



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 6 月 15 日

食品饮料

研究部

孙轶佳

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010026

sunyj@cicc.com.cn

袁霏阳

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030012

yuanfy@cicc.com.cn

金志耀

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010037

jinzy@cicc.com.cn

传统也朝阳

白酒产业发展研究报告

投资提示:

白酒是我们下半年最为看好的食品饮料业子板块。近年来,白酒消费结构的积极变化使得一线高端白酒(零售单价高于 500 元/瓶)已稳步跻身奢侈品行列,而迅速崛起的国内奢侈品消费市场无疑将为以茅台、五粮液和国窖 1573 等为代表的一线高端白酒品牌提供持久的量价攀升空间,平稳较快的盈利增长前景于是使得该板块偏低的即期估值水平及其近两年间频繁的估值波动存在纠偏的必要,也使该板块于当前估值水平下散发出浓郁的价值投资魅力。从投资标的上,我们看好的顺序依次为:**五粮液、贵州茅台和泸州老窖。**白酒消费结构的另一积极变化与其引发的投资亮点来自一线白酒价格一骑绝尘和底部产品价格因持续消费升级而不断抬升共同作用下所形成的中高端产品市场(零售单价 100-500 元/瓶),中高端白酒目前极为有限的市场份额使得该细分市场于近两年间呈现出的爆发式增长态势极有可能于未来很长时间内存续,从而使得该细分市场成为白酒这一传统市场中的朝阳,而以洋河与汾酒为代表的此类二线白酒股也将继续于资本市场上扮演名副其实的成長股角色。**我们看好的投资标的分别为:山西汾酒和洋河股份。**

理由:

下半年一线高端白酒将完成估值纠偏。(1)从需求的角度来说,高端白酒仍有发展空间。根据麦肯锡预测,未来 5 年中国奢侈品的年均增速仍将达到 18%,私人高端消费升级的需求仍维持较快增长。同时,中国以投资增长为主要的模式短期难以转变,高端白酒作为经济润滑剂的商务需求仍将维持持续增长。所以,高端白酒长期稳定增长的发展态势依然存在。我们判断,按照 20x 市盈率计算,高端白酒 10 年内的市值空间在 9505 亿元。(2)企业释放业绩动力加强。2010 年洋河的快速发展使得 2011 年主要白酒龙头快速发展意愿和释放业绩动力加强,盈利有望持续超预期;(3)年内估值仍有望完成修复。2011 年一线白酒的盈利增速在 44%以上,平均市盈率在 23x,下半年业绩的持续高增长提升市场信心,市场完成对一线白酒估值的纠偏。我们判断下半年一线白酒当年估值有望向 27-30x 的水平冲击。

中高端白酒长期发展前景持续看好。(1)从需求角度来说,未来 10 年,白酒销量将呈现结构性趋势变化,行业由灯型向金字塔结构转变,100 元以下(476 万吨)向 100-500 元(20 万吨)价格段升级的空间较高。我们判断,终端价格在 100-500 元/瓶的白酒,在未来 10 年量将增加 2 倍,而价值将增加 4 倍,是增速最快的子行业。(2)从竞争的角度来说,行业高壁垒,强者恒强。白酒品牌和老酒需要漫长的历史和时间积累,新计入者很少,未来品牌的集中化趋势明显,竞争呈现强者恒强态势。目前,中高端白酒处于垄断竞争阶段,竞争格局仍未完全稳定,老名酒企业和地产酒的高端品牌长期仍有发展机会。(3)从估值角度来说,主要中高端白酒企业 2011 年盈利增速将达到 67%,对应 30x 市盈率,成长的持续性将抵消公司估值的压力。按照 20x 市盈率估算 10 年后中高端白酒市值空间在 1.3 万亿元。(4)五大要素(1 品牌和品质、2 基地市场、3 团队、4 机制和 5 资本)优选中高端白酒企业。要素 4 对于中端白酒相对高端白酒更重要。机制逐步改革后的山西汾酒及长期拥有机制优势的洋河具有巨大发展潜力,是中高端白酒的长期投资标的。

洋河股份开创白酒行业新需求下的新商业模式。过去 10 年中,白酒的渠道正经历着由总代理向深度分销模式的转变。而一些新的商业模式也在不断涌现。我们以洋河和茅台为例,进行对比。我们认为,茅台是白酒中的“Hermes”,走奢侈品路线,核心竞争力是对品牌的维持。而洋河是白酒中的 ZARA,走白酒创新化的发展模式,做渠道的深度分销,其核心竞争力是持续的创新力。由于短期白酒行业整体的创新能力比较弱,洋河的创新机制仍能保证公司保持快速发展。从市值的角度来说,我们判断洋河所在的中高端白酒按照 20x 市盈率进行估算,10 年后的市值空间在 1.3 万亿元,若假设洋河按照有用 30%的市场份额,则 10 年内的市值空间在 3900 亿元。

风险:通胀大幅度回落,投资增速大幅度回落。

目录

需求：“传统”的朝阳性行业	3
竞争：行业高壁垒，强者恒强	9
竞争：五大要素选择中高端优势企业	12
商业模式：新需求下的新模式	14
估值：高增长抵消估值担忧	16
投资建议：关注低估值白酒龙头和二线白酒长期快速增长	19

图表

图表 1：08 年之前白酒产量变化更多体现了政策对于白酒行业影响	3
图表 2：白酒行业收入保持高速增长	3
图表 3：2005 年后高端白酒的快速增长主要由于政府消费的带动	4
图表 4：2009 年我国白酒重度消费群体的年龄分布以及当前我国人口结构	4
图表 5：日本消费亦证明了人口结构将带动烈性酒消费频率的提升	5
图表 6：不同档次白酒销量增速（按照 Euromonitor 数据统计）	5
图表 7：白酒需求转型	5
图表 8：白酒需求结构转型已开始体现（按照商超数据计算）	6
图表 9：中国白酒出厂单价的变化	6
图表 10：不同档次白酒收单价增速（按照 Euromonitor 数据统计）	6
图表 11：中国奢侈品消费市场增速	7
图表 12：国际烈性酒的发展趋势来看，价格提升是发展的长期趋势。	7
图表 13：不同档次白酒收入和销量增速预测	8
图表 14：2009 年江苏人均可支配收入与全国的对比及江苏白酒人均消费单价与全国的对比	8
图表 15：白酒行业所处的竞争阶段	9
图表 16：前 5 大和 6-10 名企业销售收入占行业收入的比重	9
图表 17：前 5 大和 6-10 名企业销售收入占行业利润的比重	9
图表 18：寡头垄断市场特征以及高端白酒行业特征	10
图表 19：各品牌的在高端白酒领域的市场份额	10
图表 20：垄断竞争市场特征以及中高端白酒行业特征	10
图表 21：国内白酒企业的资本情况	11
图表 22：“中国名酒”称号的白酒企业	12
图表 23：白酒竞争分析的二维象限	13
图表 24：各档次白酒趋势核心竞争力分析	13
图表 25：各白酒投资吸引力打分	13
图表 26：贵州茅台历史 ROE 水平分析	14
图表 27：历史上洋河的 ROE 水平分析	14
图表 28：Hermes 和 ZARA 的 ROE 对比	15
图表 29：10 年后白酒各子板块市值空间测算表	16
图表 30：白酒板块按照动态业绩计算的季度市盈率	16
图表 31：白酒板块按照动态盈利（左图）和当年盈利（右图）计算的季度市盈率	17
图表 32：2005-2008 年高端白酒享受对二线白酒的溢价，目前有所回落（左按照当年盈利，右按照动态盈利） ..	17
图表 33：主要白酒公司 PEG 及与估值的比较	18
图表 34：行业整体估值与盈利增速的对比	18
图表 35：白酒估值水平	19

需求：“传统”的朝阳性行业

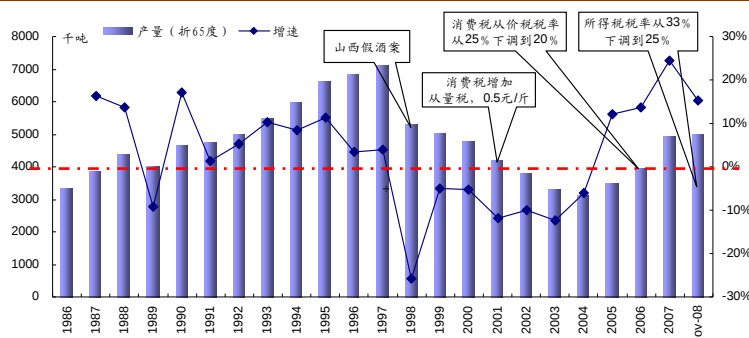
虽然白酒行业在中国已有上千年的发展历史，并被认定为传统行业。但从需求的角度来说，我们认为白酒行业仍具备朝阳行业的特点，未来 5-10 年的结构性需求空间仍较高。

白酒本质是经济的润滑剂

从白酒的历史发展来看，白酒行业的产量有所波动，但决定因素在发生着变化，由政策推动转向需求推动。98 年由于山西假酒案，白酒行业产量出现持续下滑。我国规模以上企业产量由 98 年的 528.7 万吨下降到了 2000 年的 461.5 万吨，同时，由于 2001 年国家对白酒行业消费税增加从量税，导致白酒产量继续下降，最低达到 2004 年的 311.7 万吨。2005 年以来，白酒行业的产量出现了一定的回升，2005 年至 2010 年产量的复合增长率达到 19.2%，而我们把 05 年后白酒行业量的增长分成两个阶段：

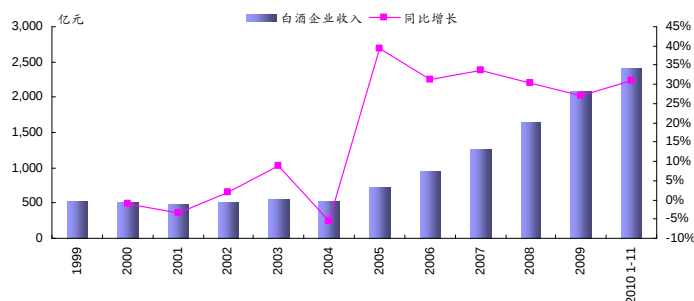
- **06-08 年行业增长来自产业政策的暂时宽松。**06 年白酒行业消费税的从价税率由 25% 下调到 20%，08 年所得税税率由 33% 下调到 25%，并且广告费不高于销售收入 15% 的部分予以税前扣除，白酒公司税率的下降，带动了白酒产量的短期增长。
- **08 年后行业增长来自真正的消费升级。**09 年后，中高端白酒的增速持续加快，消费升级趋势明显，规模以上企业快速增长。

图表 1：08 年之前白酒产量变化更多体现了政策对于白酒行业影响



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

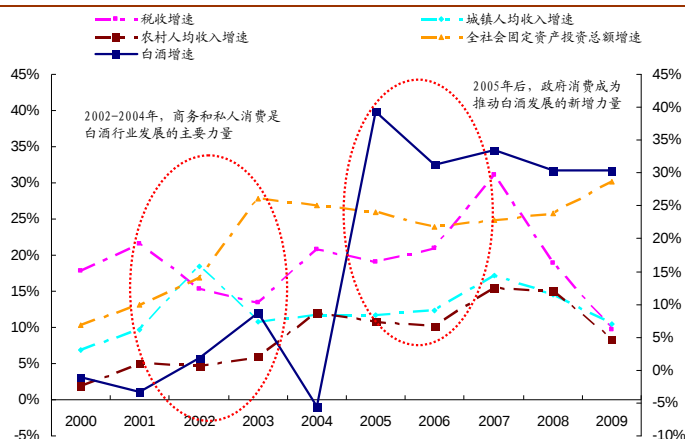
图表 2：白酒行业收入保持高增长



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

白酒消费的本质是满足消费者的情感需求，是经济的润滑剂。当然在经济的发展不同阶段，也使得白酒作为经济润滑剂的作用有所不同。如在 2005 年后，政府消费异军崛起，高端白酒作为政府消费的润滑剂作用更为明显，高端白酒整体增速最高。而在 2009 年后，随着收入水平的提高和商务往来的频繁，私人消费和商务消费升级明显，中高端白酒的需求呈现爆发式增长。

图表 3：2005 年后高端白酒的快速增长主要由于政府消费的带动



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

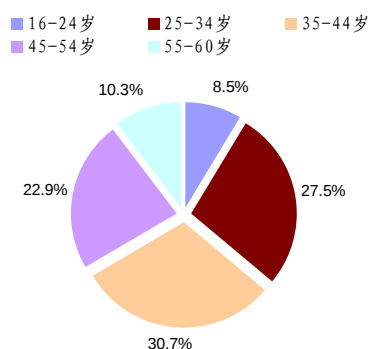
白酒结构性需求增长仍有巨大空间

白酒，作为一种嗜好性消费，跟中年人群的消费占比有着密切的相关关系。根据《IMI 消费行为与生活形态报告》，在我国白酒的重度消费群体中，主要消费群体的年龄分布为 25 至 54 岁，其中 35-44 岁的人群占比最高，达到 30.7%，是白酒消费的主要人群。从人口结构角度来看，年轻人更倾向于喝葡萄酒、啤酒，但随年龄提升，由于工作、社交等的需要，部分转向饮用烈性酒，通过对日本 80 年代消费习惯的研究进一步证明了这个观点。同时，我们认为在社交和朋友聚会的过程中，更倾向于饮用品质优良的白酒。

我们看到我国 25-54 岁以上人口占比在 10 年依然保持在 46.3% 的水平，未来烈性酒，尤其是白酒的消费需求仍能长期保持稳定。同时，白酒作为经济的润滑剂，其与中国经济的发展密切相关。所以，我们认为只要经济快速增长的假设不改变，白酒整体消费量依然将维持较为稳定的水平。

从销量的角度来说，在过去的 10 年，特别是 5 年内，白酒行业量的趋势是高端白酒的增速是各子板块最快的。根据 Euromonitor 的统计，高端白酒 2007-2010 年的年均销量增速达到 6%-8% 的水平，高于中高端、中端和低端白酒整体的销量增速。但未来 10 年，白酒产业将出现结构性变化，由灯型向金字塔型转变，中高端白酒将是增速最快的子行业。随着消费者对于品牌和品质要求的逐步升级，低端白酒整体的发展空间受到巨大的限制，无品牌、无品质的 10 元以下的中低端白酒无法再有持续发展的空间。

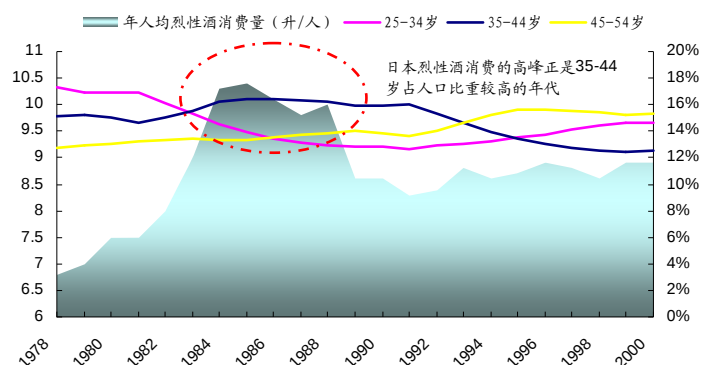
图表 4：2009 年我国白酒重度消费群体的年龄分布以及当前我国人口结构



	不同年龄段人群占总人口的比重		
	2010-1-1	2015-1-1	2020-1-1
25-34岁	12.6%	14.7%	15.6%
35-44岁	18.1%	14.5%	12.3%
45-54岁	15.7%	18.6%	18.4%
25-54岁	46.3%	47.8%	46.3%

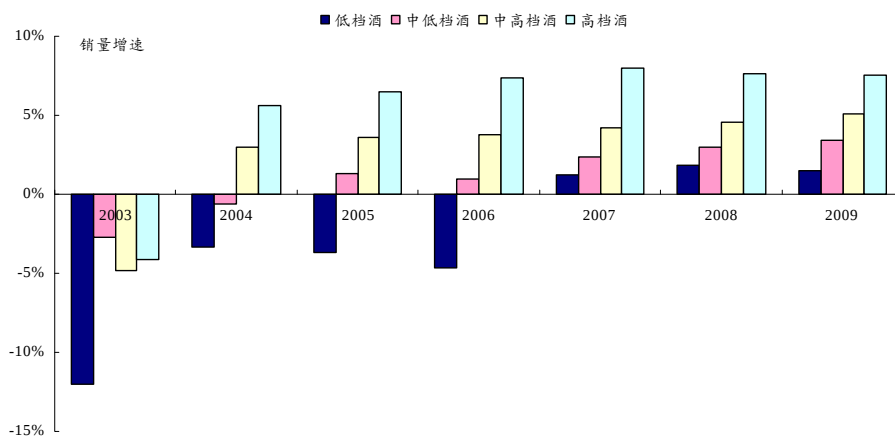
资料来源：IMI 消费行为与生活形态报告，Euromonitor，中金公司研究部

图表5：日本消费亦证明了人口结构将带动烈性酒消费频率的提升



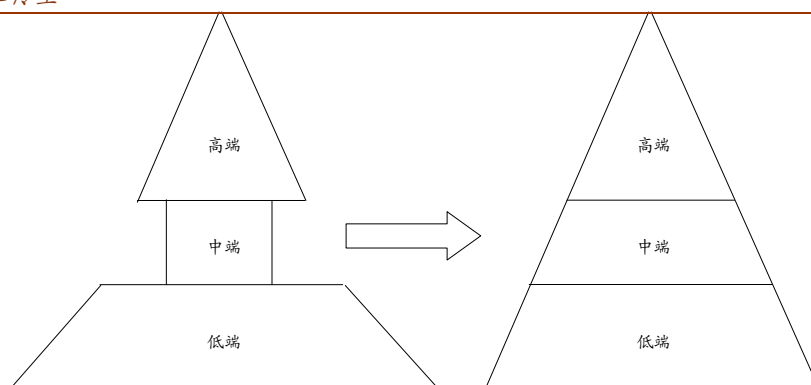
资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表6：不同档次白酒销量增速（按照 Euromonitor 数据统计）



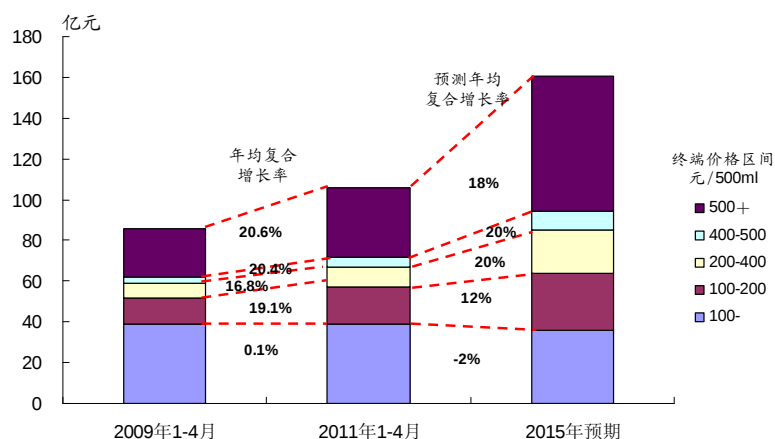
资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表7：白酒需求转型



资料来源：中金公司研究部

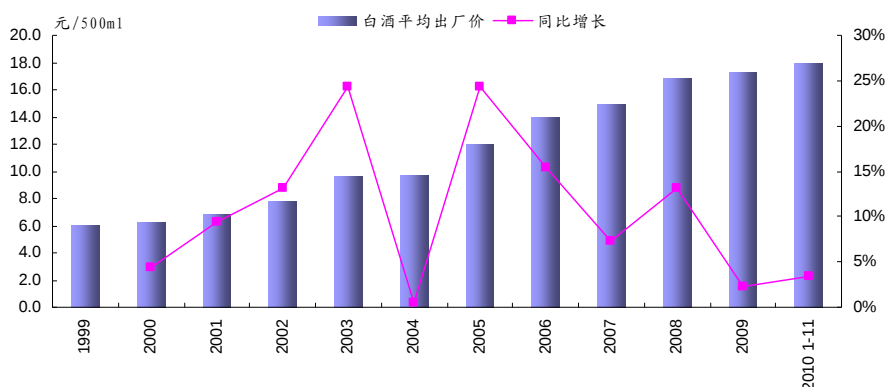
图表8：白酒需求结构转型已开始体现（按照商超数据计算）



资料来源：商务部，中金公司研究部

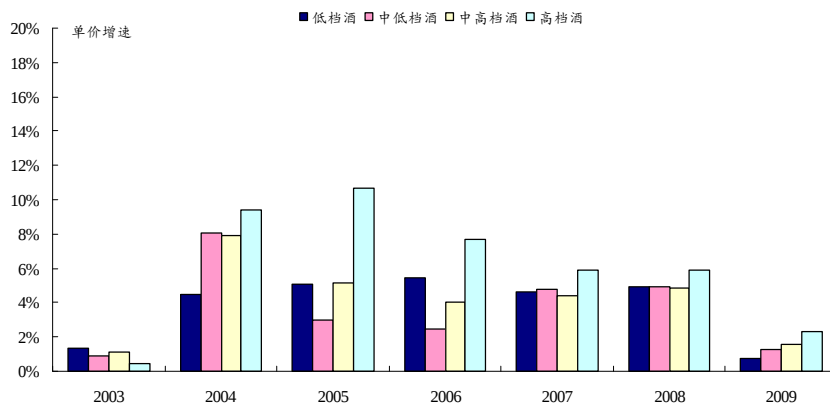
从价格的角度来说，我国白酒的单价呈现持续提升的发展态势，白酒出厂价由2003年的9.6元/瓶(含税)提升至2010年的18元/瓶，过去5年吨酒价格的提升主要来自高端白酒的快速增长和提价。而我们认为未来白酒吨酒价格提升主要来自以下两个方面：（1）产品结构的提升。终端价在100-500元的需求增速最快，有望带动行业价格提升。（2）产品的不断提价。随着茅台等超高端白酒的持续提价，为行业打开发展空间。

图表9：中国白酒出厂单价的变化



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表10：不同档次白酒收单价增速（按照Euromonitor数据统计）

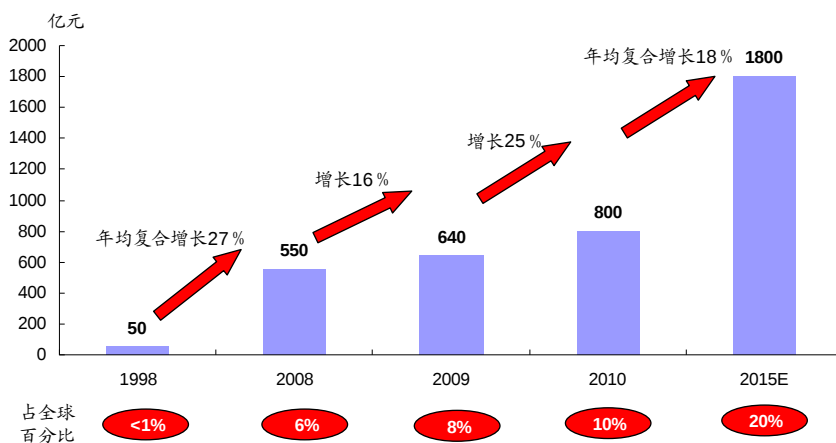


资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

高端白酒维持平稳增长

- 消费量仍有提升空间，长期增速平稳。由于中国高端白酒的主要是政府消费（占 46%）、商务消费（占 35%）和私人消费（占 19%）。在经济转型初期，地方政府在房地产转型的过程中，面临财政收入增速略有放缓，使得其政府消费增速放缓。但高端私人消费仍将保持高速增长。根据麦肯锡的预测，未来 5 年中国奢侈品消费年均增速将达到 18% 以上，高端白酒仍将享受高端私人消费升级带来的销量增长。同时，经济转型需要漫长过程，以投资拉动的经济增长模式短期仍将持续，高端白酒的商务消费仍有望保持快速增长。

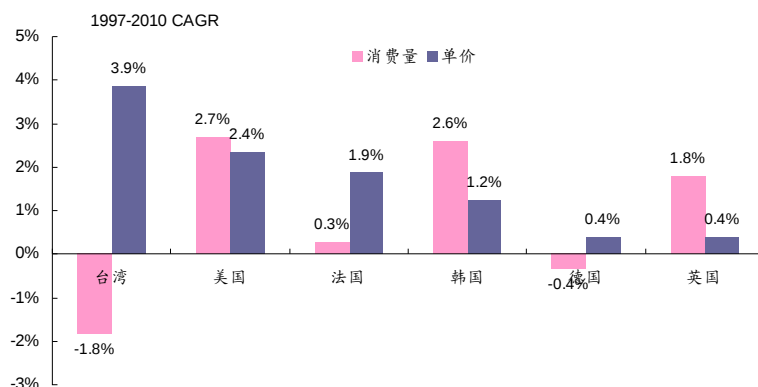
图表 11：中国奢侈品消费市场增速



资料来源：麦肯锡咨询，中金公司研究部

- 高端白酒单价稳步提升。高端白酒作为一种奢侈品，其价格随着国民消费实力的提升而逐步提升。国际烈性酒的经验证明，即使在成熟市场烈性酒的整体价格仍处于逐步提升的发展态势，而高端白酒的提价为整个行业打开价格空间。

图表 12：国际烈性酒的发展趋势来看，价格提升是发展的长期趋势。



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

中高端白酒“量价”齐升

量：中高端白酒十年内量将增加 2 倍

中高端白酒量增长的主要来自以下几个方面：

- 高端白酒提价，为中高端白酒打开量的发展空间。

- 在中高端白酒需求中，商务和私人消费占比更高，随着中国经济的发展和商务交际的需求，商务和私人消费仍有望保持快速增长。
- 消费升级空间较大。根据行业专家数据，目前终端价在 500 元以上的白酒消费量是 4 万吨，100-500 元的价格段的白酒消费量为 20 万吨，而 100 元以下白酒消费量达到 476 万吨，从消费升级的角度来说，从 100 元以下向 100 - 500 元价格段升级的空间更大。

根据我们与行业专家的测算，终端价格在 100-500 元/瓶的白酒，在未来 10 年量将增加 2 倍，而价值将增加 4 倍。

图表 13：不同档次白酒收入和销量增速预测

消费用途	终端价格 (元/瓶)	目前销量 (万吨)	目前规模 (亿元)	吨酒价格 (万元/吨)	销量10年空间 (万吨)	销量年均符合 增长率	规模10年空间 (亿元)	规模年均符合 增长率	消费特征	主要品牌
高端酒	500元以上	4	350	88	9	8%	1188	13%	政府和商务消费为主	茅台、五粮液、国窖1573、水井坊
中高端酒	200-500元	5	180	40	12	10%	837	17%	政府和商务消费为主，高端私人消费	青花瓷汾酒、红花郎15年、六和液、剑南春、梦之蓝
中端酒	100-200元	16	270	17	48	12%	1413	18%	普通商务消费为主	老五粮醇、泸州老窖特曲等，地方品牌众多
中低端酒	100元以下	476	3200	7	431	-1%	9939	12%	以私人消费为主	地产酒
总计	规模以上企业	500	4000	8	500	0	13377	13%		

注：规模是终端计算，以50%渠道价差进行估算

资料来源：产业信息，中金公司研究部

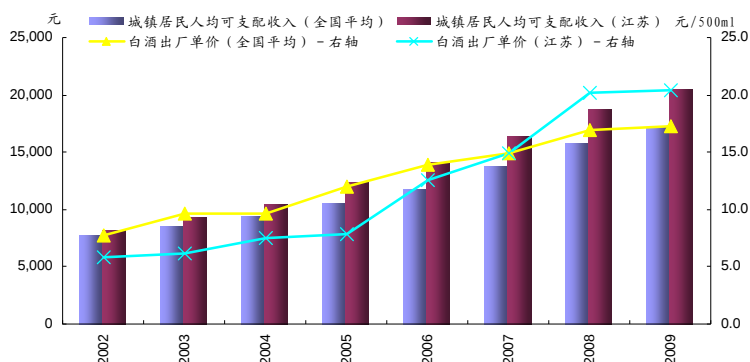
价：提升空间巨大

未来 5 年的时间，白酒的吨酒价格仍将呈现不断提升的发展态势。高端白酒提价带来的整体价格区间上移，根据行业专家的预计终端 100-500 元/瓶价格段的白酒在 10 年的时间，单价仍有 67%的提升空间。

案例分析：什么是决定江苏人均消费量与浙江的巨大差异

白酒的吨酒价格（按出厂价）在 20.5 万元/吨，就是说消费价在 120 元/瓶，按照 50%的渠道利润进行估算，终端价格达到 180 元/瓶。江苏城镇居民的人均可支配收入为 2.06 万元。而全国的城镇居民的人均可支配收入为 1.7 万元，吨酒价格（按出厂价）在 17.3 万元/吨，按照 50%的渠道利润进行估算，终端售价在 150 元/瓶。而江苏白酒消费力高于全国消费量，但在 2003 年后白酒的价格才有所提升，并超过全国白酒的消费单价。我们这与江苏经济兴起带来的消费升级有密切的相关关系，而且优势企业通过差异化，如洋河通过将口感降得更为绵柔，增加 4 瓶/箱的包装，提升了中高端白酒整体的需求潜力，带动白酒价格提升。

图表 14：2009 年江苏人均可支配收入与全国的对比及江苏白酒人均消费单价与全国的对比



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

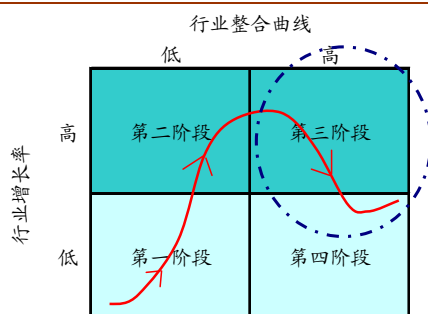
竞争：行业高壁垒，强者恒强

竞争者甚少，强者恒强

白酒行业的本质是好酒卖上高价。所以，好的品牌和品质基础，决定一个白酒单价和营销的高度。而有历史的白酒品牌和陈年的老酒需要时间的漫长积累，新计入者几乎很少。同时，随着品牌的集中化趋势，无品牌的白酒企业处于逐步被淘汰的阶段，品牌企业越来越强，未来竞争呈现强者恒强的发展态势。目前，前5大企业和6-10名的企业分别占行业收入的30.2%和7.3%，利润分别占行业的56.9%和6.6%，呈现强者恒强的发展态势。

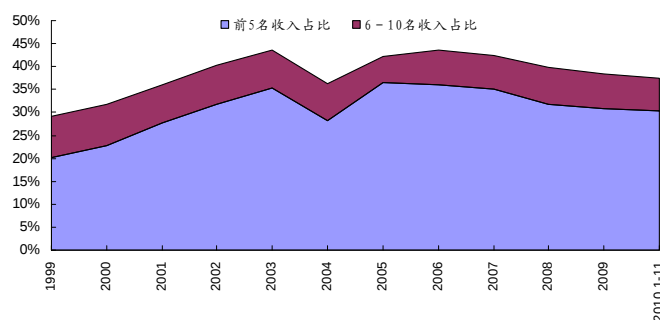
如果将行业增速和整合情况分为四个阶段的话，白酒应该处于黄金的第三阶段，行业增长速度高而市场集中度高的阶段。在这个阶段龙头企业能分享行业的高成长，而且整体增速高于行业平均，且利润率有逐步提升的态势，是投资的黄金时期。

图表 15：白酒行业所处的竞争阶段



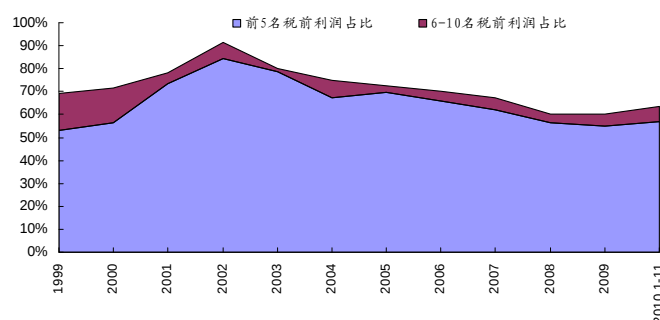
资料来源：中金公司研究部

图表 16：前5大和6-10名企业销售收入占行业收入的比重



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 17：前5大和6-10名企业销售收入占行业利润的比重



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

高端白酒：寡头垄断格局形成，行业难有大变化

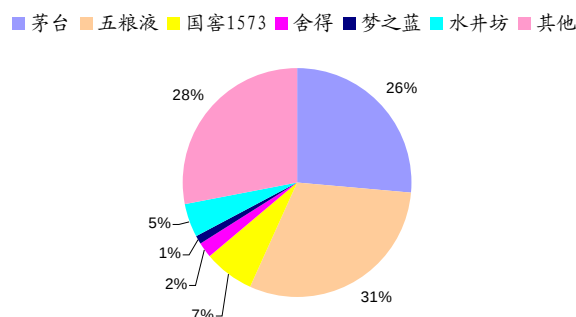
竞争格局上，高端白酒整体竞争格局没有大的发展和变化，已经处于寡头垄断的竞争格局。茅台和五粮液占据了市场的70%以上的市场份额。梦之蓝、水井坊、舍得等产品占据其他30%的市场份额。茅台和五粮液垄断高端白酒市场份额的格局，短期难以有大的变化。但是随着一些新进入者对品牌的持续投入，有望跻身高端白酒行列，如洋河的梦之蓝，而有些品牌由于其品牌开始处于下滑周期，其价格档次将逐步被拉开。

图表 18：寡头垄断市场特征以及高端白酒行业特征

寡头垄断市场特点	高端白酒特点
企业极少	不超过8家企业，其中前四大企业占销售量的比重为70%
相互依存	根据对手的情况对提价和供应量作出决定
产品同质或异质	产品异质
进入壁垒高	产品差别壁垒，新进入者需要极高的费用
结论	高端白酒市场是寡头垄断市场

资料来源：中金公司研究部

图表 19：各品牌的在高端白酒领域的市场份额



资料来源：公司数据，中金公司研究部

中高端白酒：全国化品牌与地方升级品牌并存

与高端白酒的寡头垄断格局不同，在中高端白酒的竞争格局根据仍未完全稳定，属于垄断竞争的格局，优势企业仍有发展空间，：

- **次高端白酒（200-500 元/瓶）：全国老名酒与地方性名酒并存局面共存。**由于次高端以前是高端白酒所在的价格段，一些未能跟上高端白酒提价的老牌名酒和一些复兴的地产酒都将有一定的生存空间。
- **中端白酒（100-200 元/瓶）：未来将以地方名酒为主，只有少部分品牌能完成全国化，主要因为：**（1）普通商务消费和私人消费具有一定的地域化特色，口味的差异化较多，所以其主要以地产酒为主；（2）地产酒品牌虽弱，但由于其更为灵活的机制，使得其渠道管理能力更强。而中档白酒对渠道推力要求更高，品牌力要求相对更弱，地产酒具有竞争优势；（3）部分老名酒的中端品牌，由于其原有品牌基础较好，且在全国拥有广泛的消费基础，仍具有全国化的可能。如泸州老窖特曲、五粮春、五粮醇等品牌。

图表 20：垄断竞争市场特征以及中高端白酒行业特征

垄断竞争市场特点	中高端白酒特点
企业数量多	每个地方都有各自名酒
产品相似又彼此差别	地产化白酒和全国名酒共存
众多小的购买者	商务和私人消费占比更高
进入壁垒不高	名酒的中端产品和地产酒的升级产品均可进入
结论	中高端白酒市场是垄断竞争市场

资料来源：中金公司研究部

竞争方式提升空间巨大

虽然经过了 20 年竞争的洗礼，白酒行业的竞争已趋于较为良性的发展态势，但其竞争的手段和方法仍有提升空间。现代化的营销手段和理念才刚刚开始行业内兴起。例如：我们看到的泸州老窖染泉公司的销售模式，格力电器早年已开始试行。所以，快速消费品等先进的营销理念刚刚在行业内兴起，渠道细化和深度才逐步深化。

目前，除了洋河、安徽的白酒企业及各区域的部分地产酒外，老的名白酒企业的深度分销才刚刚开始。过去 10 年，各个企业都采取总代的模式进行分销，随着经销商规模的扩大和渠道的复杂化，使得酒厂更需要自主掌握渠道的核心和品牌资源，提高对经销商的议价权，自己运营品牌和深度分销的模式开始兴起。这一模式的本质将经销商打散，提高对经销商的话语权。未来 5-10 年，目前白酒的主要竞争手段是向深度分销模式的转化，进行渠道的扁平化。

产业资本力量刚刚介入，品牌整合刚刚开始

在 2008 年以前，但除已上市公司外，在中国老名酒中新资本介入的案例并不多。但 2008 年以后 PE 等产业资本开始逐步介入到白酒行业的发展过程，如西凤酒的改制。我们判断，随着产业资本的介入，白酒行业的品牌集中化趋势将更加明显。所以，现有的由资金优势的企业具有整合行业的潜力。

图表 21：国内白酒企业的资本情况

	已上市	已有PE入驻	未有资本注入
茅台	✓		
五粮液	✓		
泸州老窖	✓		
水井坊	✓		
汾酒	✓		
洋河	✓		
剑南春		✓	
宋河		✓	
西凤酒		✓	
古井贡	✓		
金种子酒	✓		
郎酒			✓
武陵酒	✓		
沱牌曲酒	✓		
董酒			✓
黄鹤楼酒			✓
宝丰酒		✓	
红星二锅头	✓		
牛栏山	✓		
酒鬼酒	✓		

资料来源：产业信息，中金公司研究部

竞争：五大要素选择中高端优势企业

如何选择优势企业：关注五大要素

品牌力决定了初次消费的问题，产品力决定持续消费的问题，而渠道力决定了接触到产品的问题。我们将白酒的核心竞争力归结为以下五点：品牌 and 品质、基地市场、团队、机制和资本。

要素 1：品牌和品质，长期发展的潜力

白酒的本质是好酒卖上最高的价格。而拥有好的品牌和品质（包括基酒），就提供了未来进行产品和品牌提升的可能和潜力。好的品牌是解决了长期发展的品牌力问题，而好的品质是解决了长期发展产品力的问题。拥有中国名酒品牌的这些企业和品牌值得长期珍视。

图表 22：“中国名酒”称号的白酒企业

中国名酒—白酒类				
企业名称	注册商标	产品名称	香型	层次
贵州茅台酒厂	飞天牌、贵州牌	茅台酒	酱香	①②③④⑤
杏花村汾酒总公司	古井亭、长城牌	汾酒	清香	①②③④⑤
泸州曲酒厂	泸州牌	泸州老窖	浓香	①②③④⑤
西凤酒厂	西凤牌	西凤酒	其它香	①② ④⑤
五粮液酒厂	五粮液牌	五粮液酒	浓香	②③④⑤
亳州古井酒厂	古井牌	古井贡酒	浓香	②③④⑤
成都全兴酒厂	全兴牌	全兴大曲酒	浓香	② ④⑤
遵义董酒厂	董牌	董酒	其它香	②③④⑤
绵竹剑南春酒厂	剑南春牌	剑南春酒	浓香	③④⑤
洋河酒厂	羊禾牌、洋河牌	洋河大曲	浓香	③④⑤
双沟酒厂	双沟牌	双沟大曲、特液	浓香	④⑤
武汉市酒厂	黄鹤楼牌	黄鹤楼酒	浓香	④⑤
古蔺郎酒厂	郎泉牌	郎酒	酱香	④⑤
常德武陵酒厂	武陵牌	武陵酒	酱香	⑤
宝丰酒厂	宝丰牌	宝丰酒	清香	⑤
鹿邑宋河酒厂	宋河牌	宋河粮液	浓香	⑤
射洪沱牌酒厂	沱牌	沱牌曲酒	浓香	⑤

资料来源：中金公司研究部

要素 2：团队，解决营销的方向问题

团队的能力解决了营（定位）和销（推广）的方向和战略，其亦能解决执行力的问题。我们看到，一样的营销方法和手段，不同的白酒企业效果迥异，其背后的重要因素就是一个团队整体的执行水平。这一点对于中高端白酒企业的重要性要高于高端白酒。因为中端白酒整体对渠道力的要求更强。

要素 3：机制，解决营销的动力问题

激励机制解决了团队营销的动力问题，团队是否愿意尽力去做好企业。机制不是体制，体制是企业所在的企业性质（姓民营还是姓国有）。而机制是企业整体的运行体系和方法。在国有体制下，一样可以有优秀的激励机制，或通过股权的改制，或内部进行管理变革，都可实现机制的改善。如洋河虽然在股权上仍属于国有企业，但其已拥有民营化的机制。

要素 4：基地市场或基础产品，扩张所需要的基础

拥有稳固的基地市场或者稳定盈利的产品，其本质就是拥有了核心的资源，其能解决公司发展扩张中的有钱投、有人投的问题，能够使得扩张的过程中各个击破，集中力量抓住重点市场。

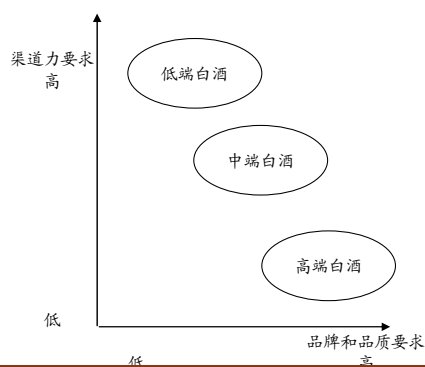
要素 5：资本，未来行业发展的又一力量

我们前面也提到，资本将成为产业发展的又一新力量。因为，资本其解决了白酒行业整合和并购的所需要的资金，同时先进的资本进来，会对企业的机制有所改进，解决企业发展初期的资金瓶颈和机制发展瓶颈。

不同档次白酒，五大要素占比不同

前面五个要素对于不同档次白酒的权重是不同的。其中要素1可归结为品牌品质要求，而要素2和要素3可归结为渠道优势。而对于高端白酒来说，对于要素1的权重更为重要，因为其本质是所奢侈品，没有好的品牌和品质是无法跻身奢侈品的行列。而越往低端上走，对于渠道力的要求更高，所以对于团队和机制的要求更强，要素2和要素3的占比更高。要素4对于中端白酒相对高端白酒更重要。而要素5对于各档次白酒权重相当。而中高端白酒企业的优势企业需要有一定的品牌基础，但整体对渠道力要求更高。

图表 23：白酒竞争分析的二维象限



资料来源：中金公司研究部

图表 24：各档次白酒趋势核心竞争力分析

	品牌力	渠道力		其他	
五大要素	品牌和品质	团队	机制	基地市场	资本
高端白酒	最重要	重要	重要	重要	重要
次高端白酒	次重要	次重要	次重要	次重要	重要
中端白酒	重要	最重要	最重要	最重要	重要

资料来源：中金公司研究部

谁将是下一个中高端白酒的新贵？

2011年茅台将推出“汉酱”系列（终端价在700元/瓶），五粮液运作新品五粮醇，泸州老窖推出窖龄酒和金奖特曲等产品。我们对几个公司推出中高端白酒产品的能力进行了综合的评价，按照成功的概率来看，依次是洋河、山西汾酒、五粮液和泸州老窖。由此，我们看好山西汾酒、洋河股份的长期投资价值，同时看好泸州老窖和五粮液在中端白酒的发展空间。

图表 25：各白酒投资吸引力打分

	品牌力 (30%)		渠道力 (50%)		其他 (20%)		综合打分
	品牌和品质 (30%)	团队 (25%)	机制 (25%)	基地市场或基础产品 (10%)	资本 (10%)		
山西汾酒	5	4	3	5	5		4.25
洋河股份	3	5	5	5	5		4.4
泸州老窖	4	4	4	4	5		4.1
五粮液	5	4	3	4	5		4.15
贵州茅台	5	3	3	4	5		3.9

资料来源：中金公司研究部

商业模式：新需求下的新模式

茅台模式：白酒界的贵族，走向奢侈品的发展路线

茅台的发展模式，更倾向于做奢侈品的发展路线。因为茅台本身的品牌和品质基础较好，使得这一路线成为可能。我们通过拆解茅台的 ROE 水平，理解这一发展模式。贵州茅台自上市初期，ROE 水平从 2001 年的 22% 提高到 2010 年的 30.7%，其中提高主要来自利润率的提高，公司的净利润率由 2001 年的 21.2% 提高到 2010 年的 45.9%，而周转速度和负债水平则长期维持在较为稳定的水平。这与茅台发展初期保证品质的战略密切相关。而茅台模式的核心竞争力是团队对于品质和品牌的管理能力。

图表 26：贵州茅台历史 ROE 水平分析

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	备注
贵州茅台											
权益净利率(ROE)(%)	22.1%	14.0%	18.7%	21.6%	24.2%	27.7%	39.6%	39.0%	33.6%	30.7%	ROE提升主要来自利润率提升
因素分解：											
销售净利率(%)	21.2%	21.4%	25.4%	28.4%	29.7%	33.0%	41.0%	48.5%	47.1%	45.9%	产品价格提升带动利润率提升
——净利润 / 利润总额(%)	56.4%	60.5%	62.3%	57.3%	60.9%	65.0%	65.6%	74.3%	74.9%	74.6%	毛利率逐步提升
——利润总额 / 息税前利润(%)	101.0%	102.8%	101.7%	101.8%	101.7%	101.1%	101.0%	101.9%	102.3%	102.5%	
——息税前利润 / 营业总收入(%)	37.2%	34.4%	40.0%	48.7%	48.0%	50.2%	61.9%	64.1%	61.5%	60.1%	
资产周转率(次)	0.68	0.5	0.54	0.53	0.54	0.56	0.72	0.63	0.54	0.51	周转速度没有明显变化
权益乘数	1.59	1.37	1.41	1.49	1.56	1.58	1.4	1.35	1.38	1.38	

资料来源：公司年报，中金公司研究部

洋河模式：白酒界的时尚元素，走向创新化的发展模式

过去 10 年中，白酒的渠道正经历着由总代理向深度分销模式的转变，一些新的商业模式也在不断涌现。洋河与茅台模式不同，代表了新一代白酒的发展模式，即创新化的发展道路。如果说茅台是爱马仕模式的话，洋河就是类似于 ZARA，走时尚化的发展路线。而洋河的创新体现在以下几个方面：口感更为淡雅不上头、品牌营销更为时尚等。

我们看到历史上，洋河的 ROE 水平不断提高，为剔除上市因素，我们用 2008 年的 ROE 进行对比。2008 年的 ROE 水平达到 70.6%，大大超过 2008 年茅台 39% 的水平。ROE 的提高，一方面来自公司产品结构提升带来的净利润率水平的提高（从 2004 年的 3.6% 提高到 2008 年的 27.7%），另外一方面来自周转速度的提高（从 2004 年的 0.73 提高到 2008 年的 1.47）。而周转速度的提高与公司规模的扩大以及按照深度分销模式压缩渠道利润有密切的相关关系。

所以，洋河的核心竞争力是创新，而创新的核心理解是而创新的核心创新的机制、创新的团队和创新的文化。目前，洋河对于内部管理上，提出一个总经理贡献奖，就是对优秀的建议有专门的奖励机制，维持公司整体的核心竞争力。

图表 27：历史上洋河的 ROE 水平分析

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	备注
洋河股份											
权益净利率(ROE)(%)				11.5%	36.4%	63.9%	68.2%	70.6%	38.8%	36.8%	ROE提升来自周转速度提高和利润率提高（09年下降主要因上市）
因素分解：											
销售净利率(%)				3.6%	8.0%	16.3%	21.3%	27.7%	31.3%	30.2%	产品结构提升带动利润率提升
——净利润 / 利润总额(%)				54.9%	53.5%	64.1%	64.7%	74.8%	74.9%	74.7%	
——利润总额 / 息税前利润(%)				69.4%	90.5%	98.1%	100.0%	101.8%	101.3%	101.7%	
——息税前利润 / 营业总收入(%)				9.4%	16.5%	26.0%	32.9%	36.4%	41.3%	39.7%	
资产周转率(次)				0.73	1.05	1.22	1.41	1.47	0.92	0.85	周转次数大幅度提高
权益乘数				4.41	4.38	3.22	2.28	1.74	1.34	1.5	

资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 28: Hermes 和 ZARA 的 ROE 对比

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Hermes												
ROE	21%	25%	24%	22%	20%	18%	19%	19%	20%	19%	17%	21%
Gross margin	58%	62%	63%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	63%	66%
Net margin	13%	15%	16%	17%	18%	16%	17%	18%	18%	16%	15%	18%
Assets turnover	0.86	0.83	0.84	0.72	0.68	0.71	0.79	0.74	0.74	0.80	0.76	0.82
Assets/equity	1.78	1.72	1.59	1.48	1.38	1.34	1.34	1.37	1.40	1.45	1.35	1.35
ZARA												
ROE	26%	25%	26%	27%	23%	28%	30%	32%	33%	28%	26%	30%
Gross margin	51%	51%	50%	51%	48%	55%	56%	56%	57%	57%	57%	
Net margin	10%	10%	10%	11%	10%	11%	12%	12%	13%	12%	12%	14%
Assets turnover	1.25	1.23	1.29	1.18	1.21	1.26	1.32	1.39	1.24	1.52	1.34	1.23
Assets/equity	1.96	1.78	1.73	1.69	1.65	1.76	1.78	1.65	1.68	1.64	1.55	1.53

资料来源：公司年报，中金公司研究部

我们的判断：白酒成功模式并不唯一，核心要素和风险点各有不同

我们认为白酒行业的成功模式并不唯一，洋河和茅台是两种不同的模式，不能否定洋河模式的发展和存在，但两个模式的核心风险点有所不同。

茅台模式的核心风险点是品质出现问题以及需求的变化。所以，短期管理层的变动不会对公司出现巨大影响。

洋河创新的问题是是否能够长期维持其创新这一机制的核心竞争力。而创新的核心创新的机制、创新的团队和创新的文化。创新本身也是有风险的，如一个创新的战略性方向发生了错误，企业整体将面临风险，其核心是看管理团队，所以需要持续跟踪。但由于白酒行业整体的创新能力比较弱，使得短期风险有限，洋河的创新机制能够仍能保证这个企业仍能保持快速发展。

估值：高增长抵消估值担忧

行业的市值仍有空间

根据前文中我们对白酒各子板块 10 年收入规模的估算，我们假设高端、中高端、中端和中低端白酒的净利润率分别为 60%、50%、40%和 30%，市盈率按照 20x 计算，对应 10 年内市值空间分别为 9505 亿元、5579 亿元、7537 亿元和 3.98 万亿元。长期来看，主要白酒公司增长的市值空间依然较高。

对于汾酒和洋河所处的中高端白酒（终端在 100-500 元/瓶），10 年内市值空间在 1.3 万亿元。若假设 10 年后洋河占中高端和中端白酒市场的 30%的市场份额，10 年内的市值空间将达到 3900 亿元。

图表 29：10 年后白酒各子板块市值空间测算表

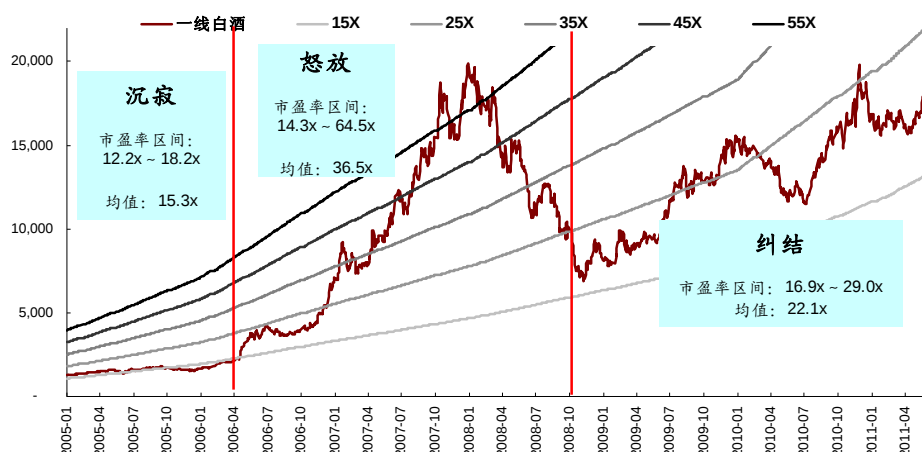
消费用途	终端价格 (元/瓶)	收入规模10年空间 (亿元) (按终端价)	收入规模10年空间 (亿元) (按出厂价)	假设净利润率	净利润	10年市值空间(亿元) (按照20x市盈率)	主要白酒企业行业的市值空间(亿元)				
							五粮液	茅台	泸州老窖	洋河	汾酒
高端酒	500元以上	1188	792	60%	475	9505	+	+	+		
中高端酒	200-500元	837	558	50%	279	5579	+		+	+	+
中端酒	100-200元	1413	942	40%	377	7537	+		+	+	+
中低端酒	100元以下	9939	6626	30%	1988	39755					
总计	规模以上企业	13377	8918				22621	9505	22621	13116	13116

资料来源：产业信息，中金公司研究部

一线高端白酒估值水平不高，下半年有望完全估值纠偏

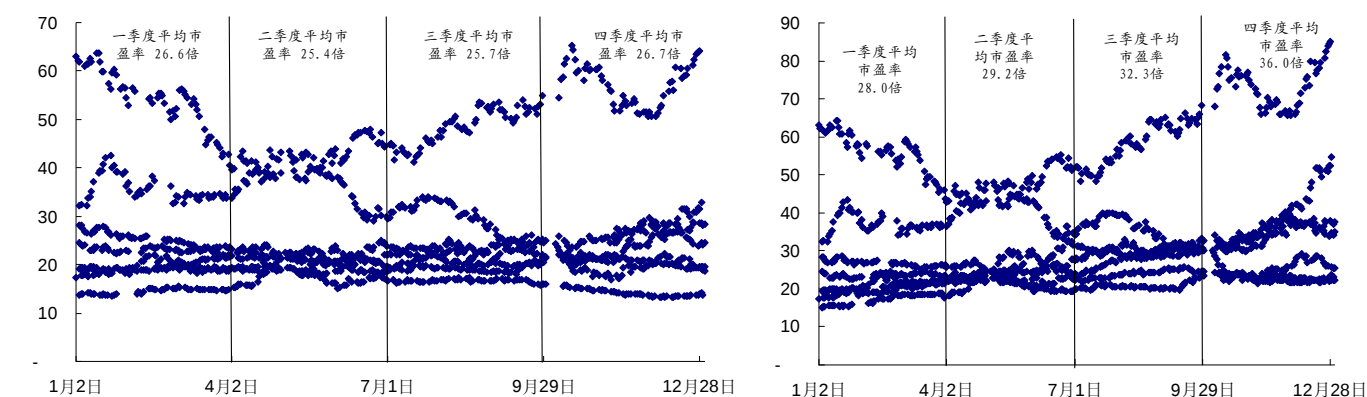
目前，白酒板块按照当年盈利计算，整体估值 23 倍的水平。我们分析历史上白酒板块的估值变化，按照动态盈利计算，各季度的估值均值在 26 倍的水平，其中四季度市盈率达到 26.7 倍。如果按照当年盈利计算，四季市盈率均值达到 36x 的水平，在最悲观的 2008 年白酒当年盈利的市盈率也达到 21.4 倍的水平。所以，我们认为目前白酒的估值水平下跌空间不多。同时，随着个股业绩兑现和超预期，有望带动公司股价稳定上涨，下半年一线白酒当年估值有望向 27-30x 的水平冲击，完成估值纠偏。

图表 30：一线白酒板块按照动态市盈率



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 31：白酒板块按照动态盈利（左图）和当年盈利（右图）计算的季度市盈率

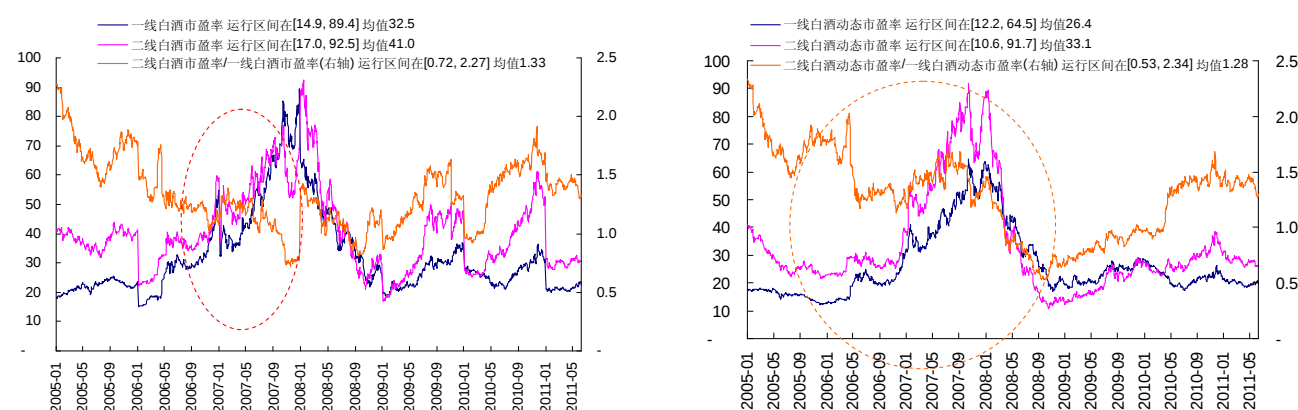


资料来源：万德资讯，中金公司研究部

中高端白酒高成长抵消高估值

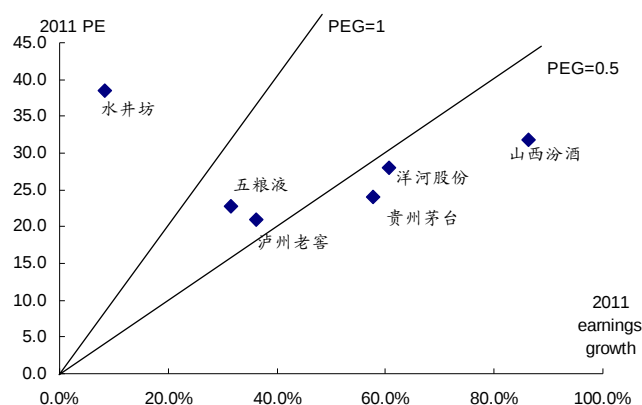
由于中高端白酒的整体发展空间比较高,处于行业景气周期中,估值享受对高端白酒的溢价。我们看到 2005 年至 2008 年,高端白酒整体处于行业景气周期高点,其估值对二线白酒的估值溢价,而在 2008 年景气周期回落估值溢价出现回落,并在在 2010 年出现估值折价。目前,中高端白酒的整体估值在 30x 左右,相对一线白酒享受 30% 的估值溢价并不算高。从 PEG 的角度来说,其仍低于 0.5,仍低于一线白酒整体 PEG 水平。所以我们认为在下半年看 2012 年增长的时候中高端白酒的高成长有望消化行业的估值压力。

图表 32：2005-2008 年高端白酒享受对二线白酒的溢价，目前有所回落（左按照当年盈利，右按照动态盈利）



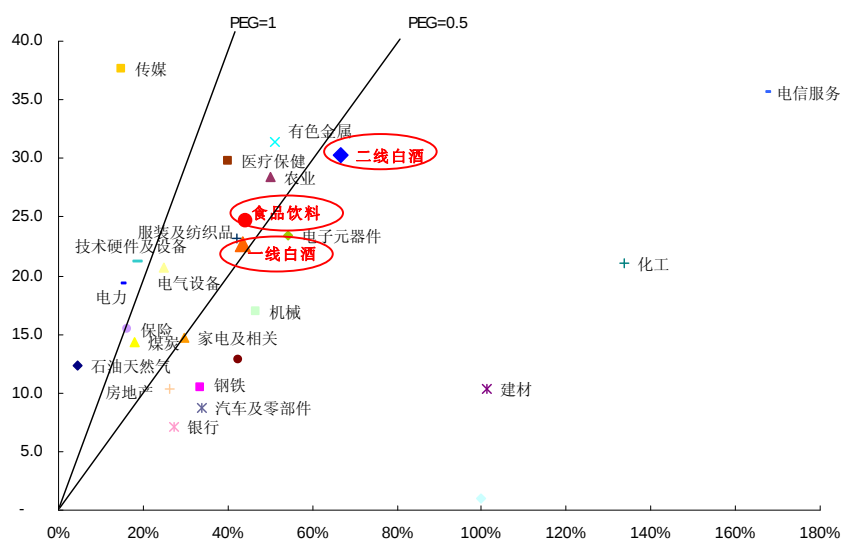
资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 33：主要白酒公司 PEG 及与估值的比较



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 34：行业整体估值与盈利增速的对比



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

投资建议：关注一线白酒估值纠偏和中高端白酒长期快速增长

下半年一线白酒完成估值纠偏

目前，53 度茅台端午节的终端价格从春节期间的 1200 元/瓶提高到 1500 元/瓶，高端整体需求仍维持在较高水平。同时，一线龙头存在巨大的利润释放空间。随着龙头中报业绩的释放，将完成一线白酒龙头的业绩和估值修复。

投资标的上，我们目前的偏好是：**五粮液、贵州茅台和泸州老窖**

- 五粮液**：长期高端白酒+中高端白酒的发展空间，系列酒是长期看点。我们认为，公司在系列酒上成功的概率较高，主要因为：（1）公司有意愿去做：目前公司的整体考核重点就是系列酒，未来将启动收购兼并；（2）有人去做：五粮醇团队具有开发系列酒的经验；（3）有成功的案例：五粮醇的收入将从 2008 年的 3.6 亿元提高到 2011 年的 10 亿元，是成功运作的五粮液系列酒产品。同时，五粮液下半年公司有望完成提价，且市值考核带动公司业绩释放动力加强，市场预期不高，估值低，股价仍有空间。
- 贵州茅台**：政府考核体系加强，释放业绩动力加强。今明两年高增长，股价仍有持续提升空间。
- 泸州老窖**：长期高端白酒+中高端白酒的发展空间。2011 年收入规模将达到不含税 80 亿元以上，预计 2011 年每股收益 2 元以上。中国品位 2011 年将达到 500 吨。特曲、窖龄酒的推出，打开中档酒的发展空间。

持续看好中高端白酒长期快速增长

我们长期看好次高端白酒和中端白酒的长期发展前景以及个股的长期盈利空间。

投资标的上：我们目前的投资偏好是：**山西汾酒、洋河股份**

- 山西汾酒**：我们预计公司上半年有望上调收入目标，2011 年和 2012 年收入高成长，而 2013 年将有费用率的巨大弹性。
- 洋河股份**：利用创新的发展模式，未来将开启深度分销的模式，充分分享中高端白酒的快速成长，10 年内市值空间在 3900 亿元。2011 年各季度业绩增速环比加快。

主要中报业绩仍有望保持较快增长，将逐步兑现我们对行业前景的判断。其中贵州茅台、泸州老窖和洋河股份的业绩增速是环比向上，而汾酒和五粮液业绩有超预期可能，带动白酒企业股价的良好表现。

图表 35：白酒估值水平

公司	代码	投资评级	当前股价 2011-6-14	市盈率				市净率				净资产收益率(%)				股息收益率(%)				EV/EBITDA			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
贵州茅台	600519.SH	推荐	204.46	44.7	38.2	24.2	17.2	13.3	10.5	8.0	5.8	29.8	27.5	32.9	33.6	0.6	1.1	1.1	1.5	29.4	24.8	15.7	10.6
五粮液	000858.SZ	推荐	35.06	41.0	30.3	23.0	17.1	9.3	7.4	5.9	4.6	22.7	24.3	25.4	26.8	0.4	0.9	1.1	1.5	24.6	17.8	13.7	9.9
泸州老窖	000568.SZ	推荐	44.30	36.9	28.0	20.6	15.6	14.5	11.2	9.6	8.1	39.4	40.0	46.8	52.0	1.7	2.3	3.4	4.5	32.1	22.8	15.4	11.8
水井坊	600779.SH	审慎推荐	20.24	30.9	42.1	38.8	42.8	6.6	6.8	6.2	5.8	21.4	16.1	16.0	13.5	2.7	1.1	1.2	1.1	18.5	25.7	23.5	24.0
洋河股份	002304.SZ	审慎推荐	105.84	76.0	43.2	26.9	19.8	9.4	6.9	9.5	6.7	12.4	15.9	35.4	34.1	0.0	0.9	1.5	2.0	54.0	28.3	16.7	11.7
山西汾酒	600809.SH	推荐	66.16	80.7	57.9	31.1	19.8	17.4	14.9	10.9	8.3	21.5	25.7	35.0	42.1	0.8	0.8	2.3	3.5	39.6	29.1	16.8	10.7

资料来源：万德资讯，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。

本报告亦可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。

本报告亦可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”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/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。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可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信赖依据。

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

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

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。

北京

中国国际金融有限公司
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

Singapore

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海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

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

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

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

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
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

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107、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

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



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED