



**持有**

**2% ↓**

目标价格: 港币3.69

0119.HK

价格: 港币 3.75

目标价格基础: 净资产值折让55%

板块评级: 增持

# 保利置业集团

## 净资产收益率极低, 低市净率合理

保利置业2014年核心净收益同比下滑68%,比市场预期和我们的预测分别低72%和65%。收入同比微降0.4%,但毛利润率下滑3.6个百分点至19.8%,而核心净利润率下降至仅有1.9%。受此影响,公司2014年净资产收益率极低,只有3.1%。在持续去库存压力下,我们预计2015年净资产收益率仍将低于4%,证明低市净率合理。考虑到销量可能出现回升,我们维持对该股的持有评级。

### 支撑评级的要点

- 从有利的方面来看,2015年合同销售金额可能出现回升。保利置业计划在今年推出价值300亿人民币的新项目,再加上200亿人民币的库存,公司今年的合同销售金额可能超过260亿人民币的既定目标,同比增长8%。谨慎推算其去化率将从2014年的55%降至52%。
- 但是,由于保利置业的利润率和净资产收益率都处于极低水平,销售额的上涨也许并不能带来较好的利润和回报率。公司2014年的毛利率从2013年的23.4%下降至19.8%,核心净利润率也缩减至仅为1.9%。鉴于公司依然面临着去库存压力,我们预计2015-2016年毛利率将持续承压,且核心净利润率仍将低于4%。
- 因此,尽管公司净负债比较高,使之成为香港上市房地产公司中盈利水平最低的开发商之一,我们预测未来两年保利置业的核心净资产回报率仍将低于4%。基于此等情况,我们认为股价对应的0.4倍2015年预期市净率合情合理,大多数股价对应类似水平市净率的开发商,净资产收益率都要比保利置业高出许多。对这些公司来说,由于净资产回报率较高,股价上涨所带动的市净率上升可以被资产价值的升高所吸收。但是,保利置业的净资产收益率极低,股价上涨所带动的市净率上升远远无法被充分吸收。

### 评级面临的主要风险

- 下降风险: 销量不及预期,新项目转为库存。
- 上升风险: 并购A股保利地产的预期推高股价。

### 估值

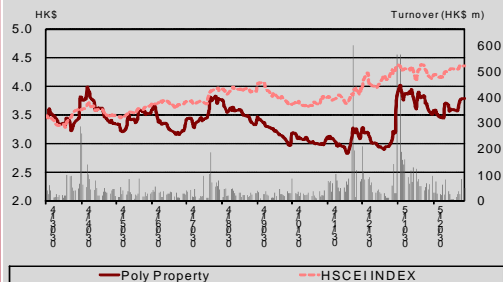
- 尽管利润率和净资产收益率表现不佳,但考虑到合同销售金额可能回升,我们维持2015年预期每股净资产8.19港币不变。股价目前较每股净资产折让54%,对应0.4倍2015年预期市净率。我们认为在净资产收益率极低的情况下,此等低市净率是合理的,因为公司的资产价值增长缓慢,无法抵消掉股价的任何上涨。维持3.69港币目标价,重申持有评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(港币百万)	28,625	28,509	30,437	32,543	35,038
变动(%)	38	0	7	7	8
净利润(港币百万)	2,716	929	1,051	1,222	1,731
全面摊薄每股收益(港币)	0.744	0.255	0.287	0.334	0.473
变动(%)	2.2	(65.8)	12.8	16.3	41.7
市场预期每股收益(港币)	-	0.554	0.601	0.658	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.464	0.551	0.685
调整幅度(%)	-	-	(38.0)	(39.3)	(30.8)
核心每股收益(港币)	0.455	0.146	0.287	0.334	0.473
变动(%)	(28.0)	(68.0)	97.2	16.3	41.7
全面摊薄市盈率(倍)	5.0	14.7	13.0	11.2	7.9
核心市盈率(倍)	8.2	25.7	13.0	11.2	7.9
每股现金流量(港币)	1.01	(0.34)	1.67	1.14	1.05
价格/每股现金流量(倍)	3.7	(11.1)	2.3	3.3	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.9	15.3	14.6	13.8	12.0
每股股息(港币)	0.223	0.076	0.086	0.100	0.141
股息率(%)	5.9	2.0	2.3	2.7	3.8

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	18.8	8.0	19.6	6.8
相对恒生中国企业指数	16.9	2.5	9.8	(16.7)

发行股数(百万)	3,656
流通股(%)	52
流通股市值(港币百万)	13,709
3个月日均交易额(港币百万)	83
净负债比率(%) (2015E)	97
主要股东(%)	
中国保利集团公司	48

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2015年3月27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

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

**图表 1. 2014 年业绩摘要-损益表**

(港币, 百万)	2013	2014	同比变动%	中银国际 2014 年预测	实际 vs 中银 国际预测	2014E (彭博 预测)	实际 vs. 预测 (%)
房地产开发	27,427	27,250	(0.6)	27,667	(1.5)		
房地产投资	875	938	7.3	1,105	(15.1)		
酒店	200	197	(1.4)	210	(6.1)		
其他	123	123	(0.3)	123	(0.3)		
<b>收入</b>	<b>28,625</b>	<b>28,509</b>	<b>(0.4)</b>	<b>29,105</b>	<b>(2.0)</b>	<b>30,127</b>	<b>(5.4)</b>
销售成本	(21,919)	(22,862)		(22,733)		(22,906)	(0.2)
<b>毛利润</b>	<b>6,706</b>	<b>5,647</b>	<b>(15.8)</b>	<b>6,372</b>	<b>(11.4)</b>	<b>7,220</b>	<b>(21.8)</b>
销售费用	(875)	(848)	(3.1)	(902)	(6.0)		
行政支出	(1,605)	(1,483)	(7.6)	(1,630)	(9.0)		
<b>营业利润</b>	<b>4,226</b>	<b>3,315</b>	<b>(21.5)</b>	<b>3,840</b>	<b>(13.7)</b>	<b>5,013</b>	<b>(33.9)</b>
财务成本	(778)	(893)	14.8	(901)	(0.9)		
利息收入	89	95		101			
其他收入	493	351		493			
投资地产公允价值变动收益	1,061	969		-			
处置可供出售投资项目收益	(25)	-		-			
处置子公司利息收益	460	21		849			
减值损失	(90)	(459)		-			
应占关联公司之利润	0	(12)		-			
应占共同控制实体之损失	25	(76)		30			
<b>税前利润</b>	<b>5,462</b>	<b>3,311</b>	<b>(39.4)</b>	<b>4,412</b>	<b>(25.0)</b>		
所得税与递延税	(1,097)	(1,217)		(851)			
土地增值税	(1,124)	(810)		(1,007)			
所得税费用	(2,221)	(2,027)	(8.7)	(1,858)	9.1		
<b>本年度利润</b>	<b>3,241</b>	<b>1,284</b>	<b>(60.4)</b>	<b>2,554</b>	<b>(49.7)</b>		
少数股东权益	(526)	(354)	(32.7)	(414)	(14.5)		
<b>净收益</b>	<b>2,716</b>	<b>929</b>	<b>(65.8)</b>	<b>2,140</b>	<b>(56.6)</b>	<b>2,024</b>	<b>(54.1)</b>
中期股息	-	-		-			
拟派末期股息	813	277		640			
<b>总股息</b>	<b>813</b>	<b>277</b>	<b>(65.9)</b>	<b>640</b>	<b>(56.7)</b>	<b>643</b>	<b>(56.9)</b>
<b>中银国际核心净收益</b>	<b>1,661</b>	<b>532</b>	<b>(68.0)</b>	<b>1,503</b>	<b>(64.6)</b>	<b>1,923</b>	<b>(72.4)</b>
<b>每股收益 (港币)</b>	<b>0.74</b>	<b>0.25</b>	<b>(65.8)</b>	<b>0.59</b>	<b>(56.6)</b>	<b>0.53</b>	<b>(51.5)</b>
<b>中银国际核心每股收益 (港币)</b>	<b>0.46</b>	<b>0.15</b>	<b>(68.0)</b>	<b>0.41</b>	<b>(64.6)</b>	<b>0.53</b>	<b>(72.2)</b>
<b>每股股息 (港币)</b>	<b>0.22</b>	<b>0.08</b>	<b>(65.9)</b>	<b>0.18</b>	<b>(56.7)</b>	<b>0.18</b>	<b>(56.8)</b>
毛利率(%)	23.4%	19.8%	(3.6) 个百分点	21.9%	(2.1) 个百分点	24%	(4.2) 个百分点
净利润率 (不含其他收益) %	5.8%	1.9%	(3.9) 个百分点	5.2%	(3.3) 个百分点	6%	(4.5) 个百分点
销售管理及行政费用占收入%	8.7%	8.2%	(0.5) 个百分点	8.7%	(0.5) 个百分点	7%	0.8 个百分点
股息支付率 (占净收益%)	29.9%	29.8%	(0.1) 个百分点	29.9%	(0.1) 个百分点	32%	(2.0) 个百分点

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**图表 2. 2014 年业绩摘要 - 财务状况**

(港币, 百万)	2013	2014	同比变动 % 2014 年预测	中银国际 实际 vs 中银国际预测	2014E (彭博预测)	实际 vs. 预测(%)
银行结余和现金	15,494	17,756	14.6	18,744 (5.3)		
短期借款	15,455	20,251		15,871		
长期借款	26,793	32,941		35,922		
总借款	42,248	53,191	25.9	51,793 2.7		
现金净额/(债务)	(26,754)	(35,435)	32.4	(33,049) 7.2	(31,629)	12.0
股东权益	29,617	29,762		30,944	32,092	(7.3)
少数股东权益	2,985	4,337		3,399		
权益总额	32,602	34,099	4.6	34,343 (0.7)	32,092	6.3
净负债比率	82.1%	103.9%	21.8 个百分点	96.2% 7.7 个百分点	98.6%	5.4 个百分点

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**图表 3. 2015 年预期资产净值预测**

房地产开发	价值 (人民币, 百万)	占年度总资产 值(%) (%)	每股价值 (人民币)
上海	9,095	14.7	2.49
宁波	5,912	9.6	1.62
济南	5,539	9.0	1.52
贵阳	3,484	5.6	0.95
苏州	2,197	3.6	0.60
武汉	1,926	3.1	0.53
广州	4,845	7.8	1.33
遵义	1,544	2.5	0.42
柳州	1,113	1.8	0.30
南宁	1,503	2.4	0.41
杭州	551	0.9	0.15
惠州	593	1.0	0.16
海南	(226)	(0.4)	(0.06)
深圳	547	0.9	0.15
顺德	558	0.9	0.15
烟台	1,068	1.7	0.29
佛山	2,634	4.3	0.72
威海	650	1.0	0.18
哈尔滨	1,611	2.6	0.44
桂林	18	0.0	0.00
香港	3,247	5.2	0.89
合计	48,410	78.2	13.24
投资地产	13,467	21.8	3.68
年度总产值	61,877	100.0	16.93
支付土地溢价和土地增值税	(2,921)		(0.80)
资本债券	(999)		(0.27)
净负债	(34,419)		(9.42)
资产净值(人民币)	23,538		人民币 6.44
资产净值(港币)	29,947		港币 8.19

资料来源: 中银国际研究预测

**损益表 (港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	28,625	28,509	30,437	32,543	35,038
销售成本	(21,919)	(22,862)	(24,502)	(26,120)	(27,664)
经营费用	(2,334)	(2,183)	(2,333)	(2,497)	(2,694)
息税折旧前利润	4,372	3,464	3,603	3,925	4,679
折旧及摊销	(146)	(149)	(156)	(164)	(171)
经营利润 (息税前利润)	4,226	3,315	3,446	3,762	4,508
净利息收入/(费用)	(689)	(798)	(803)	(826)	(835)
其他收益/(损失)	1,925	793	351	351	351
税前利润	5,462	3,311	2,995	3,287	4,024
所得税	(2,221)	(2,027)	(1,408)	(1,464)	(1,499)
少数股东权益	(526)	(354)	(438)	(503)	(697)
净利润	2,716	929	1,051	1,222	1,731
核心净利润	1,661	532	1,051	1,222	1,731
每股收益(港币)	0.744	0.255	0.287	0.334	0.473
核心每股收益(港币)	0.455	0.146	0.287	0.334	0.473
每股股息(港币)	0.223	0.076	0.086	0.1	0.141
收入增长(%)	38	0	7	7	8
息税前利润增长(%)	(2)	(22)	4	9	20
息税折旧前利润增长(%)	(1)	(21)	4	9	19
每股收益增长(%)	2	(66)	13	16	42
核心每股收益增长(%)	(28)	(68)	97	16	42

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	5,462	3,311	2,995	3,287	4,024
折旧与摊销	146	149	156	164	171
净利息费用	689	798	803	826	835
运营资本变动	1,526	(2,614)	3,203	1,178	122
税金	(2,396)	(1,973)	(1,066)	(1,286)	(1,314)
其他经营现金流	(1,745)	(901)	0	0	0
经营活动产生的现金流	3,682	(1,231)	6,091	4,168	3,839
购买固定资产净值	(82)	(64)	(68)	(73)	(79)
投资减少/增加	(1,033)	(4,380)	(543)	(368)	(369)
其他投资现金流	(619)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,734)	(4,444)	(611)	(441)	(448)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,498	11,887	4,749	353	84
支付股息	(1,093)	(813)	(277)	(313)	(364)
其他融资现金流	(2,252)	(3,989)	(4,187)	(4,350)	(4,371)
融资活动产生的现金流	(1,846)	7,086	286	(4,310)	(4,651)
现金变动	101	1,411	5,765	(582)	(1,260)
期初现金	14,308	14,826	16,237	22,002	21,420
公司自由现金流	2,198	(5,580)	5,597	3,861	3,518
权益自由现金流	(39)	2,224	6,140	(171)	(798)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (港币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	15,494	17,756	23,522	22,939	21,679
应收帐款	3,908	4,075	4,204	4,492	4,820
库存	74,044	84,835	88,846	94,857	101,870
其他流动资产	3,445	8,222	8,162	8,160	8,160
流动资产总计	96,891	114,888	124,733	130,448	136,530
固定资产	2,172	2,050	2,023	1,945	1,865
无形资产	484	308	484	484	484
其他长期资产	11,276	12,157	12,454	12,828	13,201
长期资产总计	13,932	14,514	14,961	15,257	15,551
总资产	110,823	129,403	139,694	145,705	152,080
应付帐款	28,520	33,869	38,025	42,086	46,124
短期债务	15,455	20,251	24,647	24,916	24,980
其他流动负债	6,358	6,892	6,887	6,887	6,887
流动负债总计	50,334	61,012	69,560	73,889	77,991
长期借款	26,793	32,941	33,293	33,377	33,397
其他长期负债	1,094	1,351	1,530	1,716	1,906
股本	1,822	17,677	17,677	17,677	17,677
储备	27,795	12,085	12,859	13,768	15,134
股东权益	29,617	29,762	30,536	31,445	32,812
少数股东权益	2,985	4,337	4,775	5,277	5,974
总负债及权益	110,823	129,403	139,694	145,705	152,080
每股帐面价值(港币)	8.95	9.36	9.66	10.05	10.61
每股有形资产(港币)	7.99	8.08	8.22	8.47	8.84
每股净负债/(现金)(港币)	7.34	9.72	9.42	9.67	10.04

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(%)	15.3	12.2	11.8	12.1	13.4
息税前利润率(%)	14.8	11.6	11.3	11.6	12.9
税前利润率(%)	19.1	11.6	9.8	10.1	11.5
净利率(%)	9.5	3.3	3.5	3.8	4.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	5.4	3.7	3.7	3.9	4.7
净权益负债率(%)	82.1	103.9	97.5	96.3	94.6
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	5.0	14.7	13.0	11.2	7.9
核心业务市盈率(倍)	8.2	25.7	13.0	11.2	7.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.1	25.3	12.8	11.0	7.8
市净率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
价格/现金流(倍)	3.7	(11.1)	2.3	3.3	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.9	15.3	14.6	13.8	12.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1,257.4	1,268.3	1,293.7	1,283.5	1,297.8
应收帐款周转天数	43.3	51.1	49.6	48.8	48.5
应付帐款周转天数	357.0	399.4	431.1	449.3	459.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	29.9	29.8	29.8	29.8	29.8
净资产收益率(%)	9.6	3.1	3.5	3.9	5.4
资产收益率(%)	2.3	1.1	1.4	1.5	1.9
已运用资本收益率(%)	5.9	4.2	3.9	4.1	4.8

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