

张洋

执业证书编号: S0730511030003

021-50588666-8032

zhangyang1984@ccnew.com

## 立足浙江的社区平价超市

——三江购物 (601116) 分析报告

### 研究报告—公司分析

中性 (首次)

发布日期: 2011. 9. 27

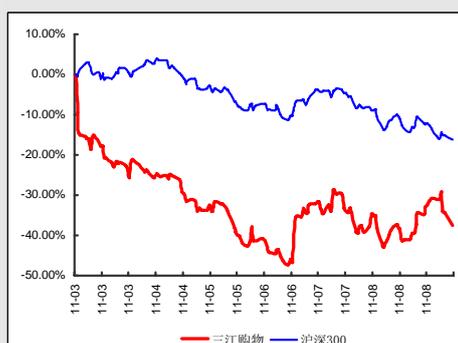
#### 市场数据 (2011. 9. 23)

收盘价 (元)	12.77
一年内最高/最低 (元)	22.80/ 11.26
上证指数	2433.16
市净率 (倍)	3.94
流通市值 (亿元)	7.66

#### 基础数据 (2011-06-30)

每股净资产 (元)	3.24
每股经营现金流 (元)	0.59
毛利率 (%)	17.16
净资产收益率 (%)	7.54
资产负债率 (%)	47.66
总股本/流通股 (万股)	41075/6000
B股/H股 (万股)	0/0

#### 个股相对沪深 300 指数表现



#### 相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

#### 报告关键要素:

公司是浙江地区重要的商业零售企业, 旗下 148 家门店分布在全省各地, 宁波地区集中了其中的 101 家。以会员制为基础的社区平价连锁超市是公司的最大特色。这一模式在锁定消费者的同时, 又为公司带来了可观的会费收入。便宜与便利是公司不断追求的核心竞争优势, 为此公司长期将低价率保持在 60% 以上。目前, 公司的整体经营状况相对平稳, 预计未来三年业绩增速在 10%-15% 之间。

#### 投资要点:

- **平价社区超市的独特定位。**与中小便利店相比, 社区平价超市的营业面积较大, 商品品种较多, 品类较全, 能满足老百姓日常生活所需, 价格相对便宜; 与大型超市相比, 当顾客购买较少商品时, 要比大型超市方便。因此, 社区平价超市在一定程度上与其他零售业态之间是各取所长, 互为补充的关系。
- **立足宁波辐射浙江。**公司旗下门店主要集中在浙江省内, 截至 2011 年 6 月 30 日, 公司共有门店 148 家, 营业总面积超过 45.69 万平方米。其中作为公司大本营的宁波地区尤为密集, 合计门店 101 家, 占比 68%。其余门店则覆盖了除温州市和衢州市以外的浙江所有地区。
- **会员制的经营模式。**根据公司的统计, 会员销售常年占公司总销售的 70% 以上。同时这一模式每年还为公司提供了一笔稳定的会员费收入。
- **投资建议:** 预计公司 2011 年, 2012 年和 2013 年将分别实现每股收益 0.35 元、0.38 元和 0.42 元, 按照 9 月 23 日 12.77 元的收盘价计算, 2011 年, 2012 年和 2013 年的动态市盈率分别为 36 倍, 34 倍和 30 倍。相对于公司业绩增速估值较高, 给予公司“中性”评级。
- **风险提示:** 宏观经济出现重大波动。行业竞争加剧的风险。租金以及人工费用上涨造成公司业绩下滑的风险。

	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	48.24	55.16	61.76	68.36
增长比率 (%)	8	14	12	11
净利润 (亿元)	1.31	1.42	1.56	1.70
增长比率 (%)	8	9	10	9
每股收益 (元)	0.32	0.35	0.38	0.42
市盈率 (倍)	40	36	34	30

目录

1、立足浙江省的社区平价超市企业.....	3
1.1 公司简介.....	3
1.2 公司股权结构.....	3
1.3 旗下子公司情况.....	4
2、区域内经济发达，支撑公司长期发展.....	4
3、以会员制为基础的社区平价超市.....	6
3.1 平价超市的经营特点.....	6
3.2 公司经营规模稳步增长，经营效率相对稳定.....	7
3.3 从宁波辐射浙江全省.....	8
3.4 会员制模式，锁定消费人群.....	9
3.5 便宜与便利是公司的核心竞争力.....	10
3.6 食品生鲜公司收入的主要构成.....	10
4、财务分析.....	11
4.1 盈利能力分析.....	11
4.2 费用率分析.....	14
4.3 运营效率分析.....	15
5、募投项目.....	15
6、公司发展趋势.....	17
7、盈利预测.....	17
8、投资建议.....	19
9、风险提示.....	19

## 1、立足浙江的社区平价超市

### 1.1 公司简介

公司是一家以社区平价超市为主营业务的区域性连锁商业企业。连锁门店遍及浙江三十多个城市和地区，已成为浙江省最大的本土连锁超市。自2000年以来，公司连续十年入选中国连锁百强企业。2009年公司位居中国连锁经营百强第57位，中国快速消费品连锁百强第30位。

截至2011年6月30日，公司共经营门店148家，营业面积合计456868平方米。2011年上半年公司共实现销售收入26.48亿元，同比增长8.94%，净利润超过1亿元，同比增长7.19%。每股收益0.26元。其中宁波市是公司最大的单一市场，2011年上半年共拥有门店101家，占公司门店总数的68%，实现销售收入18.97亿元，占比71.63%。

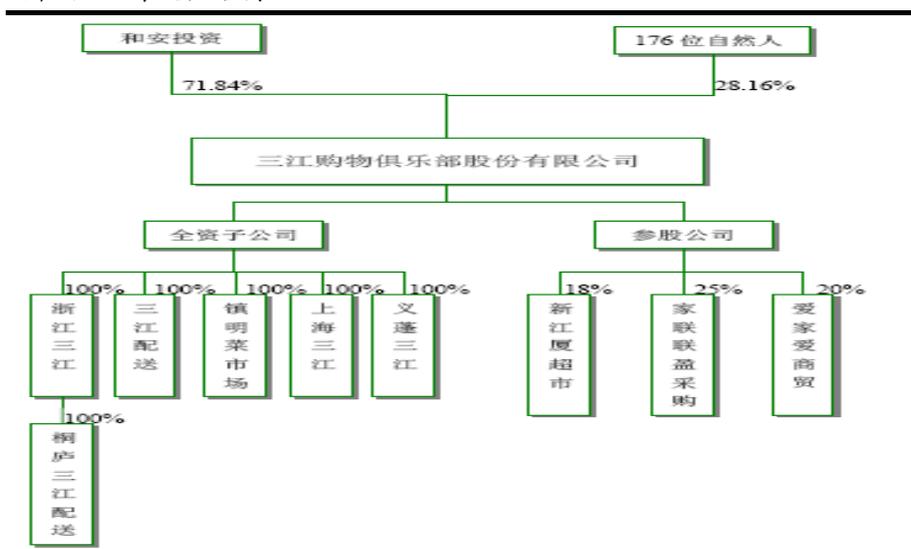
2011年2月，公司上市发行新股6000万股，发行价格11.8元，募集资金7.08亿元，主要用于省内超市业务的拓展，以及公司配送中心和信息系统的升级改造。

### 1.2 公司股权结构

上市发行前公司实际控制人为陈念慈，其除直接持有三江购物2.64%的股权外，还通过持有和安投资80%的股权实现对公司的控制。和安公司其余20%的股权为其女儿陈颖持有。

同时，公司高管和业务骨干共176名自然人合计持有公司9875.88万股，占比28.16%。这使得管理层的利益和股东利益保持一致，从而有利于公司未来业务的成长以及股东利益的最大化。

图 1：公司股权结构



数据来源：中原证券；招股说明书

### 1.3 旗下子公司情况

公司目前共拥有 5 家全资子公司和 1 家孙公司，主要从事社区平价超市的直营连锁经营。2010 年，6 家公司总资产合计 7.45 亿元，净资产 1.23 亿元，实现净利润 0.33 亿元。其中三江配送 2009 年和 2010 年分别贡献净利润 24.22 百万元和 33.26 百万元，对公司业绩有较大影响。

表 1: 公司控股子公司

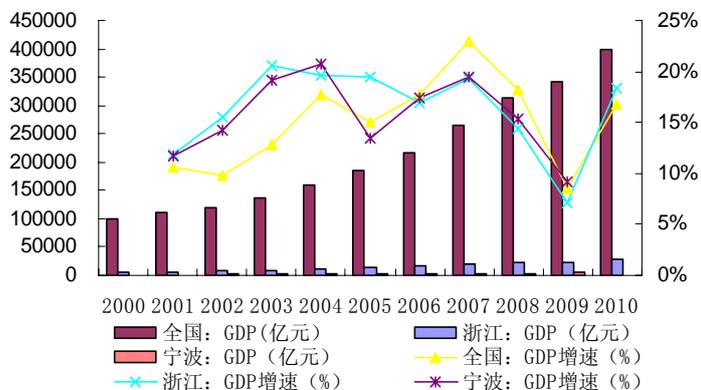
公司名称	成立时间	持股比例	2010 总资产 (百万元)	2010 净资产 (百万元)	净利润	
					2009 (百万元)	2010 (百万元)
浙江三江	2006	100%	448.37	32.67	6.59	7.22
三江配送	2004	100%	278.1	79.18	24.22	33.26
镇明菜市场	2007	100%	2.57	0.36	-0.09	-0.28
上海三江	2009	100%	6.98	2.83	-0.36	-5.81
义蓬三江	2010	100%	9.13	8.09	-	-1.91
桐庐三江配送	2007	100%	0.21	0.2	-0.24	0.12

数据来源：中原证券；招股说明书

## 2、区域内经济发达，支撑公司长期发展

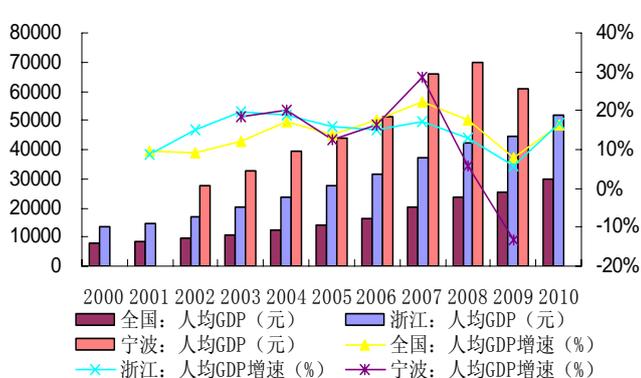
浙江省地处中国经济最为发达的长三角地区，区域优势明显。截至 2010 年底，浙江省拥有 5442.69 万人口，全省国内生产总值达 27226.75 亿元，同比增长 18.43%；人均国内生产总值 52059 元，同比增长 16.62%。全省城镇居民人均可支配收入 27359 元，同比增长 11.17%；全省社会消费品零售总额 10245.4 亿元，同比增长 18.82%。而同期宁波地区的人均 GDP 和人均可支配收入的水平则显著领先于浙江省平均水平。

图 2: 全国、浙江和宁波 GDP 及增速



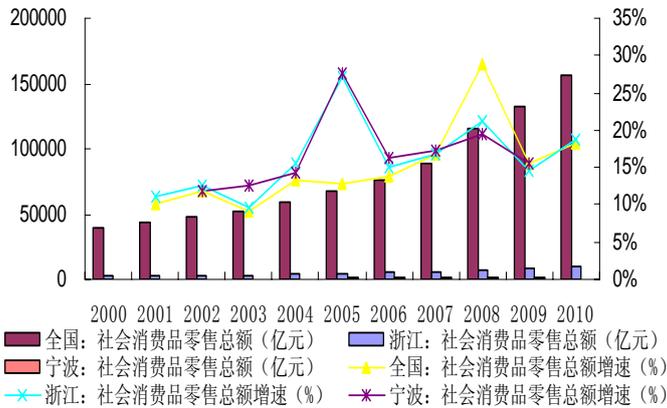
数据来源：中原证券；同花顺；

图 3: 全国、浙江和宁波人均 GDP 及增速



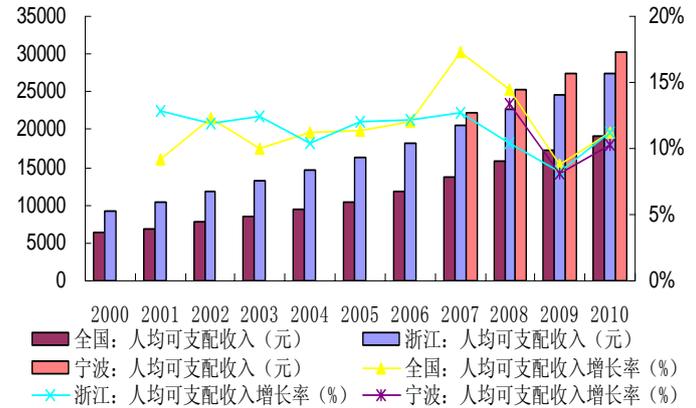
数据来源：中原证券；同花顺；

图 4：全国、浙江和宁波社会消费品总额及增速



数据来源：中原证券；同花顺

图 5：全国、浙江和宁波人均可支配收入及增速



数据来源：中原证券；同花顺

浙江省内优越的经济环境为公司的发展提供了良好的空间。目前公司门店覆盖了浙江省内除温州市和衢州市以外的所有地区。通过对比公司和竞争对手门店的规模可以看出，公司平均门店规模在 3000 平方米上下，单店辐射人群在 2 万人左右；本土竞争对手以小型超市为主，门店平均面积较小，在 1500 平上下，单店辐射人口在 1 万人左右；外资竞争对手以大型超市为主，单店平均超过 1 万平方米，辐射人口超过 10 万。经过测算我们认为，在不考虑其他竞争对手扩张的前提下，浙江省内还有较大的扩张空间，能够满足公司未来的发展需要。

表 2：浙江省内超市业务扩张空间

	宁波	杭州	嘉兴	湖州	绍兴	金华	丽水	舟山	台州
2009 年末常住人口(万人)	719	810	431	285	470	521	231	106	576
三江购物门店数(间)	93	16	3	1	6	2	2	4	14
平均面积(平方米)	2921	2730	5296	4800	3208	2250	3460	3261	3753
辐射人口(万人)	2	2	2	2	2	2	2	2	2
本土超市门店数(间)	269	134	63	5	129	29	6	101	86
平均面积(平方米)	1058	2125	1245	2497	787	2001	2173	249	671
辐射人口(万人)	1	1.5	1	2	1	1.5	1.5	0.5	1
外资超市门店数(间)	13	20	8	4	6	4	1	1	4
平均面积(平方米)	11319	12150	7887	11750	12833	8575	6500	7800	7500
辐射人口(万人)	10	10	10	10	10	10	10	10	10
合计辐射人口	585	433	149	52	201	87.5	23	68.5	154
未辐射人口	134	377	282	233	269	433.5	208	37.5	422
公司可开店空间	67	189	141	117	135	217	104	19	211

数据来源：中原证券；招股说明书

### 3、以会员制为基础的社区平价超市

#### 3.1 平价超市的经营特点

公司是一家以平价超市连锁经营为主营业务的商业企业。社区平价超市定位于服务社区，主要分布在居民小区等社区居民集中的地方，以所在社区居民为主要服务对象。其经营的商品也主要集中在居民日常生活所需的消费品，如生鲜、食品、日用品等。

社区平价超市在商业业态上介于大型超市和便利店之间。与中小便利店相比，社区平价超市的营业面积较大，商品品种较多，品类较全，能满足老百姓日常生活所需，价格又比较便宜；与大型超市相比，当顾客购买较少商品时，要比大型超市方便。因此，社区平价超市在一定程度上与其他零售业态之间是各取所长，互为补充的关系。

表2：大型超市，平价超市和便利店的对比

项目名称	大型超市	社区平价超市	便利店
商圈和目标客户	辐射半径2公里以上，目标客户以居民、流动客户为主	辐射半径1公里左右，目标客户以周边社区客户为主	顾客5分钟内到达，目标客户为单身年轻人为主
商品结构	大众化衣、食、日用品齐全，一次性购齐，注重自有品牌开发	满足居民日常生活消费	即时食品、日用小百货为主，有即时消费性、小容量、应急性等特点，
选址	市、区商业中心、城郊结合部、交通要道及大型居住区	居民小区等居民居住集中的地方	商业中心区、交通要道以及车站、医院、学校、娱乐场所、办公楼、加油站等公共活动区
价格	大部分高于市场平均价格水平，小部分低于市场平均价格水平	低于市场平均价格水平	高于市场平均价格水平
规模	6,000平方米以上	3,000平方米左右	100平方米左右

数据来源：中原证券；招股说明书

目前城市中心区和次中心区的零售业在我国各大城市已经处于成熟发展阶段，相比之下，社区商业起步相对较晚、基础薄弱，没有得到有效的挖掘，未来存在较大的发展空间。按发达国家经验来看，社区商业是经济发展到一定阶段后产生的新型消费需求，所占消费零售总额比例一般在40%左右，有的甚至已占社会商业支出总额的60%。而在国内，即使是社区商业相对发达的上海，社区商业也仅占社会商业支出总额的30%左右。因此未来存在较大的发展空间。

### 3.2 公司经营规模稳步增长，经营效率相对稳定

2007年以来，公司整体经营规模保持了稳健的增长。门店总数由2007年的97间增长到2010年的145间，年均新增16间。同期公司经营面积也由29.45万平方米增加到44.14万平方米。伴随着公司门店和经营面积的增长，公司的销售规模也实现了年均15%的增速，2010年实现销售收入48.24亿元。

图6：公司门店及营业面积统计

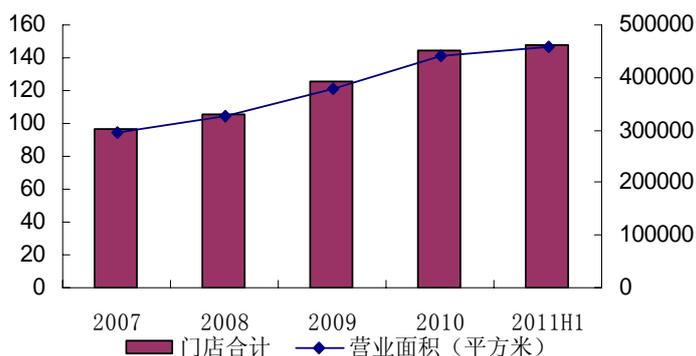
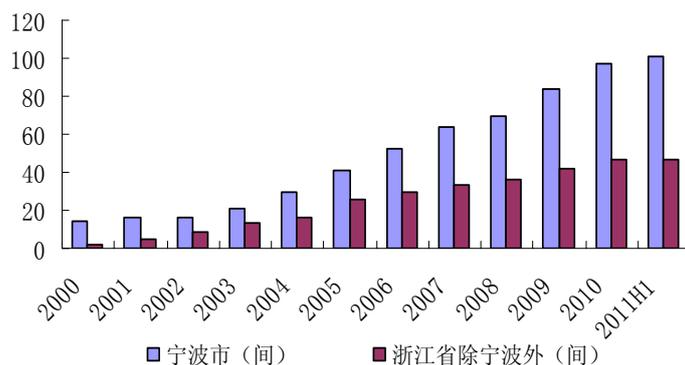


图7：宁波及宁波以外地区的门店统计



数据来源：中原证券；招股说明书

数据来源：中原证券；招股说明书；

在公司经营规模扩大的同时，经营效率相对稳定。公司平均单店销售稳定在3300万元-3700万元之间，单位平效也基本围绕11000元上下波动。但随着公司人员的增加，单位人员实现的销售出现了明显的下降，从2007年的63.35万元下降到2010年的58.38万元。

表3：公司整体运营效率的统计（员工人数使用的是缴纳社保金人数做的近似值）

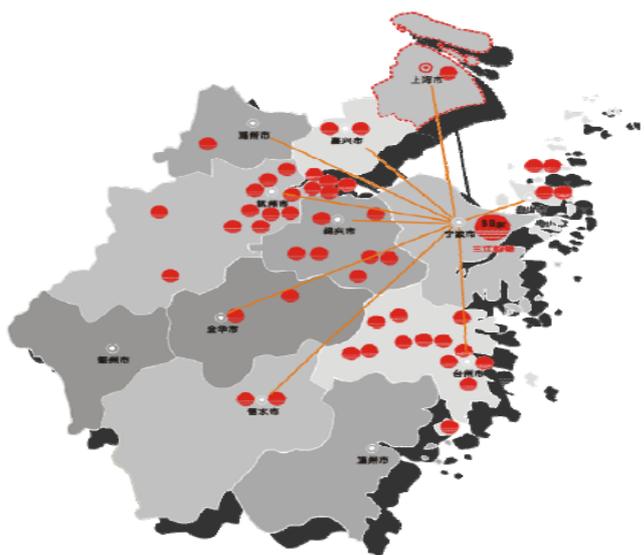
	2007A	2008A	2009A	2010A
营业收入(百万元)	3,203.92	4,008.33	4,455.44	4,823.68
YOY	-	25.11%	11.15%	8.26%
员工人数(人)	5057	6654	7813	8263
YOY	-	31.58%	17.42%	5.76%
人均效率(元/人)	633561.40	602394.05	570259.82	583768.61
门店数量(间)	97	106	126	145
YOY	-	9.28%	18.87%	15.08%
单店效率(百万/间)	33.03	37.81	35.36	33.27
营业面积(平方米)	294466	324678	379917	441424
YOY	-	10.26%	17.01%	16.19%
平效(元/平方米)	10880.44	12345.55	11727.40	10927.54

数据来源：中原证券；招股说明书，

### 3.3 从宁波辐射浙江全省

公司旗下门店主要集中在浙江省内，截至 2011 年 6 月 30 日，公司共有门店 148 家，营业总面积超过 45.69 万平方米。其中作为公司大本营的宁波地区网点分布尤为密集，共有门店 101 家，占公司门店总数的 68%。其余门店则覆盖了除温州市和衢州市以外的所有地区。

图 8: 2010 年 9 月 30 日公司门店分布图



数据来源：中原证券；招股说明书

表 4: 公司门店在各地市的统计

地区	三江购物门店数 (间)
宁波	101
杭州	16
嘉兴	3
湖州	1
绍兴	6
金华	2
丽水	2
舟山	4
台州	14

数据来源：中原证券；招股说明书；

从公司营业收入的地域分布状况可以看出，宁波地区是公司的最大单一市场，2010 年实现销售收入 33.6 亿元，占公司营业总收入的 69.66%。宁波以外 8 个地市占比仅为 25.92%，未来应有较大的提升空间。同时从平效上也可以清楚的看出，公司宁波地区的经营效率明显高于其他地区，2010 年公司宁波地区单店实现销售收入 3465 万元，远高于其他地区的 2661 万元和上海地区的 1833 万元。这在一定程度上得益于公司在宁波地区形成了较强的品牌效应。

表 5: 公司经营况按区域划分

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011H1
<b>营业收入</b>					
宁波地区(百万元)	2,277.74	2,883.62	3,199.27	3,360.63	1,897.06
浙江省(除宁波地区)(百万元)	926.18	1,124.71	1,256.17	1,250.74	644.31
上海(百万元)	-	-	-	18.33	4
<b>门店数量</b>					
宁波地区(间)	64	70	84	97	101
浙江省(除宁波地区)(间)	33	36	42	47	47
上海(间)	-	-	-	1	0
<b>平效</b>					
宁波地区(元/间)	35.59	41.19	38.09	34.65	18.78
浙江省(除宁波地区)(元/间)	28.07	31.24	29.91	26.61	13.71
上海(元/间)	-	-	-	18.33	-
<b>收入构成</b>					
宁波地区(%)	71.09	71.94	71.8	69.66	71.94
浙江省(除宁波地区)(%)	28.9	28.05	28.19	25.92	28.06
上海(%)	-	-	-	0.38	-

数据来源: 中原证券; 招股说明书

### 3.4 会员制模式, 锁定消费人群

公司采取会员制的销售模式, 在为会员顾客提供优质服务的同时向每位会员收取每年 20-30 元年费(新会员 30 元/年, 续会会员 20 元/年, 家庭副卡不收取费用)。作为公司的会员可以在价格上较非会员享受一定折扣, 并可以参加公司不定期的促销活动。2007 年以来, 公司的会员费收入从 1203 万元稳步增长到 2009 年的 1627 万元, 年均增速超过 15%。截至 2010 年 9 月 30 日, 公司会员总数达到 218.9 万名, 其中主卡会员 79.15 万余名。

表 6: 公司会员费收入情况

时间	会员费收入		会员销售额占比
	金额(百万元)	增速(%)	
2007 年	12.03	-	71.33%
2008 年	14.11	15.30%	73.87%
2009 年	16.27	17.33%	75.78%
2010 年 1-9 月	12.1	-	75.05%

数据来源: 中原证券; 招股说明书

通过这种会员制模式, 公司至少可以获得三方面的好处。首先每年稳定的会员费收入为公司提供了一笔不小的利润来源, 其次通过会员模式锁定了社区的潜在消费群体。根据公司的统计, 会员销售常年占公司总销售的

70%以上。最后，公司掌握的客户相关信息，为公司进行商业数据分析提供了强大的数据支持，是一笔价值不菲的商业财产。

### 3.5 便宜与便利是公司的核心竞争力

我国消费者对快速消费品的一个最大的消费特色就是习惯便捷消费、新鲜消费，不习惯长时间储藏食品，这正符合公司社区平价超市“便宜”“便利”的市场定位。

为了能为顾客提供便利的购物条件，公司在门店选址上主要以社区周边为主，这种更加贴近社区居民的选址使周边居民可以方便到达，更加便利居民日常生活。公司门店一般在 3000 平方米左右，以提供社区居民购买频率高、日常生活所需的生鲜、食品和日用品为主。

为了能使顾客“用较少的钱，过更好的生活”，公司定期进行市场调查，努力将公司销售产品的低价率保持在 60%以上。通过低价营销模式，让顾客切实感受到购物的实惠和便捷，为客户提供质优价廉的商品（根据公司规定，同一商品（同品牌、同规格）门店零售价格比主要竞争对手低，该商品就定义为低价商品；公司确定的会员价比对手低 3%及以上的，该商品也定义为低价商品。低价商品品种总数与公司市场调查商品品种总数之比为低价率）。

### 3.6 食品生鲜公司收入的主要构成

食品和生鲜在公司营业收入中的占比明显高于同类上市公司，两项 2010 年合计实现销售收入 34.45 亿元，占当年公司主营业务收入的 74.43%，且从 2007 年起，这一比例呈现出逐年上涨的态势。公司的收入结构这一特点符合公司社区超市的定位。同时由于食品和生鲜的毛利率水平明显低于日用百货和针纺类商品，因此较高的食品和生鲜类占比也意味着公司的整体毛利率水平将低于同类上市公司。

表 7：公司主营业务构成按销售商品划分

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011H1
<b>营业收入</b>					
食品(百万元)	1,783.43	2,175.14	2,316.63	2,461.59	1,365.38
生鲜(百万元)	309.35	581.38	780.59	984.09	532.89
日用百货(百万元)	723.73	830.25	890.79	908.75	491.05
针纺(百万元)	273.78	300.22	294.62	275.27	156.05
主营业务收入	3,090.29	3,886.99	4,282.63	4,629.70	2,545.37
<b>毛利率</b>					
食品(%)	11.1	12.3	11.88	12.4	13.69
生鲜(%)	7.45	7.78	9.29	10.47	11.46

日用百货(%)	14.12	17.99	16.21	17.73	18.55
针纺(%)	22.07	24.21	22.98	23.06	18.66
<b>收入构成</b>					
食品(%)	57.71	55.96	54.09	53.17	53.64
生鲜(%)	10.01	14.96	18.23	21.26	20.94
日用百货(%)	23.42	21.36	20.80	19.63	19.29
针纺(%)	8.86	7.72	6.88	5.95	6.13

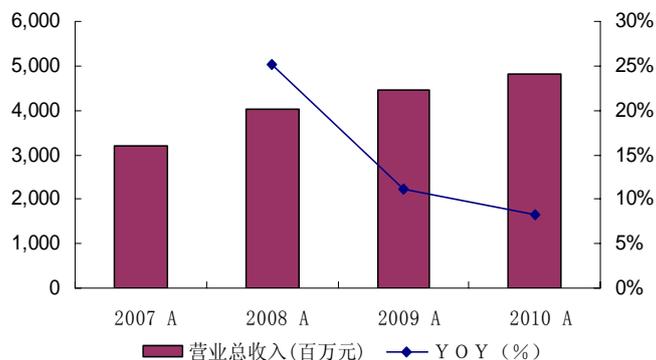
数据来源：中原证券；招股说明书

## 4、财务分析

### 4.1 盈利能力分析

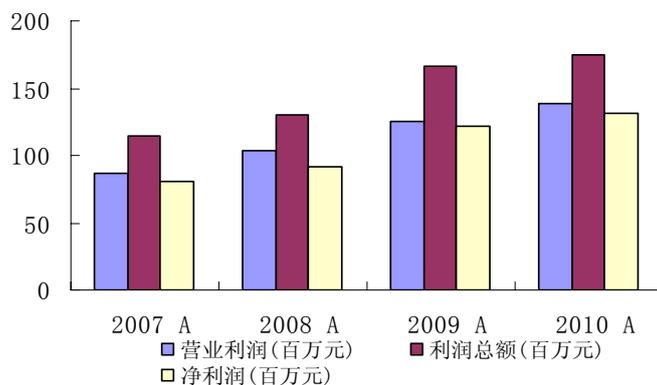
公司营业收入增速相对稳健,从2007年的32.03亿元增加到2010年的48.24亿元,年均增速15%左右。同期,公司净利润水平也实现了同步增长,从2007年的0.8亿元到2010年的1.31亿元,年均增速18%。

图 9: 公司营业收入及增速



数据来源：中原证券；wind 资讯；

图 10: 公司利润统计



数据来源：中原证券；wind 资讯；

通过对比公司营业利润和利润总额的水平,可以看到,利润总额明显高于营业利润,这主要是受公司营业外收入的影响。而在营业外收入中,政府补贴的影响尤为突出。通过剔除政府补助相关影响的前后对比,我们可以看出,2007年至2010年期间,政府补助对当期净利润的影响在20%上下。

表 8: 政府补助对公司利润的影响

	2007A	2008A	2009A	2010A
政府补助 (百万元)	25.77	30.4	43.82	36.42
利润总额(百万元)	114.1	130.68	166.82	174.14
扣减政府补助后利润总额	88.33	100.28	123	137.72
所得税率 (%)	29.49%	30.02%	27.18%	24.54%
净利润(百万元)	80.46	91.45	121.48	131.41
扣减政府补助后净利润 (百万元)	62.28	70.18	89.56	103.93
政府补助对公司净利润影响 (百万元)	-18.18	-21.27	-31.92	-27.48
政府补助对公司净利润影响 (%)	-22.60%	-23.26%	-26.27%	-20.91%

数据来源: 中原证券; 招股说明书

近年来随着公司主营业务的稳步增长,其他业务收入也实现了较快的增长。从2007年的1.14亿元到2010年的1.94亿元,年均增速超过20%。公司其他业务收入主要由服务促销、会员费收入和租赁收入三部分组成。其中服务促销占比超过70%,且随着公司业务规模的扩大逐年提高。同期,会员费收入也实现了稳步增长,但在公司其他业务中的占比基本稳定在10%的水平。

表 9: 公司其他业务收入的状况

	2007A	2008A	2009A	2010A
<b>营业收入</b>				
超市商品零售(百万元)	3,090.28	3,886.99	4,282.63	4,629.71
其他服务性收入(百万元)	113.64	121.34	172.81	193.97
其中: 服务促销费	77.62	80.06	131.22	-
会员费	12.03	14.11	16.27	-
租赁费	15.07	14.3	12.46	-
游艺, 废纸等收入	8.92	12.86	12.85	-
<b>毛利率</b>				
超市商品零售 (%)	12.41	13.75	13.07	13.66
其他服务性收入 (%)	99.43	99.52	99.96	-
<b>收入构成</b>				
超市商品零售 (%)	96.46	96.98	96.13	95.98
其他服务性收入 (%)	3.54	3.02	3.87	4.02

数据来源: 中原证券; 招股说明书

公司的净资产收益率水平虽然近年来呈现下降态势,但2010年依然维持在23.77%的高位,这一水平明显高于同类上市公司。但通过杜邦分析法可以看到,2007年以来公司销售净利率和资产周转率水平基本稳定在2.5%和2.7次水平。而权益乘数的变化是影响公司ROE水平的主要原因。随着

公司上市 IPO 的完成，公司权益乘数将进一步下调，从而拖累公司的 ROE 水平。

表 10: 杜邦分析

杜邦分析	2007 A	2008 A	2009 A	2010 A
权益净利率 (ROE) (%)	33.22	31.93	29.39	23.77
因素分解:				
销售净利率 (%)	2.51	2.28	2.73	2.72
资产周转率 (次)	2.21	2.74	2.86	2.75
权益乘数		5.1	3.77	3.18
归属母公司股东的净利润占比 (%)	100	100	100	100

数据来源: 中原证券; 招股说明书

公司的综合毛利率水平明显低于同类上市公司，这主要是由于公司社区平价超市的定位促使公司在商品定价上较竞争对手略低，同时食品生鲜这一类低毛利的商品在公司整体销售结构中占比较大，也在一定程度上拉低了公司的毛利率水平。最后由于公司采取会员制，一般会员比非会员享受一定程度的折扣，且公司 70% 以上的销售均来自会员消费，因此又进一步降低了公司的毛利率水平。

与之相对应的是，公司销售净利率水平在业内名列前茅，这主要受益于公司出色的成本控制能力。公司整体销售期间费用虽然近年来呈现逐年上升的态势，但在业内依然保持了最低水平。

表 11: 公司毛利率，净利率以及期间费用率对比

证券代码	证券简称	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
<b>销售毛利率 (%)</b>						
002336.SZ	人人乐	20.51	20.15	20.50	20.80	20.81
002251.SZ	步步高	18.51	19.50	19.73	19.61	20.48
002264.SZ	新华都	17.96	18.95	19.01	18.84	20.07
601933.SH	永辉超市	-	17.20	17.88	17.90	19.12
000759.SZ	中百集团	17.41	17.35	18.23	18.15	19.02
601116.SH	三江购物	-	15.50	16.35	16.44	17.14
<b>销售净利率 (%)</b>						
601116.SH	三江购物	-	2.51	2.28	2.73	2.72
002251.SZ	步步高	2.75	2.98	3.14	2.90	2.52
601933.SH	永辉超市	-	3.58	3.82	3.03	2.48
002336.SZ	人人乐	2.01	4.26	3.30	2.62	2.36
000759.SZ	中百集团	1.44	1.82	1.98	2.12	2.11
002264.SZ	新华都	3.61	4.43	2.85	2.11	1.48

## 销售期间费用率 (%)

601116.SH	三江购物	-	12.06	12.98	13.04	13.57
601933.SH	永辉超市	-	11.54	12.46	13.63	15.51
000759.SZ	中百集团	14.98	14.68	15.00	14.90	15.70
002251.SZ	步步高	14.86	15.06	15.21	15.18	16.41
002264.SZ	新华都	13.77	14.63	14.72	15.71	17.23
002336.SZ	人人乐	17.63	14.76	15.98	17.20	17.29

数据来源：中原证券；招股说明书

## 4.2 费用率分析

公司整体费用控制能力出色，其销售费用率和管理费用率在业内处于较低水平。

公司较低的销售费用率是由于公司门店主要设在居民社区，与同行业上市公司门店多设在繁华地段相比，享受了较低的租金水平，同时公司在门店装修及配套设施均一切从简，从而有效降低了门店的装修费用。但2007年以来，公司的销售费用率依然呈现逐年递增的态势，从2007年的10.11%增加到2010年的12.03%，这主要是因为近年来人力成本的大幅攀升。

公司的管理费率在业内处于最低水平，且多年来基本稳定在1.5%的水平。这主要是因为公司通过预算、目标考核等方式，加强对管理费用进行控制，有效降低了管理费用的增幅。同时，公司新增门店未通过增设子公司的方式进行区域管理，而是就近划分为原区域经理管理，因此新设门店未带来管理费用的相应增加。最后，由于公司将商品损耗的相关费用计入销售费用而不是管理费用，也是造成公司管理费用率较低的一个重要原因。

表 12：公司销售费用率及管理费率对比

证券代码	证券简称	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
<b>销售费用率 (%)</b>						
000759.SZ	中百集团	10.30	10.38	10.64	10.92	11.43
601116.SH	三江购物	-	10.11	11.12	11.36	12.03
601933.SH	永辉超市	-	9.15	10.17	11.17	12.65
002336.SZ	人人乐	13.70	12.89	12.91	14.07	14.53
002264.SZ	新华都	11.39	12.08	12.13	13.37	14.57
002251.SZ	步步高	13.41	13.59	13.92	13.58	14.74
<b>管理费用率 (%)</b>						
601116.SH	三江购物	-	1.54	1.50	1.55	1.46
002251.SZ	步步高	1.35	1.45	1.59	1.98	1.93
601933.SH	永辉超市	-	2.02	1.91	2.03	2.29
002264.SZ	新华都	2.32	2.41	2.57	2.56	2.58
002336.SZ	人人乐	3.90	1.88	3.00	3.05	3.09
000759.SZ	中百集团	3.82	3.68	3.90	3.73	4.11

数据来源：中原证券；招股说明书

#### 4.3 运营效率分析

公司的应收账款周转率在业内处于较高水平。作为零售企业，其销售主要以现金形式进行，因此应收账款相对较少，应收账款周转率较高。

2010 年公司的存货周转率为 7.26 次/年，在业内处于较低的水平。这在一定程度上反映了公司在销售产品结构上与同行存在巨大差异。作为一家社区平价超市，公司经营的商品以生鲜食品为主，因此公司所售产品多为自营购销性质。和代销联营模式占比较高的公司相比，这意味着公司拥有更高的存货水平和更低的存货周转率。而 2007 年以来公司存货周转率的下降，主要是因为公司扩大经营规模，增加公司铺地存货所致。

表 13: 公司应收账款周转率和存货周转率对比

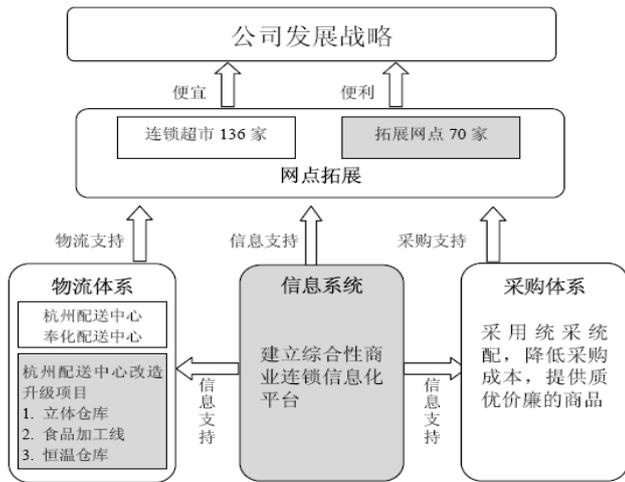
证券代码	证券简称	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
<b>应收账款周转率</b>						
002336.SZ	人人乐	1214.58	1350.21	2618.44	8814.71	2871.19
601116.SH	三江购物	-	730.03	1092.27	1064.50	707.92
002264.SZ	新华都	334.56	448.47	753.88	511.75	478.18
002251.SZ	步步高	1153.60	704.57	416.77	370.19	341.12
601933.SH	永辉超市	-	168.13	225.11	191.93	228.09
000759.SZ	中百集团	288.42	426.47	585.66	176.33	137.20
<b>存货周转率</b>						
601933.SH	永辉超市	--	13.45	15.44	12.32	9.47
002264.SZ	新华都	12.51	12.21	10.12	9.13	8.59
000759.SZ	中百集团	8.26	9.53	8.35	7.65	7.82
002336.SZ	人人乐	8.68	10.17	9.17	8.29	7.66
002251.SZ	步步高	11.05	9.66	8.57	8.17	7.60
601116.SH	三江购物	-	7.49	8.15	7.63	7.26

数据来源：中原证券；招股说明书

#### 5、募投项目

公司募投资金将主要用于连锁超市拓展，三江购物中心升级改造和信息系统升级三个项目，预计投资总额 4.39 亿元。这三个项目是一个整体、系统的工程。连锁超市拓展项目旨在优化公司的网点布局，提升公司品牌影响，增强公司社区平价超市业态的基础竞争力。同时，通过三江购物加工配送中心升级改造项目和信息系统改造升级项目，提升公司物流配送能力和信息系统效率，为公司的网点拓展规划提供强有力的后台支持。

图: 11: 公司发展规划图



数据来源: 中原证券; wind 资讯;

表 14: 募投项目

序号	项目名称	投资金额 (百万元)
1	连锁超市拓展项目	364.09
2	三江购物中心升级改造项目	45.84
3	信息系统升级项目	30
总计		439.93

数据来源: 中原证券; wind 资讯;

公司连锁超市拓展项目预计总投资 3.64 亿元, 通过购买和租赁的方式新建 70 家超市, 其中购买 2 家, 租赁 68 家, 规划总面积 22.85 万 m<sup>2</sup>。宁波地区依然是公司发展的重点, 预计新增门店 40 家, 占新增门店的 57%。此外浙江省内的杭州、嘉兴等地的布点也将得到进一步加强。

:

表 15: 募投门店统计

地区	门店数	规划面积 (m <sup>2</sup> )	签约情况		意向情况	
			门店数	面积	门店数	面积
宁波	40	132148	16	58195	14	51085
杭州	8	23020	0	0	1	4000
嘉兴	2	6300	0	0	1	3300
台州	5	21459	1	5069	1	4000
舟山	7	17300	0	0	3	12118
绍兴	3	9300	0	0	0	0
湖州	2	8000	0	0	0	0
金华	2	7500	0	0	0	0
丽水	1	3500	0	0	0	0

数据来源: 中原证券; 招股说明书

在新增门店的开业节奏上, 公司将从 2010 年 4 月起, 力争每年新增门店 20 余家。按照公司的预计, 新开门店面积 3,000 平方米, 拥有 7,200 户商圈内基本客源, 培育期在一至两年。培育期内销售额一般为成熟期的 70-80%, 首年产生 2,500 万左右的销售。这项目全部完成后, 每年新增营业收入 22.68 亿元, 贡献利润 5108 万元。

表 16: 公司新增门店的分布

区域	计划新增门店数		
	2010.4-2011.3	2011.4-2012.3	2012.4-2013.3
宁波	17	12	11
杭州	4	2	2
嘉兴	-	1	1
台州	1	2	2
舟山	1	2	4
绍兴	-	2	1
湖州	-	1	1
金华	-	1	1
丽水	-	-	1
合计	23	23	24

数据来源: 中原证券; 招股说明书

## 6、公司发展趋势

从公司募投项目的分布可以看出,公司未来发展的重点仍将集中在浙江省内,其中宁波地区依然是公司业务发展的重点区域。但随着市场的饱和,向宁波以外的省内其他地市扩张,以及如何走出浙江将变得日渐重要。

同时公司社区平价超市的这一定位明显区别于其他竞争对手。这种介于大型卖场和小型便利店之间的商业定位,能否在未来的竞争中胜出还需要进一步观察。也不排除公司在贯彻低价折扣模式的基础上,逐步发展成为类似于德国折价超市巨头 Aldi 和 Lidl 的可能。

预计公司上市后的三年内将把门店总数增加到 200 家,销售规模增加到 70 亿元左右。

## 7、盈利预测

公司盈利预测中的核心假设条件如下:

假设 1: 公司未来每年新增门店 20 家,新增单店面积 3000 平方米,每年新增经营面积 60000 平方米。

假设 2: 公司平效稳定在 11000 元/平方米,2011 年、2012 年和 2013 年每年实现销售收入 55.16 亿元,61.76 亿元和 68.36 亿元。

表 17: 公司营业收入的预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
新增门店(间)		9	20	19	20	20	20
门店总数(间)	97	106	126	145	165	185	205
假设单店面积(平方米/间)	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
新增面积(平方米)		30212	55239	61507	60000	60000	60000
总面积(平方米)	294466	324678	379917	441424	501424	561424	621424
平效(元/平方米)	10880	12346	11727	10928	11000	11000	11000
营业收入(百万元)	3,203.92	4,008.33	4,455.44	4,823.68	5515.66	6175.66	6835.66

数据来源: 中原证券; 招股说明书

假设 3: 公司未来三年的毛利率水平稳定在 17%。

假设 4: 公司未来三年的销售费用率和管理费用率分别为 12%和 1.5%。

预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年分别实现净利润 1.43 亿元、1.57 亿元和 1.71 亿元

表 18: 盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入(百万元)	4,455.44	4,823.68	5515.66	6175.66	6835.66
二、营业总成本(百万元)	4,330.49	4,684.71	5358.47	5999.66	6640.85
营业成本(百万元)	3,722.78	3,996.88	4578.00	5125.80	5673.60
营业税金及附加(百万元)	29.57	32.27	35.85	40.14	44.43
销售费用(百万元)	506.24	580.17	661.88	741.08	820.28
管理费用(百万元)	69.08	70.38	82.73	92.63	102.53
财务费用(百万元)	5.64	3.95	0.00	0.00	0.00
资产减值损失(百万元)	-2.81	1.06	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益(百万元)	0.06	0.04	0.00	0.00	0.00
四、营业利润(百万元)	125.01	139.01	157.20	176.01	194.82
加: 营业外收入(百万元)	44.97	36.98	36.39	36.39	36.39
减: 营业外支出(百万元)	3.16	1.84	3.41	3.41	3.41
五、利润总额(百万元)	166.82	174.14	190.18	208.99	227.80
减: 所得税(百万元)	45.35	42.73	47.54	52.25	56.95
六、净利润(百万元)	121.48	131.41	142.63	156.74	170.85
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	121.48	131.41	142.63	156.74	170.85
七、摊薄后每股收益(元):	0.30	0.32	0.35	0.38	0.42

数据来源: 中原证券; 招股说明书

## 8、投资建议

公司是一家定位社区平价连锁超市的商业企业。便宜与便利是公司发展过程中不断追求的核心竞争优势。会员制是公司经营模式的又一大特色，在锁定消费者的同时，每年的会费收入为公司带来一笔不小的额外收入。公司业务目前主要集中在浙江省内，其中宁波是公司最为重要的单一市场。未来公司仍将把浙江作为公司业务拓展的主战场，但随着省内市场的日渐饱和，如何走出浙江也将是公司不得不面对的问题。公司的整体经营状况相对平稳，预计未来三年业绩增速在 10%-15% 之间。

预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年将分别实现每股收益 0.35 元、0.38 元和 0.42 元，按照 9 月 23 日 12.77 元的收盘价计算，2011 年、2012 年和 2013 年的动态市盈率分别为 36 倍，34 倍和 30 倍。相对于公司业绩增速估值较高，故给予公司“中性”评级。

## 9、风险提示

宏观经济出现重大波动。

行业竞争加剧的风险。

租金以及人工费用上涨造成公司业绩下滑的风险。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。