

对澳麦征收 73.6% 的反倾销税对啤酒行业影响几何？

——啤酒行业点评

行业点评

● **事件：**日前商务部（2020年第14号公告）最终裁定从2020年5月19日起，对原产于澳大利亚的大麦征收73.6%的反倾销税和6.9%的反补贴税，征收期限为5年。

● **进口大麦依然是啤酒麦芽的重要来源。**麦芽是啤酒酿造的重要原料，在啤酒成本占比约12%。理论上，一吨常规啤酒需要120千克麦芽，约合160千克大麦；国产大麦品质略低，优质啤酒依多赖进口大麦，2019年中国啤酒产量约3765万吨，若全部为大麦芽啤酒，约需要602万吨大麦，国产大麦产量约90万吨，国产自给率约15%。

● **澳麦进口占比高，但依赖度在降低。**2017年澳麦进口约12.83亿美元，2018年下降约35%（约9.5亿美元），2019年受澳洲干旱+澳麦反倾销调查影响，澳麦进口大幅度下降，贸易额不到4亿美元；澳麦在中国大麦进口金额占比由原来的70%下降到2019年的25%，考虑到澳麦进口价格偏低，澳麦进口量约在30%，即2019年中国麦芽生产平均使用澳麦约25-30%。

● **澳麦可替代性在增强。**从品质上来看，澳大利亚、加拿大、法国和美国等地的大麦品质相当，受澳麦反倾销调查影响，2019年我国一方面加大从加拿大、乌克兰、法国等地进口大麦弥补需求缺口；另一方面经过多年培育，国产大麦已经基本符合啤酒质量要求，替代性强。而且从酿造工艺上讲，小麦芽虽出汁率虽低但啤酒品质更优，对大麦也有一定替代性。从价格上看，5月18日广州港大麦报价，澳麦分销报价为1940元/吨，法麦1920元/吨，乌克兰大麦1900元/吨。

● **对中国啤酒行业毛利率影响或不足1pct。**目前麦芽在成本中占比12%，在收入中占比约7%，加征73.6%反倾销税，若2020年采购澳麦与2019年持平，啤酒企业的平均毛利率下降约1.2-1.5pcts。考虑到：（1）麦芽厂提前储备，大麦价格上涨对厂家影响约滞后半年以上；（2）2020年5月13日起中国允许符合标准的美国大麦进口，对澳麦也有一定的替代。我们预计此次事件对行业毛利影响或不足1pct。

● **提价将成为对冲风险的可选项。**此次澳麦事件或促进行业进一步压缩低端啤酒产能，倒逼产品结构升级，提价也将成行业为应对风险的可选项。反观2007-2008年和2018-2019年的两次集中提价发生在大麦价格上涨之际，通过青岛啤酒、百威等龙头酒企最近的价格策略可以看出，今年或将有出现行业集中提价，对冲成本压力，加速高端化进程。

● **投资建议：**行业高端化趋势或将加速，澳麦进口替代短期原料成本有增长，但不改变这一趋势，我们认为95后、00后新一代消费主体对高品质、个性化酒精饮料的需求将持续驱动企业产品创新，2019年我国人均GDP突破1万美元，啤酒行业发展也将进入新的发展阶段，对“水啤”需求量持续降低，企业业绩诉求强于份额，啤酒高端化业绩释放的拐点也将到来，重点推荐有股权激励，管理势能逐步释放的青岛啤酒，和借势嘉士伯，有资产注入预期的重庆啤酒，2021年PE分别为35X和41X；受益标的华润啤酒、珠江啤酒。

● **风险提示：**疫情持续时间拉长冲击餐饮消费致啤酒需求不及预期，夏季低温多雨，原料价格上涨等风险。

重点公司财务及估值

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
600600.SH	青岛啤酒*	733.0	9.97%	1.37	1.47	1.76	45	42	35
600132.SH	重庆啤酒*	280.5	52.49%	1.36	1.12	1.42	43	52	41

资料来源：Wind，新时代证券研究所，（带*为新时代食品饮料行业覆盖标的，其余公司均采用wind一致预期，市值为报告日市值）

推荐（维持评级）

孙山山（分析师）

sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

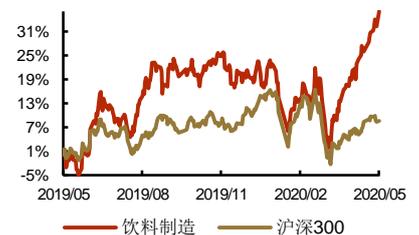
王言海（联系人）

wangyanhai@xsdzq.cn
证书编号：S0280118100002

张向伟（联系人）

zhangxiangwei@xsdzq.cn
证书编号：S0280119090008

行业指数一年走势



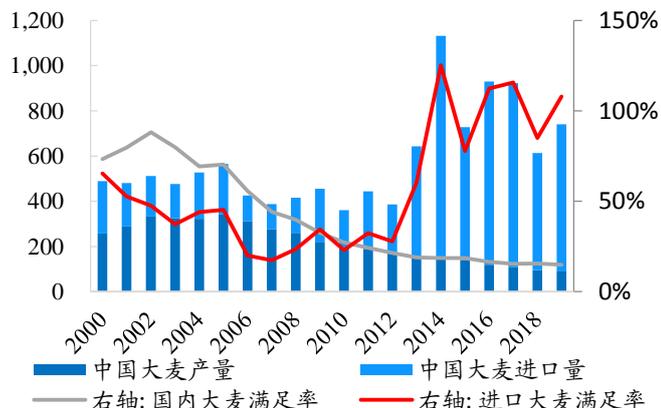
相关报告

《消费税立法落地，短期利好催化？》
2019-12-04

《假设消费税征收环节后移，白酒行业影响几何？》2019-10-10

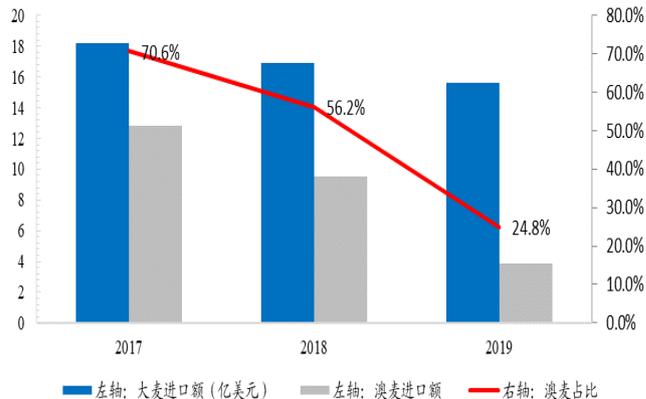
《啤酒换挡加速，提价+高端化助力新周期开启》2018-08-06

图1: 进口大麦依然是国产啤酒麦芽的主要来源



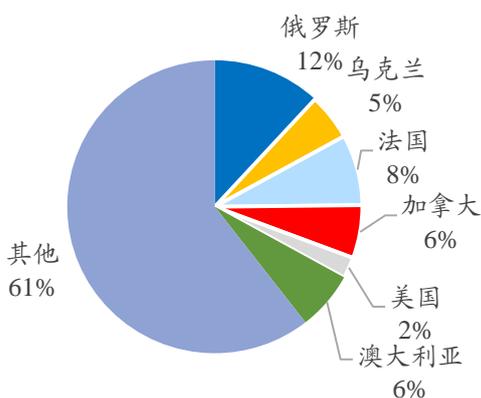
资料来源: 美国农业部, 新时代证券研究所

图2: 我国对澳麦进口依赖在降低



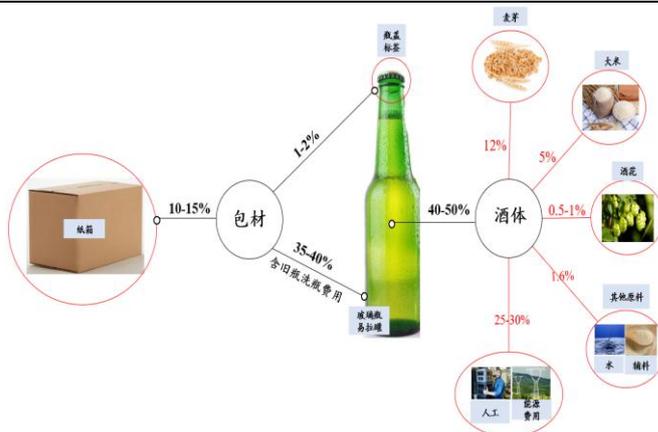
资料来源: 美国农业部, 海关总署, 新时代证券研究所

图3: 俄、法、加、澳、乌大麦产量居于世界前五



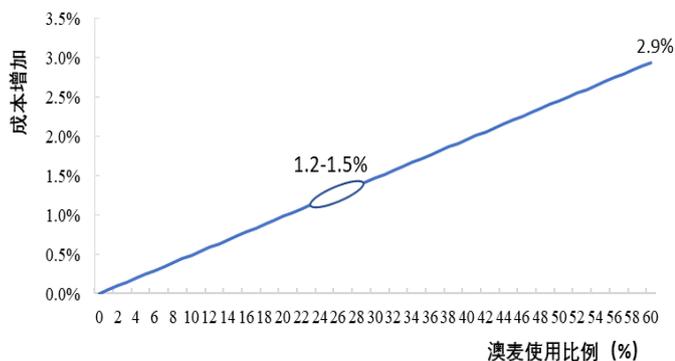
资料来源: 美国农业部, 新时代证券研究所

图4: 国内啤酒麦芽在成本中占比约 12%



资料来源: 青岛啤酒等公司年报, 新时代证券研究所

图5: 啤酒平均行业成本增加 1.2-1.5pcts



资料来源: 海关总署, 新时代证券研究所测算

图6: 5月13日起允许符合标准的美国大麦进口

热点 >

海关总署: 允许符合相关要求的美国大麦进口

时间: 2020年05月13日 | 来源: 海关总署 | 作者: | 编辑: 周文强

5月13日, 海关总署发布了公告2020年第65号《关于进口美国大麦植物检疫要求的公告》。

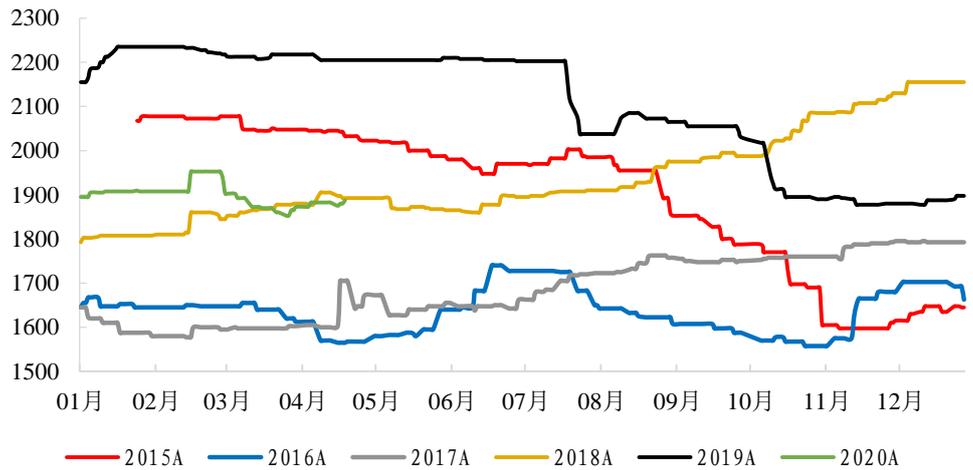
根据我国相关法律法规和《中华人民共和国海关总署与美国农业部关于美国大麦输华植物检疫要求议定书》规定, 自本公告发布之日起, 允许符合相关要求的美国大麦进口。现将进口美国大麦植物检疫要求予以公布(见附件)。

特此公告。

海关总署
2020年5月13日

附件

资料来源: 海关总署, 新时代证券研究所

图7： 2020 年大麦价格尚处于均值水平

资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

表1： 2020 年青岛啤酒、百威啤酒对部分产品提价改善盈利水平

提价时间	提价公司	提价区域	提价产品	提价环节	提价幅度
2007 年 12 月	燕京啤酒	北京	主要产品	终端价	12%左右
		其他市场	大部分啤酒产品	终端价	5%左右
2008.3		北京	易拉罐产品	终端价	5%+
2008 年初	青岛啤酒	山东	主品牌部分产品	终端价	6%-8%
2010.1.20	燕京啤酒	北京	10 度清爽（销售占比 12%）	终端价	10%左右
2011 年初		北京	10 度燕京清爽、本生	出厂价	16%左右
2010 年底	华润啤酒	沈阳	瓶装	-	14%左右
			听装	-	20%左右
		安徽、四川、辽宁	部分产品	-	10%左右
2011 年底	百威英博	上海	580ml、380ml	-	提价 10%~20%
2017.12	燕京啤酒	北京	清爽系列	出厂价	约 30%
		浙江	本生 460ml	零售价	15-20%
2018.1.5	青岛啤酒	山东	崂山、汉斯、青啤	出厂价	不足 5%
2018.5.7					
2018.1.8	华润啤酒	浙江	纯生、勇闯天涯	终端进货价	2-10 元/件
2018.3.1	百威啤酒	--	百威 500ml 瓶装	终端价	约 5%
2020.05	青岛啤酒	山东等基地市场	经典系列、崂山	出厂价	约 5%
2020.05	百威啤酒	-	百威系列、高档哈啤	出厂价	约 5%

资料来源：上市公司公告，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017年9月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>