

啤酒行业观察（二）：短期波动要素综述

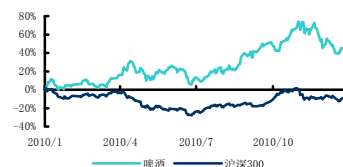
报告要点

- 行业将在中期内处于横向扩张和抗同质化的过程，直到在集中度提升到数家企业分别占领优势区域或许才能告一段落。在这期间，转型和升级将是行业持久的话题。
- 行业终极形态同中短期的波段式前进并不矛盾；而同上市企业的投资机会更属两个概念。从资金配置角度，成本上涨期相对配置价值的降低为市场提供了较安全的边际。这也是我们年度策略报告提出潜伏的缘由。
- 短期波动主要看量，价，成本和费用。量和成本在一定 2010 年都属于转折年，其背后有疑似的共同驱动因素，即环太平洋区域的洋流变化。拉尼娜现象从 2010 年中期的逐步加强，在带来大麦减产预期的同时，往往会造成中国夏季的高热；这同 2010 年逐渐衰退的厄尔尼诺现象造成的凉夏恰成对比。
- 啤酒行业行业短期内调整价格往往是应对原材料价格上涨；虽然行业整体毛利率会有所下降，但龙头企业往往表现的更为稳健。从长期看，通过全球主要啤酒企业（代表不同国家和阶段）的毛利率变动情况，我们再次发现随着集中度的提升，企业对于成本变动的受影响程度是逐步趋小的。
- 啤酒行业具备比较典型的后成本的中游制造环节特征。通过考察历史上的成本扰动期的行业和公司表现，我们推断 2011 年 1-2 月（也即大麦成本的边际变动趋稳）之前，都是潜伏的机会。随后，包括提价或者销量的超预期，乃至外延式的并购等都将成成为偏正面的驱动力。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000729	燕京啤酒	推荐
600600	青岛啤酒	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

	10A	11E	12E
燕京啤酒			
PE	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00
青岛啤酒			
PE	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00

相关研究

《啤酒行业观察（一）：中长期行业综述》
 2011-1-10

分析师：

乔洋

(8621)68751126

qiaoyang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210080002

联系人：

杨靖风

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

销量篇：气温是个问题；气候是个大问题	4
温度对啤酒销量的影响	4
广东	5
从厄尔尼诺到拉尼娜：2011 年夏季高温天气是大概率吗？	5
成本篇：大麦价格只是浮云；优势区域顺价为主	6
短期大麦库存比下降，麦价稳中有升	7
长期来看，行业受大麦成本影响将逐渐减弱并消失	11
包装物成本仍有上升空间，但比较有限	13
波动中的投资机会篇：后成本表现的中游产业特性明显	14

图表目录

图 1: 北京啤酒销量与气温	4
图 2: 上海啤酒销量与气温	4
图 3: 广东啤酒销量与气温	5
图 4: 2010 年中国气温情况	6
图 5: 啤酒行业产业价值链	7
图 6: 青岛啤酒 2009 年营业成本结构	7
图 7: 燕京啤酒 2009 年营业成本结构	7
图 8: 中国大麦产量与进口量	8
图 9: 大麦产量增速与国产大麦占比	8
图 10: 全球大麦价格走势与我国啤酒行业毛利率	8
图 11: 世界表层洋流分布图	9
图 12: 全球大麦的库存消费比呈现周期性变化, 短期内大麦价格会小幅上涨	10
图 13: 中国、澳大利亚、加拿大大麦产量 (百万吨)	10
图 14: 美元走势与大麦价格负相关	10
图 15: 美元走势与大宗商品关系	10
图 16: 全球大麦价格走势与世界啤酒公司毛利率	11
图 17: 纯碱走势图	14
图 18: 沪铝连续走势图	14
图 19: 申万啤酒指数与沪深指数对比 (07 年 1 月至今)	14
图 20: 啤酒行业相对估值同大麦成本关系	15
图 21: 青岛和燕京相对沪深 300 估值	15
 表 1: 全球大麦库存表	 9
表 2: 全球大麦库存表 (续表)	10
表 3: 包装物成本敏感分析	13

在前一篇报告我们主要从中长期角度考察啤酒行业的终极格局和目前所处的阶段，但是对于投资而言，长期总是在不断的波动式前进中形成的；从而，考察短期影响因素，以及这些因素的变化，同时结合特定时点的价格，对于把握行业和公司的波段式机会，也有必要。

从利润表的角度，销量和价格、成本和费用构成某时段的利润基础，这也是本篇报告的陈述结构。

销量篇：气温是个问题；气候是个大问题

温度对啤酒销量的影响

我们取 2001 年 1 月至 2008 年 12 月北京、上海、广东三地的平均气温和啤酒销量的月度数据作为样本，月啤酒销量是因变量(VOL)，月平均温度是自变量(TEMP)。用最小二乘法估计，输出结果如下：

北京

$$VOL = 68870.53 + 3946.36 * TEMP$$

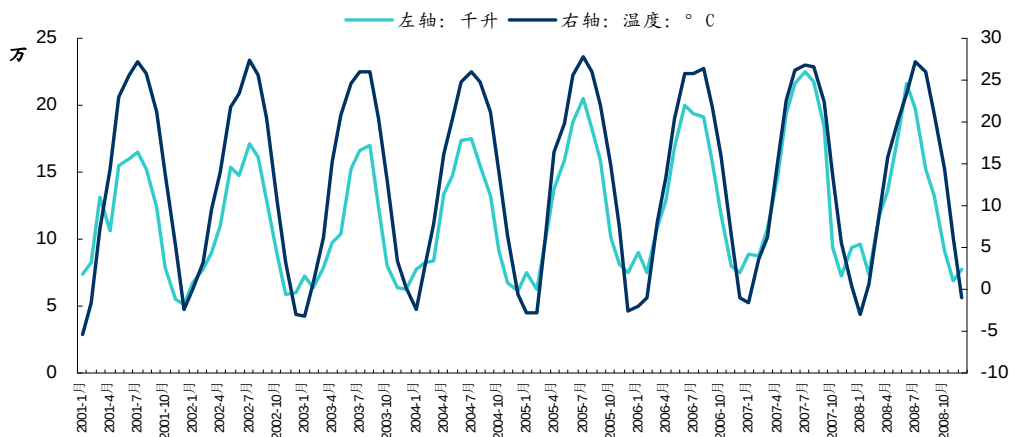
s.e. (3600) (212)

t (19.13) (18.59)

$R^2=0.79$ $F=354.57$

结论：北京地区当温度越高，啤酒销量越大。

图 1：北京啤酒销量与气温



资料来源：中国统计年鉴，WIND，长江证券研究所

上海

$$VOL = 4389 + 2535.44 * TEMP$$

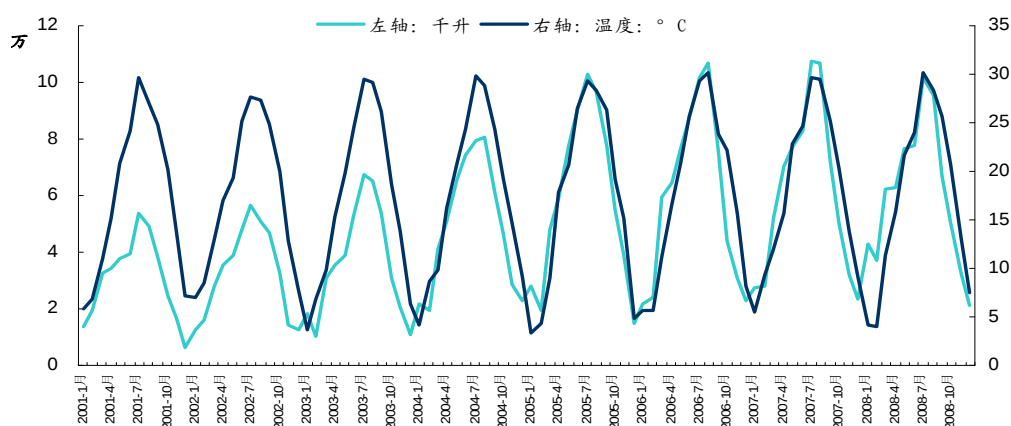
s.e. (3810.7) (197)

t (1.15) (12.87)

$R^2=0.64$ $F=3165.7$

结论：这里常数项的显著度不高，但并不影响气温对销量的解释。

图 2：上海啤酒销量与气温



资料来源：中国统计年鉴，WIND，长江证券研究所

广东

$$\text{VOL} = 3901 + 8661.8 \cdot \text{TEMP}$$

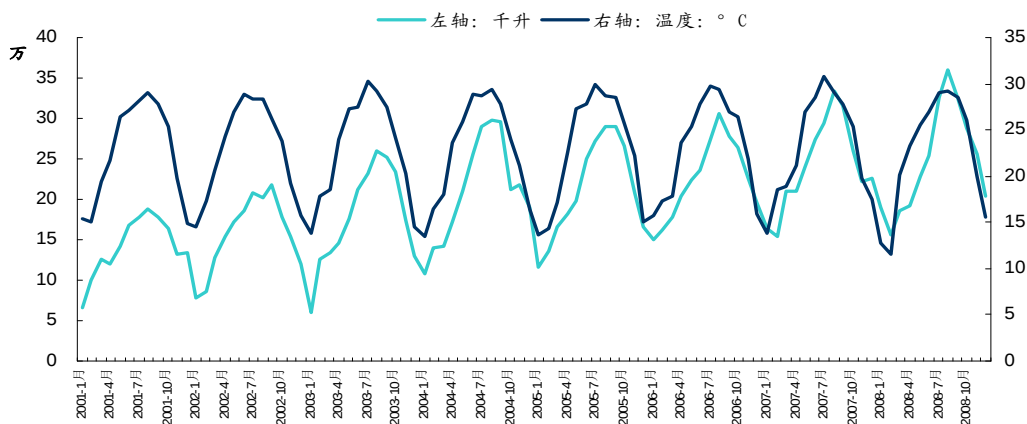
s.e. (19743) (841)

t (0.19) 10.3

$R^2=0.53$ $F=106.1$

结论：同上海类似，气温的变动机会正相关于啤酒销量。

图 3：广东啤酒销量与气温



资料来源：中国统计年鉴，WIND，长江证券研究所

通过对我国不同地域 3 座城市的分析，我们发现啤酒作为一种消暑解渴的饮料，需求量同温度的关系密切。

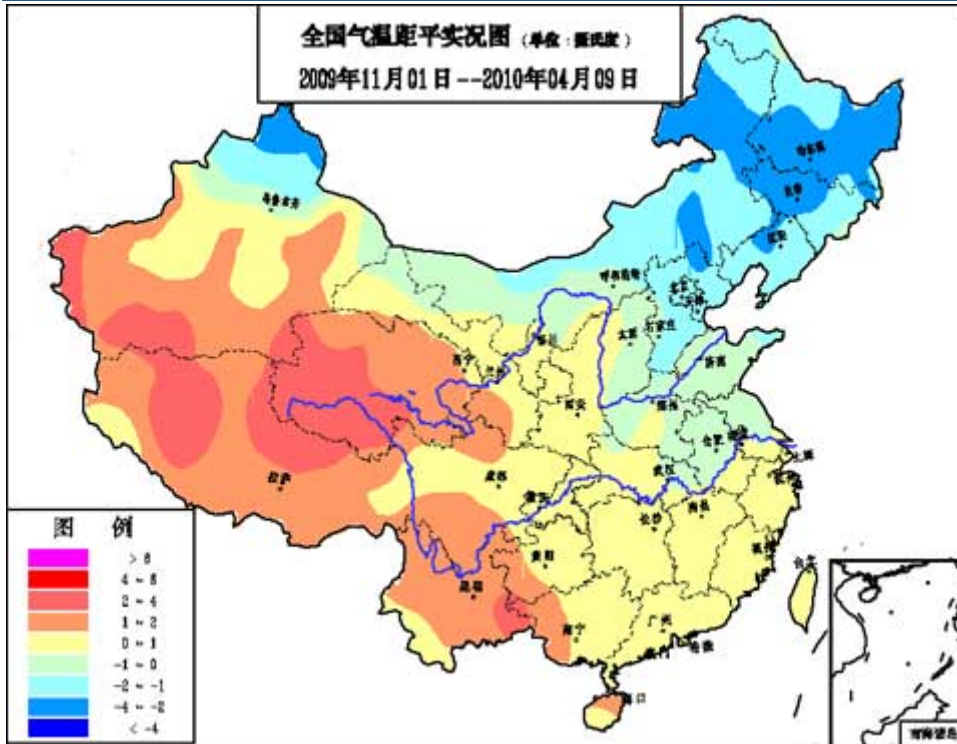
业内人士分析，人体达到 30℃ 就会感到炎热和烦闷，达到 33℃ 时，会因高温而感觉不适。从 2010 年空调、凉席、饮料、啤酒等商家的反馈来看，30℃ 就像一个临界点，气温达到 30℃-33℃ 左右，产品销量就节节上升；而下降 5℃ 的话，则意味着相应商家的销售不温不火。

从厄尔尼诺到拉尼娜：2011 年夏季高温天气是大概率吗？

燕京啤酒在其 2010 年中报指出，“报告期内啤酒销量增长不理想。上半年，我国大部分地

区特别是华北地区气温明显偏低、夏季明显推后，由于啤酒消费与气温具有很强的相关性，中国啤酒行业上半年增长明显放缓，不少气温异常地区啤酒消费出现了负增长”。

图 4:2010 年中国气温情况



资料来源：长江证券研究部

造成 2010 中国北部区域气温偏冷，南部区域降水较多的一个因素或许在于厄尔尼诺气候：来自太平洋西部的高压持续输送暖湿气流，同我国冷空气相会，带来降温 and 降水天气。厄尔尼诺-拉尼娜现象一般相继出现，而从 2010 年中期，厄尔尼诺气候开始逐步减弱、拉尼娜气候开始逐步增强。2010 年正好处于两大现象的转折过渡年。

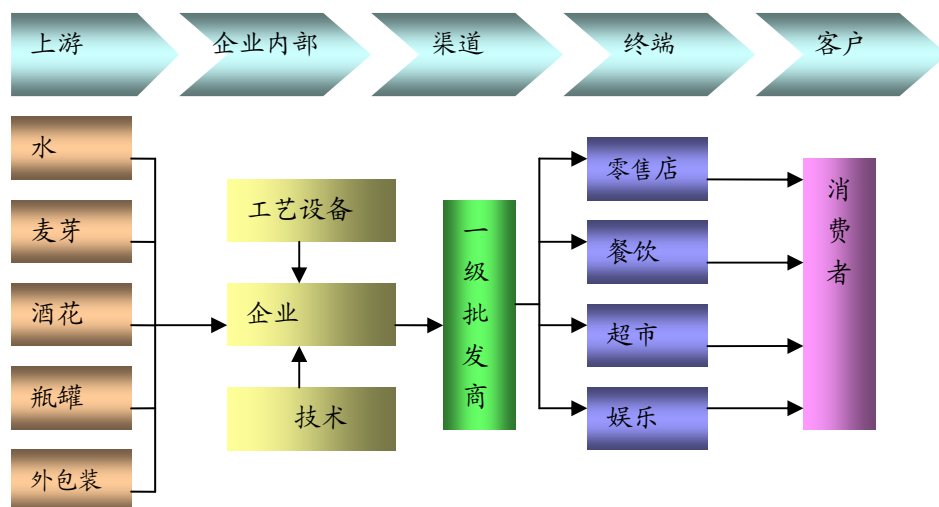
而在下文中论述的研究啤酒大麦成本时，我们“巧合”的发现一个有趣的现象：即影响澳洲大麦生长的主要是拉尼娜气候，而每当拉尼娜气候发生的时候，由于太平洋西部的海水温度较高，往往很难带来夏季的冷暖气流相遇而导致夏季高热的现象。从而，在 2010 年的低温基础上，我们或许将看到 2011 年的气温回升甚至偏热的状况。在具备安全边际的基础上，气温的变化为波段性机会提供趋势驱动力。

……拉尼娜现象就是太平洋中东部海水异常变冷的情况，东信风将表面被太阳晒热的海水吹向太平洋西部，东部底层海水上翻，致使东太平洋海水变冷。厄尔尼诺是拉尼娜现象的相反状况即太平洋东部海水变暖。受太平洋上空大气沃克环流影响，当地球自转速度减慢则沃克环流变弱时，海水吹不到西部，太平洋东部海水变暖，就是厄尔尼诺现象；当地球自转速度加快则当沃克环流变得异常强烈，就产生拉尼娜现象……

成本篇：大麦价格只是浮云；优势区域顺价为主

生产销售啤酒，首先要有上游原材料的供应，再到企业内部进行酿造，然后再经过一级批发商、二级经销商或者终端店才最终到达消费者手中。

图 5：啤酒行业产业价值链

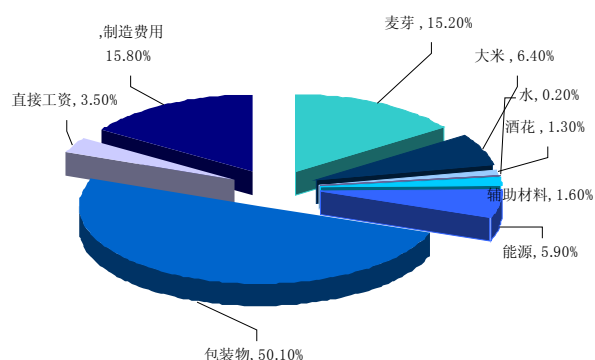


资料来源：长江证券研究部

生产一吨啤酒通常需要 6-10 吨水，100-140 公斤大麦，60-80 公斤大米，0.5-1.0 公斤啤酒花。在产业价值链中，可以形成企业独特的资源有三种：

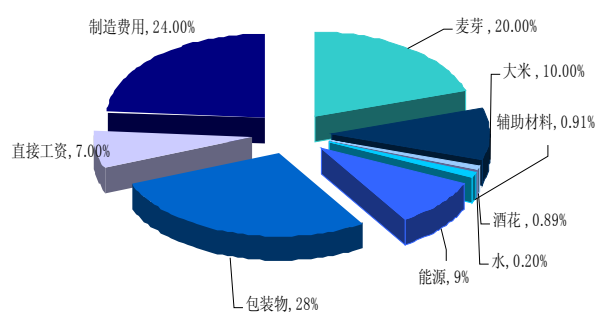
- 大麦：同质化，国产大麦产自甘肃地区，进口大麦以澳麦和加麦为主。瓶、罐：可差异化；外包装：可差异化。**包装物在营业成本中占比最重，而这部分也最易形成差异化。**
- 水可以形成企业独特的资源和卖点，但不易被消费者所感知。
- 工艺设备和技术：在大工业化生产的背景下也不易差异化。

图 6：青岛啤酒 2009 年营业成本结构



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 7：燕京啤酒 2009 年营业成本结构



资料来源：公司年报，长江证券研究所

短期大麦库存比下降，麦价稳中有升

● 今明两年仍享受低原麦成本，行业毛利率提升

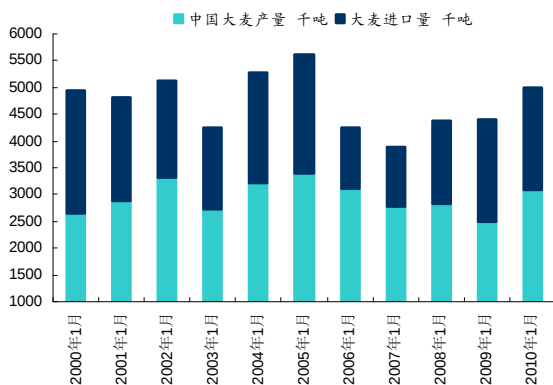
按照每生产一吨啤酒需要 100-140 公斤大麦计算，我国 2009 年生产啤酒 4236 万千升大约需要啤酒大麦 420—560 万吨。我国 2009 年国产大麦 310 万吨，进口大麦 190 万吨。国产

大麦一年收割一次，公司在九、十月份购买下一年所需大麦。进口大麦则每年收割 2-3 次，所以啤酒公司滚动购买，库存 3-4 个月（有国内企业每年采购一次）。

从下图可以看出，进口大麦平均价格直到 2006 年底都比较稳定，波动不大。2007 年到 2008 年 9 月经过一次暴涨之后，在 2008 年 10 月开始回落。在 2009 年 1 月份经过一次小幅反弹之后，于 2009 年 7 月份恢复到之前价格，平均 216 美元/吨。之后一直徘徊于 200 到 250 美元/吨之间。2007 年由于澳洲加拿大旱灾严重，大麦大量减产，才导致大麦价格暴涨，07 年平均进口大麦价格为 297.94 美元/吨，07 年同比上涨 56.68%。

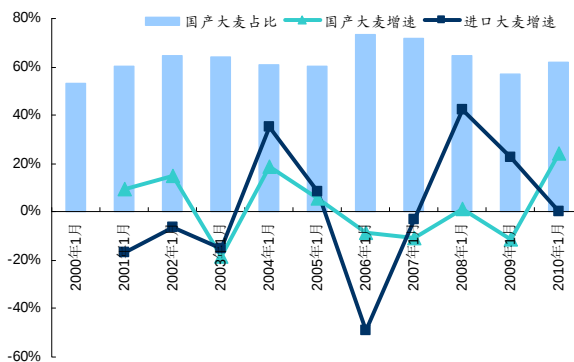
2008 年大麦价格继续一路攀升至 436.43 美元/吨，又同比上涨 46.49%，导致我国啤酒行业毛利率也大幅下降。2009 年原麦价格大幅下降，较 08 年同比下降 41.72%。09 年原麦价格的下降将直接贡献 2010 年行业毛利率的增长。由于进口大麦价格在 07-08 年疯长，厂商改用国产大麦作为啤酒主料，但从图中可以看出国产与进口大麦并没有明显的此消彼长的关系。进口大麦一般用在中高档啤酒上，其成本传导能力也较中低档酒强。

图 8：中国大麦产量与进口量



资料来源：USDA, 长江证券研究所

图 9：大麦产量增速与国产大麦占比



资料来源：USDA, 长江证券研究所

图 10：全球大麦价格走势与我国啤酒行业毛利率



资料来源：USDA, 长江证券研究部

● 受周期性影响，未来 2-3 年大麦价格将上涨，行业毛利率或受挤压

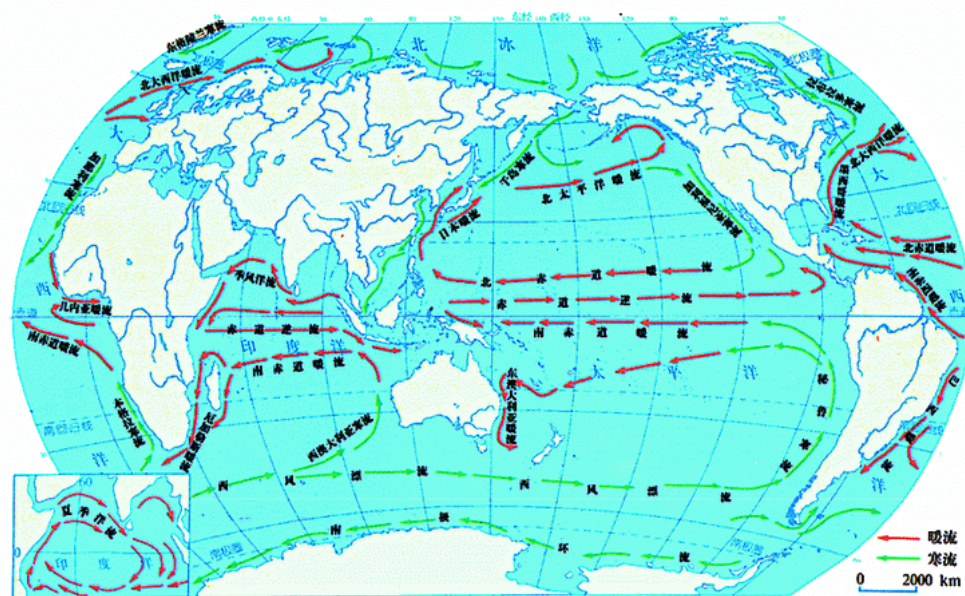
1) 从全球气候来看，拉尼娜—厄尔尼诺现象的周期性变化使得大麦产量也呈同步周期性变化。

气象科学家认为厄尔尼诺—拉尼娜现象周期一般为 4 年。1988 年-1989 年，1998 年-2001

年都发生了强烈的拉尼娜现象。当发生拉尼娜现象是，大西洋冷气流遇到南冰洋冷气流，不会形成降雨，会导致干旱，使得大麦减产（1998-2000 年，全球大麦产量减少）。反之，厄尔尼诺现象发生时，暖湿气流与冷空气作用，会产生降雨，有助于大麦生长。

➤ 结论：当发生拉尼娜现象时，气候干旱，大麦减产，麦价上升。当发生厄尔尼诺现象时，降雨丰富，大麦产量增加，麦价下降。4 年一个周期。今年 3 月以来，始于 2009 年 6 月的厄尔尼诺现象一直在减弱，拉尼娜现象对全球气候造成的影响将不断加强。我们预测未来 2-3 年全球大麦受拉尼娜现象影响，产量下降，大麦价格上升。

图 11：世界表层洋流分布图



世界表层洋流的分布

资料来源：长江证券研究所

2) 从国际农产品市场来看，当库存消费比上升的时候，大麦供给充足。大麦的总需求总是高于总产量，所以大麦呈现出供给周期性变化规律。下表显示，大麦的库存消费比呈现比较明显的周期性变化，与大麦价格呈反比关系，平均周期为 4 到 5 年。1994 年到 1998 年一个周期，1999-2002 一个周期，2003-2005 一个周期，2006-2010 年一个周期。2011 年开始进入一个新的周期。

2006 年当库存比开始下降的时候，大麦进口价格为 190 美元/吨，当库存比降到最低点后，大麦进口价格开始反弹，到 08 年，平均进口价涨至 436 美元/吨。之后大麦库存比周期的上升阶段，大麦进口价格 2010 降至 225 美元/吨。2010 年的大麦库存比开始下降，我们预测短期内大麦价格会小幅上涨，但是平均价格不会超过 300 美元/吨，波动不会太大，对龙头公司影响较小，但对整个行业而已，未来 2 年毛利率将受到影响是负面。预计 2011-2014 年，原麦成本的小幅上升，使行业整体毛利率会有所下降。

表 1：全球大麦库存表

千吨	1993/1994	1994/1995	1995/1996	1996/1997	1997/1998	1998/1999	1999/2000	2000/2001	2001/2002
期初库存	35042	34916	30014	20506	24081	32200	28965	23815	22551
产量	168953	160715	141178	153116	153905	136028	127375	133097	143352

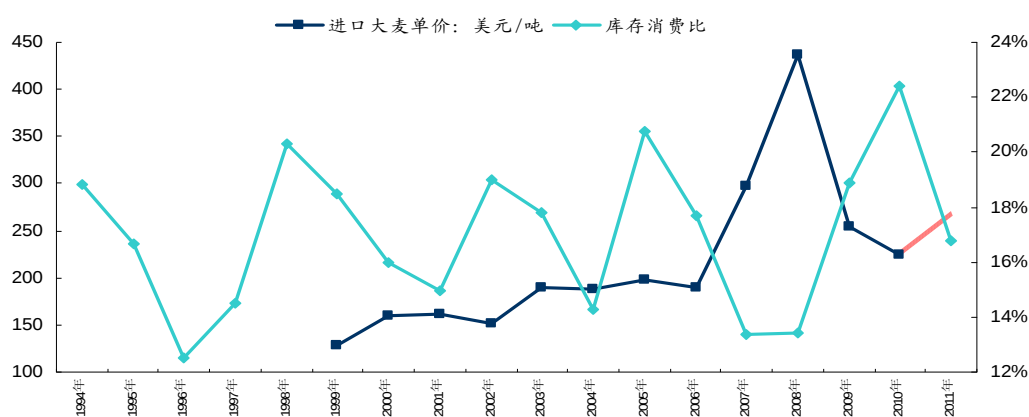
总需求	185216	180333	163805	166251	158507	156513	148787	150667	153527
库存消费比	18.85%	16.64%	12.52%	14.48%	20.31%	18.51%	16.01%	14.97%	19.00%
期末库存	34916	30014	20506	24081	32200	28965	23815	22551	29176

表 2: 全球大麦库存表 (续表)

千吨	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
期初库存	29176	27289	23136	32951	28031	21190	20098	30919	35930
产量	134417	142223	152408	136232	136386	132887	155188	148752	135538
总需求	153301	161767	158708	158696	158226	149742	163719	160483	160578
库存消费比	17.80%	14.30%	20.76%	17.66%	13.39%	13.42%	18.89%	22.39%	16.79%
期末库存	27289	23136	32951	28031	21190	20098	30919	35930	26962

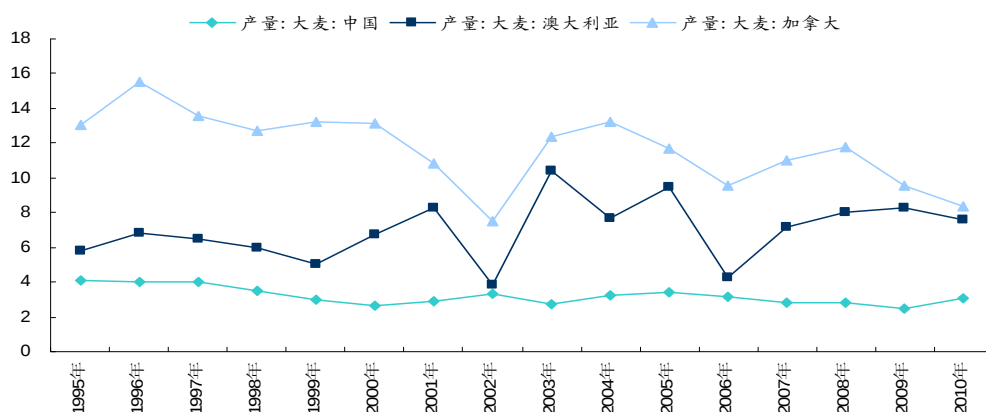
资料来源: USDA, 长江证券研究部

图 12: 全球大麦的库存消费比呈现周期性变化, 短期内大麦价格会小幅上涨



资料来源: USDA, 长江证券研究部

图 13: 中国、澳大利亚、加拿大大麦产量 (百万吨)



资料来源: USDA, 长江证券研究部

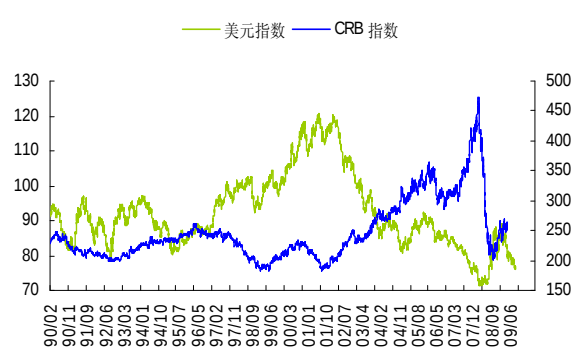
3) 美元走势影响大宗商品价格, 大麦价格将上涨

图 14: 美元走势与大麦价格负相关

图 15: 美元走势与大宗商品关系



资料来源：WIND，长江证券研究部



资料来源：长江证券研究部

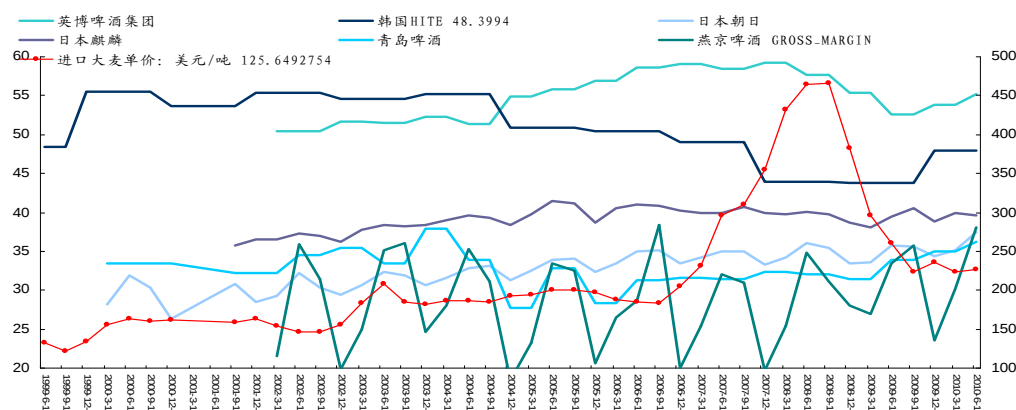
与大部分大宗商品相似，大麦的价格走势与美元呈现负相关，美元指数的走势深刻影响着农产品价格的走势，经过测算，美元走势与大麦价格的相关系数为-67%，为明显负相关。而从近期美元指数的走势情况来看，自从金融市场在恐慌使得美元成为避险资金促使美元出现上涨之后，美元走势一路下跌，而由于美国经济一直持续低迷，失业率屡创新高，以及美联储两次量化宽松的货币政策，EQ2美联储发行6000亿美元购买美元资产，预计在未来中短期内，美元仍将呈现一个疲弱的态势，从而下探前期的低点，这可能会在今年末以及明年上半年伴随库存比下降以及拉尼拉气候刺激大麦价格的上扬。

因此通过以上分析，我们预计，未来两年，国际大麦2010年以及2011年的每年均价将比目前价格存在大约10%-15%的上涨空间，价格为350元/吨。

长期来看，行业受大麦成本影响将逐渐减弱并消失

● 大麦价格上升对啤酒行业毛利率的影响：

图 16：全球大麦价格走势与世界啤酒公司毛利率



资料来源：USDA，彭博，长江证券研究部

世界各国公司的毛利差别很大，虽然全球进口原麦价格都是统一的，但是在各个国家啤酒的销售价格不尽相同，导致毛利也有很大差异。我国啤酒价格在世界处于偏低水平，毛利率也处于世界低位。同时也说明在发达国家市场，啤酒公司传导成本的能力更强，比如英博啤酒集团，即使在大麦价格狂涨的 07 年、08 年，其毛利率仍保持一定的上升。日本啤酒公司受

大麦成本影响也不大。

青岛啤酒作为我国啤酒行业的龙头公司，其产品主要走高端路线，虽然在国内的成本传导能力较强，但是和世界其他国家相比，明显不足。燕京啤酒毛利率受大麦影响也不是很大，从图中可以看出，受季节性季节性影响更大。

为了看清是否大麦价格是影响公司毛利率的关键因素，我们对一些国际啤酒公司做了毛利率与大麦价格的线性回归，因变量是各公司的毛利率，自变量 **BARLEY** 是全球大麦平均价格。

韩国 HITE: $\text{HITE} = 58.6 - 0.04 \times \text{BARLEY}$ ，受大麦价格影响很大，麦价上涨，毛利下降。

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	58.58761	1.153954	50.77118	0
BARLEY	-0.036067	0.005008	-7.202483	0
R ²	0.54	Adjusted R ²	0.53	

青岛啤酒: $\text{QINGDAO} = 33.8 - 0.0045 \times \text{BARLEY}$ ，大麦价格的 t 值较小，R 方与调整 R 方都很小，说明青岛啤酒的毛利率被大麦价格所解释的能力很低，公司毛利率与大麦价格的关系不明显，市场普遍认为的大麦价格上升导致毛利下降这一观点就整个行业而言成立，但对龙头公司并无可靠依据。原因在于青岛啤酒走高端路线，成本传导能力较强；市场也认识到了青岛啤酒的价值。

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	33.81748	0.98509	34.32932	0
BARLEY	-0.004553	0.004141	-1.099497	0.2781
R ²	0.03	Adjusted R ²	0.005	

燕京啤酒: $\text{YANJING} = 36.7 - 0.011 \times \text{BARLEY}$ ，大麦成本的 t 值不明显，调整 R 方很小，说明燕京啤酒的毛利率被大麦价格所解释的能力很低，公司毛利与大麦价格并无直接关系。

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	36.67602	2.873622	12.76299	0
BARLEY	-0.011457	0.011337	-1.01055	0.3459
R ²	0.13	Adjusted R ²	0.003	

原因在于公司的发展战略：公司注重重点市场（北京、广西、内蒙）的开发，北京啤酒市场竞争激烈，外有朝日啤酒虎视眈眈，内有青啤、雪花觊觎已久，公司则用低价占领市场，薄利多销，2010 年上半年北京销售收入达到公司总收入的 32%，毛利 39%，牢牢占北京市场的第一把交椅。在广西，漓泉啤酒零售价与燕京啤酒在北京地区的零售价格相当，3 元/瓶-3.5 元/瓶的价格区间，但由于在广西竞争对手较少，劳工成本较低，营业成本相对北京较低，公司广西惠泉啤酒 2010 年上半年收入占到总收入的 22%，毛利高达 53%，这一毛利率水平甚至高于青岛毛利最高的出口销售毛利（51%），成为母公司重要的利润输出地。

以下三家国外公司（麒麟、朝日、英博），大麦价格系数为正，R 方与调整 R 方都比较理想，说明当大麦价格上升，公司就会提价，提价的幅度抵消并超过了麦价上涨的幅度，使得毛利率不减反升。

日本麒麟啤酒：QILIN = 37.3 + 0.007*BARLEY

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	37.26571	0.718073	51.89682	0
BARLEY	0.007202	0.002935	2.453313	0.0191
R ²	0.14	Adjusted R ²	0.12	

日本朝日啤酒：CHAORI = 28.95 + 0.016*BARLEY

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	28.95356	0.895926	32.31691	0
BARLEY	0.016442	0.003766	4.365501	0.0001
R ²	0.32	Adjusted R ²	0.31	

英博百威啤酒集团：ABI = 50.3 + 0.019*BARLEY

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	50.30351	1.282546	39.2216	0
BARLEY	0.019182	0.005076	3.778591	0.0006
R ²	0.31	Adjusted R ²	0.27	

包装物成本仍有上升空间，但比较有限

啤酒企业的成本当中，包装物占的比例很高，2009 年燕京啤酒的包装物成本占总成本的 28%，青岛则占到 50.1%。在包装物方面，玻璃瓶和铝罐是两种最主要的包装方式。玻璃瓶的主要原材料是纯碱，纯碱分为轻质纯碱和重质纯碱，我国制造玻璃瓶主要用的是重质纯碱。通过做包装物成本的敏感分析，我们发现，包装物成本上升 1 个百分点，青岛啤酒的毛利率就下降 0.29 个百分点，燕京啤酒毛利率下降 0.17 个百分点。

表 3：包装物成本敏感分析

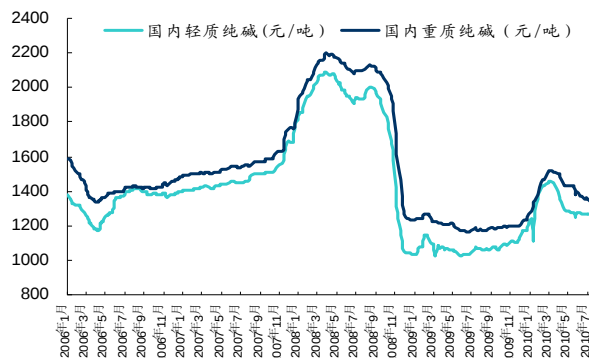
2009 年	青岛啤酒	燕京啤酒
营业收入：百万元	18,026.11	9,490.12
营业成本：百万元	10,285.13	5,712.95
09 年毛利率	42.94%	39.80%
包装物占营业成本比重	50.1%	28.0%
包装物上涨 1%对营业成本的影响比例	0.50%	0.28%
包装物上涨 1%对毛利率的影响比例	-0.29%	-0.17%

资料来源：公司年报，长江证券研究所

我们认为包装物成本上升的空间比较有限。7 月份，我国纯碱工业仍将面临较大的市场压力。主要下游行业：冶金、化肥、农药、玻璃、氧化铝等产量仍无明显大幅回升迹象。特别是钢铁行业、房地产行业、化肥等行业市场需求仍将减弱。同时，生产成本的不断提高，均对国内纯碱工业产生影响。国际经济环境的不景气也使我国纯碱出口仍将在较长时间内面临较大困境。7 月份，纯碱生产仍将保持较低水平，纯碱市场价格仍将维持在较低水平。

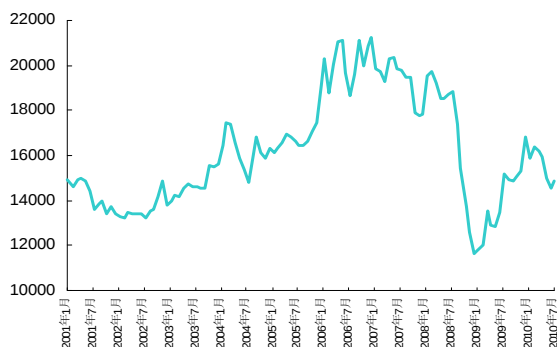
宏观经济数据显示 2010 年二季度末三季度初中国经济发展速度放缓，2010 年 10 月 15 日，上海现货铝价为 16050 元/吨，炼铝企业限产保价的可能性增大，不过限产需要时间，沪铝中短期冲高的动力可能性很小。在包装物价格维持稳定的前提下，啤酒企业转型带来的吨酒价格的提高，将会直接贡献于毛利率。

图 17：纯碱走势图



资料来源：中国资讯，长江证券研究部

图 18：沪铝连续走势图

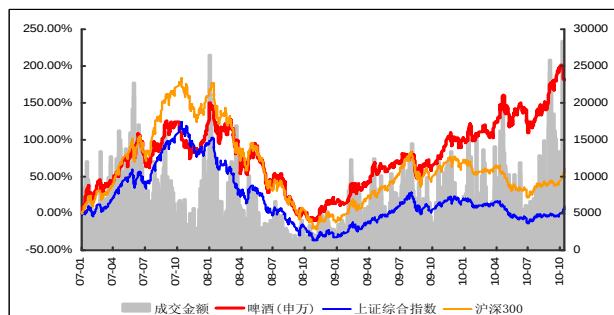


资料来源：WIND，长江证券研究部

波动中的投资机会篇：后成本表现的中游产业特性明显

- 大麦价格上升对啤酒行业市场表现的影响：

图 19：申万啤酒指数与沪深指数对比（07 年 1 月至今）

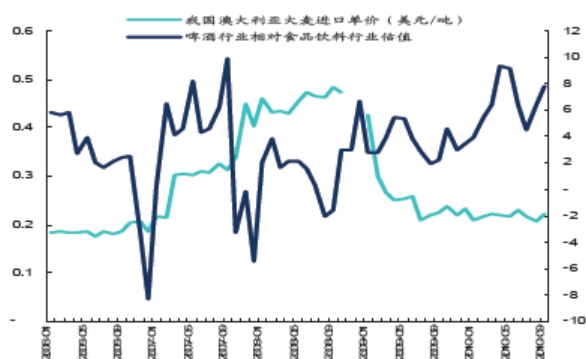


资料来源：wind，长江证券研究所

从 07 年开始国际大麦价格一路上涨，到 07 年 7 月达到一个小高峰，334 美元/吨，9 月份价格回落到 299 美元/吨，到 08 年 6 月份涨到顶峰，平均 474 美元/吨。大麦价格疯涨的这段期间内（07 年 1 月到 08 年 8 月，右下图），啤酒行业基本没有跑赢沪深 300 指数，仅仅略微跑赢大盘。

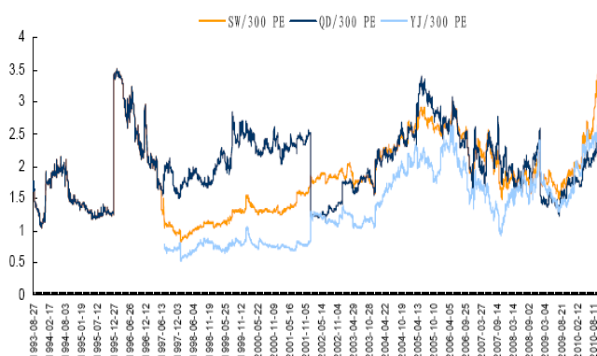
从配置角度，啤酒行业的相对估值（相对食品饮料其他品种）在大麦持续上涨周期几乎是反向变动的（剔除一个极端值会更清晰）；当成本变动的边际趋稳，行业相对估值趋于底部并回升。从时间上看，几乎是同大麦价格的稳定反向变化的。这实际上表明，市场资金并不一定是低估公司，而仅仅是在资金配置效率上有所权衡——对于中游制造环节的企业，等待上游原材料价格平稳之后进行超额配置的后产业链策略成为市场集体行为。

图 20：啤酒行业相对估值同大麦成本关系



资料来源：wind，长江证券研究所

图 21：青岛和燕京相对沪深 300 估值



资料来源：wind，长江证券研究所

● 龙头公司的市场表现

通过行业内上市公司的相对估值变化，我们可以大致判断在成本上涨周期中的估值底部。以 2007-2008 年大麦价格上涨周期时的表现为参考，我们发现燕京啤酒的相对估值底部约为 1 倍沪深 300PE，青岛啤酒的估值底部约为 1.2 倍的沪深 300PE。

假设 2011 年沪深 300 指数对应的上市公司净利润增速 20%，则燕京啤酒的估值低为 20 倍，青啤为 24 倍。按照较为中性的业绩测算，燕京啤酒 2011 年 EPS0.8 元，青岛啤酒 2011 年 EPS1.4 元，则燕京啤酒的安全边际在 16 元，青岛啤酒在 33.6 元左右。

这也是我们年度策略提出的，2011 年率先潜伏，等待 1-2 月成本明朗之后正向驱动力出现的波段机会缘由。

分析师介绍

乔洋，华中科技大学金融学硕士，从事食品饮料行业研究。

（感谢许修丹对本报告的贡献。）

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。