

食品饮料

盈利拐点值得期待 - ABI 购并 SAB 之中国影响

观点聚焦

投资建议

ABI 购并 SAB 使得华润透过 SAB 所持股权寻求与 ABI 于中国区战略联手成为可能, 事实果真如此的话, 中国啤酒整合渐入佳境 (前五大累计销量集中度 80%, 竞争格局上 CRE/ABI 联手市占率 40%, 为其余三强之和), 盈利拐点值得期待。个股层面, 我们相对更看好 CRE 盈利增长前景, 并密切关注联手可能会给青啤、燕啤等其余诸强带来的正反两方面影响以及相应的投资机会与风险。

理由

CRE 与 ABI 或将联手: CRE 或与 ABI 在中国市场结盟以寻求更多区域垄断市场, 并通过降低垄断市场上的竞争性投入提高彼此盈利能力, 这符合双方利益。从中国啤酒市场整合现状来看, 如果两家联手将至少可以新增或夯实以下重量级垄断市场: 黑龙江、吉林、辽宁、江苏、浙江、广东和湖北, 上述七省累计占到中国啤酒销量 35%。

后续影响错综复杂, 但整合提速大势所趋: CRE 与 ABI 一旦联手将合计占有近 40% 中国市场份额, 为五强中其余三强之和, 对 CRE 和 ABI 有利, 但会给其余三强 (青啤、燕啤、嘉士伯) 带来更大竞争压力, 并触发其余三强间合作可能, 从而进一步减少整合不确定因素, 推动啤酒行业盈利能力回升。当然我们并不排除其余三强为生存而做出非理性竞争举动的可能, 只是推动中国啤酒整合加速与盈利能力回升的大趋势不可逆。

啤酒整合提速, 盈利拐点可期: 受强强联手可迅速改变竞争焦灼格局的影响, 中国啤酒业盈利能力或出现短时快速回升, 但在更长时间内仍将继续遵循温和上扬轨迹。盈利能力迎来短期拐点的催化剂主要来自更多区域垄断市场带来竞争性投入的减少, 而支撑行业利润率长期缓慢回升的动力则来自啤酒价格持续上扬以及企业成本管控和开工率提高等多重努力下的毛利率止跌回升。

盈利预测与估值

当前, 全球啤酒巨头大多交易在 8~12 倍 EV/EBITDA 区间, 国内青岛、燕京啤酒也是如此。仅个别企业凭借卓越盈利能力与良好增长前景, 其 EV/EBITDA 估值被交易至 15 倍 (如百威)。

风险

恶性竞争或政府干预下的非理性竞争乃影响中国啤酒市场快速整合的绊脚石。

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn

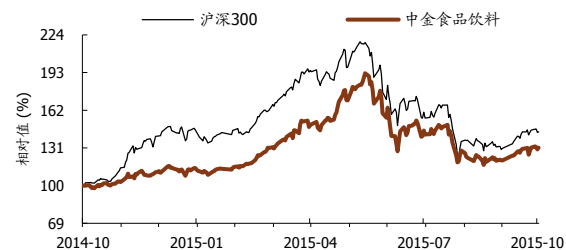
SAC 执证编号: S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2015E	2016E
青岛啤酒-A	中性	31.30	28.9	27.4
燕京啤酒-A	中性	8.00	36.2	34.7
华润创业-H	中性	25.73	N.M.	109.9
青岛啤酒股份-H	中性	39.20	25.3	24.2

中金一级行业

日常消费



相关研究报告

- 加加食品-A | 实行大单品战略, 追赶行业龙头 (2015.10.19)
- 统一企业中国-H | 估值下调风险增大 (2015.10.19)
- 泸州老窖-A | 150~250 元价位两大品牌迎来战略性机遇 (2015.10.15)
- 中美猪肉市场月度跟踪 (第 9 期) (2015.10.14)
- 安琪酵母-A | 酵母细分市场走出隐形冠军 (2015.10.14)
- 乳业双周刊: 中国原奶价格或企稳回升 (2015.10.12)

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



啤酒公司估值表

公司	代码	市值		市盈率		市净率		净资产收益		分红收益率		EV/EBITDA	
		2015/10/29	美元 百万元	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
朝日集团*	2502 JP Equity		15,181	22.0	19.4	1.9	1.8	8.7	9.3	1.4	1.6	11.1	10.8
嘉士伯*	CARLB DC Equity		12,938	18.2	16.4	1.5	1.4	8.3	8.5	1.6	1.7	10.0	9.5
喜力*	HEIA NA Equity		54,303	23.8	21.8	3.5	3.2	14.8	14.7	1.5	1.6	12.5	11.9
百威*	ABI BB Equity		194,797	23.7	22.6	3.8	3.6	15.8	16.1	2.8	3.0	15.4	14.7
麒麟*	2503 JP Equity		13,104	26.6	25.8	1.6	1.5	5.8	6.0	2.2	2.3	9.8	9.5
SAB米勒*	SAB LN Equity		99,374	27.4	25.6	3.9	3.7	14.4	14.4	1.9	2.1	28.7	27.4
青岛啤酒A	600600 CH Equity		6,703	28.9	27.4	2.8	2.6	9.7	9.6	1.5	1.5	16.3	15.4
青岛啤酒H	168 HK Equity		6,538	23.6	22.4	2.3	2.2	9.7	9.6	1.8	1.8	12.8	12.0
华润啤酒	0291.HK		4,484	41.1	35.1	0.7	0.7	1.8	2.1	1.9	1.9	7.7	9.1
燕京啤酒	000729 CH Equity		3,871	36.2	34.7	1.9	1.9	5.4	5.4	1.1	1.1	14.2	13.4

*彭博一致预期

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



目录

全球啤酒市场集中度与盈利能力高度相关，但中国似乎是个例外.....	4
中国啤酒市场盈利能力提升路径中“建立区域垄断、减少竞争性投入”见效最快.....	5
虽然 08 年后 ASP 快速提升，但丝毫没有改善中国啤酒行业盈利能力.....	5
啤酒生产处在非常不利的成本环境，中国啤酒市场盈利能力不宜盲目对标欧美领先水平.....	8
短期看，“建立区域垄断、减少竞争性投入”是最为立竿见影的啤酒盈利能力提升手段.....	9
看好 ABI 购并 SAB 对中国啤酒市场的积极影响.....	10
盈利拐点值得期待.....	10
ABI 收购 SAB 或促成 CRE 与 ABI 在中国区结盟.....	10

图表

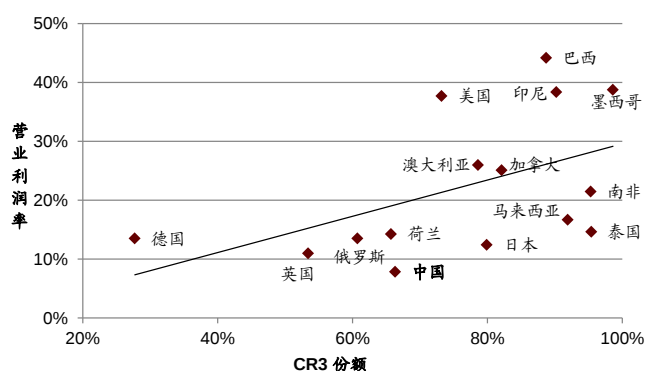
图表 1：全球啤酒市场 CR3 与盈利能力相关性分析.....	4
图表 2：全球啤酒市场集中度和盈利能力分析.....	4
图表 3：1999~2008 年间中国啤酒出厂吨价涨幅低于同期 CPI.....	5
图表 4：1999~2014 年间中国啤酒行业毛利率几乎一路下滑.....	5
图表 5：中国啤酒市场集中度地图（更新至 2014）.....	6
图表 6：部分垄断省区啤酒出厂价格累计涨幅没有超越同期全国平均水平（2009~2012）.....	6
图表 7：啤酒消费弹性系数高过食品弹性系数.....	7
图表 8：中国啤酒消费与总消费弹性系数趋近.....	7
图表 9：按人均可支配收入衡量中国啤酒零售均价处在全球领先水平.....	7
图表 10：中国啤酒消费支出占居民可支配收入比重亦领先全球.....	8
图表 11：中国啤酒企业分季度单位生产成本中固定成本占比变化.....	8
图表 12：中国啤酒生产成本结构.....	8
图表 13：按人均可支配收入衡量中国啤酒生产成本全球最高.....	8
图表 14：中国垄断和非垄断省级市场集中度与盈利能力间的相关性分析.....	9
图表 15：部分传统垄断市场费用率与利润率变化比较（2009~2012）.....	9
图表 16：中国啤酒市场整合进程（2002~2014）.....	11



全球啤酒市场集中度与盈利能力高度相关，但中国似乎是个例外

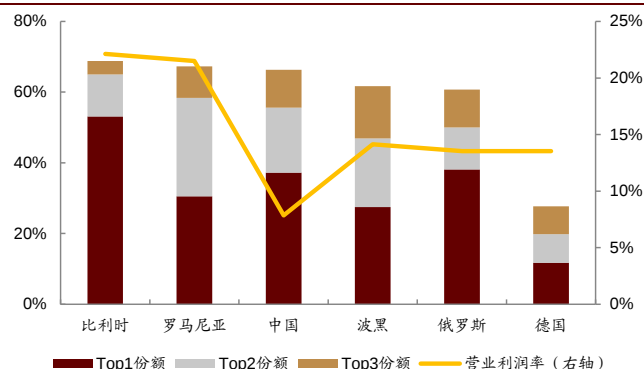
全球数据表明，啤酒市场集中度与该地区啤酒企业盈利能力高度相关。虽然总体如此，但中国在图中明显是个例外：即中国市场已有较高集中度水平但盈利能力却很低（图表 1）。进一步比较高盈利市场发现，无论从表观销量集中度（前三强）还是前三强市占率分布来看中国市场均不占下风，但就是盈利能力相差一大截（图表 2）。我们试图从影响盈利能力的三项最主要指标着手寻找答案。

图表 1：全球啤酒市场 CR3 与盈利能力相关性分析



资料来源：欧睿资讯，中金公司研究部

图表 2：全球啤酒市场集中度和盈利能力分析



资料来源：欧睿资讯，中金公司研究部



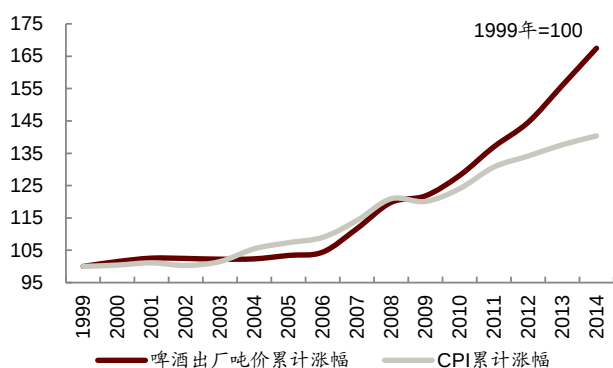
中国啤酒市场盈利能力提升路径中“建立区域垄断、减少竞争性投入”见效最快

顺 P&L 报表分析，啤酒企业提高盈利能力的最主要路径是 1) 提高 ASP，2) 缩减单位成本，和 3) 降低费用率。

虽然 08 年后 ASP 快速提升，但丝毫没有改善中国啤酒行业盈利能力

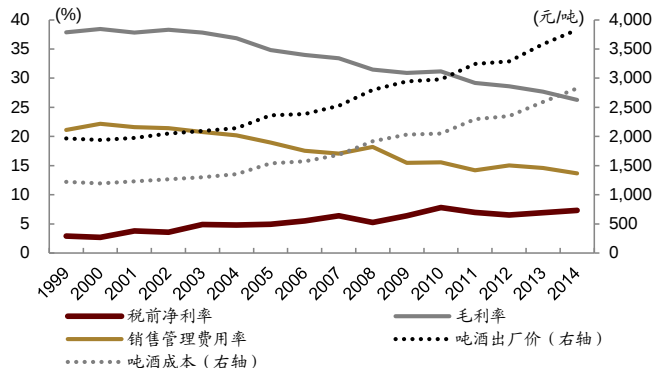
ASP 提升包括直接提价与产品结构改善，这是投资者最为津津乐道的消费升级故事。但中国实际情况是：尽管整合改善了企业应对原料价格攀升时的产品提价速度，但数据显示，中国啤酒企业出厂吨价在 1999~2008 年间甚至未能超越同期 CPI 涨幅（图表 3），即便在 2008 年后 ASP 出现快速提升并显著超越同期 CPI 涨幅，但依然落后于同期啤酒吨酒成本上升速度，中国啤酒行业毛利率水平在 1999~2014 年期间几乎一路下滑（图表 4），ASP 快速提升似乎完全受迫于吨酒成本更加快速的上涨，丝毫没有起到改善中国啤酒行业盈利能力的作用。

图表 3: 1999~2008 年间中国啤酒出厂吨价涨幅低于同期 CPI



资料来源：欧睿资讯，万得资讯，中金公司研究部

图表 4: 1999~2014 年间中国啤酒行业毛利率几乎一路下滑

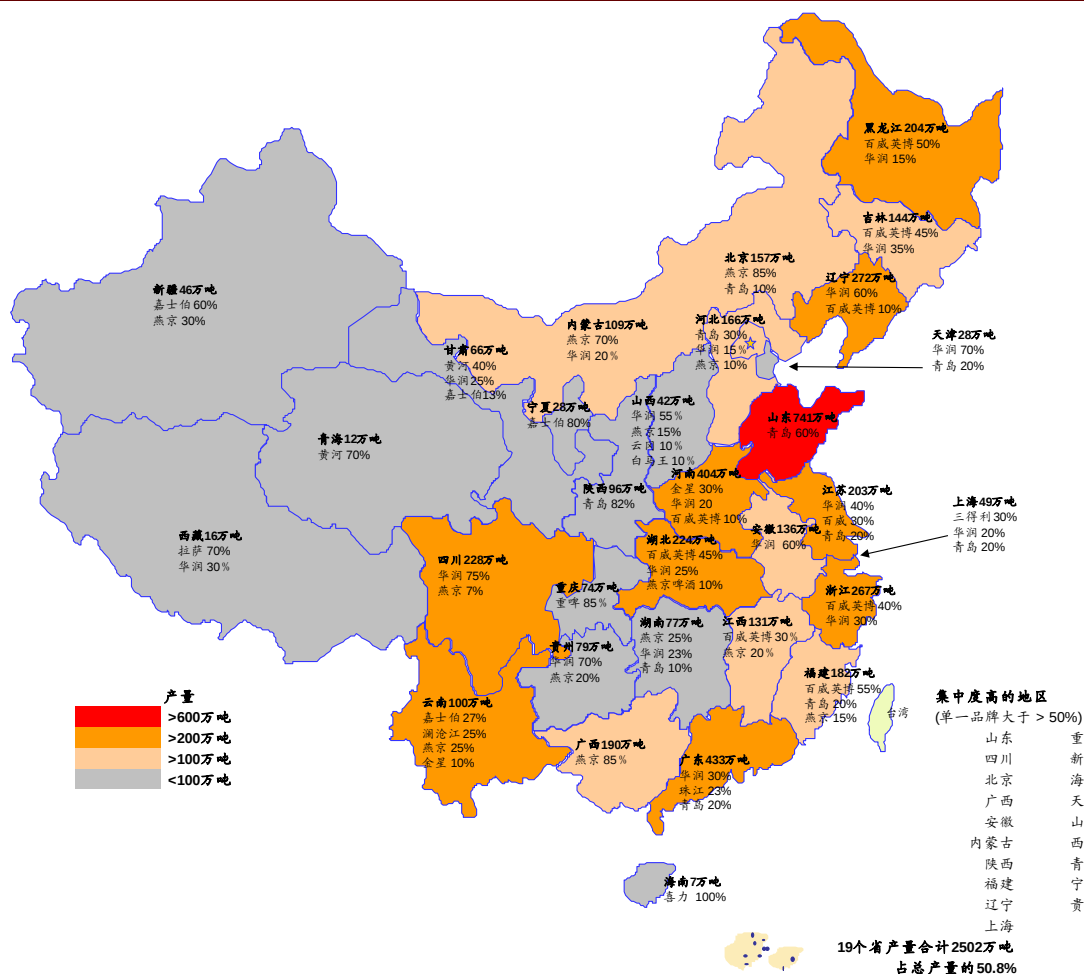


资料来源：华通人，万得资讯，中金公司研究部

再来细看一下已早早步入垄断格局的山东、辽宁和四川等地市场（图表 5），这些省级市场在数据可追踪到的 1999~2012 年间 ASP 累计涨幅亦没有超越同期全国平均吨价涨幅（图表 6）。这似乎表明集中度提升并不能持续推高啤酒 ASP，或者说即便市场已被高度垄断，啤酒提价还是很难。所以我们不得不改从需求端着手寻找答案，是因为啤酒消费弹性系数一路走低（需求饱和或者消费习惯不支持所致）导致企业不敢提价？或者说怕提价引发消费量萎缩，引来竞争对手乘虚而入？但研究表明，中国市场啤酒消费弹性系数至少高过食品行业平均水平而且表现基本稳定（图表 7），与总消费弹性系数间的折扣率也极小（图表 8）。

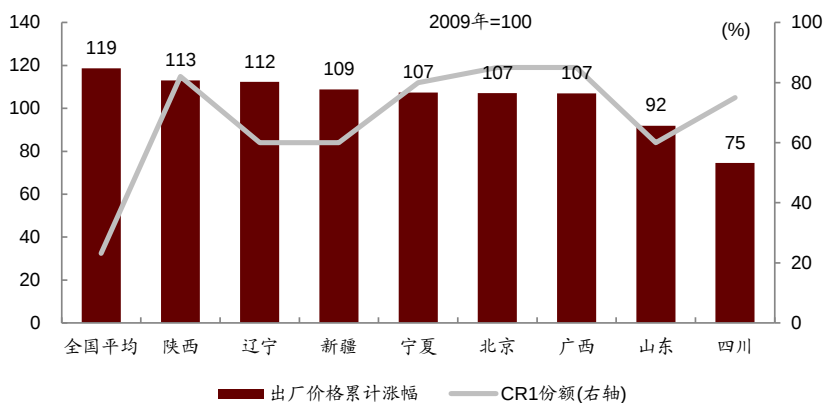


图表 5：中国啤酒市场集中度地图（更新至 2014）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

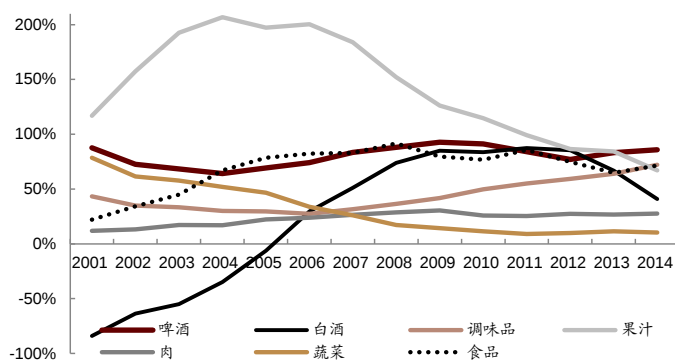
图表 6：部分垄断省区啤酒出厂价格累计涨幅没有超越同期全国平均水平(2009~2012)



资料来源：华通人，中金公司研究部

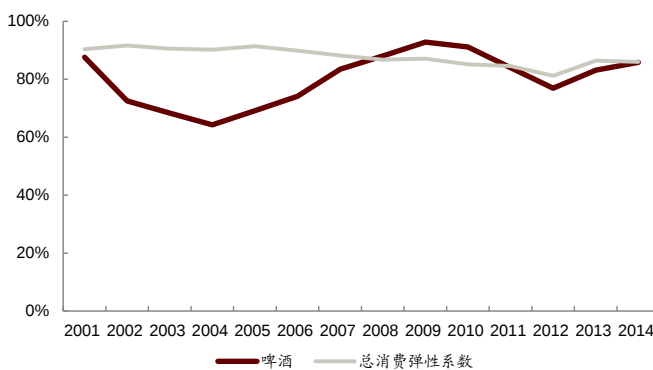


图表 7：啤酒消费弹性系数高过食品弹性系数



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

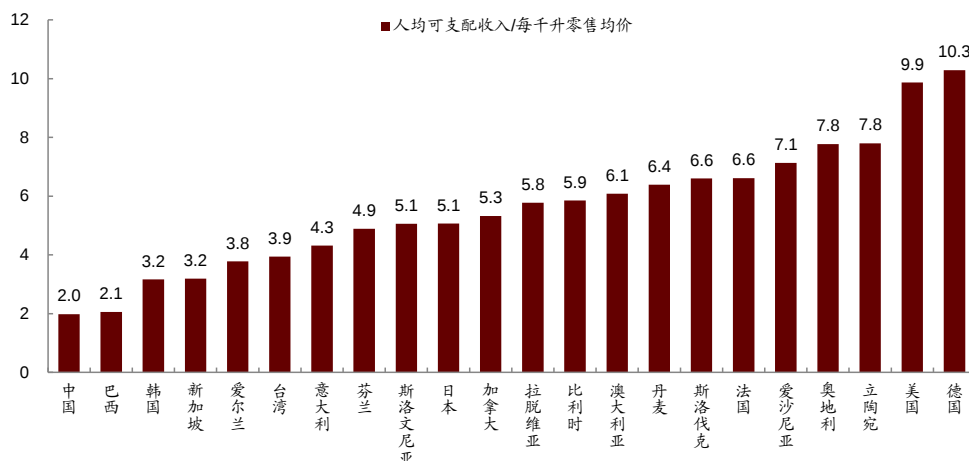
图表 8：中国啤酒消费与总消费弹性系数趋近



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

我们分析认为：真正原因是与全球其他高盈利市场相比，中国市场啤酒购买力平价相对过高。比较全球高盈利市场啤酒消费均价相对当地人均可支配收入的位置，我们不难发现中国市场啤酒价格其实卖得不低（图表 9），因此很难想象消费者会继续掏出更多收入用以支付啤酒消费，因为他们当前用在啤酒上的支出占其个人总消费支出的比重已经位居世界前列（图表 10），难怪中国啤酒企业一直都对产品提价持谨慎态度，因为这样做一定换来销量流失，销量流失的危害主要有两个：一是竞争对手携低价策略乘虚而入抢占其份额，二是本来就已很低的企业开工率水平将会更加雪上加霜。啤酒是重资产行业，而且存在较大季节性需求差异，从分季度啤酒企业吨酒成本中固定与变动部分比重分析就能看出，低开工率对啤酒企业盈利能力影响不小（图表 11），所以中国啤酒企业怕开工率低。目前，全行业开工率水平不到 70%，与高盈利能力市场相比，尽管集中度状况中国与其不相上下，但开工率水平却远低于这些市场，再加上中国分销运输效率低下、单厂规模有限，形成啤酒地产地销格局，即一个地区堆积起来的冗余产能除非生产高档产品否则很难卖到外地市场消化产能冗余。

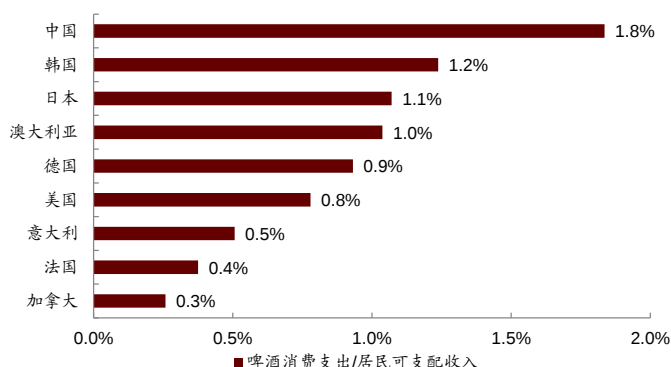
图表 9：按人均可支配收入衡量中国啤酒零售均价处在全球领先水平



资料来源：欧睿资讯，万得资讯，中金公司研究部

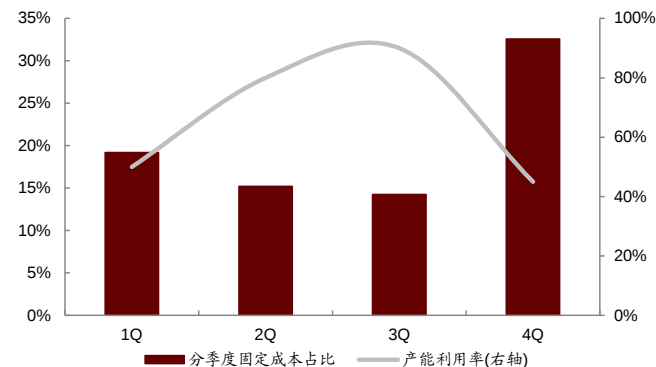


图表 10：中国啤酒消费支出占居民可支配收入比重亦领先全球



资料来源：欧睿资讯，万得资讯，中金公司研究部

图表 11：中国啤酒企业分季度单位生产成本中固定成本占比变化



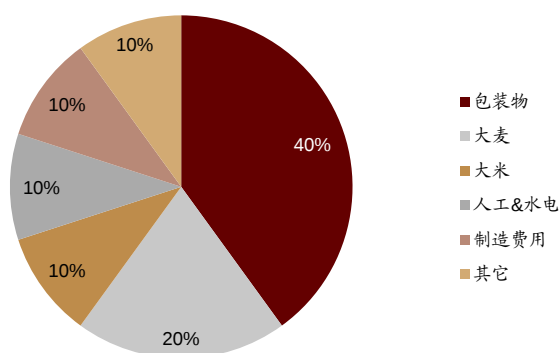
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

于是我们得到的第一个结论是：集中度对促进 ASP 提升的作用并不明显，中国啤酒购买力平价相对较高，导致未来提价空间仍可能继续依附于成本变化趋势。同时，过去 15 年来中国啤酒行业毛利率水平一路下滑的事实也反映出 ASP 对于改善中国啤酒行业盈利能力的贡献其实十分有限。

啤酒生产处在非常不利的成本环境，中国啤酒市场盈利能力不宜盲目对标欧美领先水平

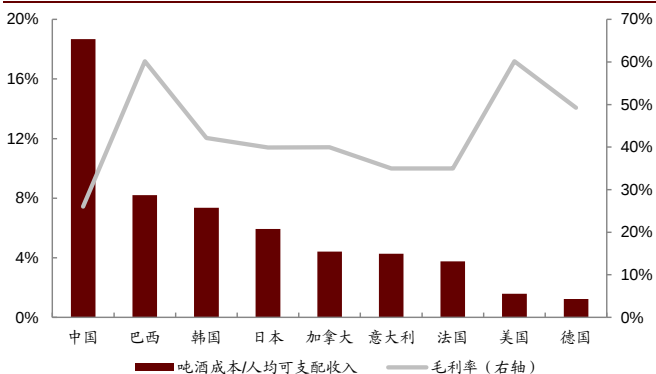
再来看成本，啤酒成本构成主要包括农产品原料、包装物、设备折旧、人工和能耗（图表 12），其中农产品原料和包装物几乎就是国际成本：啤酒大麦一半以上依赖进口，包装物中玻璃瓶（受国际油气价格影响）和铝罐反映的也都是国际成本，所以从购买力平价角度看对中国肯定不利（图表 13）。单位生产成本因开工率偏低而持续高企，能源价格更是涨多跌少，而且中国啤酒生产设备基本都从海外引进，再加上中国节节攀升的地价与人工成本，使得过去 15 年间吨酒生产成本涨幅远超同期 CPI 与 ASP，所以中国啤酒企业处在十分不利的成本环境。

图表 12：中国啤酒生产成本结构



资料来源：中金公司研究部

图表 13：按人均可支配收入衡量中国啤酒生产成本全球最高



资料来源：欧睿资讯，万得资讯，中金公司研究部

于是我们得到的第二个结论是：中国啤酒生产成本呈现快速上升趋势，而且从购买力平价角度看成本很高（图表 13），也就是说中国企业几乎是在用世界成本生产啤酒，但却只能卖出中国价格。提高开工率和工业自动化比重的努力成效有限，因为啤酒生产成本中占大头的还是农产品原料与包装物。所以从毛利率角度理解，中国啤酒企业可能存在利润率上的先天不足，也就是说中国啤酒市场盈利能力不宜盲目对标欧美领先水平。



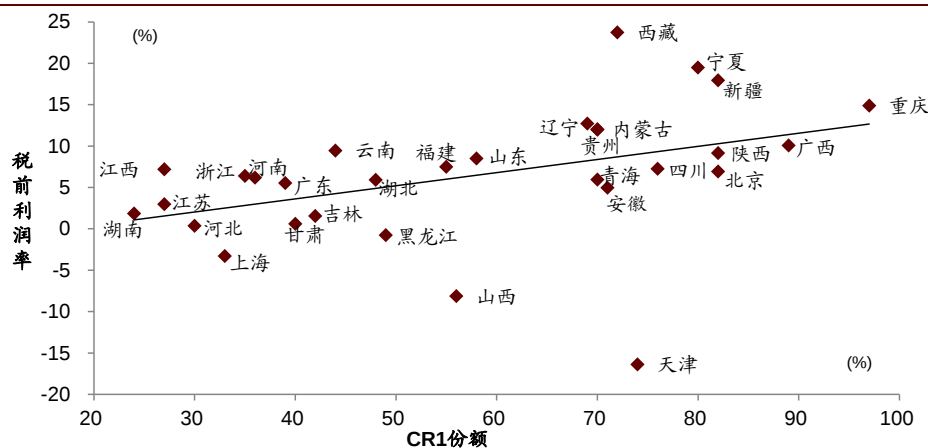
短期看，“建立区域垄断、减少竞争性投入”是最为立竿见影的啤酒盈利能力提升手段

最后来看费用率，刨除非理性与非市场化支出（如政府干预下的费用支出等），费用率通常与市场竞争激烈程度有关。垄断的确可以帮到费用率减少，所以我们看到中国已经建立垄断的省份他们的平均税前利润率水平明显高于非垄断省份平均水平（图表 14），而且 1999~2014 年间支撑中国啤酒行业税前利润率水平一路上扬的主要原因是期间费用率的持续降低，这与集中度提高息息相关（图表 4）。

比较垄断与非垄断市场，这部分高出来的盈利主要来自费用率缩减，因为垄断市场毕竟不需要太多竞争性投入。但我们同时也注意到，有些地区垄断时间不短了，比如四川、辽宁、山东这些省份很早就已形成垄断，但在数据可追踪到的 1999~2012 年间，这些省份的税前利润率变化不及同期全国平均水平（图表 15），表明通过集中度带来费用率下降和利润率提升的努力是有极限的。

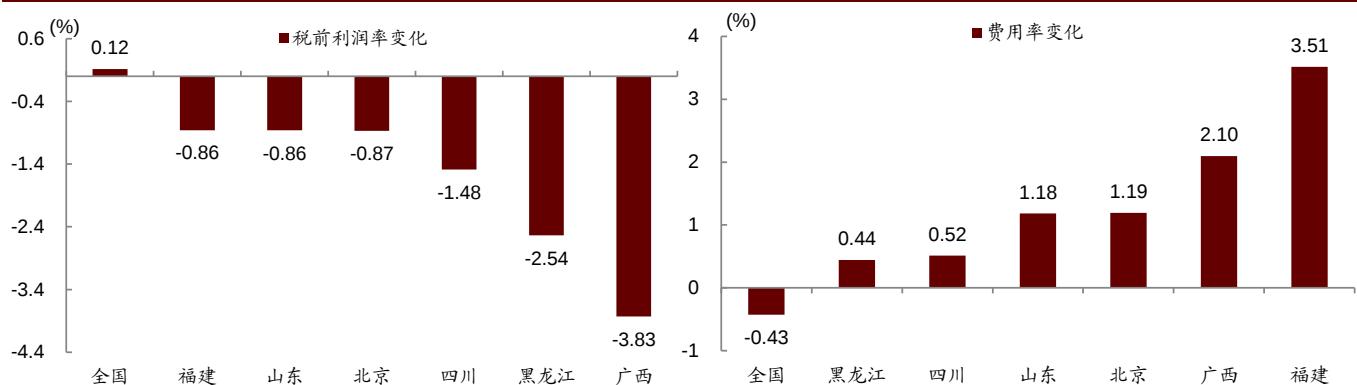
于是我们得到的第三个结论是：通过区域市场垄断，可以减少竞争性投入，从而迅速提高当地啤酒市场盈利能力。这一路径已在中国市场得到证明，但垄断带来费用率下降和利润率提升的努力会有极限，好在目前中国仍有超过三分之一的省级市场尚未形成区域垄断，通过建立更多区域垄断市场抬升中国啤酒行业整体盈利能力的路径依然是短期最值得期待的。

图表 14：中国垄断和非垄断省级市场集中度与盈利能力间的相关性分析



资料来源：华通人，中金公司研究部

图表 15：部分传统垄断市场费用率与利润率变化比较（2009~2012）



资料来源：华通人，中金公司研究部



看好 ABI 购并 SAB 对中国啤酒市场的积极影响

盈利拐点值得期待

综上所述，中国啤酒市场盈利能力可能受领先集团强强联手迅速改变焦灼竞争格局鼓舞而出现阶段性快速回升，盈利能力在更长时间内仍将遵循持续温和上扬轨迹。出现短期盈利拐点的催化剂仍主要来自更多区域垄断市场涌现从而带来竞争性投入下降，而支持长期缓慢回升趋势的动力则主要来自啤酒价格持续提升与企业成本管控努力及开工率提高所带来的毛利率止跌回升，但受不利成本环境影响，将中国啤酒市场利润率目标直接看齐欧美部分高盈利能力市场的做法显得太过激进：

- 1) 受购买力所限，未来中国啤酒价格年均涨幅仍可能趋同于同期成本变化，直接提价方式依然受限（需求和竞争双重原因），毛利率能否止跌回升还取决于企业成本控制及提高开工率努力。
- 2) 企业成本管控努力主要包括：①提高生产自动化以应对快速上升的人工成本，②提高开工率和单厂产销规模以提升营运效率降低单位生产成本，以及③全球原料采购供应链的持续优化，但这会是一个十分漫长而且需要持久努力的过程。
- 3) 因此，短期来看，收购兼并可促成更多区域垄断市场的出现，更多垄断市场的出现则有助于降低竞争性开支从而迅速抬升行业利润率水平，这是现阶段最为有效（立竿见影）的路径。
- 4) 但需要合理预期中国啤酒市场利润率提升空间，不要盲目对标欧美高盈利市场。原因在于：①购买力平价分析结果不支持中国啤酒快速提价的逻辑，②即使高度整合市场竞争仍难以彻底消除；③政府干预下的非理性竞争行为可能长期存在（如亏损企业拒不退出市场或拒不接受优势企业购并整合等）。

ABI 收购 SAB 或促成 CRE 与 ABI 在中国区结盟

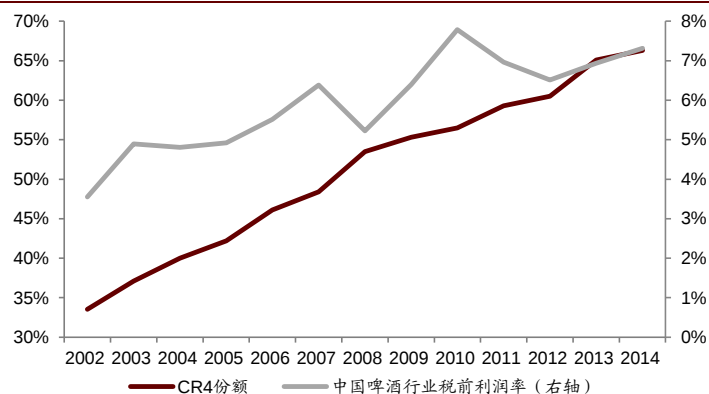
CRE 或与 ABI 在中国市场结盟以寻求更多区域垄断市场，并通过降低竞争性投入提高彼此盈利能力，这符合双方利益。图表 5 中国啤酒市场整合图显示，如果两家结盟将至少新增或夯实以下重量级垄断市场：黑龙江（ABI50%/CRE15%）、吉林（ABI45%/CRE35%）、辽宁（CRE60%/ABI10%）、江苏（CRE40%/ABI30%）、浙江（ABI40%/CRE30%）、广东（CRE30%/ABI23%）、湖北（ABI45%/CRE25%），上述市场合计占到中国啤酒销量 35%。

如果事态发展符合这一预期，CRE/ABI 合计将占有近 40% 中国区份额，基本上是其余三强市占率之和，对 CRE 和 ABI 有利，而对五强中其余三强（青啤、燕啤、嘉士伯）构成更大竞争压力，尤其是在部分竞争依然焦灼、尚未形成明显垄断的重要省份。当然 CRE/ABI 如果结盟也可能促进五强中其余三强的合作机会，从而进一步减小中国啤酒市场整合不确定因素，也使行业盈利能力因为更多区域垄断市场的形成而加快复苏。

当然我们并不排除 CRE/ABI 结盟引发其余三强为了生存而做出非理性竞争举动的可能，但因此推动中国啤酒市场整合加速与行业盈利能力走出拐点的大趋势并不可逆（图表 16）。据此，在个股投资建议上我们看好渠道能力卓越品牌力处在上升通道中的 CRE（291.HK），并谨慎建议观察品牌力处在中国啤酒领先集团下风的青岛啤酒（168.HK/600600.CH）和燕京啤酒（000729.CH）在此事件影响下的后续反应。



图表 16：中国啤酒市场整合进程（2002~2014）



资料来源：欧睿资讯，华通人，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

