	<b>22,615</b>	<b>(24.0)</b>	<b>20,485</b>	<b>(16.1)</b>
财务成本	(34)	(1,015)		(39)			
利息收益	120	312		108			
外汇收益	387	-		-			
其他	921	1,119		1,146			
财务担保拨回/(拨备)	-	-		-			
投资性物业公允价值变动收益	5,815	9,393		-			
部分处置子公司收益	-	719		-			
处置可供销售金融资产损失	-	(186)		-			
金融资产公允价值变动收益	-	3,758		-			
应占关联公司之利润	-	(104)		-			
<b>税前利润</b>	<b>25,396</b>	<b>31,191</b>	<b>22.8</b>	<b>23,830</b>	<b>30.9</b>		
所得税与递延税	(6,159)	(8,952)	45.4	(4,469)	100.3		
土地增值税	(5,528)	(4,223)	(23.6)	(5,953)	(29.1)		
所得税费用	(11,687)	(13,175)	12.7	(10,422)	26.4		
<b>本年度利润</b>	<b>13,709</b>	<b>18,016</b>	<b>31.4</b>	<b>13,407</b>	<b>34.4</b>		
少数股东权益	(441)	(1,073)	143.5	(804)	33.4		
永久资本工具	(657)	(4,339)		(3,886)			
<b>净收益</b>	<b>12,612</b>	<b>12,604</b>	<b>(0.1)</b>	<b>8,717</b>	<b>44.6</b>	<b>12,714</b>	<b>(0.9)</b>
<b>总股息</b>	<b>6,266</b>	<b>6,273</b>		<b>4,359</b>		<b>2,976</b>	
<b>非经常项目调整</b>							
投资性物业公允价值变动收益	5,815	9,393		-			
部分处置子公司收益	-	719		-			
处置可供销售金融资产损失	-	(186)		-			
金融资产公允价值变动收益	-	3,758		-			
上述项目产生的税收效果	(1,454)	(3,421)		-			
上述项目的少数股东权益	(140)	(611)		-			
<b>中银国际核心净收益</b>	<b>8,391</b>	<b>2,952</b>	<b>(64.8)</b>	<b>8,717</b>	<b>(66.1)</b>	<b>8,956</b>	<b>(67.0)</b>
<b>每股收益(人民币)</b>	<b>0.79</b>	<b>0.85</b>	<b>8.2</b>	<b>0.54</b>	<b>57.9</b>	<b>0.86</b>	<b>(0.9)</b>
<b>中银国际核心每股收益(人民币)</b>	<b>0.52</b>	<b>0.20</b>	<b>(61.6)</b>	<b>0.54</b>	<b>(63.0)</b>	<b>0.61</b>	<b>(67.0)</b>
<b>每股股息(人民币)</b>	<b>0.43</b>	<b>0.43</b>	<b>(0.1)</b>	<b>0.30</b>	<b>43.7</b>	<b>0.20</b>	<b>110.8</b>
毛利率(%)	29.5	28.5	(1.0)个百分点	29.3	(0.8)个百分点	29.3	(0.7)个百分点
净利润(不含其他收益)(%)	9.0	2.6	(6.3)个百分点	7.5	(4.8)个百分点	8.1	(5.4)个百分点
销售管理及行政费用占收入比例(%)	10.1	13.1	3.0个百分点	9.9	3.2个百分点	10.8	2.3个百分点
股息支付率(占核心净收益比例)(%)	49.7	49.8	0.1个百分点	50.0	(0.2)个百分点	23.4	26.4个百分点

资料来源: 公司数据、中银国际研究

**图表 2. 2014 年业绩摘要 - 财务状况**

(人民币, 百万)	2013	2014	同比变动%	中银国际 2014E	实际 vs 预测 (%)	2014E (彭博预测)	实际 vs 预测 (%)
银行结余和现金	53,653	59,498		25,208			
短期借款	35,796	79,663		48,106			
长期借款	73,021	76,401		74,915			
总借款	108,817	156,065		123,021			
<b>现金净额/(债务)</b>	<b>(55,164)</b>	<b>(96,566)</b>		<b>(97,813)</b>		<b>(75,341)</b>	
股东权益	48,590	51,120		51,041		63,736	
少数股东权益	5,729	8,406		6,533		8,406	
长期资本证券	25,024	52,852		44,484		52,852	
权益总额	79,343	112,378		102,059		124,995	
净负债比率(PCS 计入权益)	69.5	85.9	16.4 个百分点	95.8	(9.9) 个百分点	60.3	25.7 个百分点
净负债比率(PCS 计入负债)	147.6	251	103.4 个百分点	247.2	3.9 个百分点	177.7	73.3 个百分点

资料来源: 公司数据、中银国际研究

**图表 3. 2015 年资产净值预测**

城市	价值(人民币, 百万)	在总资产中占比(%)	每股价值(人民币)
3 线	122,949	44.8	8.44
2 线	96,249	35.1	6.61
1 线	19,014	6.9	1.31
<b>合计</b>	<b>238,212</b>	<b>86.9</b>	<b>16.36</b>
投资性物业和酒店	36,039	13.1	2.47
<b>总资产值</b>	<b>274,251</b>	<b>100</b>	<b>18.83</b>
截至 2015 年底未支付的			
土地溢价和土地增值税	(30,683)		(2.11)
截至 2015 年底净负债	(95,077)		(6.53)
长期资本证券	(52,852)		(3.63)
<b>资产净值(人民币, 百万)</b>	<b>95,639</b>		<b>人民币 6.57</b>
<b>资产净值(港币, 百万)</b>	<b>121,062</b>		<b>港币 8.31</b>

资料来源: 中银国际研究预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	93,672	111,398	131,957	152,960	170,668
销售成本	(66,023)	(79,615)	(94,299)	(108,148)	(120,811)
经营费用	(8,435)	(13,452)	(15,044)	(15,205)	(16,835)
息税折旧前利润	19,214	18,332	22,614	29,606	33,023
折旧及摊销	(1,027)	(1,136)	(2,237)	(3,105)	(3,595)
经营利润(息税前利润)	18,187	17,195	20,377	26,502	29,427
净利息收入/(费用)	86	(703)	101	126	164
其他收益/(损失)	7,123	14,699	1,325	1,536	1,714
税前利润	25,396	31,191	21,804	28,164	31,305
所得税	(11,687)	(13,175)	(9,972)	(11,995)	(12,820)
少数股东权益	(441)	(1,073)	(705)	(963)	(1,101)
净利润	12,612	12,604	6,370	10,448	12,627
核心净利润	8,391	2,952	6,370	10,448	12,627
每股收益(人民币)	0.789	0.854	0.431	0.708	0.855
核心每股收益(人民币)	0.525	0.200	0.431	0.708	0.855
每股股息(人民币)	0.435	0.430	0.217	0.356	0.431
收入增长(%)	44	19	18	16	12
息税前利润增长(%)	59	(5)	19	30	11
息税折旧前利润增长(%)	60	(5)	23	31	12
每股收益增长(%)	31	8	(49)	64	21
核心每股收益增长(%)	37	(62)	116	64	21

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	25,396	31,191	21,804	28,164	31,305
折旧与摊销	1,027	1,136	2,237	3,105	3,595
净利息费用	(86)	703	(101)	(126)	(164)
运营资本变动	(46,999)	(24,512)	23,292	24,610	22,211
税金	(5,885)	(7,234)	(15,593)	(8,445)	(11,373)
其他经营现金流	(5,815)	(9,289)	0	0	0
经营活动产生的现金流	(32,362)	(8,004)	31,638	47,307	45,574
购买固定资产净值	(5,122)	(6,091)	(7,215)	(8,364)	(9,332)
投资减少/增加	(6,300)	8	(1,326)	(1,537)	(1,714)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(11,422)	(6,083)	(8,541)	(9,900)	(11,046)
净增权益	3,488	0	0	0	0
净增债务	48,543	0	(6,663)	(2,301)	(14,075)
支付股息	(2,949)	(10,677)	(11,030)	(7,927)	(9,957)
其他融资现金流	17,029	14,492	(10,578)	(10,240)	(9,630)
融资活动产生的现金流	66,112	3,815	(28,271)	(20,468)	(33,662)
现金变动	22,328	(10,272)	(5,174)	16,940	866
期初现金	17,790	40,118	29,847	24,673	41,613
公司自由现金流	(43,664)	(13,775)	23,211	37,545	34,703
权益自由现金流	(3,235)	(27,423)	5,856	24,867	10,823

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	53,653	59,498	54,324	71,264	72,130
应收帐款	49,144	63,895	74,363	83,013	93,957
库存	184,833	247,054	261,906	273,883	285,860
其他流动资产	1,749	13,203	12,655	13,001	13,142
流动资产总计	289,378	383,650	403,248	441,161	465,089
固定资产	11,378	15,504	21,287	27,666	34,374
无形资产	440	854	742	425	350
其他长期资产	46,952	74,454	74,640	75,772	76,767
长期资产总计	58,770	90,812	96,669	103,863	111,491
总资产	348,148	474,462	499,917	545,024	576,580
应付帐款	138,896	171,021	209,102	243,996	279,358
短期债务	35,796	79,663	57,301	69,075	58,519
其他流动负债	13,506	17,553	13,286	15,981	17,079
流动负债总计	188,198	268,237	279,689	329,052	354,956
长期借款	73,021	76,401	92,100	78,025	74,506
其他长期负债	7,587	17,446	14,949	16,526	17,169
股本	1,110	1,021	1,021	1,021	1,021
储备	47,480	50,099	50,195	57,473	64,901
股东权益	48,590	51,120	51,216	58,494	65,921
少数股东权益	30,753	61,258	61,963	62,926	64,027
总负债及权益	348,148	474,462	499,917	545,024	576,580
每股帐面价值(人民币)	5.45	7.70	7.76	8.32	8.91
每股有形资产(人民币)	3.31	3.45	3.46	3.98	4.49
每股净负债/(现金)(人民币)	3.79	6.62	6.52	5.20	4.17

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	20.5	16.5	17.1	19.4	19.3
息税前利润率(%)	19.4	15.4	15.4	17.3	17.2
税前利润率(%)	27.1	28.0	16.5	18.4	18.3
净利率(%)	13.5	11.3	4.8	6.8	7.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	536.0	16.9	1,689.2	2,263.3	2,660.1
净权益负债率(%)	69.5	85.9	84.0	62.5	46.9
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	4.0	3.7	7.3	4.4	3.7
核心业务市盈率(倍)	6.0	15.7	7.3	4.4	3.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	5.7	15.0	6.9	4.2	3.5
市净率(倍)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
价格/现金流(倍)	(1.6)	(5.8)	1.5	1.0	1.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	11.1	8.9	6.2	5.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	921.3	990.0	985.0	904.1	845.6
应收帐款周转天数	145.7	185.2	191.2	187.8	189.2
应付帐款周转天数	509.5	507.7	525.7	540.6	559.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	50.3	49.8	49.8	49.8	49.8
净资产收益率(%)	29.0	25.3	12.4	19.0	20.3
资产收益率(%)	3.3	2.4	2.3	2.9	3.1
已运用资本收益率(%)	12.6	7.7	7.7	10.0	11.1

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，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