

证券研究报告—新股询价报告
零售贸易
超市
三江购物(601116)

合理价位: 8.1-9.6 元 发行价: 元

2011年2月16日

股票数据

总股本 (百万股)	350.8/0.0
总市值 (百万元)	
沪深 300/深圳成指	2,899.24/12,711.58
12个月最高/最低 (元)	

相关研究报告:
证券分析师: 祝彬

电话: 0755-82131528

E-mail: zhubin@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书编码:
 S0980510120063

证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书编码:
 S0980510120031

新股分析

立足区域发展的龙头超市

●公司概况 - 浙江省内最大社区平价连锁超市

三江购物是浙江省最大的本土超市企业, 08年及09年分别实现销售收入40亿元和45亿元, 同比增长25.1%和11.2%; 归属于母公司的净利润9144万元和1.2亿元, 同比增长13.7%及32.8%。2010年前3季度, 公司已实现销售收入36亿元, 净利润0.86亿元。

●主营业务 - 立足浙江区域发展, 调整商品结构提盈利

公司的主要发展区域在浙江, 省内的扩张空间尚存, 我们预期公司每年新增门店维持在20-25家。在立足于区域发展期间, 公司将积极调整商品结构(如: 生鲜占比), 提升盈利能力。公司此时上市, 有利于获得资本市场的融资支持, 巩固在浙江省内的市场地位, 为将来全国扩张的开展提供了基础。

●有特色的收费式会员制+可持续的补贴支持

公司对商品的定价实行双价格体系, 会员价一般比非会员价低5%左右, 会员年费20-30元。会员销售占总销售额的比例稳定在70%以上, 且近年有上升的趋势。会员制有利于公司培养稳定客源, 并通过信息收集, 更好地为客户服务。此外, 作为当地政府重点扶持的企业之一, 预计当地财政部门给予公司的财政支持能够持续。

●风险提示

宏观经济增长大幅趋缓, 可能导致行业的增长不如预期; 如果财政补贴下降, 将对公司的净利润将产生较大的影响; 新开门店及扩张造成管理人才短缺。

●合理价值在8.1~9.6元/股之间

我们预计公司10-12年的EPS分别为0.33、0.36和0.41元。国内主要A股超市公司2011年平均PE为24倍, 给予20~25倍PE, 对应股价为7.2~9元/股。综合绝对估值和相对估值的结果, 我们认为公司合理价值区间在8.1~9.6元/股。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,008.33	4,455.44	4,876	5,725	6,623
(+/-%)	25.11%	11.15%	9.4%	17.4%	15.7%
净利润(百万元)	91.45	121.48	131	141	162
(+/-%)	13.66%	32.84%	8.0%	7.5%	14.6%
每股收益(元)	0.30	0.36	0.33	0.36	0.41
EBIT Margin			2.7%	2.4%	2.5%
净资产收益率(ROE)	27.66%	24.49%	22.3%	20.5%	20.2%
市盈率(PE)			27.0	25.2	21.9
EV/EBITDA			25.0	24.4	22.3
市净率(PB)			6.03	5.17	4.43

投资摘要

估值与投资建议

随着近年来国内外各大超市集体性、爆发性地扩张，全国超市争霸的时代来临，公司在这个时机上市，有利于获得资本市场融资支持，巩固在浙江省内市场地位，为将来全国扩张的开展提供基础。我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.33、0.36 和 0.41 元。综合绝对估值和相对估值的结果，我们认为公司合理价值区间在 8.1~9.6 元/股。

核心假设或逻辑

1) 根据对公司基本面的分析，我们假设公司 2010-12 年净增门店分别为 19 家、23 家和 23 家；2) 综合毛利率水平分别为 16.2%、16.1%和 16.2%。宁波地区平均单店销售额分别为 3500 万元、3550 万元和 3600 万元；3) 在省内其他城市平均单店销售额分别为 2800 万元、2900 万元和 3000 万元；4) 上海地区单店销售额分别为 1500 万元、1550 万元和 1600 万元。5) 假设公司 2010-12 年仍能获得政府补贴，分别为 4000 万元、4200 万元和 4500 万元。

与市场预期的差异之处

市场认为公司过于稳健，本土区域内的发展空间有限；我们认为公司作为稳健型公司，在所处区域内尚未充分开拓的情况下，没有必要盲目追求所谓的全国扩张。目前集中精力将现有的浙江省内份额稳定好，并利用募集资金加快扩张速度，在取得成功进展后，再进行更大范围的扩张，不但能够使公司整体规模得到提升，也为未来可能的全国战略夯实基础。

股价变化的催化因素

我们认为本次新股上市询价，可能比前期上市的超高估值股票来得合理，下行空间在上市时被有效限制，公司如成功调整（如生鲜类商品）占比，助力提升盈利能力和拓展能力，将有望带动股价上涨。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、如果中国宏观经济增长大幅趋缓，可能导致零售业务的增长不能达到预期；
- 2、未来补贴政策发生变化或公司不再符合补贴政策规定条件；
- 3、新开门店以店长为代表的管理型人才短缺。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
估值与投资建议.....	5
绝对估值法: 9.5~9.7 元/股.....	5
相对估值法: 7.2~9 元/股.....	5
公司概况: 浙江省内最大社区平价连锁超市.....	6
公司简介.....	6
股权结构.....	7
发展规划.....	8
行业概况: 零售旺铺助力公司拓展.....	8
主营业务-立足区域发展, 调整商品结构提盈利.....	9
行业竞争.....	10
有特色的收费式会员制+可持续的补贴支持.....	11
募投项目.....	12
超市门店项目.....	12
物流项目.....	13
信息系统.....	14
财务分析.....	14
盈利能力.....	14
偿债能力.....	15
盈利预测:.....	16
基本假设.....	17
核心判断的主要风险.....	17
附表 1: 财务预测与估值.....	18
国信证券投资评级.....	19
风险提示.....	19
证券投资咨询业务的说明.....	19

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 5: A 股主要超市公司估值对比	6
图 1: 三江购物门店分布	6
表 6: 三江购物子公司及参股公司	7
图 2: 三江购物股权结构	7
表 7: 三江购物股东情况	8
图 3: 06 年 1 月-10 年 12 月全国社零总额增速	8
图 4: 三江购物收入与营业面积增长情况	9
图 5: 三江购物门店增长情况	9
图 6: 按销售商品分类营业收入	10
图 7: 按销售地区分类营业收入	10
表 8: 浙江省内主要对手情况	10
表 9: 近年来公司会员费收入情况	12
表 10: 公司募集资金投资项目	12
表 11: 公司新开门店项目情况	12
图 8: 公司现有物流配送体系	13
图 9: 募投项目升级后物流配送体系	13
图 10: 公司现有信息系统	14
图 11: 募投项目升级后信息系统	14
表 12: 公司与同类上市公司主业毛利率和综合毛利率对比情况	14
图 12: 三江购物综合毛利率和主业毛利率	15
图 13: 公司各品类毛利率情况	15
表 13: 公司偿债能力指标	15
表 13: 公司偿债能力指标	16
表 14: 公司与同类上市公司存货规模情况对比情况	16

估值与投资建议

绝对估值法：9.5~9.7 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。据此得到三江购物绝对估值的合理区间在 9.5~9.7 元之间，价值中枢为 9.6 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
销售收入增长率		25.11%	11.15%	9.43%	17.42%	15.68%	15.62%	12.43%	11.64%	10.97%	10.40%
销货成本 / 销售收入	84.50%	83.65%	83.56%	83.77%	83.92%	83.82%	83.82%	83.82%	83.82%	83.82%	83.82%
管理费用 / 销售收入	1.52%	1.48%	1.53%	1.55%	1.57%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
所得税税率	29.49%	30.02%	27.18%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比例	17.47%	29.16%	17.37%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	3.0%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.95%	Ke	10.3%
行业平均 Beta	0.93	风险溢价	7.0%
公司市值 (E)	3547	E/(D+E)	99.64%
债务总额(D)	13	D/(D+E)	0.36%
Kd	5.3%	WACC	10.45%

资料来源: 国信证券经济研究所 (公司市值假设为 9 元/股)

表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	9.5%	10.0%	10.45%	11.0%	11.5%
4.0%	12.79	11.62	10.63	9.78	9.05
3.5%	12.04	11.00	10.12	9.36	8.70
3.0%	11.40	10.48	9.69	9.00	8.39
2.5%	10.85	10.03	9.31	8.67	8.12
2.0%	10.38	9.63	8.97	8.39	7.87

资料来源: 国信证券经济研究所

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	9.5%	10.0%	10.48%	11.0%	11.5%
4.0%	12.71	11.51	10.50	9.63	8.89
3.5%	11.94	10.88	9.98	9.20	8.53
3.0%	11.29	10.35	9.54	8.83	8.21
2.5%	10.73	9.88	9.15	8.50	7.93
2.0%	10.25	9.48	8.80	8.21	7.67

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值法：7.2~9 元/股

我们预测三江购物 10-12 年每股盈利为 0.33、0.36 和 0.41 元，通过与现有超市类上市公司进行相对估值比较，试图对公司的合理价值做出正确判断，在分析过程中我们假设现有股东的利益不被摊薄。

表 5: A 股主要超市公司估值对比

公司名称	公司代码	收盘价		EPS		PE	
		2011-2-15	2009	2010E	2011E	2010E	2011E
000759	武汉中百	12.7	0.38	0.38	0.45	33	31
002251	步步高	26.3	0.61	0.69	0.88	38	25
002264	新华都	22.9	0.64	0.53	0.80	43	23
002336	人人乐	22.1	0.77	0.65	0.84	34	21
600361	华联综超	10.8	0.13	0.18	0.28	60	22
平均值		19.0				42	24

数据来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所

从 PE 看, 目前国内主要 A 股超市公司 2011 年的平均 PE 为 24 倍, 公司作为一家主营社区平价超市业态的连锁超市, 我们给予 20~25 倍 PE, 对应股价为 7.2~9 元, 价格中枢为 8.1 元。

综合绝对估值和相对估值的结果, 公司合理价值区间在 8.1~9.6 元/股。

公司概况: 浙江省内最大社区平价连锁超市

公司简介

三江购物是浙江省龙头超市企业, 09 年实现销售收入 45 亿元, 同比增长 11.15%, 净利润 1.2 亿元, 同比增长 32.84%。今年截至 3 季度, 公司已实现销售收入 36 亿元, 净利润 8.6 亿元。

公司现有门店 142 家, 总面积 43 万平方米, 其中租赁物业 117 家, 面积近 35 万平方米, 自有物业 25 家, 面积 8 万平方米。相较于同行业公司, 公司的自有物业占比较高, 具备一定抗租金上涨的优势。公司门店主要是社区平价超市, 开设范围以宁波为中心, 辐射覆盖了上海及省内(除衢州和温州以外)三十多个城市和地区。

图 1: 三江购物的门店分布



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

公司下属共有 6 家控股公司和 3 家参股公司。截至 2010 三季度，镇明菜场、上海三江和义蓬三江的净利润依然为负。考虑到上市后将有效缓解公司扩张时资金面上的紧张，我们认为这些门店有望在 1-3 年内实现扭亏为盈。

表 6: 三江购物子公司及参股公司

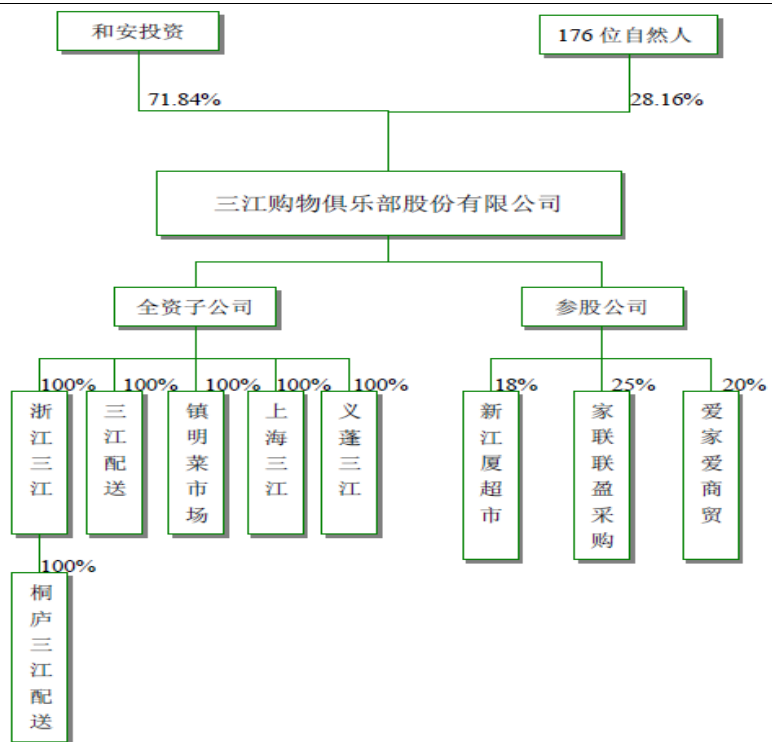
公司	成立时间	股权占比	净资产	净利润	
				2009	3Q2010
浙江三江	2006-5-18	100%	3061	659	516
三江配送	2004-12-23	100%	7171	2422	2579
镇明菜市场	2007-7-18	100%	31	-9	-33
上海三江	2009-7-22	100%	442	-36	-421
义蓬三江	2010-1-13	100%	847		-153
桐庐三江配送	2007-5-8	100%	21	-24	12
上海家联联盈采购有限公司	2004-4-15	25%	20	4	10
武汉爱家爱商贸有限公司	2005-12-7	20%	15	-2	-3
宁波新江厦连锁超市有限公司	2001-12-31	18%	5899	581	819

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

股权结构

公司最早由三江投资和三江贸易共同出资成立，双方分别持股 52%和 48%。随后由于超市经营亏损及经营理念的关系，三江投资转让股权给了当时的副总黄跃林。1999 年增资后，黄跃林持有 20%，而三江贸易持有 80%。为留住人才考虑，黄跃林分两次将三江贸易股权转让与陈念慈。05 年陈念慈及其女陈颖成立和安投资，以 800 万购得陈念慈在公司 80%股权。发行前，陈念慈控股的和安投资控股公司持有公司 71.84%的股权，其余 28.16%为公司高管等 176 位自然人持有。

图 2: 三江购物股权结构



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

发行前公司总股本为 35076 万股，本次拟公开发行不超过 6000 万股，占发行后股

本总额 41076 万股的 14.61%。预计本次发行后和安投资的持股比例将降为 61.35%。

表 7: 三江购物股东情况

股东名称	发行前		发行后		解禁时间
	持股数	占比%	持股数	占比%	
和安投资	25200	71.84	25200	61.35	2014年2月23日
黄跃林、陈念慈等 176 位自然人	9876	28.16	9876	24.04	2014年2月23日
社会公众股	-	-	6000	14.61	非限售股
合计	35076	100.00	41076	100.00	

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

和安投资的实际控制人为陈念慈, 占 80% 股权, 其女陈颖持股 20%。其余 176 位自然人股东主要为公司管理人员和主要业务人员。

发展规划: 新店规划 20~25 家/年

在发展模式上, 针对日趋激烈的市场竞争情况, 公司始终围绕着“社区平价超市”的业态定位, 坚持“天天低价”的营销模式, 努力保持商品低价率在 60% 以上, 同时在选址上坚持贴近社区消费群体的特色, 为社区居民提供便利的服务, 凭借“便宜”与“便利”与大型超市、便利店等形成差异化竞争优势。

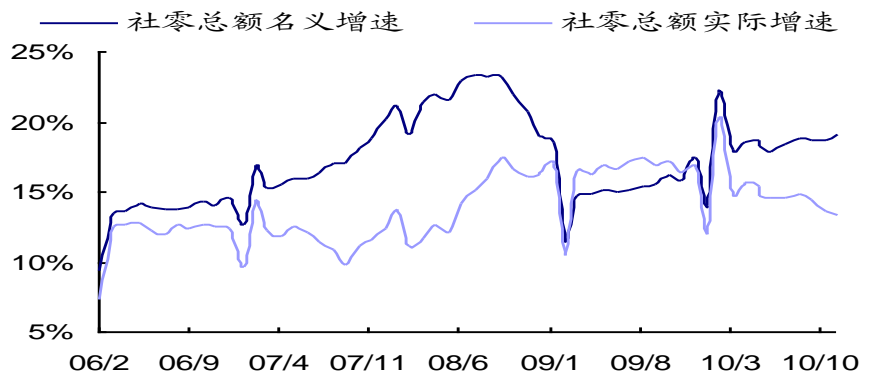
公司近年来基本保持着每年两位数的门店增长, 其中宁波地区的门店数每年增速基本保持在 10-15 家, 浙江省其他地区的门店增速则在 5 家左右。

随着近期超市业国内外各大公司集体爆发性扩张, 全国超市争霸的时代来临, 公司在这个时机上市, 有利于获得资本市场融资支持, 巩固在浙江省内市场地位, 为将来公司全国扩张的开展提供了基础。由于宁波超市竞争已趋于饱和, 预计公司未来三年在宁波新增门店维持在 10-15 家/年, 省内其他地区门店的增速提升至 10 家/年。同时, 随着规模化效应显现, 公司业绩将有望得到充分释放。

行业概况

2010 年零售行业在通胀的支持下, 全年销售呈现增长迅猛, 社零总额实现 154554 亿元, 同比增长 18.4%。扣除价格因素, 实际增长 14.8%。

图 3: 06 年 1 月-10 年 12 月全国社零总额增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所

公司主要发展重心的浙江省去年实现生产总值 22,832 亿元，同比增长 8.9%，财政总收入 4,122 亿元，比去年增长 10.5%，社会消费品零售总额 8,622 亿元，同比增长 15.9%，城镇居民人均可支配收入 24,611 元，同比增长 9.7%，农民人均纯收入 10,007 元，同比增长 9.5%。

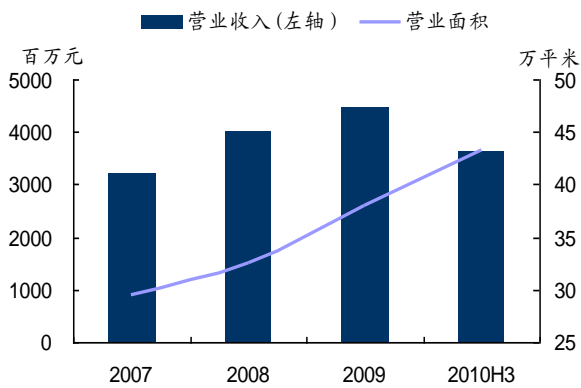
此外，作为公司未来发展基地的上海市，去年实现社会消费品零售总额 6036.86 亿元，同比增长 17.5%，增幅同比提高 4.5 个百分点。其中，批发和零售业零售额 5357.95 亿元(占比 88.75%)，同比增长 17.5%；穿着类商品零售额 682.12 亿元，增长 18.3%；日用类商品零售额 3179 亿元，增长 19.4%。家用电器和音响器材类商品零售额 351.91 亿元，增长 21.6%。

不难看出，在市场受压于通货膨胀之际，零售业在经济强势区域依然维持了强劲的增长。我们认为其主要原因可能在于公司所在区域的消费相对成熟，各种不同阶层的消费业态分布充分，消费者能在不同时期选择各种消费范围；同时由于老牌经济区域人口数量相对稳定，受返乡潮这类消费群体地影响较小。

主营业务 - 立足区域发展，调整商品结构提盈利

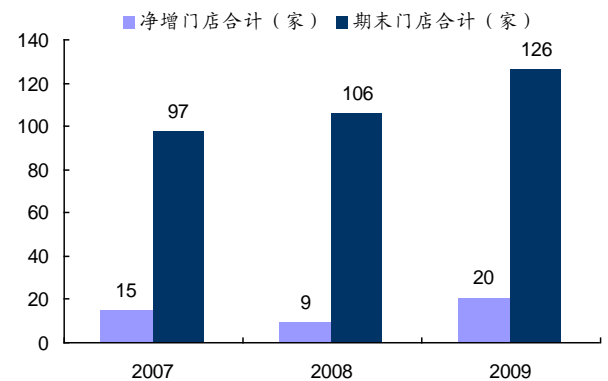
公司主要从事社区平价超市的连锁经营，目前全部以直营方式开展连锁经营业务，包括购销、联营及物业出租方式。2007 - 2010Q3 公司分别实现营业收入 32.04 亿元、40.08 亿元、44.55 亿元和 36.15 亿元，08 和 09 年收入同比增长 25.11% 和 11.15%。

图 4: 三江购物收入与营业面积增长情况



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 5: 三江购物的门店增长情况

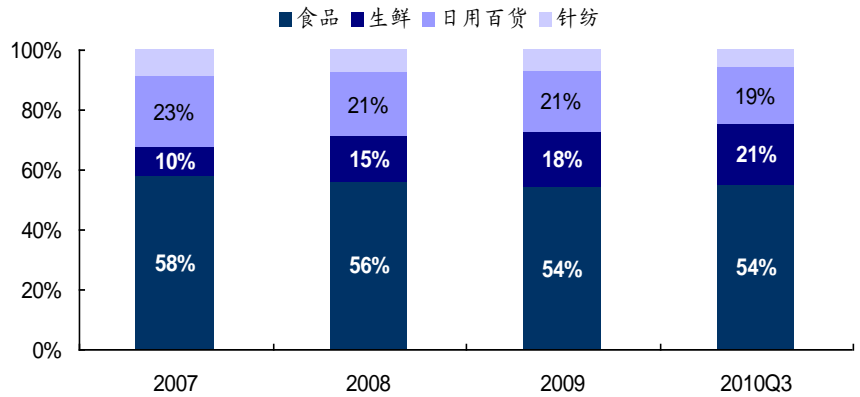


资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

我们认为，公司 09 年营业收入增速较慢，主要由于 08 年公司新开门店仅 9 家，且关闭了 2 家门店（大唐店和诸暨店），因而减少了收入增长的来源。

就销售商品类别而言，公司营业收入包括食品、生鲜、日用百货、针纺和其他收入（如：促销费、会员费、租赁收入以及废纸收入和游艺收入等），其中前 4 大主营收入占总收入的 96% 左右。

图 6: 按销售商品分类营业收入

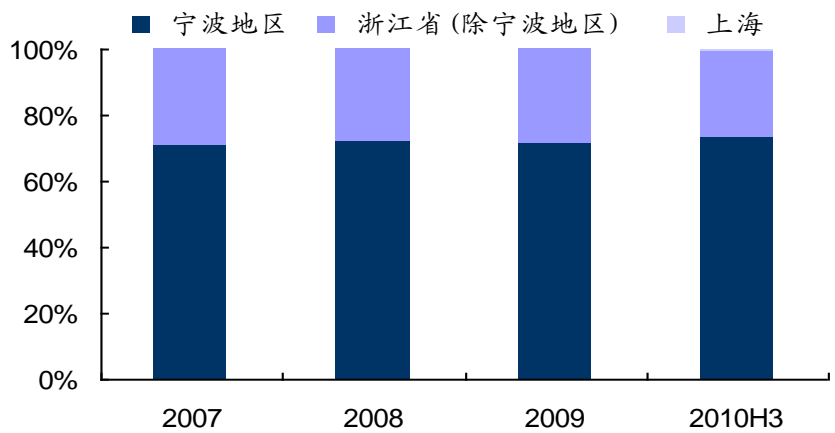


资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

现阶段公司主要商品为食品类, 但考虑到生鲜将是帮助公司未来拓展和与竞争对手PK的重要力量, 生鲜类占比已由07年的10%提升到了21%。我们预计公司未来将逐渐开发上游产业链, 利用农超对接, 在合理采购价位的基础上, 保障生鲜供应地及时性和优质性。

就销售区域来看, 宁波作为公司主战场, 在收入占比中基本维持在70%以上, 而浙江省其他地区的收入占比则在27%左右。此外, 去年1月份开业的上海浦东店, 今年前三季度实现收入1477万元。

图 7: 按销售地区分类营业收入



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

竞争状况

公司为浙江省最大的本土连锁零售企业, 在市场中处于领先地位, 区域优势明显。自2000年以来, 公司已连续十年入选中国连锁零售业百强企业。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零售百强第30位。2007年以来公司在连锁百强的浙江省部分排名中一直位居第一。

表 8: 浙江省内主要对手情况

地区	主要对手	门店数量	总面积(平方米)	占比
宁波	加贝	213	约 110313	15.68%
	华润	25	约 102500	14.57%
	三江购物	93	271690	38.62%

杭州	世纪联华	89	约 233881	40.93%
	大润发	4	约 78000	13.65%
	沃尔玛	7	约 69000	12.08%
	三江购物	16	43675	7.64%
嘉兴	世纪联华	8	约 34950	23.25%
	农工商	45	约 24732	16.45%
	沃尔玛	2	约 21100	14.04%
	三江购物	3	15887	10.57%
湖州	世纪联华	3	约 15900	22.95%
	大润发	1	约 15000	21.65%
	沃尔玛	1	约 14000	20.21%
	三江购物	6	19247	9.73%
绍兴	沃尔玛	4	约 57000	28.82%
	绍兴供销超市	94	约 40853	20.66%
	世纪联华	6	约 29800	15.07%
	三江购物	6	19247	9.73%
金华	福泰隆	14	约 34500	35.63%
	世纪联华	10	约 20687	21.37%
	沃尔玛	2	约 18000	18.59%
	三江购物	2	4500	4.65%
丽水	世纪联华	3	约 10800	40.82%
	沃尔玛	1	约 6500	24.57%
	上海联华	3	约 2240	8.47%
	三江购物	2	4500	4.65%
舟山	台客隆	46	约 14190	30.84%
	天天惠	52	约 9728	21.14%
	欧尚	1	约 7800	16.95%
	三江购物	4	13043	28.35%
台州	乐购	3	约 22000	13.67%
	华联	8	约 20636	12.83%
	农工商	4	约 19780	12.29%
	三江购物	14	52546	32.66%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司在浙江省内的扩张，主要的竞争对手将会是世纪联华和沃尔玛。而在温州地区公司尚未开发，我们认为可能是受当地的人本超市强势影响有关。此外，在个别地区如宁波当地的加贝，金华的福泰隆以及舟山的台客隆亦是其扩张的阻力。

有特色的收费式会员制+可持续的补贴支持

公司门店业态定位为社区平价超市，社区平价超市在业态上介于大卖场和便利店之间，其相对优势在于：与大卖场相比，社区平价超市距居民居住区较近，网点密集，购物方便，满足了消费者对购买频率高、日常生活必需商品的需求；而与便利店相比，社区平价超市品类相对齐全、价格便宜，符合消费者“价廉物美”心理特质的要求。

公司的目标顾客定位于社区周边的居民，主要是日常必需品的消费需求。这类需求受宏观经济波动影响较小，因此经济环境的变动对公司经营业绩的影响相对较低。

对于客户公司实行的是收费会员制，致力于提高服务质量、丰富服务内容，稳定并扩大客户群。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）；同时，公司商品定价实行双价格体系，一般会会员价比非会员价低 5% 左右并可参加公司不定期策划的一系列会员独享活动。

近年来,公司的会员顾客快速增长,截止 2010 年三季度末,公司会员总数达到 218.9 万名,会员销售占总销售额的比例始终保持在 70%以上。

表 9: 近年来公司会员费收入情况

年份	会员费收入(万元)	增长率	会员销售额占比 (会员销售额/年度总销售额)
1-3Q2010	1210		75.05%
2009	1627	15.30%	75.78%
2008	1411	17.33%	73.87%
2007	1203		71.33%

资料来源:招股说明书,国信证券经济研究所

募投资项目

公司拟向社会公开发行不超过 6,000 万股,募集资金 43,993 万元,用于超市门店扩张、配送中心和信息系统改造升级项目。

表 10: 公司募集资金投资项目

项目名称	投资金额(万元)	募集资金使用金额(万元)
1 连锁超市发展项目	36,409	36,409
2 三江购物加工配送中心升级改造项目	4,584	4,584
3 信息化系统升级改造项目	3,000	3,000
合计	43,993	43,993

资料来源:招股说明书,国信证券经济研究所

*如果本次募集资金规模超过项目所需资金,超出部分将用于补充本公司流动资金。

超市门店项目

表 11: 公司新开门店的项目情况

地区	门店数	规划面积	签约情况				意向情况			
			门店数	占比(%)	面积(m ²)	占比(%)	门店数	占比(%)	面积(m ²)	占比(%)
宁波	40	132,148	16	40	58,195	44.04	14	35	51,085	38.66
杭州	8	23,020					1	12.5	4,000	17.38
嘉兴	2	6,300					1	50	3,300	52.38
台州	5	21,459	1	20	5,069	23.62	1	20	4,000	18.64
舟山	7	17,300					3	42.86	12,118	70.05
绍兴	3	9,300								
湖州	2	8,000								
金华	2	7,500								
丽水	1	3,500								
合计	70	228,527	17				20			

资料来源:招股说明书,国信证券经济研究所

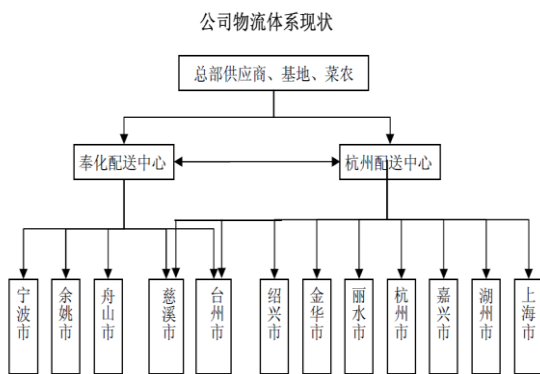
公司计划在 2010 年 4 月到 2013 年 3 月内通过购买和租赁的方式新建连锁超市 70 家，其中购买 2 家，租赁 68 家，规划总面积为 228,527 平方米。截至 2010 年 9 月 30 日，12 家签定了房屋租赁合同暂未开业，占比约 17.14%，面积合计为 43,134 平方米；20 家签订了意向书(包括 2 家拟购买门店的购房意向书)，占比约 28.57%，面积合计为 74,503 平方米；尚有 33 家计划以租赁方式开设的门店未签署房屋租赁合同或租赁意向书。公司采取滚动方式进行网点拓展，计划每年新设门店数约 20 余家。

截至 2010 年 9 月 30 日，公司已投入资金 2,276 万元，70 家连锁超市中有 5 家已经开业，占比约为 7.14%，面积合计为 20,130 平方米。

物流项目

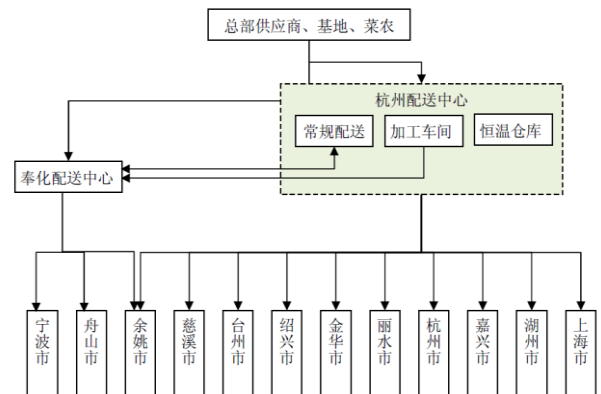
本项目由浙江三江负责组织与实施，公司依项目进度对浙江三江实施增资。项目于 2010 年 7 月启动，2012 年 6 月全部竣工。项目总投资预算 4,584 万元，其中立体仓库投资 1,754 万元，食品加工线投资 501 万元，恒温仓库投资 2,329 万元，截至 2010 年 9 月 30 日，公司已投入资金 34 万元。

图 8: 公司现有物流配送体系



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 9: 募投项目升级后物流配送体系



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

公司现有两个大型配送中心，即杭州配送中心和奉化配送中心。其中杭州配送中心占地 100 亩，建筑面积 63,526.09 平方米，主要负责宁波以外地区的商品配送。奉化配送中心占地 107 亩，建筑面积 43,000 平方米，主要负责宁波地区商品配送。

本次改造升级后，杭州配送中心仓储面积将从 11,760 平方米增加到 21,168 平方米，两个配送中心合计年配送金额由 32 亿元提升至 44 亿元，可以满足 126 家门店的配送要求。

公司新增食品加工线，引入食品包装、农副产品初加工和分装这一增值业务，不仅利于公司提高商品附加值，获取新的利润增长点，同时可以直接控制商品品质，降低商品质量风险。

此外，公司设计的恒温仓库年配送额 3 亿元，冷冻、冷藏商品年配送额 1.4 亿元，建成后将使公司摆脱向外部供应商租赁的困境，从而减少冷冻、冷藏食品的存储费用和运输费用，有效控制成本。

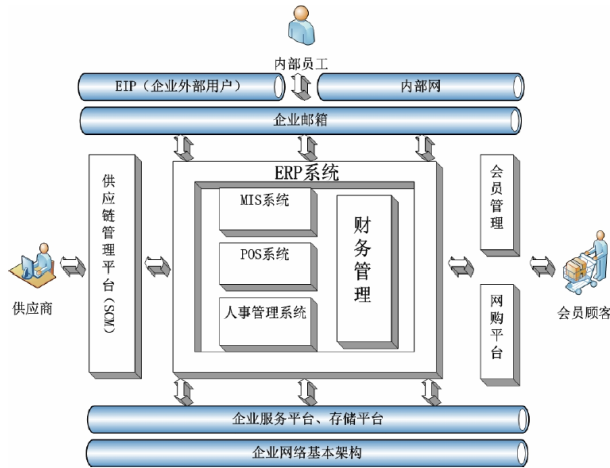
信息系统

公司目前拥有的“三江购物信息管理系统”为核心的信息化管理平台，涵盖公司所有部门和业务面，主要包括 ERP 系统平台（由 MIS 系统、POS 系统、HR 信息管理、财务管理系统购成），会员管理系统，SCM 系统、网购平台（包括购物平台和“三江宝”在线支付平台）、OA 平台（包括企业内部门户、公司网站和内部邮件系统）以及用友财务信息管理平台。

经过本次升级改造后，有利于提高公司的供应商管理能力，规范采购流程及采购行为，提高商品的计划、预测和补货能力，提升门店及配送的库存管理水平，最终实现低价经营的竞争优势。公司将逐步建立起数据仓库，通过决策分析系统将数据变成有效信息，为公司各层管理者提供直接有效的数据决策依据。

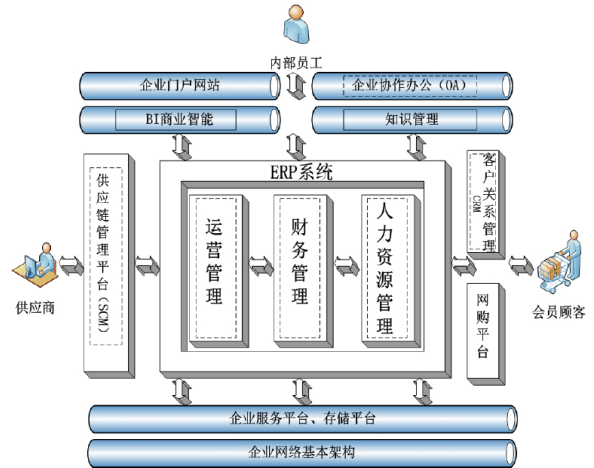
同时，原有的 SCM 系统仅体现为会员价和会员积分管理，功能单一，无法实现以顾客为中心的精细化管理目，升级后，有助于公司通过会员制的策略和管理方法，提高重点顾客的忠诚度，最终达到提升顾客满意度的目的。

图 10: 公司现有信息系统



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 11: 募投项目升级后信息系统



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

财务分析

盈利能力

2007 - 2010Q3 公司主营业务毛利率基本保持在 12% - 14%之间，但整体综合毛利在 15%以上，处于行业评价水平。就商品毛利来看，针纺类毛利率最高 20%以上，其次是日用百货，且由不到 15%提升到了近 20%。

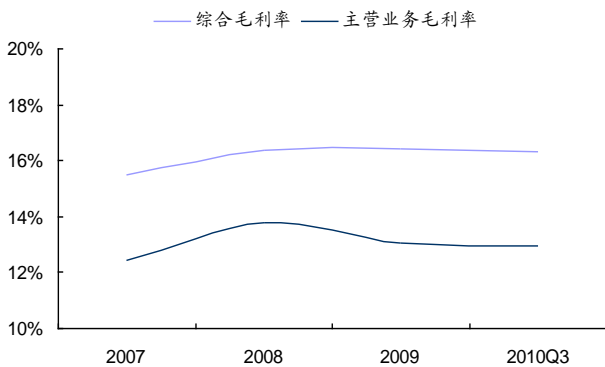
表 12: 公司与同类上市公司主业毛利率和综合毛利率对比情况

		2007	2008	2009
三江购物	主营毛利率	12.42%	13.76%	13.07%
	综合毛利率	15.83%	16.63%	16.44%

武汉中百	主营毛利率	12.61%	13.10%	12.94%
	综合毛利	17.35%	18.23%	18.15%
步步高	主营毛利率	14.56%	14.60%	15.60%
	综合毛利率	19.50%	19.73%	19.61%
新华都	主营毛利率	14.60%	14.80%	14.48%
	综合毛利率	18.95%	19.01%	18.84%
人人乐	主营毛利率	12.08%	11.84%	11.12%
	综合毛利率	20.15%	20.50%	20.80%

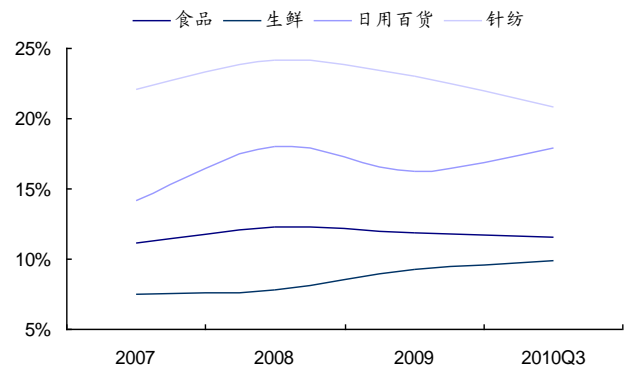
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 12: 三江购物综合毛利率和主业毛利率



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

图 13: 公司各品类毛利率情况



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

财政补贴对公司净利润影响不小

2007 - 2010 Q3, 公司收到的财政补贴金额分别 2,576.81 万元、3,040.51 万元、4,381.71 万元和 2,793.89 万元, 占同期利润总额的比例分别为 22.58%、23.27%、26.27%和 24.75%。

公司净利润呈增长趋势, 其中财政补贴也是一个原因。剔除补贴 (财政补贴对应 EPS 为 0.13) 后, 公司净利率为 1.5%~1.7%。我们认为, 财政补贴对公司业绩影响较大, 如果财务补贴下降或取消, 将对公司造成较大影响。

表 13: 公司净利率受财务补贴的影响不小

	2007	2008	2009
财政补贴	25.77	30.41	43.82
总股本 (摊薄后)	100	300	334
影响 EPS	0.26	0.10	0.13
净利润	80.46	91.45	121.48
净利率	2.5%	2.3%	2.7%
剔除补贴后			
净利润	54.69	61.04	77.66

净利率	1.7%	1.5%	1.7%
-----	------	------	------

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

偿债能力

公司流动比率和速动比率指标基本保持稳定，公司在扩张经营规模的同时保持采购与销售的平衡，财务结构保持合理水平；公司资产负债率呈下降趋势，主要原因是银行短期借款的逐年减少；公司利息保障倍数较高，说明借款利息对利润压力小，公司偿债能力较好。

表 14: 公司偿债能力指标

	2007	2008	2009
流动比率(倍)	0.80	0.84	0.87
速动比率(倍)	0.50	0.43	0.42
资产负债率(母公司)	82.85%	74.62%	65.00%
利息保障倍数(倍)	10.83	11.93	86.00

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

运营能力

与同行业可比上市公司比较，公司存货账面价值和存货周转率均低于可比上市公司平均值。公司作为社区平价连锁超市，所处细分业态以及所销售的产品结构与同行业相比存在一定的差异。如：联营及代销模式相对较少，同行业上市公司如人人乐的联营收入占营业收入比重约为 20%，而公司的联营比重低于 5%。

表 14: 公司与同类上市公司存货规模情况对比情况

		2007	2008	2009
三江购物	存货规模(万元)	36,159.20	46,158.93	51,418.86
	存货周转率(次)	7.49	8.15	7.63
武汉中百	存货规模(万元)	64,285.85	105,027.40	111,054.14
	存货周转率(次)	9.53	8.35	7.65
步步高	存货规模(万元)	42,561.01	54,936.03	57,741.86
	存货周转率(次)	9.66	8.57	8.17
新华都	存货规模(万元)	13,632.60	22,848.22	32,402.76
	存货周转率(次)	12.21	10.12	9.13
人人乐	存货规模(万元)	53,806.34	79,463.46	87,950.74
	存货周转率(次)	9.17	9.17	8.29
平均	存货规模(万元)	42,089.00	61,686.81	68,113.67
	存货周转率(次)	9.61	8.87	8.17

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

盈利预测:

基本假设

根据对公司基本面的分析,本报告的主要假设如下:

- 公司 2010-12 年净增门店分别为 19 家、23 家和 23 家;
- 综合毛利率水平分别为 16.2%、16.1%和 16.2%;
- 宁波地区平均单店销售额分别为 3500 万元、3550 万元和 3600 万元;
- 在省内其他城市平均单店销售额分别为 2800 万元、2900 万元和 3000 万元;上海地区单店销售额分别为 1500 万元、1550 万元和 1600 万元。
- 假设公司 2010-12 年仍能获得政府补贴,分别为 4000 万元、4200 万元和 4500 万元。

随着近期超市业国内外各大公司集体爆发性扩张,全国超市争霸的时代来临,公司在这个时机上市,有利的获得资本市场融资支持,巩固在浙江省内市场地位,为将来公司全国扩张的开展提供了基础。我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.33、0.36 和 0.41 元。综合绝对估值和相对估值的结果,我们认为公司合理价值区间在 8.1~9.6 元/股。

核心判断的主要风险

- 1、如果中国宏观经济增长大幅趋缓,可能导致零售业务的增长不能达到预期;
- 2、未来补贴政策发生变化或公司不再符合补贴政策规定条件;
- 3、新开门店以店长为代表的管理型人才短缺。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	242	264	389	536
应收款项	29	40	47	54
存货净额	514	556	655	758
其他流动资产	204	244	286	331
流动资产合计	1002	1117	1391	1693
固定资产	549	538	568	592
无形资产及其他	33	32	30	29
投资性房地产	42	42	42	42
长期股权投资	19	19	19	19
资产总计	1644	1747	2050	2374
短期借款及交易性金融负债	80	59	59	59
应付款项	673	723	852	985
其他流动负债	394	422	497	575
流动负债合计	1147	1204	1408	1619
长期借款及应付债券	0	(46)	(46)	(46)
其他长期负债	1	1	1	1
长期负债合计	1	(45)	(45)	(45)
负债合计	1148	1159	1363	1574
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	496	588	687	800
负债和股东权益总计	1644	1747	2050	2374

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.36	0.33	0.36	0.41
每股红利	0.06	0.10	0.11	0.12
每股净资产	1.49	1.49	1.74	2.03
ROIC	18%	19%	21%	27%
ROE	24%	22%	21%	20%
毛利率	16%	16%	16%	16%
EBIT Margin	3%	3%	2%	2%
EBITDA Margin	4%	4%	4%	3%
收入增长	11%	9%	17%	16%
净利润增长率	33%	8%	7%	15%
资产负债率	70%	66%	67%	66%
息率	0.7%	1.3%	1.4%	1.6%
P/E	24.7	27.0	25.2	21.9
P/B	6.1	6.0	5.2	4.4
EV/EBITDA	25.4	25.0	24.4	22.3

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4455	4876	5725	6623
营业成本	3723	4084	4805	5551
营业税金及附加	30	33	40	46
销售费用	506	551	650	755
管理费用	69	77	91	107
财务费用	6	0	(2)	(3)
投资收益	0	5	5	5
资产减值及公允价值变动	3	0	0	0
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	125	135	146	170
营业外净收支	42	40	42	45
利润总额	167	175	188	215
所得税费用	45	44	47	54
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	121	131	141	162

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	121	131	141	162
资产减值准备	(3)	3	0	0
折旧摊销	36	58	62	67
公允价值变动损失	(3)	0	0	0
财务费用	6	0	(2)	(3)
营运资本变动	84	(13)	56	57
其它	3	(3)	0	0
经营活动现金流	238	176	258	286
资本开支	(144)	(48)	(90)	(90)
其它投资现金流	2	0	0	0
投资活动现金流	(142)	(48)	(90)	(90)
权益性融资	49	0	0	0
负债净变化	0	(46)	0	0
支付股利、利息	(21)	(39)	(42)	(48)
其它融资现金流	(54)	(21)	0	0
融资活动现金流	(47)	(106)	(42)	(48)
现金净变动	50	21	126	147
货币资金的期初余额	193	242	264	389
货币资金的期末余额	242	264	389	536
企业自由现金流	69	94	132	156
权益自由现金流	15	27	133	158

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	李 君	021-60933156	郑 东	010- 66025270
余爱斌	0755-82133400	左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317
陈 玲	0755-82130646				
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165			陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 峰	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
		黄 磊	0755-82151833		
		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		指数与产品设计	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	彭甘霖	0755-82133259
		袁 剑	0755-82139918	阳 瑾	0755-82133538
		余 辉	0755-82130741	周 琦	0755-82133568
		王越明	0755-82130478	赵学昂	0755-66025232
				邓 岳	0755- 82150533
投资基金		量化投资		交易策略	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康 亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566	赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928
李 腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326		
		郑 云	021-60875163		
		毛 甜	021-60933154		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn