



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
山西汾酒	600809.SH	69.05	买入
贵州茅台	600519.SH	984.00	买入
伊利股份	600887.SH	33.41	买入
安琪酵母	600298.SH	31.63	未有评级

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年6月30日当地货币收市价为标准

食品饮料 2019 年中期策略

安全边际+改善预期，精选优质个股

2019年上半年食品饮料涨幅排名第1，涨61.0%，其中白酒涨77.6%，遥遥领先，调味品、乳品表现也相对较好。白酒，名酒虹吸效应明显，市场预期从悲观修复至正常，品牌集中度提升，盈利能力增强，行业成长逻辑清晰。其他酒，受白酒挤压明显，整体需求低迷，适当关注黄酒龙头。乳业，虽然短期存在扰动因素，引发竞争加剧的担忧，但未来龙头竞争改善趋势不变。重点推荐：山西汾酒、贵州茅台、伊利股份。重点关注：安琪酵母。

支撑评级的要点

- **市场回顾。**2019年上半年食品饮料涨幅排名第1，涨61.0%，其中白酒涨77.6%，遥遥领先，调味品、乳品表现也相对较好。
- **白酒。**名酒虹吸效应明显，市场预期从悲观修复至正常。(1)2018年白酒股价的调整始于2018年年中，3季报业绩又强化了市场对2019年行业需求的担忧，导致白酒股价深度回调。4Q18和1Q19业绩持续超预期，打消了市场此前的担忧，白酒的悲观预期得到修正，股价深蹲起跳。名酒淡季集中涨价，白酒维持较高景气度。(2)本轮白酒景气周期与上一轮受益周期范围明显不同，消费习惯发生变化，推动了品牌白酒集中度快速提升，预计未来将维持上升趋势，行业盈利能力可持续提升。
- **其他酒。**受白酒挤压明显，整体需求低迷，适当关注黄酒龙头。
- **食品。**乳业，虽然短期存在扰动因素，引发竞争加剧的担忧，但未来龙头竞争改善趋势不变，继续看好伊利股份。调味品，短期估值偏贵，需要时间换空间，关注提价周期。肉制品，非洲猪瘟对猪价影响逐渐显现，生产成本将承压。其他食品，建议关注安琪酵母和洽洽食品。
- **投资思路：安全边际+改善预期，精选优质个股。**食品饮料消费稳中向好趋势明显，当前估值处于合理水平，短期提升空间不大，不过估值回落风险也较小。重点推荐：山西汾酒、贵州茅台、伊利股份。重点关注：安琪酵母。

评级面临的主要风险

- 草根调研样本点不足，若白酒实际库存超预期，影响盈利预测的准确性。
- 成本压力超预期。
- 强势股补跌。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者



目录

市场回顾：食品饮料后程发力，再次领跑 A 股，白酒遥遥领先	5
白酒：名酒虹吸效应明显，市场预期从悲观修复至正常	7
其它酒：受白酒挤压明显，整体需求低迷	11
食品：行业稳健增长，龙头强者恒强，适当关注成本波动	13
投资思路：安全边际+改善预期，精选优质个股	21
风险提示	24



图表目录

图表 1. 2019 年以来食品饮料子行业分季度绝对收益对比	5
图表 2. 2019 年以来行业涨跌对比	5
图表 3. 2019 年以来股价驱动因素分析	6
图表 4. 食品饮料板块与白酒板块估算全仓仓位 (1Q07-1Q19)	6
图表 5. 白酒行业与上市公司营收增速对比	7
图表 6. 白酒行业与上市公司利润增速对比	7
图表 7. 茅台、五粮液一批价	8
图表 8. 2019 年初至今白酒公司产品提价信息列表	8
图表 9. 白酒产量数据	9
图表 10. 白酒上市公司 2018 年和 1Q19 毛利率同比增 2.9pcts、0.7pcts	9
图表 11. 白酒上市公司销售费用率 2018 年和 1Q19 同比降 1pct、0.02pct	10
图表 12. 中国葡萄酒人均消费量远低于国际水平	11
图表 13. 2019 年 1-4 月国内葡萄酒产量同比降 26.8%	11
图表 14. 2019 年 1-4 月瓶装葡萄酒进口量同比降 18.1%	11
图表 15. 2019 年 1-4 月进口葡萄酒占比上升至 52.8%	11
图表 16. 2019 年 1-5 月国内啤酒产量同比下滑 0.2%	12
图表 17. 啤酒企业 2018 年 CR4 国内销量市占率 82%	12
图表 18. 1Q19 黄酒上市公司收入同比降 8.9%	12
图表 19. 2018 年黄酒企业 CR3 收入市占率为 22.7%	12
图表 20. 乳品规模以上企业与上市公司收入增速对比	13
图表 21. 乳品规模以上企业与上市公司利润增速对比	13
图表 22. 线下常温液态奶市场份额	13
图表 23. 线下低温酸奶市场份额	13
图表 24. 2018 年乳品品牌渗透率与消费者触及数同比变化	14
图表 25. 2017 年以来主产区生鲜乳均价走势	14
图表 26. 生鲜乳主产区均价与各地交易参考价对比	14
图表 27. 规模以上乳品企业 1 季度销售费用率与毛销差对比	15
图表 28. 中国、日本、美国乳品行业集中度	15
图表 29. 伊利、蒙牛、雀巢、达能乳制品经营利润率对比	16
图表 30. 调味品规模以上企业与上市公司收入增速对比	16
图表 31. 调味品规模以上企业与上市公司利润增速对比	16
图表 32. 调味品百强企业销售收入及同比增速	17
图表 33. 2018 年百强调味品企业各重点子行业产量集中度	17



图表 34. A 股一级行业 2019 年预测 PE.....	17
图表 35. 部分调味品上市公司近两年提价情况.....	18
图表 36. 2019 年 5 月底全国生猪存栏量同比降 22.7%.....	18
图表 37. 2019 年 5 月底全国能繁母猪存栏量同比降 23.9%.....	18
图表 38. 2019 年 1-5 月鲜、冷藏肉产量同比降 3.5%.....	18
图表 39. 2015 年以来国内猪价变动.....	18
图表 40. 区域间生猪差价.....	19
图表 41. 安琪酵母历年营收与净利增速.....	19
图表 42. 安琪酵母分季度营收与净利增速.....	19
图表 43. 洽洽食品历年营收与净利增速.....	20
图表 44. 洽洽食品分季度营收与净利增速.....	20
图表 45. 食品饮料类社零数据当月同比增速.....	21
图表 46. 2013-2019 年 1-5 月食品饮料类社零数据同比增速.....	21
图表 47. 2013 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM).....	21
图表 48. 国内外烈性酒龙头公司 19 年 PE 比较.....	22
图表 49. 国内外食品龙头公司 19 年 PE 比较.....	22
图表 50. 重点公司盈利预测与评级.....	23



市场回顾：食品饮料后程发力，再次领跑 A 股，白酒遥遥领先

涨跌幅：2019 年以来食品饮料第 1，白酒、调味品、乳品表现相对较好

2019 年以来，一级行业中，食品饮料涨跌幅排名第 1，涨 61.0%，跑赢沪深 300（涨 27.1%）；食品饮料子行业中，白酒涨 77.6%，遥遥领先食品饮料行业，调味品、乳品表现也相对较好。

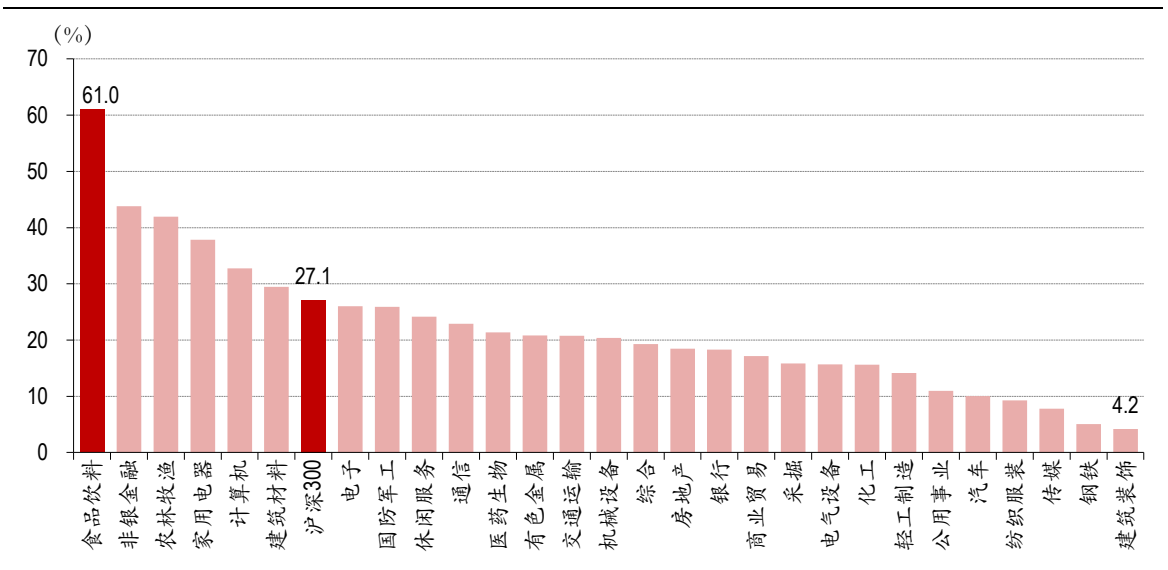
图表 1. 2019 年以来食品饮料子行业分季度绝对收益对比

行业分类(%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	1H19
白酒	17.1	16.8	12.3	26.4	(7.6)	13.2	(6.1)	(22.0)	55.8	14.0	77.6
食品饮料	9.5	7.7	11.5	16.9	(7.1)	7.8	(5.3)	(17.7)	43.6	12.1	61.0
调味发酵品	6.6	(1.4)	14.9	6.0	(2.4)	20.6	7.4	(12.3)	26.9	19.4	51.5
乳品	4.5	9.1	21.4	12.9	(11.5)	(3.8)	(8.0)	(10.7)	26.8	13.2	43.5
啤酒	4.9	(5.8)	(5.2)	7.3	2.9	(1.9)	(8.3)	(4.1)	20.4	11.4	34.2
黄酒	(0.9)	(11.1)	3.6	(7.0)	(12.9)	(8.0)	(9.0)	(11.2)	21.5	1.8	23.7
葡萄酒	(2.3)	(18.8)	(1.9)	(6.1)	(3.0)	(24.3)	(3.3)	(22.7)	20.7	(4.9)	14.8
肉制品	3.2	(0.7)	3.1	2.6	(3.3)	(2.9)	(8.9)	(9.2)	15.8	(1.9)	13.6

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截至 2019 年 6 月 28 日

图表 2. 2019 年以来行业涨跌对比

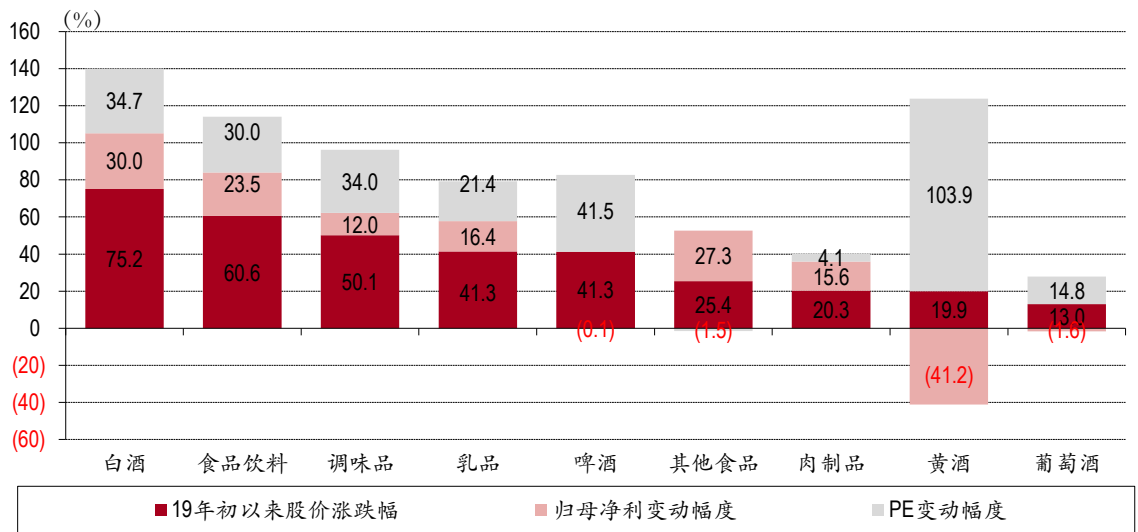


资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截至 2019 年 6 月 28 日

2019 年以来，白酒、调味品、乳品受益于戴维斯双击，业绩与估值共同推升股价。2019 年以来，白酒、调味品、乳品业绩与估值共同推升股价，啤酒、黄酒、葡萄酒股价上涨主要受估值驱动，肉制品、其他食品主要受业绩驱动。

图表 3. 2019 年以来股价驱动因素分析



资料来源：万得，中银国际证券

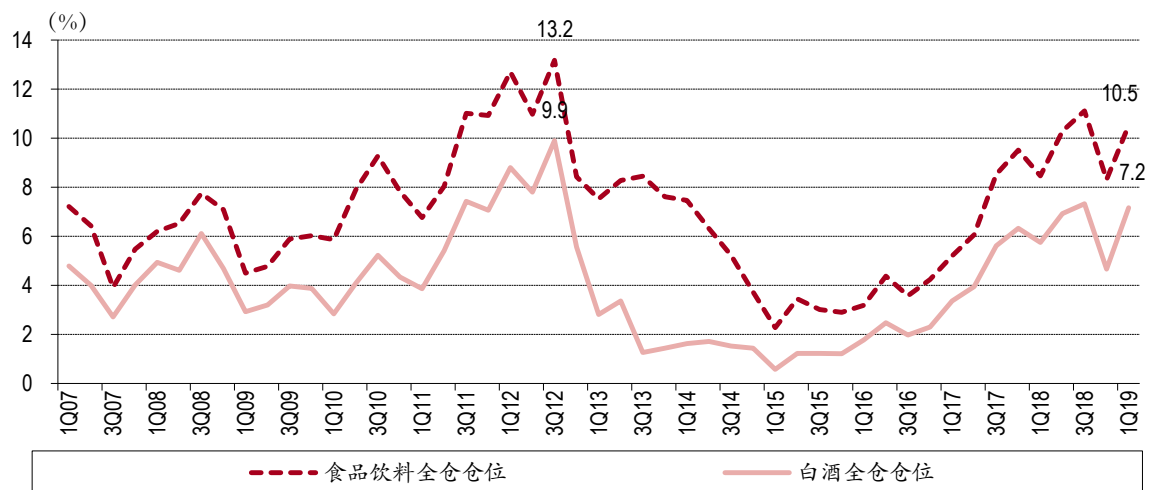
注：股价截至 2019 年 6 月 28 日

机构持股：1Q19 食品饮料仓位上升，白酒增持明显，估计 2Q19 继续上升

根据我们测算，1Q19 基金重仓食品饮料股票市值占比 7.0%，环比增 1.4pct，同比增 1.5pct，基金重仓白酒股票市值占比 5.0%，环比增 1.6pct，同比增 1.1pct。从基金全仓仓位角度来看，根据估算，1Q19 基金全仓食品饮料股票市值占比 10.5%，基金全仓白酒股票市值占比 7.2%，高于历史均值（食品饮料 6.9%，白酒 4.0%），接近 3Q12 历史高点（食品饮料 12.9%，白酒 9.7%）。

贸易摩擦背景下，以内需为主的食品饮料受影响相对较小，估计 2Q19 基金仓位继续上升。

图表 4. 食品饮料板块与白酒板块估算全仓仓位（1Q07-1Q19）



资料来源：万得，中银国际证券

注：1、3 季度全仓仓位为中银食品饮料团队估算。

白酒：名酒虹吸效应明显，市场预期从悲观修复至正常

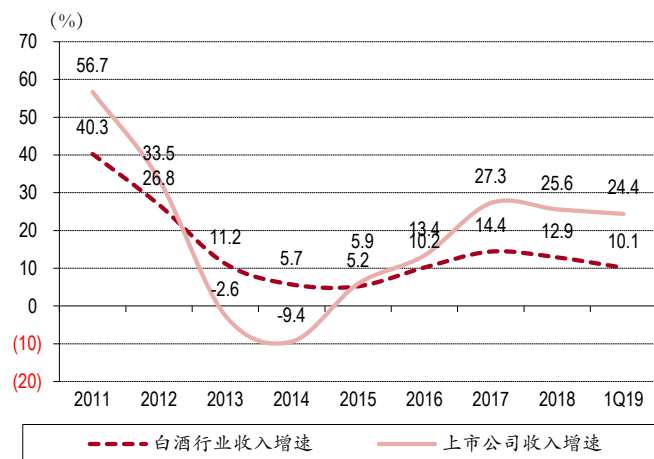
4Q18、1Q19 业绩超预期，白酒股价深蹲起跳

2018 年白酒股价的调整始于 2018 年年中，3 季报业绩又强化了市场对 2019 年行业需求的担忧，导致白酒股价深度回调。2018 年 5 月社零数据大幅低于预期，引发了市场对消费需求的担忧。2015 年-2018 年上半年，渠道快速扩张推动上市公司业绩高速增长，但 2018 年中期草根调研反馈渠道扩张速度有放缓迹象。2018 年 6、7 月，股市调整、P2P 集中爆雷导致居民财富缩水，短期影响中高端酒需求。经济下滑担忧加剧导致企业控制发货节奏，3 季度业绩低于预期，又强化了市场对 2019 年行业需求的担忧。

4Q18 和 1Q19 业绩持续超预期，打消了市场此前的担忧，白酒的悲观预期得到修正，股价深蹲起跳。我们在 2018 年末的年度策略中已经强调，这一轮白酒的调整与 2009-2014 年的白酒周期明显不同，2019 年白酒上市公司仅是小幅降速，而不会大幅失速，甚至下滑。品牌白酒集中度进一步提升，18 年报和 19 年一季报均超出前期市场预期。白酒继续领跑行业，以上市公司为主体的品牌白酒景气度高，2018 年营收、净利分别增 25.6%、33.3%，上市公司营收普遍实现高增长，12 家收入增速超过 20%。1Q19 营收、净利分别增 24.4%、27.8%，虽然低于 1Q18，但明显超出年初的市场预期。

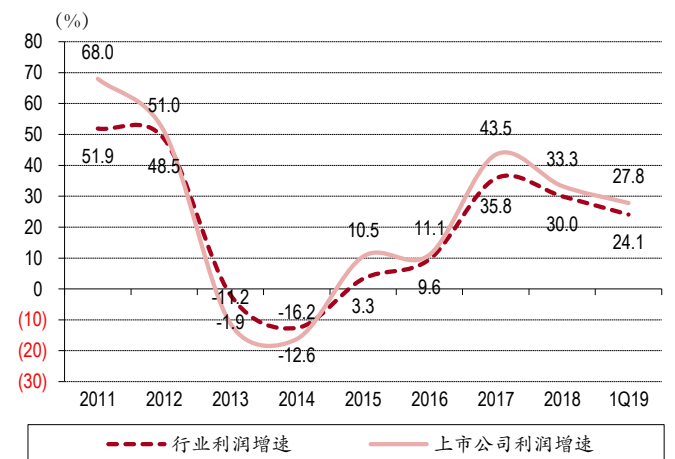
2018 年上市公司市占率快速上升。消费习惯和营销模式改变，品牌白酒虹吸效应明显，集中度持续提升，2017 年、2018 年、1Q19 上市公司营收增速基本超行业平均水平 13pcts 以上。

图表 5. 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：国家统计局，中银国际证券

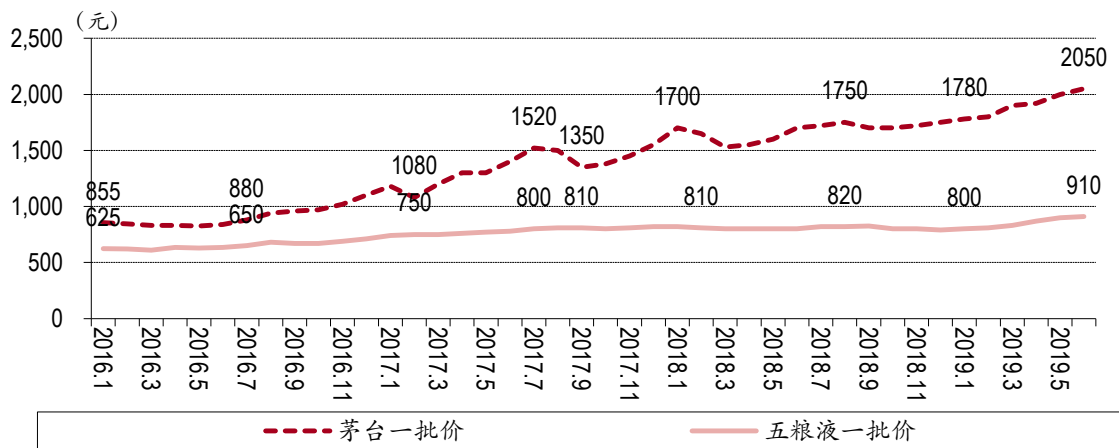
图表 6. 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源：国家统计局，中银国际证券

名酒淡季集中涨价，白酒维持较高景气度，普茅价格小幅波动不会影响行业价格体系。2019 年初至今，品牌白酒集中上调终端供货价，我们认为本轮涨价的触发因素是：（1）茅台价格维持高位、五粮液新品换代挺价。我们认为 1Q19 白酒业绩高增长，加上淡季名酒集中涨价，显示酒企对后市的需求判断乐观。名酒通过涨价来提升品牌形象，行业正处于品牌与价格互相促进的良性循环中，行业维持了较高景气度。（2）本轮涨价以上调终端供货价为主，淡季挺价试水市场承接能力，若能够顺利挺价，后续出厂价可跟进上调，进而体现在报表业绩中。（3）茅台 6-7 月将加大投放量，可能导致批价小幅回落，综合考虑终端需求和公司对价格的态度，价格大跌概率低，小幅波动不会影响行业价格体系。

图表 7. 茅台、五粮液一批价



资料来源：草根调研，中银国际证券

图表 8. 2019 年初至今白酒公司产品提价信息列表

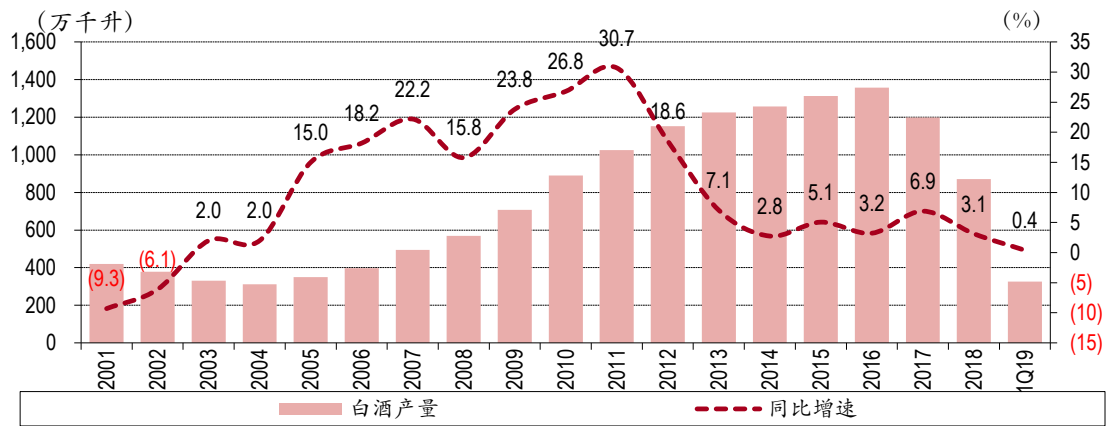
公司名称	提价日期	提价情况
茅台	2019/3/13	2017 年份茅台机场纪念酒进行价格调整，调整后售价为 1899 元/瓶，一套价格为 2238 元（一套规格：1 瓶 500ml 及 1 盒 50ml）。
	2019/5/10	5 月 10 日起，42 度五粮液开票价 669 元/瓶，且终端实际成交价不低于 719 元/瓶； 5 月 14 日起，第七代经典五粮液的终端供货价调整为 939 元/瓶，终端建议零售价 1099 元/瓶。
五粮液	2019/5/14	6 月份，第八代经典五粮液上市，终端供货价为 959 元/瓶；终端建议零售价 1199 元/瓶。同时，第七代经典五粮液的终端建议供货价 969 元/瓶，终端建议零售价 1399 元/瓶。第七代经典五粮液收藏版的终端建议供货价 999 元/瓶，终端建议零售价 1699 元/瓶。
	2019/6/1	五粮特曲全系产品上调结算价格，所有五粮特曲产品根据不同品种和度数上调 20-32 元/瓶，具体价格按照当日订单系统新价格执行。
洋河	2019/5/21	5 月 21 日，洋河将在全国范围内大幅度提高经销商向终端供货指导价，最高上涨幅度超 20%，其中海之蓝涨价近百元/箱，天之蓝和梦 3、梦 6 每箱涨价百元以上，梦 9 更是达到了千元/箱。
	2019/5/28	洋河梦之蓝手工班零售价上调至 2099 元/瓶。
山西汾酒	2019/5/17	5 月 17 日起，48°、53°青花汾 30 年汾酒（含升级版）统一上调开票价、终端供货价以及终端建议零售价。上调之后，48°、53°青花汾 30 年汾酒（含升级版）终端建议零售价为 738 元/瓶。
		48°青花汾 30 年汾酒（含升级版）开票价上调 20 元/瓶，终端供货价上调 10 元/瓶，终端建议零售价格上涨 30 元/瓶达到 768 元/瓶； 53°青花汾 30 年汾酒（含升级版）开票价上调 30 元/瓶，终端供货价上调 30 元/瓶，终端建议零售价上调 50 元/瓶达到 788 元/瓶。
古井贡酒	2019/5/15	公司次高端两大核心产品中的古 16 停止接受订单，古 20 产品大幅度提价。42°、52°古 20 产品提价幅度不低于 30 元/瓶。
今世缘	2019/6/25	公司统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价。具体如下： 1、建议在原有基础上上调产品零售价及团购价，其中四开国缘上调 30 元/瓶、对开国缘上调 20 元/瓶。 2、建议在原有基础上上调终端供货价，具体由各大区、办事处细化实施，通知到位。
酒鬼酒	2019/4/22	52 度 500ml 内参酒：团购指导价调整为 1350 元/瓶，零售指导价调整为 1499 元/瓶。
剑南春	2019/5/31	2019 年 5 月 30 日，汇金商贸（剑南春全资销售子公司）发文取消水晶剑扫码费，即通过减少政策投入的方式提价，涨幅为 10 元/瓶。同时降低拉单人奖励费用，涨幅同样为 10 元/瓶。从 5 月 31 日起，水晶剑已经提价 20 元/瓶。
老白干	2019/3/2	十八酒坊 20 年供货价及零售价每瓶上涨 25 元； 衡水老白干五星供货价及零售价每件（规格 1*4）上调 20 元； 衡水老白干二十年供货价及零售价每件（规格 1*4）上涨 30 元。
		小红牛、46 度大牛、52 度大牛、56 度大牛供货价上涨 6 元/箱； 42 度桶、56 度桶供货价上涨 12 元/箱；100ml56 度牛供货价上涨 8 元/箱； 52 度精品、200ml56 度牛供货价上涨 18 元/箱。
西凤酒	2019/5/1	45 度/53 度西凤酒（珍藏版）系列、西凤酒（红西凤特一号系列）、西凤酒老绿瓶系列产品统一上调供货价。
	2019/5/6	45 度、55 度西凤酒（红西凤特一号）500ml 价格在原开票价格基础上上调 15%。

资料来源：公司公告，微酒新闻、酒业家新闻、云酒头条、中银国际证券

品牌集中度提升，盈利能力增强，行业成长逻辑清晰

本轮白酒景气周期与上一轮受益周期范围明显不同，消费习惯发生变化，推动了品牌白酒集中度快速提升，预计未来将维持上升趋势。根据统计局数据，2018年白酒产量871万吨，绝对值明显低于2017年，虽然主要由于统计口径调整所致，同口径的同比数据仍有增长。不过根据我们草根调研判断，随着消费习惯的改变，消费场景减少、频次降低，白酒人均消费量大概率逐年下降。但由于人均可支配收入的增长，酒类消费的预算上限反而逐年提高，因此产品结构出现了跳跃式的升级。2009-2012年景气周期大量白酒公司受益，而本轮景气周期仅有少数品牌白酒受益，受益范围明显不同。

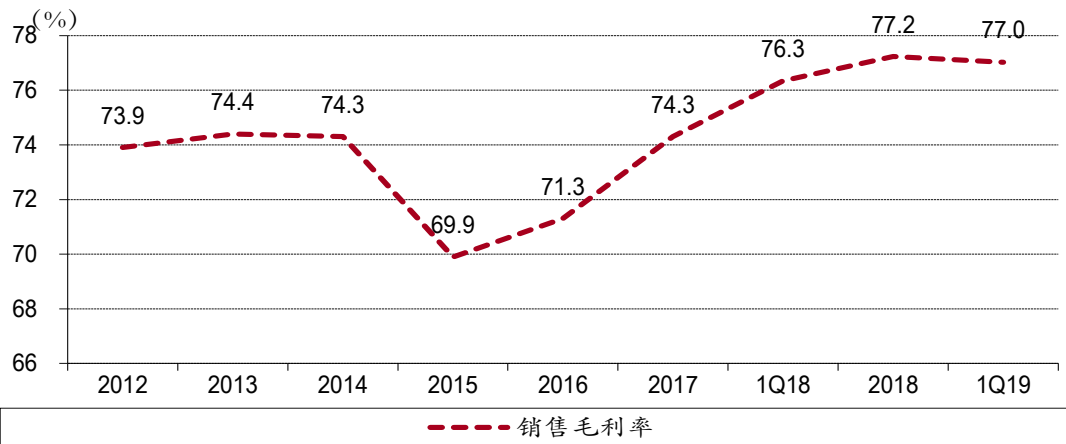
图表 9. 白酒产量数据



资料来源：万得，中银国际证券

品牌名酒占据了价格制高点，随着占比的提升，预计行业盈利能力可持续提升。2018年600元以上的高端酒延续了高景气度，茅台、五粮液、泸州老窖收入增速均超过25%，300-600元次高端全国化扩张，山西汾酒、水井坊、洋河股份、今世缘、舍得酒业、酒鬼酒等次高端产品2018年业绩均有较好的表现。由于营销模式变化，地方酒企缺乏有效的营销手段，因此如果把上市公司合在一起看，总体面临的竞争压力反而小于2009-2012年。名酒对消费者的谈判能力较强，随着名酒占比的提升，预计行业盈利能力可持续提升。

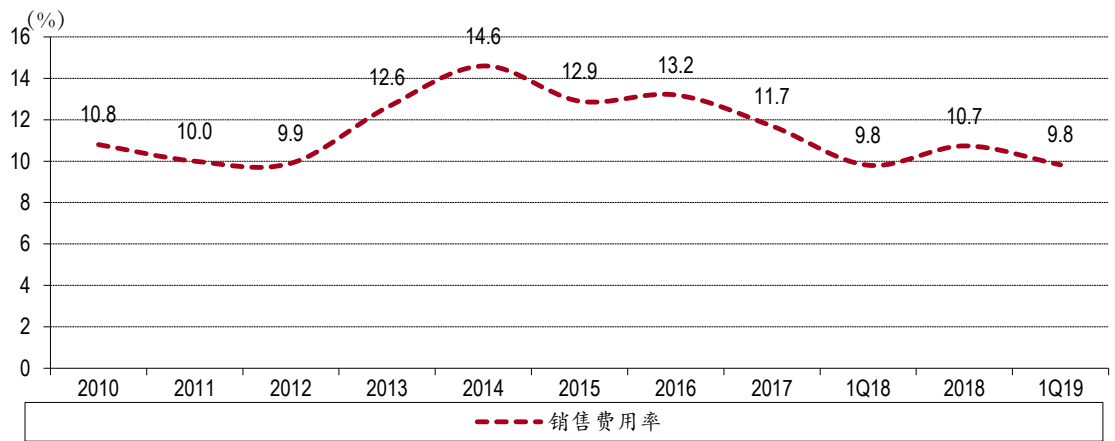
图表 10. 白酒上市公司 2018 年和 1Q19 毛利率同比增 2.9pcts、0.7pcts



资料来源：万得，中银国际证券



图表 11. 白酒上市公司销售费用率 2018 年和 1Q19 同比降 1pct、0.02pct



资料来源：万得，中银国际证券

行业出现大级别风险的概率低。从历史上看，白酒出现业绩和股价大级别的调整，主要由于重大突发事件的出现，如 2001-2002 年从量消费税率调整，2007-2008 年经济增速大幅下滑，2013-2014 年的整风运动，高库存仅是起到了推波助澜的作用。目前看，出现类似突发事件的概率较低。由于监控手段得到完善，企业管控能力提升，同时企业和经销商也吸取了上一轮周期渠道高库存的教训，相对而言库存风险小于 2012 年。

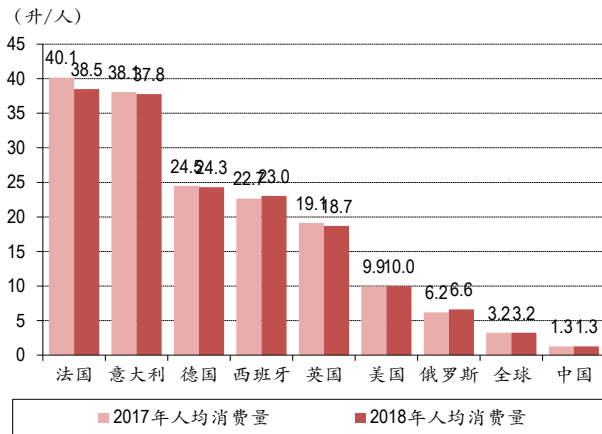
其它酒：受白酒挤压明显，整体需求低迷

葡萄酒：需求低迷，继续下滑

2019年葡萄酒行业受财富效应和其它酒种的冲击，需求仍然维持低迷态势。2019年1-4月国内产量同比降26.8%。1-4月瓶装葡萄酒进口量下滑18.1%，其中4月瓶装进口量触底小幅反弹。

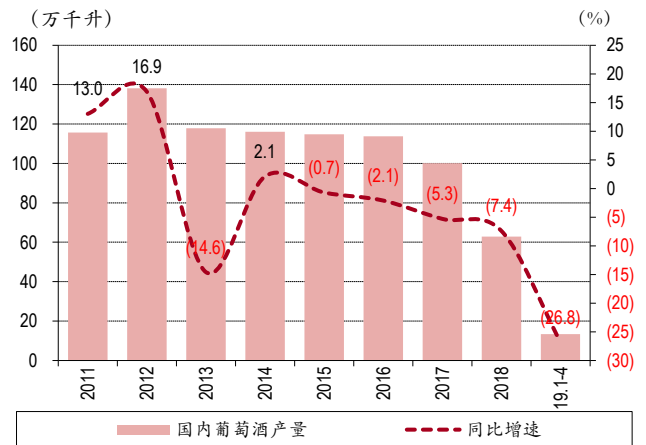
虽然从人均消费量判断，葡萄酒行业成长空间较大，但短期投资机会不明显，适当关注张裕的改革进度。

图表 12. 中国葡萄酒人均消费量远低于国际水平



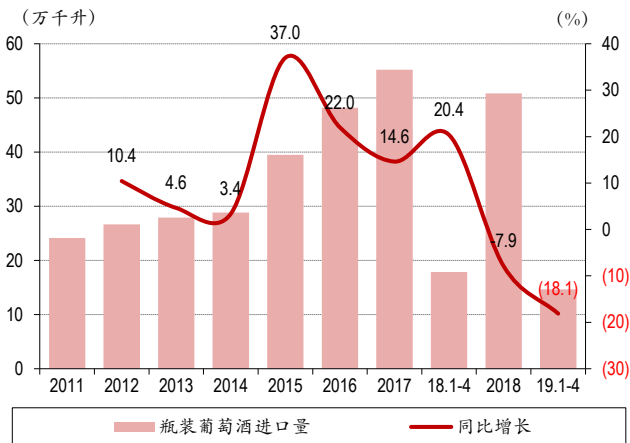
资料来源：万得，中银国际证券

图表 13. 2019年1-4月国内葡萄酒产量同比降26.8%



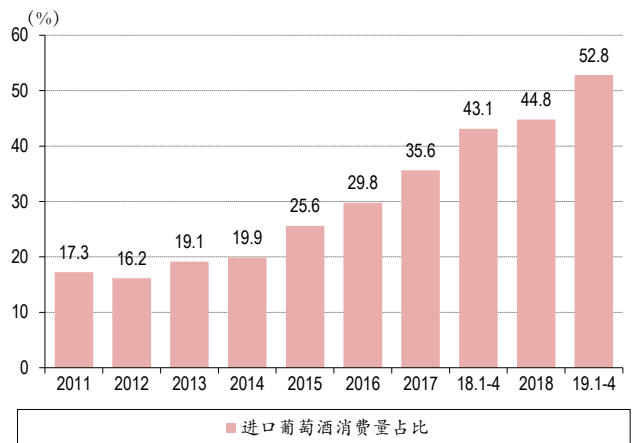
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 14. 2019年1-4月瓶装葡萄酒进口量同比降18.1%



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 15. 2019年1-4月进口葡萄酒占比上升至52.8%



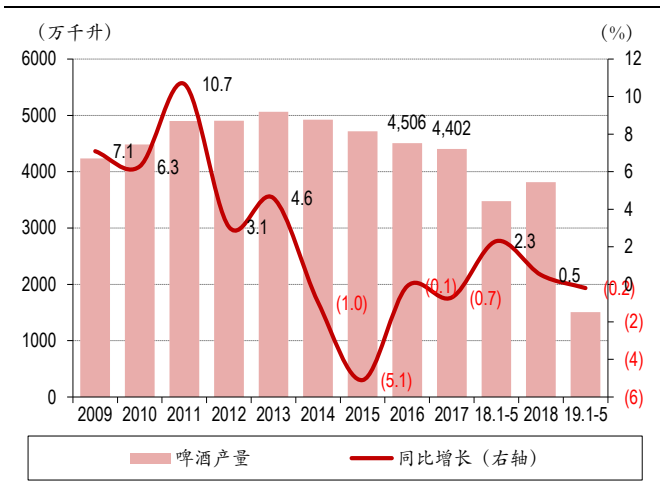
资料来源：国家统计局，中银国际证券 注：18年产量统计口径调整

啤酒：4-5月产量出现下滑，需求无改善迹象

啤酒4-5月产量出现下滑。2019年1-5月行业产量同比下降0.2%，其中1Q19增长3%，但4-5月连续下滑，整体来看需求无改善迹象。根据公司公告与统计局数据测算，2018啤酒企业CR4（青啤、燕京、华润、百威英博）国内销量市场份额82%，CR4大幅提升主要来源于2018年行业产量口径调整。

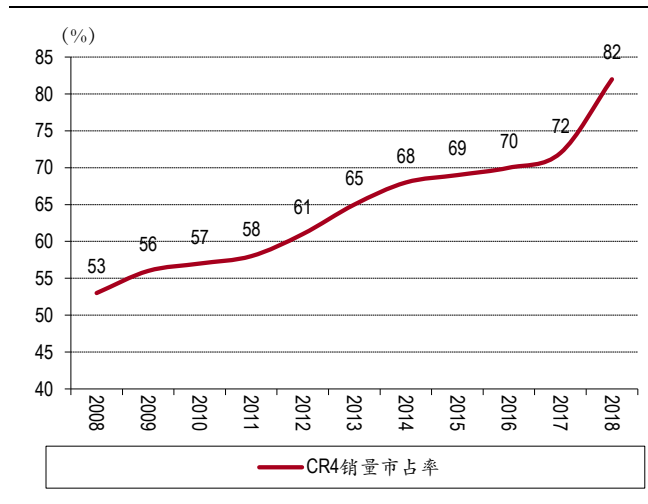
期待行业整合。市场对啤酒增值税率下调带来的业绩弹性已有期待，行业拐点还需等待啤酒龙头强强联合。

图表 16. 2019 年 1-5 月国内啤酒产量同比下滑 0.2%



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 17. 啤酒企业 2018 年 CR4 国内销量市占率 82%



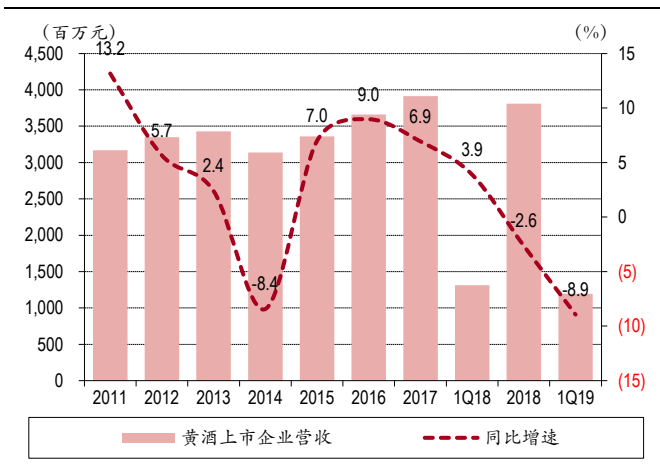
资料来源：公司公告，国家统计局，中银国际证券

黄酒：潜力巨大，期待古越龙山推进改革

黄酒行业增速明显落后于白酒。1Q19 黄酒上市公司收入同比降 8.9%，三家黄酒龙头都出现下滑。

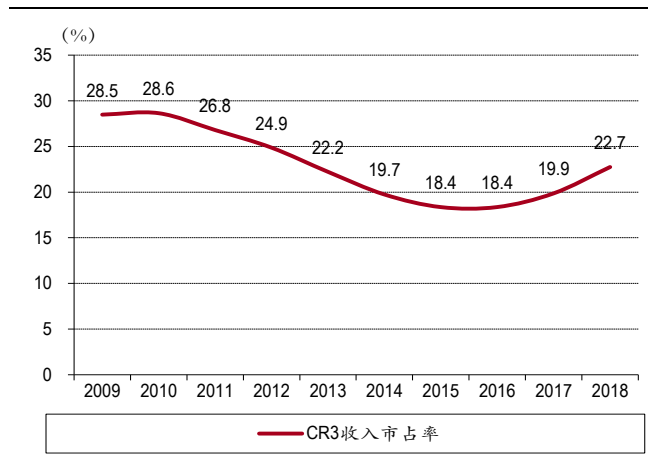
行业潜力巨大，期待古越龙山推进改革。看白酒浓香、酱香、清香龙头企业的发展历程，我们认为黄酒的口感和饮用习惯并非制约行业发展的根本原因。如果黄酒龙头能够完善激励，集中资源做好潜力巨大的江浙沪市场，有望实现较快增长。

图表 18. 1Q19 黄酒上市公司收入同比降 8.9%



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 19. 2018 年黄酒企业 CR3 收入市占率为 22.7%



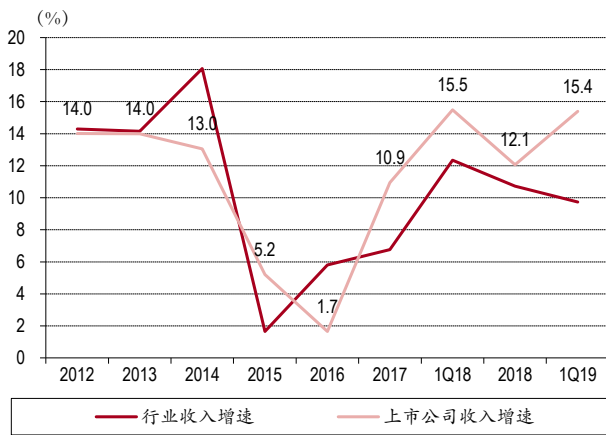
资料来源：公司公告，国家统计局，中银国际证券

食品：行业稳健增长，龙头强者恒强，适当关注成本波动

乳制品：未来龙头竞争改善趋势不变，继续看好伊利股份，建议关注蒙牛乳业
从规模以上乳企数据、尼尔森市场份额、凯度渗透率三个维度看乳制品，强者更强趋势显著。

(1) **规模以上乳企数据**：根据国家统计局数据，2018年规模以上乳企营收同比增10.7%，1Q19增9.7%，行业景气度较好；2018年行业竞争激烈，利润总额同比降1.4%，1Q19增85.5%，可能因春节错峰导致季度间波动，参考性相对较低。与上市公司营收和利润总额增速进行对比，2017年以来上市公司营收增速持续高于规模以上乳企，按年度计算，2016-2018年上市公司利润总额增速皆高于规模以上乳企，乳品行业持续处于优秀公司收割市场份额的阶段。

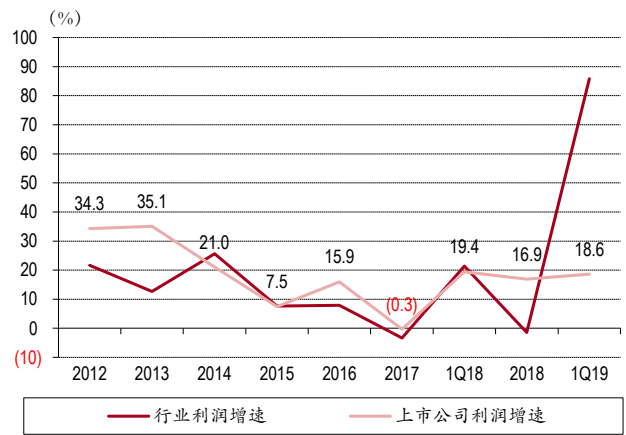
图表 20. 乳品规模以上企业与上市公司收入增速对比



资料来源：国家统计局，中银国际证券

注：上市公司指A股上市公司

图表 21. 乳品规模以上企业与上市公司利润增速对比

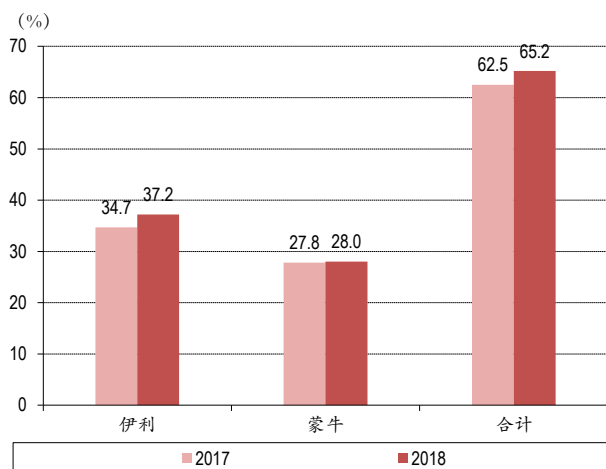


资料来源：国家统计局，中银国际证券

注：利润皆指利润总额；上市公司指A股上市公司

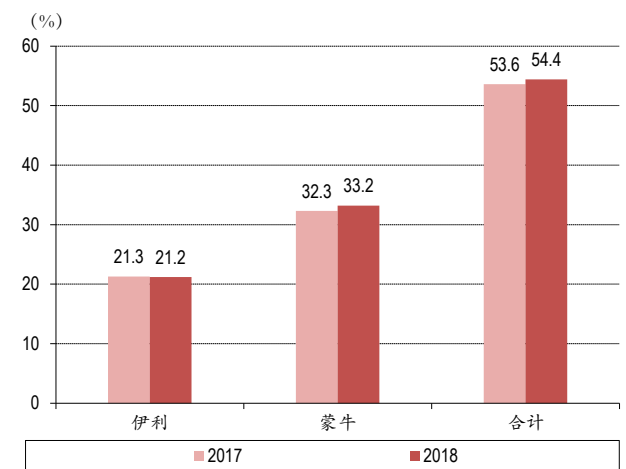
(2) **尼尔森市场份额**：根据尼尔森，2018年线下常温液态奶市场份额伊利与蒙牛合计达65.2%，线下低温酸奶市场份额合计为54.4%，龙头市场份额占比高，且仍在逐步提升阶段。

图表 22. 线下常温液态奶市场份额



资料来源：尼尔森，中银国际证券

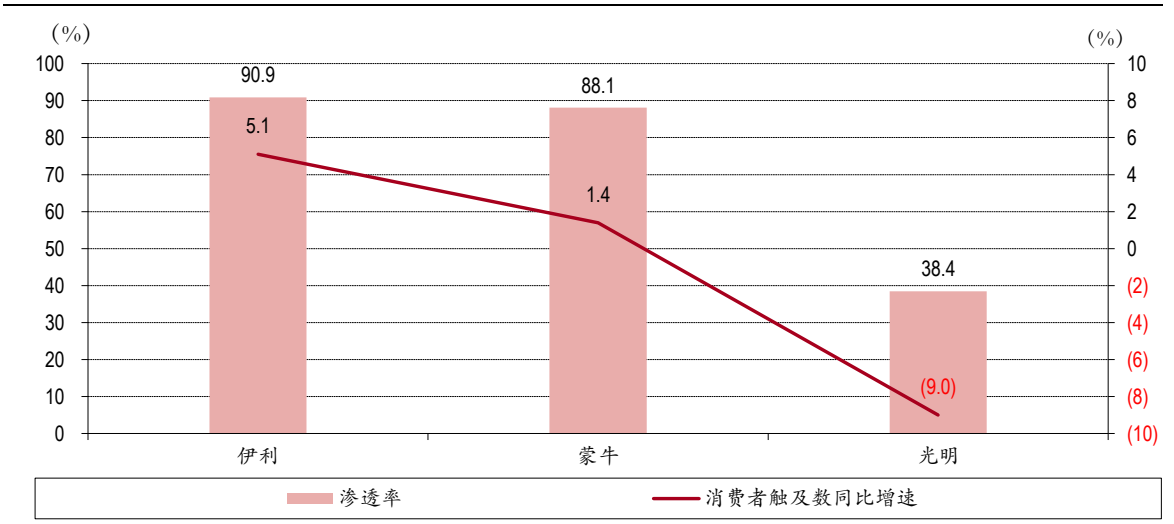
图表 23. 线下低温酸奶市场份额



资料来源：尼尔森，中银国际证券

(3) **凯度渗透率**：根据最新凯度消费者指数品牌足迹报告，伊利、蒙牛、光明渗透率分别为 90.9%、88.1%、38.4%，位列乳品行业前 3，其中伊利与蒙牛消费者触及数量同比分别增 5.1%、1.4%，而行业第 3 光明消费者触及数量同比大降 9.0%，伊利与蒙牛的龙头优势显著。

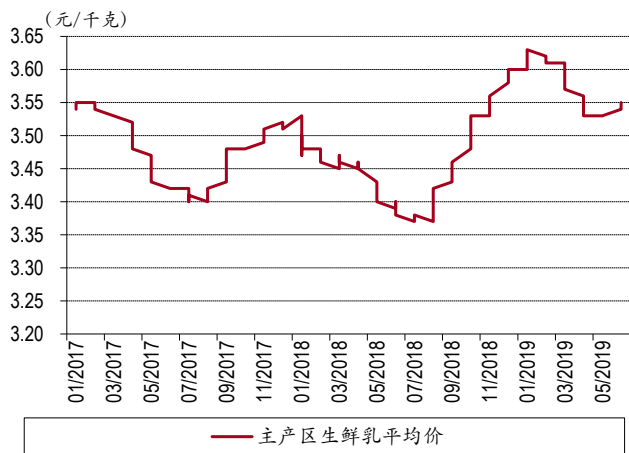
图表 24. 2018 年乳品品牌渗透率与消费者触及数同比变化



资料来源：凯度，中银国际证券

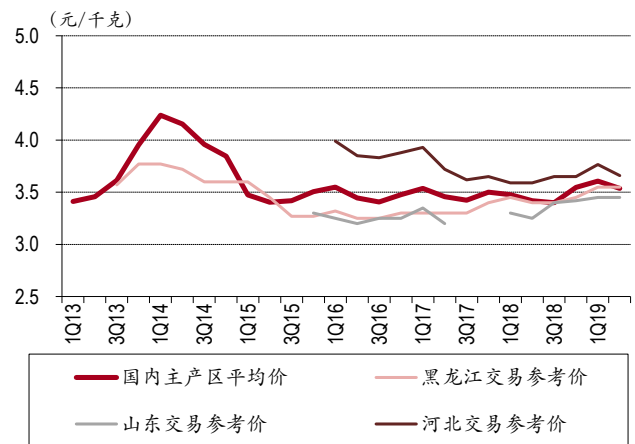
乳业虽然短期存在扰动因素，引发竞争加剧的担忧，但原奶温和上涨趋势下，我们判断 2019-2020 年龙头竞争格局改善趋势不变，继续看好伊利股份，建议关注蒙牛乳业。根据农村农业部数据，2019 年至今（截至 6 月 21 日），国内主产区生鲜乳价格同比涨 3.6%，而 2018 年同期价格同比跌 1.5%，结合生鲜乳交易参考价格趋势判断，我们预计 2019 年后续原奶价格延续温和上涨趋势，价格温和意味着原奶供给略偏紧，进行大规模买赠促销的难度较高。根据国家统计局最新数据，2019 年 1-3 月规模以上乳企销售费用率 12.7%，大幅低于 2018 年同期的 13.8%，且 1-3 月毛销差同比提升 0.34pct，行业整体费用投放强度确有改善，我们判断 2019-2020 年龙头竞争格局改善趋势不变，继续看好伊利股份，建议关注蒙牛乳业。

图表 25. 2017 年以来主产区生鲜乳均价走势



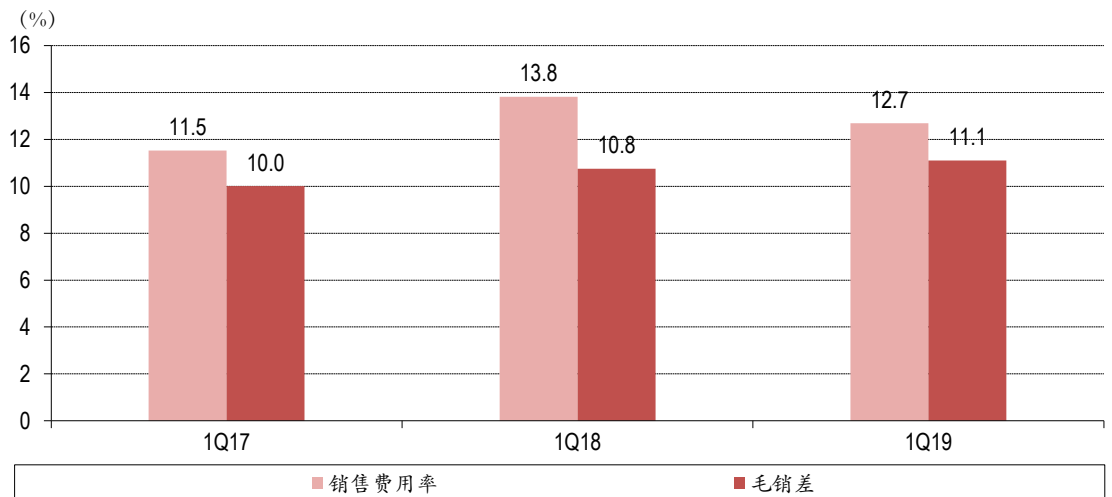
资料来源：农村农业部，万得，中银国际证券

图表 26. 生鲜乳主产区均价与各地交易参考价对比



资料来源：当地农业厅，畜牧局，农村农业部，万得，中银国际证券

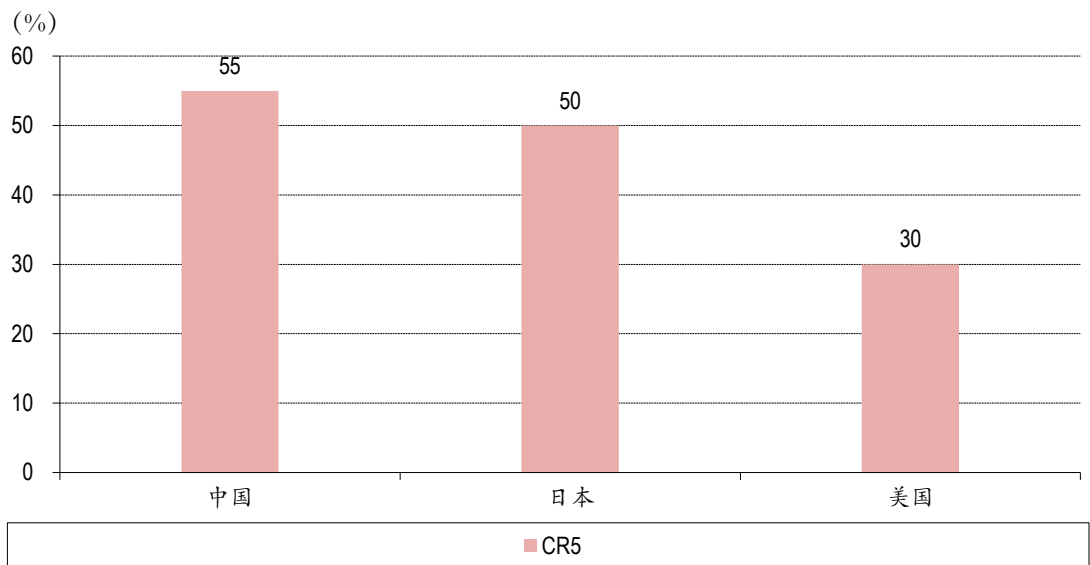
图表 27. 规模以上乳品企业 1 季度销售费用率与毛销差对比



资料来源：国家统计局，中银国际证券

中国乳品行业集中度已经达到高水平，竞争逐步趋缓、利润释放是大概率事件。根据 Statista 等数据测算，中国、日本、美国乳品行业 CR5 分别为 55%、50%、30%。美国集中度较低主要因大型零售商发展强势，零售商自有品牌市场份额占比高，乳品生产企业为其代工。日本乳品行业零售商自有品牌市场份额占比低，因而集中度与中国更具可比性。以日本集中度衡量，中国乳品行业集中度也已经达到高水平，因此我们认为未来中国乳品行业竞争逐步趋缓、利润释放是大概率事件。

图表 28. 中国、日本、美国乳品行业集中度



资料来源：Statista, Dairy Foods, 公司公告，中银国际证券

国际对标雀巢和达能乳制品业务，长期看，我们认为伊利和蒙牛利润率有足够提升空间。

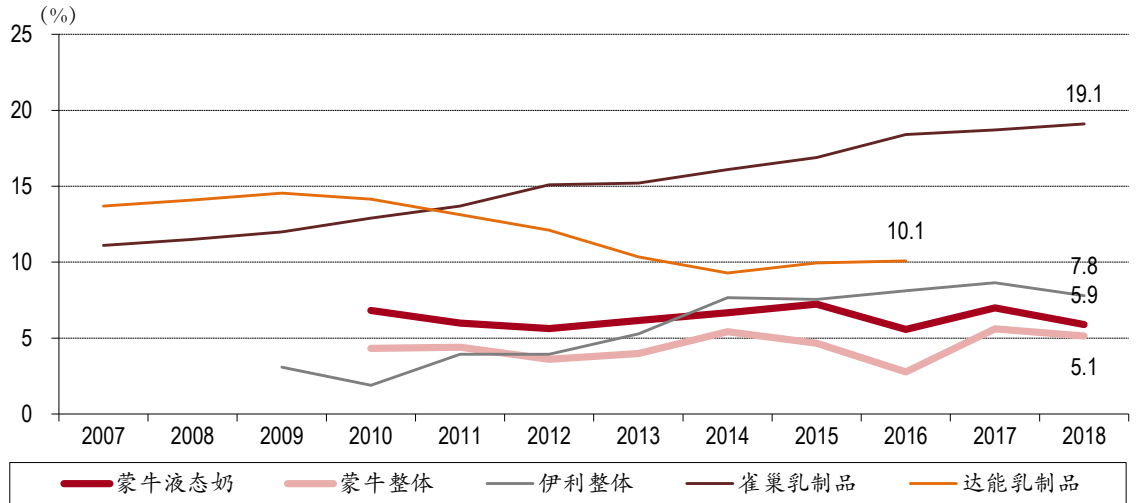
雀巢：雀巢乳制品业务主要包括儿童奶粉（非婴幼儿配方奶粉）、牛奶饮品、发酵乳、咖啡伴侣、冰淇淋等。雀巢乳制品经营利润率自 2007 年（11.1%）以来逐年攀升，2018 年达到 19.1%，近 5 年（2014-2018）平均经营利润率为 17.8%。

达能：达能乳制品业务主要包括发酵乳和发酵乳饮品。达能乳制品经营利润率 2007 年（13.7%）以来先升后降，高点出现在 2009 年（14.5%），13-16 年较为稳定，围绕 10% 波动，2013-2016 平均经营利润率为 9.9%。

伊利: 伊利整体经营利润率自 2010 年异常值 (1.9%) 之后逐年攀升, 2017 年达到 8.7%, 2018 年为 7.8%。

蒙牛: 2018 年蒙牛整体经营利润率为 5.1% (历史高点 5.7%), 液态奶经营利润率为 5.9% (历史高点 7.2%)。

图表 29. 伊利、蒙牛、雀巢、达能乳制品经营利润率对比



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

注: 1. 蒙牛整体与伊利整体经营利润率= (营业收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用) / 营业收入

2. 蒙牛液态奶经营利润率= 液态奶分部利润 / 液态奶分部总收入

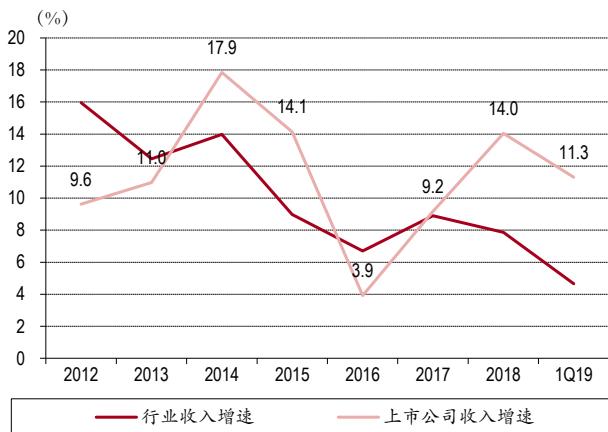
3. 雀巢和达能乳制品经营利润率来自于公司年报中“Trading Operating Margin”项

4. 达能缺少 2017、2018 年数据因报表分部发生较大变化

调味品: 短期估值偏贵, 需要时间换空间, 关注提价周期

上市公司收入利润增速持续快于行业整体。根据国家统计局数据, 2018 年规模以上调味品企业营收同比增 7.9%, 1Q19 增 4.7%, 慢于上市公司 2018 年的 14.0% 和 1Q19 的 11.3%; 2018 年规模以上调味品企业利润总额同比增 1.6%, 1Q19 增 19.7%, 慢于上市公司 2018 年的 15.6%, 与上市公司 1Q19 的 18.3% 相当。

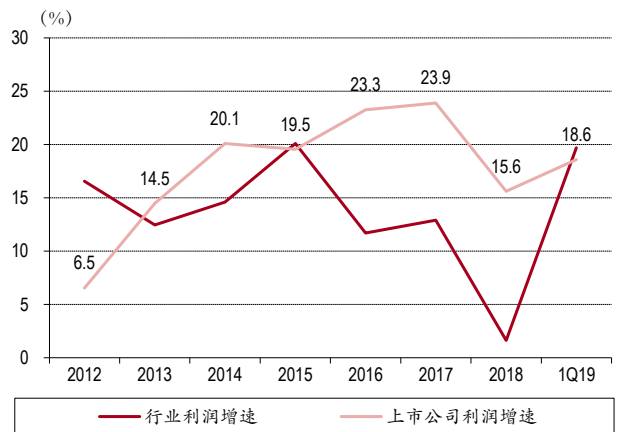
图表 30. 调味品规模以上企业与上市公司收入增速对比



资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

注: 上市公司指 A 股上市公司; 调味品规模以上数据指调味发酵品数据

图表 31. 调味品规模以上企业与上市公司利润增速对比

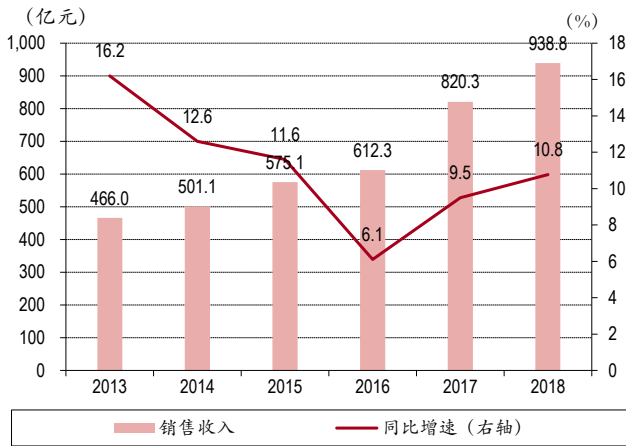


资料来源: 国家统计局, 中银国际证券

注: 利润皆指利润总额; 上市公司指 A 股上市公司; 调味品规模以上数据指调味发酵品数据

调味品百强企业中，酱油集中度已经达到较高水平，食醋和料酒仍处于较低水平，是品牌调味品进行品类拓展的重点。根据调味品协会数据进行测算，2018年酱油产量CR2为60%，已经达到较高水平，而食醋和料酒CR5分别为22%和16%，行业较为分散，是当前品牌调味品进行品类拓展的重点，我们认为可以通过食醋和料酒品类增速，一定程度判断调味品上市公司品类拓展能力。

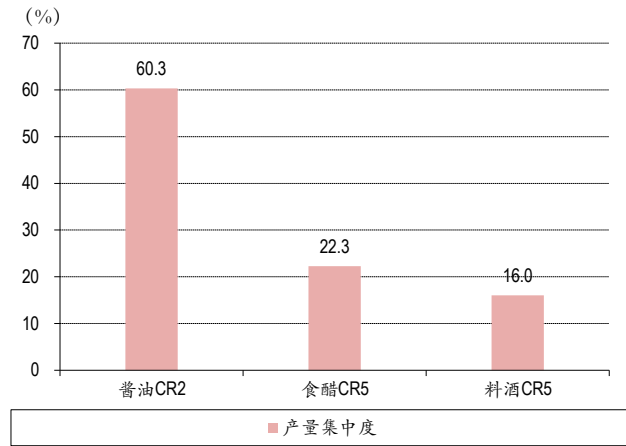
图表 32. 调味品百强企业销售收入及同比增速



资料来源：调味品协会，中银国际证券

注：同比增速为可比口径

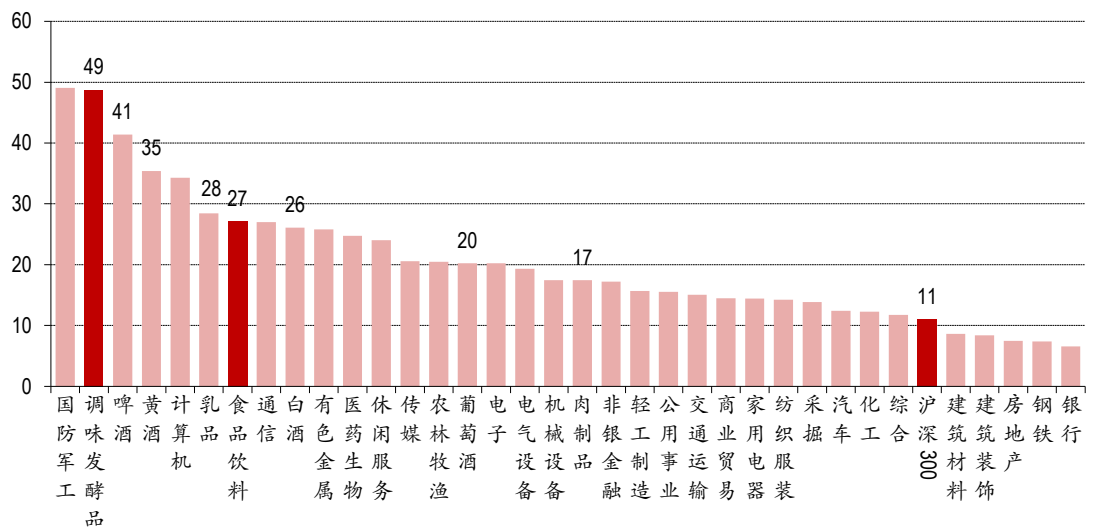
图表 33. 2018年百强调味品企业各重点子行业产量集中度



资料来源：调味品协会，中银国际证券

相对其它食品子行业，调味品增长的确信性和速度更佳，短期估值偏贵，需要用时间换空间，后续关注提价周期。(1) 根据万得一致预测，调味品行业2019年预测PE为49x，在所有一级行业中位列第2，仅次于国防军工，短期估值偏贵，需要用时间换空间。(2) 从历史情况来看，调味品上市公司跟随海天味业每2-3年完成一轮提价，海天味业上一轮提价时间为2016年12月底、2017年1月初，距今已有2年半的时间，后续可以关注新一轮提价周期的开启。

图表 34. A股一级行业2019年预测PE



资料来源：万得，中银国际证券

注：采用申万行业分类；数据截至2019年6月21日

图表 35. 部分调味品上市公司近两年提价情况

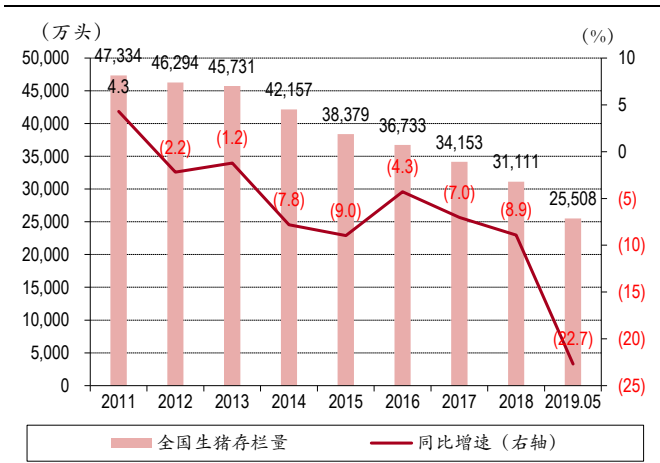
公司简称	时间	出厂价提价情况
海天味业	2017年1月	整体平均提价幅度5%左右
中炬高新	2017年3月	整体平均提价幅度5-6%
千禾味业	2017年4月	整体平均提价幅度8%左右
恒顺醋业	2019年1月	整体平均提价幅度2%左右

资料来源：公司公告，草根调研，中银国际证券

肉类加工：非洲猪瘟对猪价影响逐渐显现，生产成本将承压

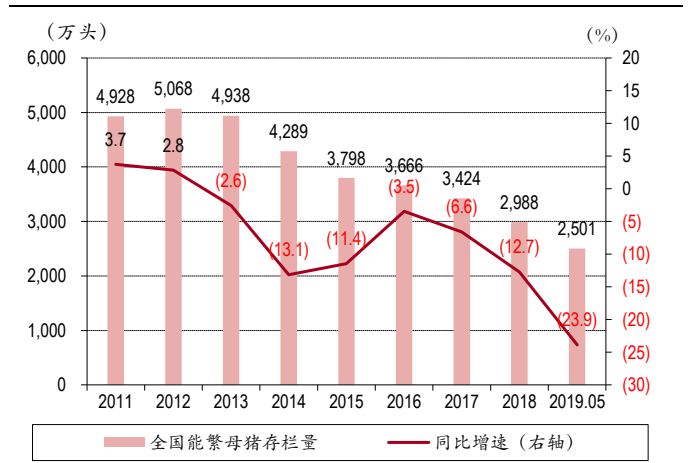
非洲猪瘟对猪价影响逐渐显现，随着猪价加速上升，生产成本将承压。根据博亚和讯统计，截至2019年6月24日，全国非洲猪瘟疫情累计公布141起，涉及存栏33.5万头。截至2019年5月底，全国生猪存栏量同比降22.7%，能繁母猪存栏量同比降23.9%，生猪产能下降幅度明显，进而影响猪肉产量，2019年1-5月鲜、冷藏肉产量同比降3.5%。随着冻品释放影响逐渐消退，非洲猪瘟对猪价影响逐渐显现，截至2019年6月21日，2019年6月仔猪、生猪、猪肉价格分别同比增102%、43%、36%，预计后续猪价加速上升，企业生产成本将承压。

图表 36. 2019年5月底全国生猪存栏量同比降22.7%



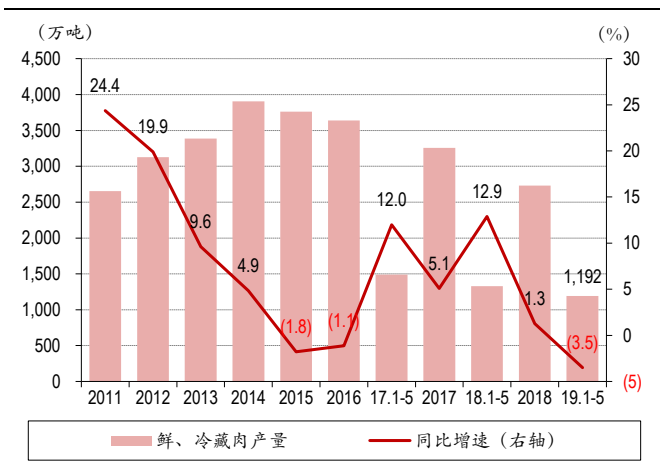
资料来源：中国政府网，万得，中银国际证券

图表 37. 2019年5月底全国能繁母猪存栏量同比降23.9%



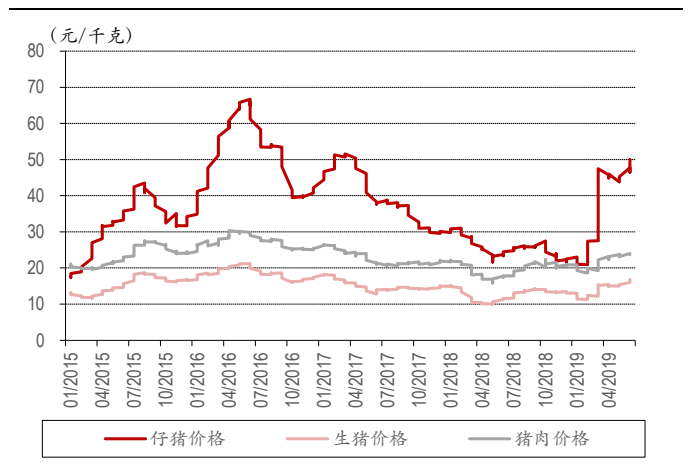
资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 38. 2019年1-5月鲜、冷藏肉产量同比降3.5%



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

图表 39. 2015年以来国内猪价变动



资料来源：中国畜牧业信息网，万得，中银国际证券

注：截至2019年6月21日

区域间价差再度拉大，屠宰产能全国化布局公司将受益，如双汇发展。我们使用重庆外三元生猪价格与河南外三元生猪价格的差值作为观测区域间生猪价差的指标，6月两地价差再度拉大，但方向与原先相反，价差达2元/千克；根据博雅和讯统计，目前国内南北价差倒挂，价差最大达到5元/千克。我们认为，南北价差再度拉大，屠宰产能全国布局的公司将受益，如双汇发展。

图表 40. 区域间生猪差价

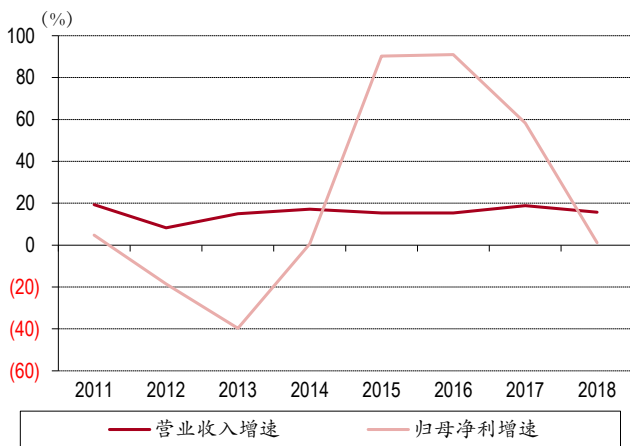


资料来源：万得，博亚和讯，中银国际证券

其他食品：建议关注安琪酵母和洽洽食品

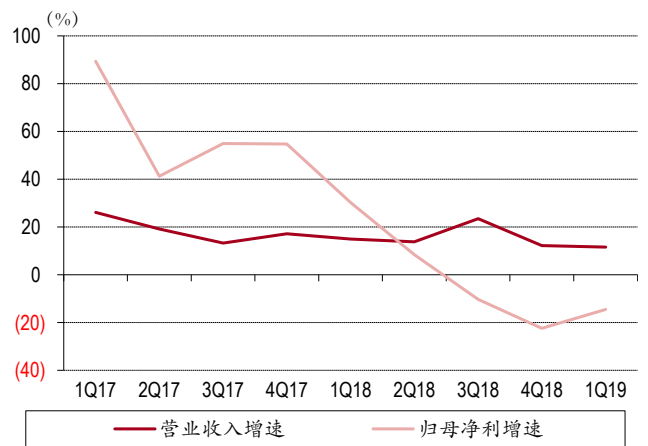
安琪酵母，酵母行业成长空间广阔，1季度可能是业绩拐点，未来几个季度有望逐季加速。安琪酵母4Q18归母净利同比降22.4%，1Q19同比降14.6%。我们判断1季度可能是全年业绩低点，随着伊犁限产的影响减弱，低价糖蜜投入使用，转固速度放缓，未来几个季度有望逐渐加速，建议重点关注。

图表 41. 安琪酵母历年营收与净利增速



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 42. 安琪酵母分季度营收与净利增速



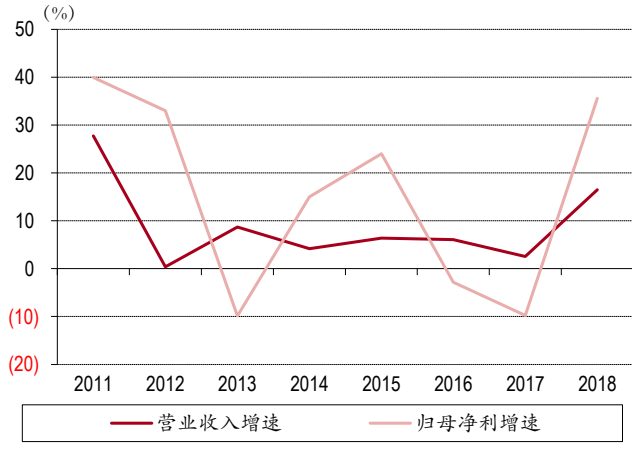
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

洽洽食品，公司有望从瓜子向坚果成功跨界，成长的确性得到市场确认后，估值可以提升。

- (1) **好赛道**：坚果行业空间广阔，每日坚果品类本身具备大单品潜质。
- (2) **经验相通**：向坚果领域进行品类拓展，相比以往属于更小范围的跨界，坚果属于坚果炒货大品类，瓜子业务积累的原料采购、生产、营销等经验可以相通。
- (3) **制度基石建立**：董事长回归以来，组织架构+激励机制变革，构建新品放量的制度基石。
- (4) **线下渠道优势**：公司瓜子业务已经打造出行业领先的线下经销商渠道，坚果品类推广可以直接使用；相比线上，坚果行业线下空间同样广阔，且并没有强力竞争对手，有望快速获取市场份额。

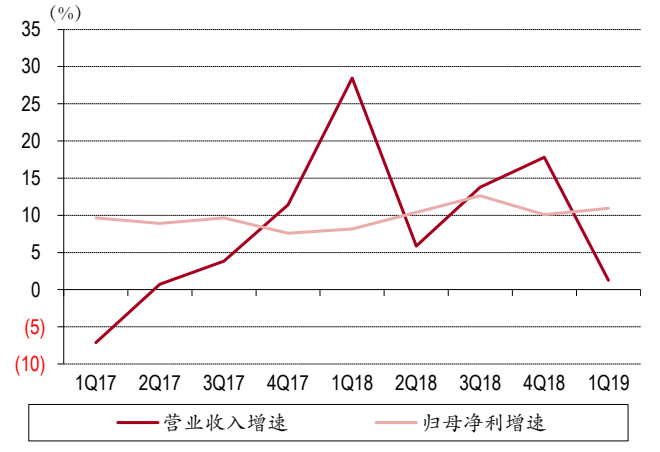
(5) 已有成功路径对比: 总结非酒食品目前各子行业龙头企业, 乳制品伊利股份与蒙牛乳业、调味品海天味业、肉制品双汇发展, 皆是以自主生产+线下渠道模式为核心的公司。

图表 43. 洽洽食品历年营收与净利增速



资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

图表 44. 洽洽食品分季度营收与净利增速

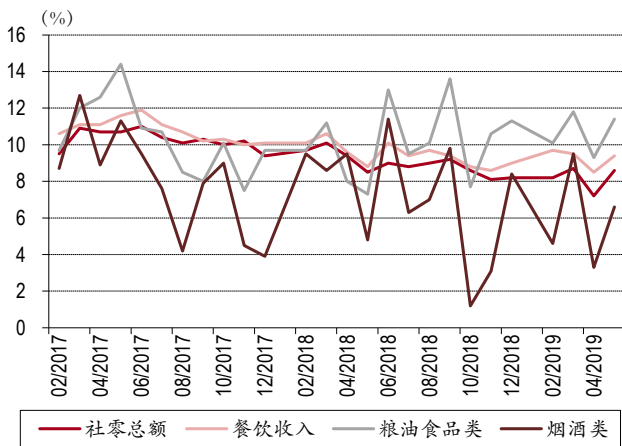


资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

投资思路：安全边际+改善预期，精选优质个股

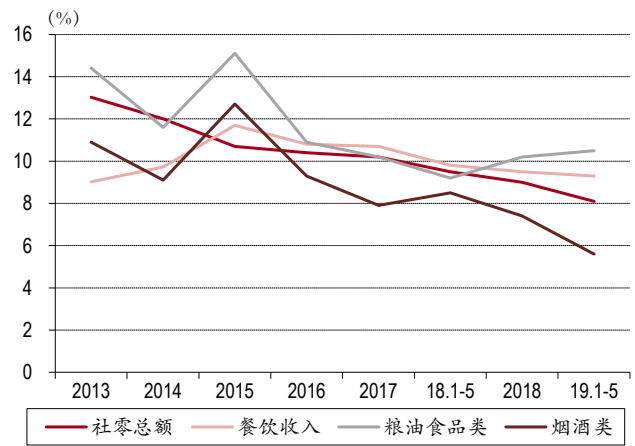
食品饮料消费稳中向好趋势明显。1-5月餐饮收入增速9.3%（同比-0.5pct\环比持平），粮油食品类零售额增速10.5%（同比+1.3pct\环比+0.2pct），烟酒类零售额增速5.6%（同比-2.9pct\环比+0.2pct），饮料类零售额增速10.1%（同比+1.2pct\环比+0.7pct）。4-5月餐饮收入以及粮油食品类、烟酒类、饮料类零售额增速分别为8.8%、10.3%、5.0%、11.3%，同比变动幅度分别为-0.2、+2.7、-2.1、+2.7pct；相比1季度，餐饮收入和烟酒类零售额增速降幅收窄0.5、1.2pct，粮油食品类和饮料类零售额增速增幅扩大2.2、2.5pct，稳中向好趋势明显。

图表 45. 食品饮料类社零数据当月同比增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 46. 2013-2019年1-5月食品饮料类社零数据同比增速



资料来源：国家统计局，中银国际证券

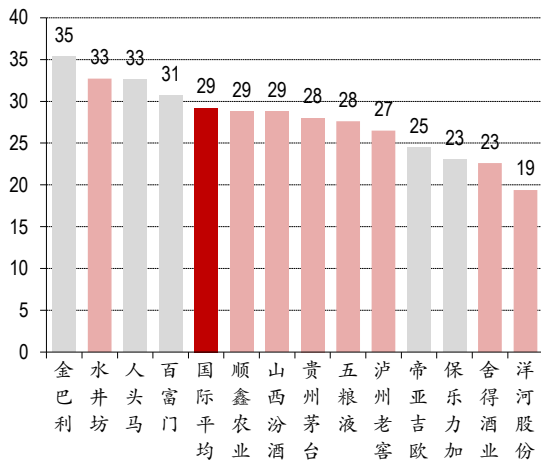
食品饮料当前估值处于合理水平，短期提升空间不大，不过估值回落风险也较小。对比2013年至今的历史PE，多数食品饮料子行业处于中等偏上的水平，调味品则达到历史高点。对比国际同类公司，白酒和乳制品龙头当前PE略高于国际对标企业。不过考虑到国内食品饮料龙头成长速度更快，2019年末估值可顺利切换至明年，因此估值回落的风险也较小。

图表 47. 2013年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	葡萄酒	黄酒	肉制品	调味发酵品	乳品
最大值	18.5	39.0	39.4	64.1	56.8	94.3	35.0	59.3	48.1
最小值	7.7	15.3	8.4	27.4	15.0	29.8	17.3	24.2	20.9
现值	12.2	31.9	30.5	48.8	27.2	36.1	19.6	59.3	33.5

资料来源：万得，中银国际证券

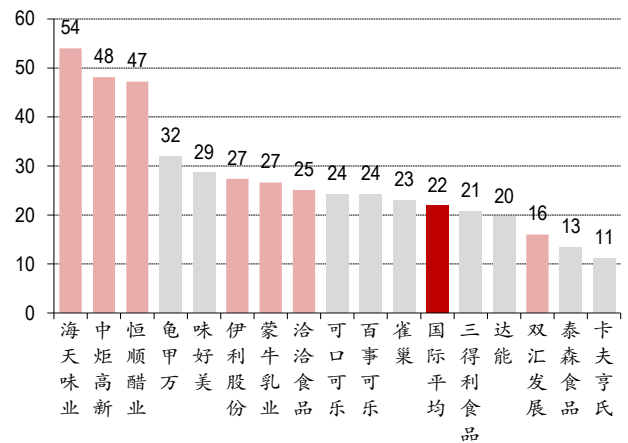
图表 48. 国内外烈性酒龙头公司 19 年 PE 比较



资料来源: Thomson One, 万得, 中银国际证券

注: 2019 年 6 月 28 日更新; 粉色柱为国内公司, 灰色柱为国外公司, 红色柱为国外公司平均值; 国内公司除水井坊、洋河股份为万得一预测, 其余皆为中银预测, 国外公司皆为 Thomson One 一致预测

图表 49. 国内外食品龙头公司 19 年 PE 比较



资料来源: Thomson One, 万得, 中银国际证券

注: 2019 年 6 月 28 日更新; 粉色柱为国内公司, 灰色柱为国外公司, 红色柱为国外公司平均值; 国内公司皆为中银预测, 国外公司皆为 Thomson One 一致预测

2019 年下半年投资思路: 安全边际+改善预期, 精选优质个股。

重点推荐:

- **山西汾酒。**从产品结构和主销区域判断, 公司盈利能力提升空间较大, 国企改革持续推进有望推动净利率快速提升。2019 年 1 季度业绩可能是全年低点, 2-4 季度有望明显回升。
- **贵州茅台。**中国最强品牌白酒企业, 最受益于名酒集中度提升趋势。当前一批价超过 2000 元, 远高于出厂价 969 元, 渠道利润丰厚, 可再造一个茅台, 内部整治将推动渠道利润回流。从高管的公开言论判断, 公司业绩释放动力较强, 有望持续超市场预期。
- **伊利股份。**乳品行业持续处于优秀公司收割市场份额的阶段。结合蒙牛的发展战略和原奶价格判断, 2019-2020 年龙头竞争格局可能得到改善, 业绩存在上调可能性。

重点关注:

- **安琪酵母。**酵母行业成长空间广阔, 市占率提升空间大。1 季度可能是业绩低点, 未来几个季度有望逐季加速。

图表 50. 重点公司盈利预测与评级

股票代码	股票简称	市值 (亿)	股价(元) 2019/6/28	EPS			PE			评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
白酒										
600519.SH	贵州茅台	12,361	984.00	28.02	35.20	42.48	35.1	28.0	23.2	买入
000858.SZ	五粮液	4,578	117.95	3.45	4.27	5.10	34.2	27.6	23.1	买入
600809.SH	山西汾酒	602	69.05	1.68	2.40	3.04	41.1	28.8	22.7	买入
000568.SZ	泸州老窖	1,184	80.83	2.38	3.05	3.54	34.0	26.5	22.8	增持
000860.SZ	顺鑫农业	346	46.65	1.00	1.62	2.21	46.5	28.8	21.1	买入
600702.SH	舍得酒业	92	27.18	1.01	1.20	1.47	26.8	22.6	18.5	买入
食品										
600887.SH	伊利股份	2,037	33.41	1.06	1.22	1.48	31.6	27.4	22.6	买入
2319.HK	蒙牛乳业	1,046	26.61	0.77	1.00	1.20	34.4	26.6	22.2	增持
002557.SZ	洽洽食品	128	25.25	0.85	1.01	1.16	29.6	25.1	21.8	增持
600597.SH	光明乳业	132	10.75	0.28	0.44	0.49	38.5	24.7	21.7	增持
600872.SH	中炬高新	341	42.83	0.76	0.89	1.12	56.2	48.1	38.2	买入
603288.SH	海天味业	2,835	105.00	1.62	1.94	2.28	65.0	54.0	46.0	增持
603027.SH	千禾味业	109	23.87	0.53	0.66	0.80	45.4	36.2	29.8	增持
600305.SH	恒顺醋业	144	18.42	0.43	0.39	0.44	42.6	47.2	41.9	增持
000895.SZ	双汇发展	821	24.89	1.49	1.55	1.67	16.7	16.0	14.9	增持
600298.SH	安琪酵母	261	31.63	1.04	1.21	1.42	30.4	26.2	22.4	未有评级

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 港股公司市值和股价已换算为人民币; 未有评级公司使用万得一致预测



风险提示

草根调研样本点不足，若白酒实际库存超预期，可能影响盈利预测的准确性。草根调研为抽样调查，存在因样本点不足而对白酒实际库存出现误判的可能性，当前白酒实际库存是进行盈利预测的重要假设之一，若白酒实际库存超预期，可能影响盈利预测的准确性。

成本压力超预期。若贸易摩擦加剧或行业性因素导致原材料价格大幅上涨，成本压力可能超预期，食品饮料企业提价通常需要一定时间，一定时期内利润将因此承压。

强势股补跌。若市场风格切换，前期涨幅较大的食品饮料强势股存在补跌风险。

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371