

三得利合作框架具实质性进展，关注战略期成长价值

核心观点：

1. 事件

青岛啤酒公布 H 股公告，与三得利中国之前签订的部分内部协议（购买啤酒麦芽、啤酒产品等）持续交易转变为持续关联交易。

2. 我们的分析与判断

公司已于 2013 年 4 月 11 日按照两份框架协议（2012 年 6 月 5 日公告）完成组建销售合资公司及事业合资公司之主要程序，时点略早于预计，仍需后续程序加以完善后最终完成。

（一）本次交易核心内容

青啤将通过转让增资方式，向事业公司（松江公司）注入青啤徐州 66% 及青啤彭城、宿迁、扬州 100% 股权；三得利中国现金出让三得利上海 96.5%、三得利昆山、光明 100% 及三得利江苏 66.6% 股权，并现金增资获松江公司 50% 股权及过半董事任命，负责双方在上海市及江苏省全域经整合后的所有啤酒业务的事业规划、品牌/商品开发、宣传广告、生产和采购等事项。

公司与三得利中国将各现金出资人 1000 万元成立销售合资公司，各持 50% 股权，并各自注入销售目标子公司（包括青啤华东、淮海在上海江苏区域销售业务及资产，青啤南京 100% 股权，三得利上海服务股权及三得利江苏的销售业务及资产）。**青啤控制过半董事任命并纳入合并报表范围**，负责双方在上海市及江苏省全域经整合后的所有啤酒业务的营销企划、销售、物流、供求、销售服务以及促销广告等事项。

（二）14 年产销量有望跨越千亿大关

产能迅猛扩张，全国性战略布局更趋完善。公司计划 13 年产销量保持两位数增长，十二五产销量目标有望加速在 2014 年实现。12 年内广东揭阳一期 25 万吨项目已投产，原本产能空白的江西九江及河南洛阳各启动 20 万千升新建项目。另外，公司于 12 年 6 月与三得利啤酒签订战略合作协议，整合上海及江苏区域的产销业务，有望于 13 年中完成。12 年青岛啤酒品牌价值达 631 亿元（11 年 502 亿元），我们认为，“三位一体”营销推广及“大客户+微观运营”渠道模式是支持品牌价值及产销量持续提升的关键动力。

3. 投资建议

预计与三得利（中国）的重组整合协议框架于 13 年中完成，给予公司 2013/14 年 EPS 1.50/1.68 元，对应 PE 为 25/22 倍，“推荐”评级（长期价值优势请参考 12 年 3 月 30 日深度报告）。

青岛啤酒（600600.SH）

推荐 评级

分析师

周颖

☎：010-83571301

✉：zhouying_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号：S0130511090001

董俊峰

☎：010-66568780

✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

特此鸣谢

李琰 010-83571374

(liyan_yj@chinastock.com.cn)

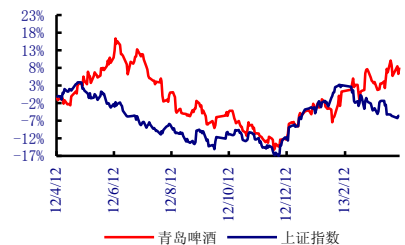
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2013.04.11

A 股收盘价(元)	37.30
A 股一年内最高价(元)	40.70
A 股一年内最低价(元)	28.63
上证指数	2219.55
市净率	4.05
总股本(万股)	135098.28
实际流通 A 股(万股)	69591.36
流通 A 股市值(亿元)	259.58

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

1. 青岛啤酒（600600）：关注战略推动期高速增长
20130328
2. 青岛啤酒：双轮驱动战略成功提升市占率 关注 12 年中期毛利率打开空间
20120330

附录:

青岛啤酒与三得利（中国）签订事业合资公司框架协议及《销售合资公司框架协议》的进展披露

1、收购资产情况

本公司第七届董事会于 2012 年 6 月 5 日召开临时会议，审议通过本公司与三得利（中国）投资有限公司（“三得利中国”）的合作交易，双方已于同日签订《事业合资公司框架协议》及《销售合资公司框架协议》。本公司与三得利中国将各自在上海市及江苏省全域的目标子公司的资产和业务重组整合到两家合资公司，包括一家事业合资公司，负责双方在上海市及江苏省全域经整合后的所有啤酒业务的生产 and 采购等事项；另一家销售合资公司负责双方在上海市及江苏省全域经整合后的所有啤酒业务的销售等事项。两份框架协议互为条件，同时生效。有关上述交易的详情请见本公司于交易所网站和境内报章刊发的相关公告。2012 年 11 月 13 日上述交易通过商务部的反垄断审查。本公司根据项目总体方案的内部重组手续已于 2012 年底完成。截止本报告披露日，双方正进行事业合资公司和销售合资公司的组建工作。

2、出售资产情况

本公司第七届董事会于 2012 年 6 月 5 日召开临时会议，审议通过本公司与三得利中国的合作交易，其中，三得利中国通过现金增资取得事业合资公司 50% 股权，被视为本公司出售股权的交易。截至 2012 年度报告披露日，交易尚未完成。有关交易的财务影响请见本公司于交易所网站和境内报章刊发的相关公告。

3、持续交易

在两间合资公司组建前，本集团成员间及三得利中国集团成员间于其各自的日常及一般业务流程中分别有签订涉及购买啤酒麦芽、啤酒产品及财务安排等内部协议。有关协议方一般须于不多于 120 天的付款期内以现金支付货款。（有关内部协议的详情请参考下页表格）

由于本公司于其综合财务报表中将对销售合资公司以附属公司身份进行综合计算，故销售合资公司为本公司之附属公司。根据《上市规则》，（a）三得利中国作为销售合资公司之主要股东；及（b）事业合资公司及其附属公司作为三得利中国的联系人，构成本集团之关连人士。

因此，原为（1）本集团成员间；及（2）三得利中国集团成员间已分别订立涉及持续交易的内部协议，于两间合资公司完成组建后，由于部分本集团成员及部分三得利中国集团成员分别成为事业合资公司（即本集团之关连人士）及销售合资公司（即本集团成员）的附属公司，可能构成本集团的持续关连交易，本公司将按《上市规则》第 14A.41 条遵守《上市规则》第 14A 章的相关要求。

表：青岛啤酒与三得利中国集团成员间原内部协议详情

类型	协议方		协议及日期	协议期限	交易概况
	本集团成员	三得利集团成员			
本集团成员与本公司注入事业合资公司的附属公司间的交易（原为本集团成员间的内部交易）	青岛啤酒股份有限公司 青岛啤酒麦芽厂	青岛啤酒上海松江有限公司	麦芽购销合同，2012年12月30日	首年2013年1月1日起，其后自动每年续期直至双方同意终止协议	本集团成员向相关三得利集团成员按双方议定之价格、付款及发货方式，供应麦芽产品
	上海青岛啤酒销售有限公司	青岛啤酒上海松江有限公司	啤酒销售合同，2013年1月1日		
	青岛啤酒股份有限公司 安徽销售分公司	青岛啤酒上海松江有限公司	啤酒销售合同，2012年12月30日	首年2013年1月1日起，其后自动每年续期直至双方同意终止协议	本集团成员向相关三得利集团成员按双方议定之价格、付款及发货方式，采购青岛啤酒系列产品，在上海、江苏等区域销售
	青岛啤酒（徐州）淮海营销有限公司	青岛啤酒上海松江有限公司	啤酒销售合同，2012年12月30日		
	青岛啤酒华东南京销售有限公司	青岛啤酒上海松江有限公司	啤酒销售合同，2012年12月30日		
	青岛啤酒股份有限公司	青岛啤酒上海松江有限公司	啤酒销售合同，2012年12月30日		
	青岛啤酒股份有限公司 安徽销售分公司	青岛啤酒（徐州）彭城有限公司	啤酒销售合同，2012年12月31日	首年2013年1月1日起，其后自动每年续期直至双方同意终止协议	本集团成员向相关三得利集团成员按双方议定之价格、付款及发货方式，采购青岛啤酒系列产品，在江苏省等区域销售
	青岛啤酒（徐州）淮海营销有限公司	青岛啤酒（徐州）彭城有限公司	啤酒销售合同，2012年12月31日		
	青岛啤酒股份有限公司 安徽销售分公司	青岛啤酒（徐州）有限公司	啤酒销售合同，2012年12月30日	首年2013年1月1日起，其后自动每年续期直至双方同意终止协议	本集团成员向相关三得利集团成员按双方议定之价格、付款及发货方式，采购青岛啤酒系列产品，在江苏等区域销售
	青岛啤酒（徐州）淮海营销有限公司	青岛啤酒（徐州）有限公司	啤酒销售合同，2012年12月30日		
	青岛啤酒股份有限公司	青岛啤酒（徐州）有限公司	啤酒销售合同，2012年12月30日		
	青岛啤酒华东南京销售有限公司	青岛啤酒（扬州）有限公司	啤酒销售合同，2013年1月1日		
	青岛啤酒股份有限公司 安徽销售分公司	青岛啤酒（扬州）有限公司	啤酒销售合同，2013年1月1日	首年2013年1月1日起，其后自动每年续期直至双方同意终止协议	本集团成员向相关三得利集团成员按双方议定之价格、付款及发货方式，采购青岛啤酒系列产品，在上海和江苏省等区域销售
	青岛啤酒（徐州）淮海营销有限公司	青岛啤酒（扬州）有限公司	啤酒销售合同，2013年1月1日		
	上海青岛啤酒销售有限公司	青岛啤酒（扬州）有限公司	啤酒销售合同，2013年1月1日		
	青岛啤酒股份有限公司 安徽销售分公司	青岛啤酒（宿迁）有限公司	啤酒销售合同，2013年1月1日	首年2013年1月1日起，其后自动每年续期直至双方同意终止协议	本集团成员向相关三得利集团成员按双方议定之价格、付款及发货方式，采购青岛啤酒系列产品，在江苏等区域销售

三得利集团成员与三得利中国注入销售合资公司的附属公司间的交易（原为三得利集团成员间的内部交易）	青岛啤酒（徐州）淮海营销有限公司	青岛啤酒（宿迁）有限公司	啤酒销售合同，2013年1月1日	期直至双方同意终止协议	议定之价格、付款及发货方式，采购青岛啤酒系列产品，在江苏省等区域销售
	青岛啤酒股份有限公司	青岛啤酒（宿迁）有限公司	啤酒销售合同，2013年1月1日		
	青岛啤酒财务有限责任公司	青岛啤酒上海松江有限公司	人民币单位结算账户管理协议，2011年10月12日		
	青岛啤酒财务有限责任公司		人民币单位结算账户管理协议，2011年10月12日		
	青岛啤酒财务有限责任公司	青岛啤酒（徐州）彭城有限公司	人民币单位结算账户管理协议，2012年9月17日	自协议签订日起，在开立的结算账户存续期间有效，直至正式撤销开立的结算账户之日终止	相关三得利集团成员将销售款存放在青岛啤酒财务有限责任公司账户及由该财务公司按双方议定之利率支付利息和提供相关结算服务及收取手续费
	青岛啤酒财务有限责任公司	[青岛啤酒（徐州）彭城有限公司旧瓶回收站]	人民币单位结算账户管理协议，2011年10月12日		
	青岛啤酒财务有限责任公司	青岛啤酒（徐州）有限公司	人民币单位结算账户管理协议，2012年9月21日		
	青岛啤酒财务有限责任公司	青岛啤酒（扬州）有限公司	人民币单位结算账户管理协议，2011年10月12日		
	青岛啤酒财务有限责任公司	青岛啤酒（宿迁）有限公司	啤酒销售合同，2012年12月29日	首年2013年1月1日起，其后自动每年续期直至双方同意终止协议	本集团成员向相关三得利集团成员按双方议定之价格、付款及发货方式，采购三得利啤酒系列产品，在江苏省区域销售
	三得利王子（连云港）啤酒销售有限公司	中国江苏三得利食品有限公司	啤酒销售合同，2012年12月29日		
	三得利王子（连云港）啤酒销售有限公司	江苏三得利（淮安）啤酒有限公司	啤酒销售合同，2012年12月29日		
	三得利（上海）市场服务有限公司	三得利啤酒（上海）有限公司	啤酒销售合同，2012年12月29日	首年2013年1月1日起，其后自动每年续期直至双方同意终止协议	本集团成员向相关三得利集团成员按双方议定之价格、付款及发货方式，采购三得利啤酒系列产品，在上海区域销售
三得利（上海）市场服务有限公司	三得利啤酒（昆山）有限公司	啤酒销售合同，2012年12月29日			
三得利（上海）市场服务有限公司	三得利光明啤酒（上海）有限公司	啤酒销售合同，2012年12月29日			

资料来源：公司公告，银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管，兼食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

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

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn