



把脉社区商业核心，分享蓝海业态成长

——三江购物（601116）

2011年2月17日

建议申购

三江购物

新股定价

摘要：

- **社区型细分业态与苏浙区位相得益彰。**浙江作为乡镇经济、外向经济、中小企业创新极具活力的发达省份，全面小康程度仅次于三大一线城市，居民消费升级快速前进，而由此引发了零售业态细分、融合的先导性趋势。在传统超市向便利店、高端超市、紧凑型卖场各分支业态全面发展的同时，融合不同细分业态特点的创新型业态也应运而生，诸如社区超市的蓝海市场有望异军突起与发达区域结合形成厚积薄发的示范-辐射“雁型效应”。
- **平价、便利核心价值全面打开“核心-外围”外延空间。**公司作为浙江省最大的本土社区连锁超市，凭借“便宜”与“便利”与大卖场、便利店形成价格、规模两方面的差异化竞争优势。与内资超市龙头的细分业态定位存在错位；而相对于进入渠道下沉高速轨道的外资超市而言，公司会员制营销的黏性和本土化资源的挖掘有望形成其突出重围，在社区商业生态系统中实现良性发展的有效举措。
- **社区化产品结构奠定供应链管理基石。**公司秉承了社区超市对生鲜、食品两大刚性品类诉求的本质，在总部统一管理、门店分散经营的模式下，前台陈列、促销的有效管理和后台供应链各环节控制及衔接上的改善，将支撑公司快速扩张的有效规模经济和品牌效应所可能带来的范围经济拓展，从而使得各项费用进入下降通道。规模和盈利的平衡将最终体现为单店门店量价齐升的博弈均衡。
- **内外兼修的发展战略助推厚积薄发的企业发展。**公司旨在优化网点布局，提升品牌影响，同时通过物流配送及信息系统的改造升级增强公司社区平价超市业态的整体竞争力。预测公司2010-2012三年的EPS分别为0.38、0.57、0.82元，给予11年40倍的PE水平，对应相对估值为11.88元，结合绝对估值价格11.78元，公司合理价值区间为10.36-11.8之间。

财务指标预测

指标	09A	10E	11E
营业收入（百万元）	4,455.44	4,894.05	5,398.05
增长率（%）	11.15	9.84	10.30
净利润（百万元）	121.48	131.46	150.46
增长率（%）	32.84	8.22	14.45
每股收益(元)	0.29	0.32	0.37
净资产收益率（%）	24.49	19.28	9.85
PE	0	0	0
PB	0	0	0

银国宏

策略分析师

010-66507301

执业证书编号：S1480207120048

高坤

零售行业分析师

010-66507320

gaokun@dxzq.net.cn

询价区间

上市首日定价区间

10.4-12

发行上市资料

总股本（万股）	41076
发行量（万股）	6000
发行日期	2011.2
发行方式	网下询价，上网定价
保荐机构	海通证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	1.61
净资产收益率（%）	15.2
资产负债率（%）	69.04

主要股东和持股比例

上海和安投资管理有限公司	71.84%
其他自然人股东	9.34%
黄跃林	7.98%

目 录

1. 区位优势与社区商业生态相得益彰	4
1.1 非均衡主导下的多元业态体系	4
1.2 浙江先发优势孕育“社区型业态”发展	4
2. “求异存同”战略主导外延路径	6
2.1 中型、平价定位突围红海市场	6
2.2 “核心-外围”稳步渠道下沉	7
3. 内部平台铸就厚积薄发的盈利空间	9
3.1 亲民化产品格局奠定品牌基石	9
3.2 供应链改善成就社区生态良性循环	11
4. 三大募投项目汇聚三江之源	12
4.1 江浙地区仍是重点外延地区	13
4.2 物流配送体系将有效提升	14
4.3 信息化建设把脉供应链咽喉	15
5. 业绩预测及估值	15
6. 风险提示	16

表格目录

表 1: 2008 年东、中、西部及东北地区城镇居民收入与衣食消费情况	5
表 2: 投资组合盈利预测和估值	6
表 3: 公司门店扩张速度	7
表 4: 各地门店分布及竞争格局	8
表 5: 公司产品结构变化趋势	9
表 6: 可比超市公司细分品类毛利率水平	9
表 7: 近三年及一期服务促销费收入明细（万元）	10
表 8: 超市类企业主营业务归纳对比	12
表 9: 公司 IPO 募集资金投向	13
表 10: 各地区募集资金拓展门店计划	13
表 11: 三江购物绝对估值敏感性分析结果	15

插图目录

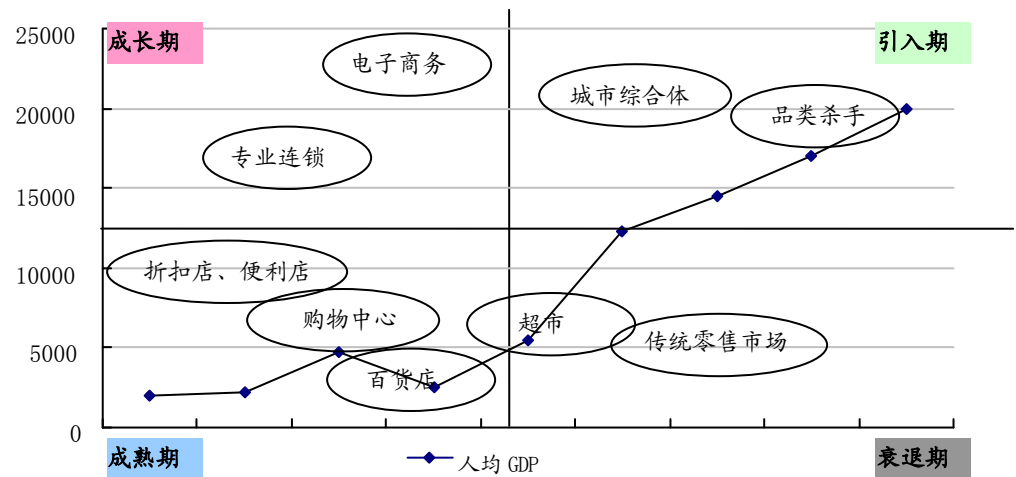
图 1: 美国零售业态生命周期.....	4
图 2: 浙江人均 GDP 及收入与全国平均水平对比.....	5
图 3: 会员销售量价变化趋势.....	6
图 4: 超市业态核心竞争力图解.....	7
图 5: 内资超市竞争力 SWOT 图解.....	8
图 6: 同类上市公司单店绩效指标对比	10
图 7: 公司三项管理费用与可比公司对比 (2009)	11
图 8: 公司股权结构图.....	11
图 9: 可比公司存货周转率对比 (2009)	12
图 10: 与永辉超市损耗率趋势对比	12
图 11: 公司战略规划图	13
图 12: 公司物流配送升级改造项目整体示意图	14

1. 区位优势与社区商业生态相得益彰

1.1 非均衡主导下的多元业态体系

受自然条件、经济基础、政策等因素的综合影响，我国各地经济发展水平、居民消费能力存在较大差距。通过发达国家零售行业的发展逻辑来看，各种业态的演进与人均 GDP 的关系较为密切。我国目前的人均 GDP 已经达到 3700 美元左右，踏寻欧美发达国家行业零售业态的演变轨迹，诸如购物中心、便利店、家庭用品专卖店等业态已经具备快速成长的土壤，零售行业在我国呈现多业态并行、融合发展的百花齐放格局。

图 1：美国零售业态生命周期



资料来源：东兴证券研究所

而人均 GDP 达到 4000 美元则是便利店、专业店批量发展时期。连锁便利超市目前尚处于初级发展阶段，因其选址灵活、投资额少、货物周转快、毛利高等特点成为待开发的黄金渠道。在 2008 年的百强企业中，以经营超市为主的企业比 2007 年增加了 3 家，共 55 家，超市数量在我国零售业中呈现出快速增长态势；2009 年连锁百强中以超市为代表的快速消费品零售业态，销售增长 12.3%，门店数量增长 22.2%。

然而在传统超市向大卖场、便利店、高端食品超市、紧凑型卖场各分支业态全面发展的同时，融合不同细分业态特点的创新型业态也应运而生，由此激发的诸如社区平价超市的蓝海市场有望异军突起与发达区域结合形成厚积薄发的示范-辐射“雁型效应”。

1.2 浙江先发优势孕育“社区型业态”发展

在我国，尤其是东部发达省市，城市中心区和次中心区的零售业已经处于成熟发展阶段，竞争也形成了白热化格局。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。按发达国家经验，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，社区商业在我国还存在着巨大的发展空间。

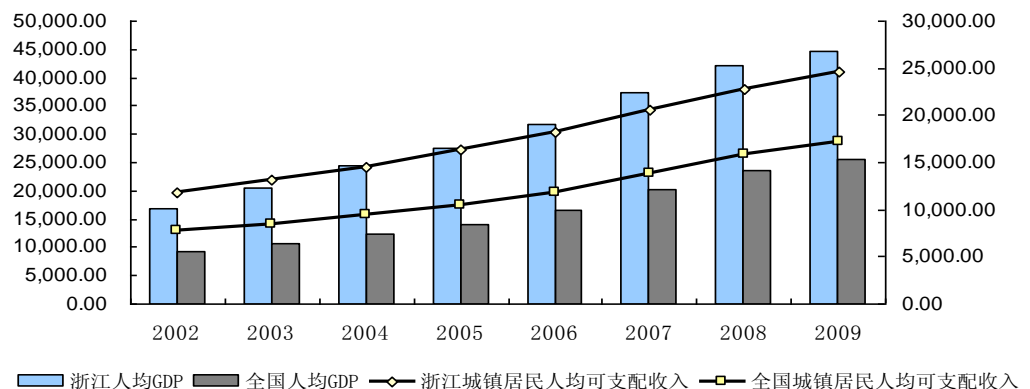
即使是在发达的东部地区，食品类消费也占据了城镇居民消费总量的 30% 以上。而食品及生鲜类产品则构成了社区超市系统的主旋律，这实际上与天虹商场的社区百货定位有着异曲同工之妙。无论是百货还是超市，发达地区社区消费的特点往往融合了工薪阶层的低价、大众需求和中产白领阶层的便利、体验需求，社区商业生态系统的自我调节协调性则孕育了诸多“貌合神离”的社区型业态。

表 1：2008 年东、中、西部及东北地区城镇居民收入与衣食消费情况

项目	东部地区	中部地区	西部地区	东北地区
平均每人全部年收入（元）	20965.49	14061.73	13917.01	14162.02
可支配收入（元）	19203.46	13225.88	12971.18	13119.67
人均年消费性支出（元）	13434.72	9249.02	9604.04	10038.24
其中				
人均消费支出				
食品类				
金额（元）	4927.98	3596.91	3913.96	3724.71
占消费支出比重（%）	36.68	38.89	40.75	37.11
衣着类				
金额（元）	1237.33	1083.59	1087.15	1213.78
占消费支出比重（%）	9.21	11.72	11.32	12.09

资料来源：2009 中国统计年鉴

浙江作为乡镇经济、外向经济、中小企业创新极具活力的发达省份，预计 2010 年全省人均生产能力到达 9000 美金以上。按全国统一的指标体系测算，全省全面小康实现程度高于全国平均水平 12.2 个百分点，列北京、上海、广东之后，居第 4 位。居民生活质量改善，消费升级变化明显。2010 年，城镇、农村居民人均消费性支出分别为 17858 和 8390 元，比上年增长 7% 和 13.8%。从城镇居民消费情况看，人均服务、文化娱乐消费性支出分别同比增长 7.0%、22.5%。而由此引发了零售业态细分、融合的先导性趋势。

图 2：浙江人均 GDP 及收入与全国平均水平对比


资料来源：WIND

2. “求异存同”战略主导外延路径

2.1 中型、平价定位突围红海市场

公司始终围绕着“社区平价超市”的业态定位，在商业业态上介于大型超市和便利店之间，定位于为社区居民提供服务；同时坚持“天天低价”的营销模式，努力保持商品低价率在 60%以上，在选址上坚持贴近社区消费群体的特色，凭借“便宜”与“便利”与大型超市、便利店形成价格、规模两方面的差异化竞争优势。

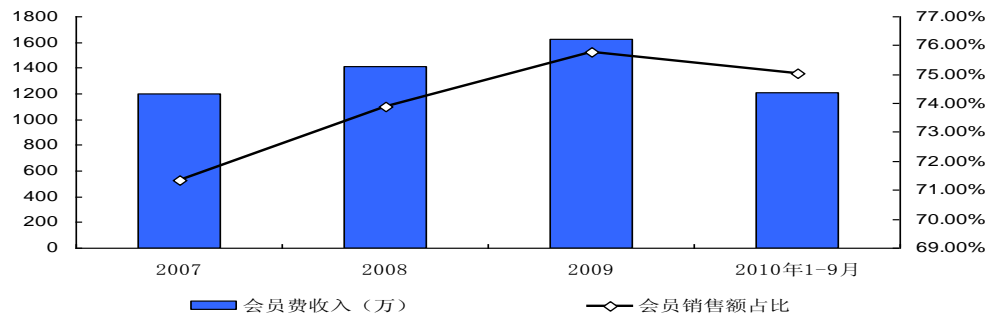
表 2：投资组合盈利预测和估值

基本特点	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，目标顾客以居民、流动顾客为主	辐射 1 公里左右，目标顾客以购买日常生活消费品的社区居民为主	商圈范围小，顾客 5 分钟内到达，目标顾客为单身者、年轻人
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、应急等特点，商品品种在 3000 种左右
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	6000 平米以上	3000 平米左右	100 平米左右

资料来源：东兴证券研究所

对中国这样一个发展中国家，恩格尔系数还很高，作为新型业态的社区超市如果食品价格定的过高，不但在与传统红海业态（大卖场）的竞争中失去最基本的价格竞争性，还会失去吸引顾客的能力。公司在“被平价”的同时，通过会员制营销的黏性突破便利店业态规模壁垒和品牌壁垒的制约，则成为自身社区超市突出重围，进一步拓宽社区规模基础和提升定价主导权的有效举措。公司卓有成效地推广会员制销售模式，拥有稳定增长的客户群，近年来会员客户占比保持在 70%左右。

图 3：会员销售量价变化趋势

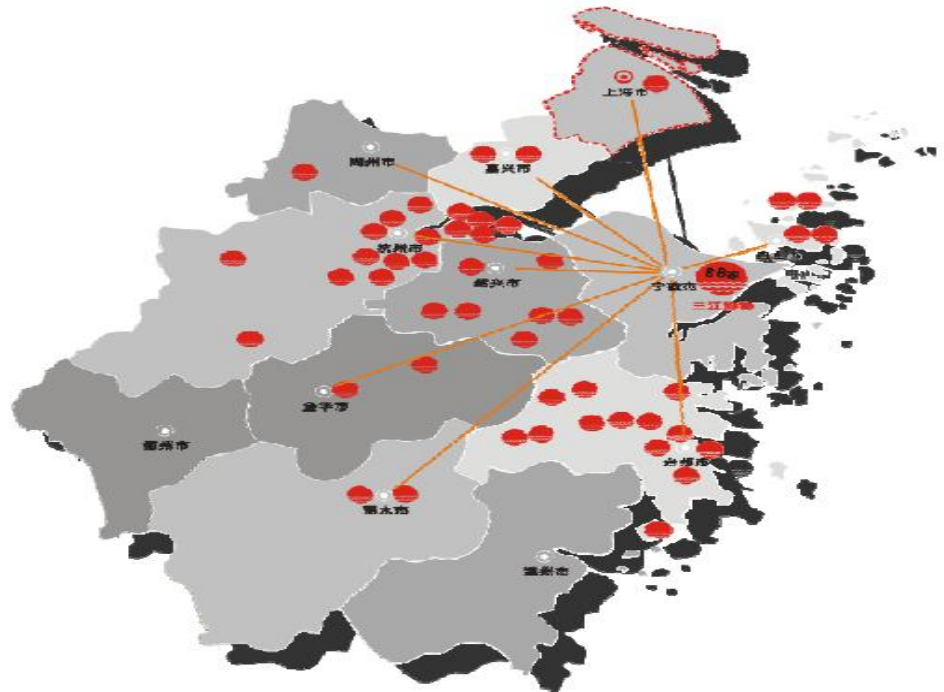


资料来源：招股说明书

2.2 “核心-外围”稳步渠道下沉

公司作为浙江省最大的本土连锁超市，2009 年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浙江省部分排名中一直位居第一。截至 2010 年 9 月 30 日，公司共拥有直营门店 142 家，营业面积合计 43 万平方米，单个营业网点营业面积平均约 3000 平方米，网点已遍布浙江省的宁波、杭州、金华、台州、丽水、湖州、嘉兴、绍兴等三十多个城市和地区。

图 4：超市业态核心竞争力图解



资料来源：招股说明书

公司在浙江省宁波、丽水、舟山、台州地区营业面积占当地主要超市零售企业（包括公司及公司主要竞争对手）营业面积总和的比例均在 20%以上，在宁波地区公司门店优势更加明显。其外延扩张基本延续了行业普遍的蜂窝加密重点区域+积极拓展空白市场双轨并行战略。预计未来公司在宁波将保持每年 10 家以上的高速外延态势，而在重点拓展的绍兴、嘉兴、台州等地也有望达到 6-8 家左右的速度。

表 3：公司门店扩张速度

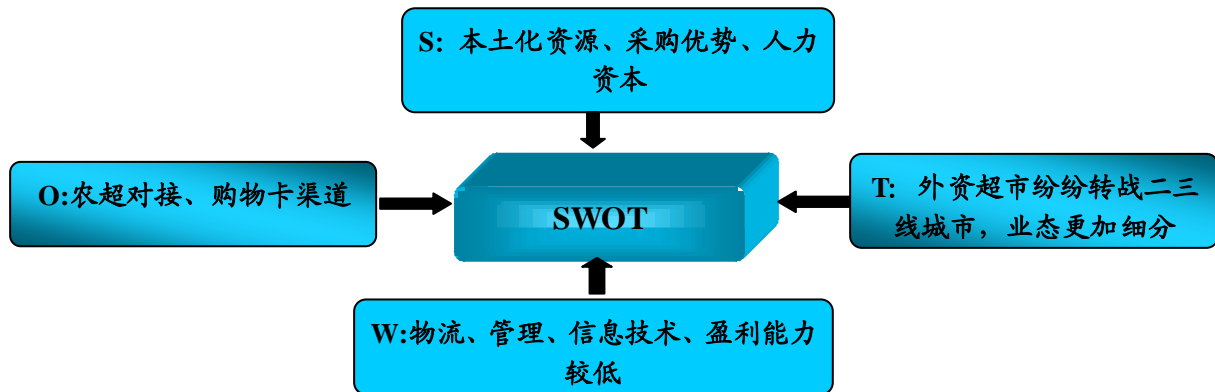
万元	2006	2007	2008	2009	2010Q3
已有门店	—	82	97	106	126
新开门店	—	8	9	22	16
收购门店	—	7		关闭 2 家	
总门店数	82	97	106	126	142
新开百货面积	51917	30212	61711	53205	
经营面积	242549	294466	324678	379917	433122

资料来源：招股说明书，东兴证券

从与竞争对手的关系来看，相对于华润、世纪联华、华联等本土超市企业，华润目前最具竞争力的业态主要为食品超市和高端超市两类，而后两者以大卖场为主，与公司的社区型超市定位不存在激烈的竞争关系；而相对于诸如沃尔玛、家乐福、大润发、乐购、欧尚等外资超市企业，如何吸取白热化的红海市场的共性经营，坚守蓝海领域的差异化市场成为三江在社区商业生态系统中实现良性发展的关键。

从 2009 年开始，沃尔玛、家乐福、特易购(TESCO)等数十家外资零售企业均在中国内地市场扩张其版图。一线市场已经处于基本饱和的状态，内外资超市都纷纷开始转向二三线市场的争夺，必将掀起一个竞争的高潮。

图 5：内资超市竞争力 SWOT 图解



资料来源：东兴证券研究所

劣势

- 我国超市业态起步较晚，物流配送、财务管理、促销方式等商业软、硬件技术明显薄弱；
- 我国零售企业普遍规模较小，市场集中度较低。我国规模最大、运作较为规范、规模经济较为显著的上海联华、上海华联和江苏苏果，其门店数量、销售额和美国的沃尔玛、德国的麦德龙、法国的家乐福等超市难以在同一个数量级上竞争。

优势

- 在农超对接的大背景下，通过基地直采以及与合作社对接等对接方式的不断拓展，无论是对上游的议价能力还是整合能力，本土超市企业都具有外资无法比拟的本土优势；

表 4：各地门店分布及竞争格局

	宁波	杭州	嘉兴	湖州	绍兴	金华	丽水	舟山	台州
三江购物门店 (家)	93	16	3	1	6	2	2	4	14
本土超市 (家)	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

外资超市（家）	13	20	8	4	6	4	1	0	4
竞争程度	内外并举	外资主导	外主内辅	内资主导	内外并举	内外强势	外主内辅	内外零星散落	外资发展迅猛
人均 GDP	8653	24101	6,572		7,447				
市场空间	较大空间	潜力大	很大	很大	重点拓展	空间有限	一定空间	较大空间	空间巨大

资料来源：东兴证券

3. 内部平台铸就厚积薄发的盈利空间

3.1 亲民化产品格局奠定品牌基石

从产品结构上来看，纵向趋势体现了社区型超市生鲜、食品两大刚性品类诉求的本质，生鲜类产品占比四年间提升了整整一倍，但与主打生鲜品类的永辉超市相比，与其50%以上的生鲜占比还有翻番的提升空间；而食品类产品基本维持在55%左右的平稳水平；其他日用百货、针纺类产品则此消彼长的出现而来较大幅度的份额下滑。

表 5：公司产品结构变化趋势

	2007		2008		2009		2010Q3	
	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比
食品	178343	57.71%	217514	55.96%	231663	54.09%	189210	54.45%
生鲜	30935	10.01%	58138	14.96%	78059	18.23%	72165	20.77%
日用百货	72373	23.42%	83025	21.36%	89079	20.80%	66313	19.08%
针纺	27378	8.86%	30022	7.72%	29462	6.88%	19821	5.70%
合计（万）	309028	100.00%	388699	100.00%	428263	100.00%	347509	100.00%

资料来源：东兴证券

从盈利结构上来看，收入占比近55%的食品类产品的毛利率水平低于同类可比公司，这与一方面与其采购的规模经济效益仍处于初步上升阶段有关；另一方面也取决于公司仅为5%远低于同行的联营模式占比，未来随着公司门店网络的纵深拓展以及由此带来的品牌效应提升，标准化程度较高的食品类盈利水平将有一定的提升空间。而占比20%以上的生鲜类产品在过去四年公司生鲜类产品的毛利率水平提升达到2.44个百分点，改善明显。未来则会随着冷链体系的建设 and 物流配送硬件的升级而实现全面赶超。在各品类中盈利能力最强的服装、百货类，则有望凭借规模效应的逐步释放而得以保持一定的优势地位。

表 6：可比超市公司细分品类毛利率水平

	人人乐	新华都	永辉超市	三江购物	外资水平
食品类(%)	9.89	12.52	18.48	11.59	22.6
生鲜类(%)	5.87	11.49	11.68	9.89	22.8
服装类(%)	—	—	30.1	20.88	—
百货类(%)	16.95	20.9	—	17.88	19.4

资料来源：东兴证券

而如何在品类间此消彼长的关系中获得加权盈利的最大化，则很大程度上取决于其前台陈列的技术和艺术，两者的平衡将最终获得单体门店量价齐升的博弈均衡。卖场布局最成功的鼻祖应该是家乐福。卖场布局的目的就是通过控制顾客的流向来引导他们的消费取向，它的两大核心导向是销售和利润，如何合理的平衡两者是卖场布局要解决的最大难题。家乐福的排面设计原则第一标准就是口味，第二标准就是商品的规格，第三标准就是价格。只有这样的排面设计原则才符合顾客的购物选择，好的商品陈列能帮助消费者迅速的做出购买决定，节约了他们的购物时间，同时对卖场来说也加速了商品的流转，提高了营业额。

2008 年底公司颁布了《地堆端架管理办法》等一系列内部管理措施，加大了对门店资源的统一整合，地堆、端架陈列位置增加，同时统一谈判增加了与供应商的谈判能力；2009 年度，公司的陈列费收入净增加了 5035 万，增长幅度为 69.5%。公司近年的一系列陈列促销资源整合和管理起到了良好的效应，未来服务促销费将随着本公司门店增加、销售扩大而保持稳定、持续增长的态势。

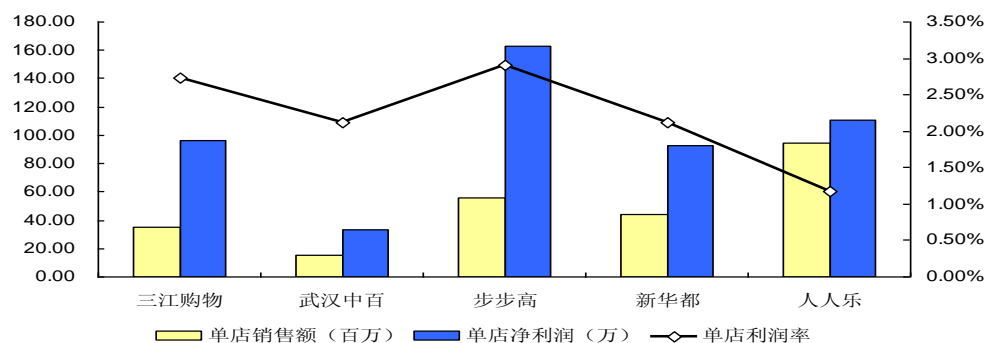
表 7：近三年及一期服务促销费收入明细（万元）

	2007		2008		2009		2010Q3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
陈列费	7164.67	92.31%	7245.74	90.05%	12280.79	93.59%	9932.44	90.53%
促销管理费	466.74	6.01%	685.19	8.56%	792.06	6.04%	813.65	7.42%
广告宣传费	130.14	1.68%	75.17	0.94%	49.46	0.38%	225.65	2.06%
合计	7761.56	100.00%	8006.1	100.00%	13122.32	100.00%	10971.73	100.00%

资料来源：招股说明书

从与可比上市公司单店的数据对比来看，单店 3500 万以上的销售额高于定位仓储、标超、便利店多元化定位的武汉中百，但与同样为区域型超市的新华都和步步高相比，仍有一定差距，而虽然跨区连锁，但同样主营单一细分业态——大卖场的人人乐则有近 3 倍的差距。存货周转的加快和渠道下沉的推进或将成为公司未来单店销售提升的主要驱动因素。而从单店利润看，平均 96.4 万元的单店利润与人人乐的单店利润差距尚不足三倍，略高于新华都 92.4 的水平，从另一方面体现了公司通过前台陈列、促销、服务多重手段与后台供应链完善对费用、损耗控制所具备的单店盈利提升潜力。

图 6：同类上市公司单店绩效指标对比



资料来源：东兴证券研究所

3.2 供应链改善成就社区生态良性循环

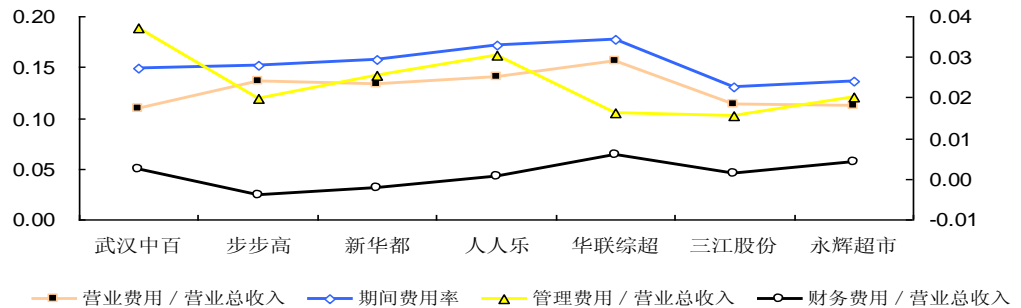
3.2.1 “总分”机制形成费用下降通道

公司定位社区的业态属性决定其销售费用中的租金费用相对其他定位核心商圈、核心办公区的超市企业而言更低，而选址江浙发达地区的外延战略，使得人力成本和水电费成为未来销售费用增长的主要压力。公司 2008 年度销售费用率同比增加 1 个百分点，主要原因就是人力成本 0.63% 的增幅。整体销售率将出现随着公司网点规模经济的释放而呈现下降态势。

公司采用统一管理、分散经营的模式运作，商品集中采购、运输配送、新店建设及工程、信息系统以及营运管理等职能主要职能部门和主要业务流程均集中在公司总部和子公司总部。故而基本上不因门店的增加而发生新增的管理费用。公司管理费用并不随着公司规模快速扩张而呈同比例增长，管业费用率将基本维持在 1.5% 左右。

同时，公司的资产负债率将由目前的 65.00% 大幅下降，资产负债结构更趋优化，公司偿债风险将大大降低。

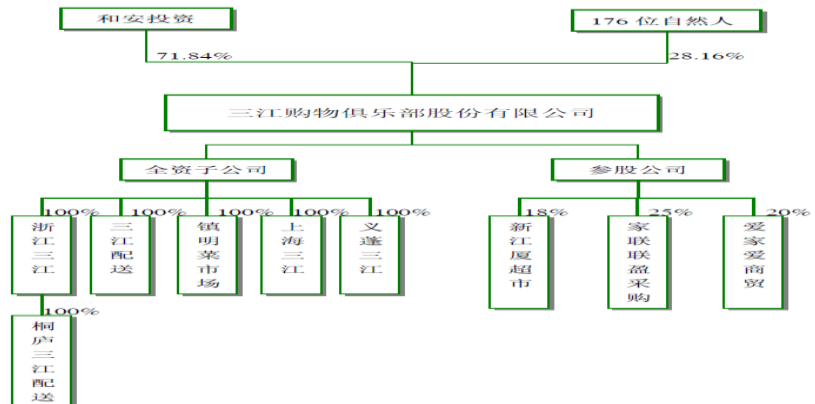
图 7：公司三项管理费用与可比公司对比（2009）



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

此外，公司独特的员工较大份额的持股也给各项费用的控制带来利好。除控股股东和安投资外，公司另有 176 位自然人股东，包括公司高管和门店主要业务骨干，占发行前总股本的 28.16%。

图 8：公司股权结构图



资料来源：招股说明书

3.2.2 慢周转拐点可期

公司目前较低的存货周转水平主要受制于业态、配送模式和供应链体系两方面，后者一定程度上体系在其商品的耗损情况。同行业上市公司有一般都是多业态经营，同时覆盖大卖场、社区超市、百货等多个业态，经营品种包括百货、电器、高档化妆品等，因此联营及代销模式相对较多，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%，而公司以购销为主，购销商品全部计入公司库存，联营比重低于 5%，一定程度上造成了其较低的周转水平。另外目前公司配送模式在物流配送中占比约为 80%，高于步步高 70%、人人乐 50%的水平；远高于武汉中百 30%、新华都 15%的水平，配送占比大，则相应增加在途存货的比重，一定程度上加大了库存压力。

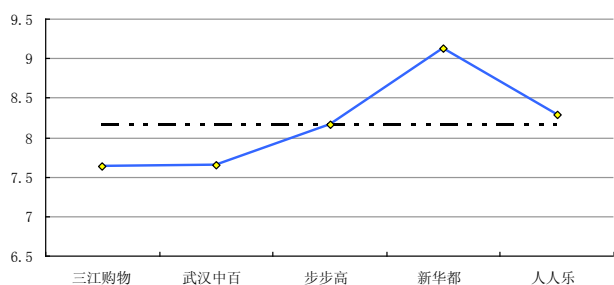
表 8：超市类企业主营业态归纳对比

类型名称	相应超市公司
专业化外延	人人乐（大卖场）、永辉超市（食品超市）、三江购物（社区超市）
核心多元化	华联综超（百+超）、武汉中百（百+超）步步高（百+超+家电）、新华都（百+超）
关联多元化	友谊股份（百货商场、便利店、大卖场、大型购物中心、建材家居超市、连锁超市、连锁药店、物业出租和管理）

资料来源：东兴证券研究所

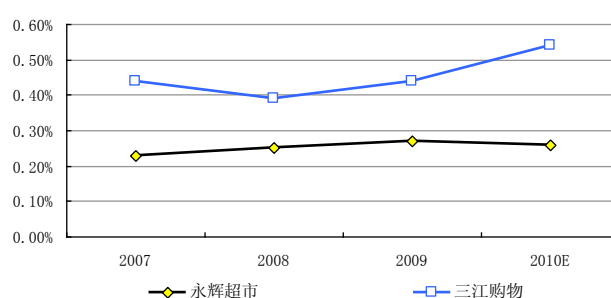
我们对比公司和永辉超市的损耗率水平及趋势可以看出，在采购、物流、配送、上架等供应链各环节的控制及衔接上，公司还有较大的改进空间。零售企业多业态并行经营趋势的范围经济愈发明显，公司未来不排除在社区超市业态做大做强背景下，涉足其他超市细分业态甚至是社区百货。而上市后对供应链、信息系统的全面升级也将全面助推后台供应链效率的提升。

图 9：可比公司存货周转率对比（2009）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 10：与永辉超市损耗率趋势对比



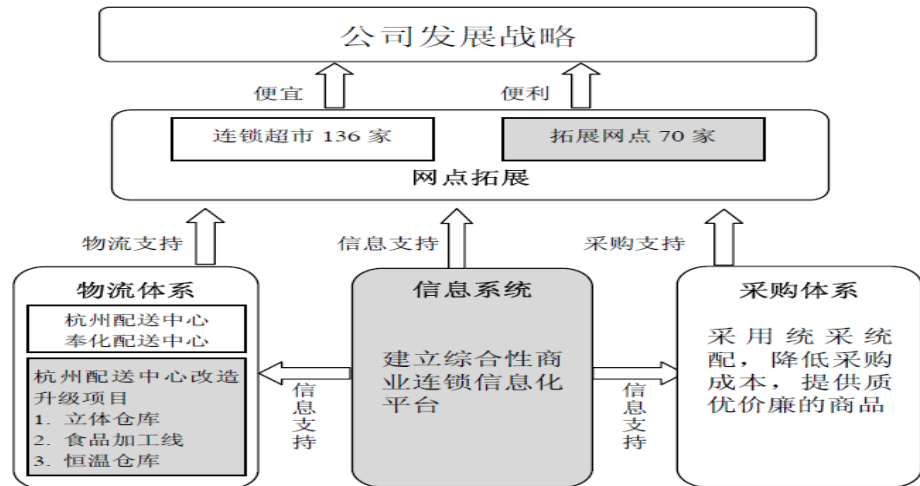
资料来源：东兴证券研究所

4. 三大募投项目汇聚三江之源

本次募集资金投资的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：公司战略规划图



资料来源：招股说明书

表 9：公司 IPO 募集资金投向

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	连锁超市拓展项目	36409
2	三江购物加工配送中心升级改造项目	4584
3	信息系统改造升级项目	3000
	合计	43993

资料来源：招股说明书

4.1 江浙地区仍是重点外延地区

在未来三年内，门店数量将达到 200 家，销售规模将达到 70 亿元，公司网点拓展的核心思路是在甬、绍、杭、舟、台等地区密集布点，以巩固现有市场份额，积极开拓湖州、嘉兴、金华市场，扩大公司在该地区的品牌影响度和市场占有率。

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 23 万平米。截至 2010 年三季度，12 家签定了房屋租赁合同暂未开业，占比约 17.14%；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%；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，每年新设门店数约 20 余家。

表 10：各地区募集资金拓展门店计划

地区	门店数（家）	单店面积（平米）	签约情况			意向情况		
			门店数（家）	占比（%）	面积（平米）	门店数（家）	占比（%）	面积（平米）

宁波	40	3304	16	40	58195	14	35	51085
杭州	8	2878	0	0	0	1	12.5	4000
嘉兴	2	3150	0	0	0	1	50	3300
台州	5	4292	1	20	5069	1	20	4000
舟山	7	2471	0	0	0	3	42.86	12118
绍兴	3	3100	0	0	0	0	0	0
湖州	2	4000	0	0	0	0	0	0
金华	2	3750	0	0	0	0	0	0
丽水	1	3500	0	0	0	0	0	0
合计	70	3265	17	100	63264	20	100	74503

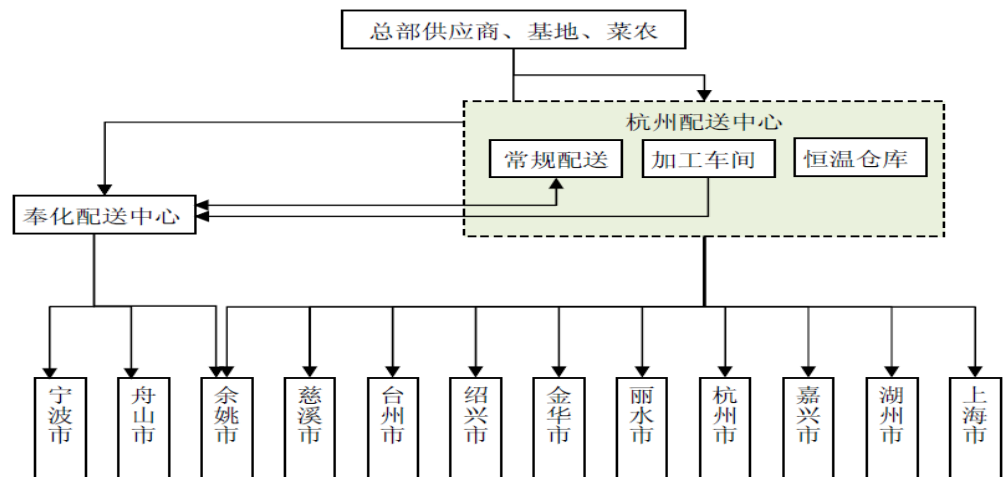
资料来源：招股说明书

公司新开业的门店市场培育期一般在一至两年。培育期内销售额一般为成熟期的70-80%。新店首年产生2500万左右的销售额，后续3年的增长率分别为15%、10%、5%。预计该项目全部完成后，运营期平均贡献营业收入22.68亿元，贡献利润5107万元。

4.2 物流配送体系将有效提升

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。杭州配送中心占地100亩，库房建筑面积6.4万平方米，年商品配送能力25亿元，可配送70家门店，预计三江购物加工配送中心升级改造项目完成后，杭州配送中心的年商品配送能力可提升至44亿元，满足126家门店的配送需求，能有效提升杭州配送中心的配送能力。同时，由于奉化配送中心的通用仓库主要用于常规商品的仓储，三江购物加工配送中心升级改造项目通过立体仓库、食品加工线以及恒温仓库的建设，实现杭州配送中心的现代化改造，提高配送能力和配送效率，扩大配送范围，增强公司整体竞争力。

图 12：公司物流配送升级改造项目整体示意图



资料来源：招股说明书

立体货架 5 年后 100%实现设计产能，最终可增加储存配送 14.3 亿。增加毛利并降低配送费用率合计 0.5%；食品加工线 3 年后 100%实现设计产能，最终可实现每年加工食品 2 亿规模。恒温仓库 5 年后 100%实现设计产能，最终可实现每年加工储运冷藏食品 3 亿规模。项目 2010 年 7 月启动，2012 年 6 月全部竣工。

4.3 信息化建设把脉供应链咽喉

信息系统的改造建设项目建设有助于整合供应链，提高公司集中采购能力。通过供应链系统的建设，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。

本次信息系统改造升级项目具体包括以下三方面，预计建设期为三年：（1）是在目前的门店 POS 和门店 MIS 信息管理系统基础上，升级企业资源计划管理（ERP）平台，包括运营管理平台、财务管理平台以及人力资本管理平台；完善客户关系管理系统 CRM；整合供应链管理系统 SCM，提升公司采购能力；建立商业智能系统 BI。

（2）在核心 ERP 系统的基础上，对现有的其它系统进行优化升级。包括公司办公协作平台的升级优化（OA），门户网站建设和升级，以及无线技术平台的搭建和应用。（3）根据项目需求，对系统核心及安全设备进行升级。

5. 业绩预测及估值

· 假设公司 2010-12 年净增门店分别为 19 家、22 家和 26 家；均为社区平价超市业态，平均单店面积约 3000 平米；

· 假设公司 2010-12 年新开门店平均销售额为 2300 万元、2300 万元和 2400 万元；对应的老店同店增速为 7%、7.3%、8%。

· 考虑到公司后台供应链体系的改造升级进度，假设综合毛利率三年分别提升 0.1、0.25、0.4 个百分点左右，对应 2010-12 年综合毛利率水平分别为 16.55%、16.79% 和 17.2%；

· 假设公司 2010-12 年销售费率受人力成本、租金成本等的压力呈现小幅上升的态势，之后随着规模效应和品牌效应的叠加则步入下降轨道；管理费率则为下降趋稳的格局。假设公司 2010-12 年仍能获得部分政府补贴；

作为超市红海市场中通过社区差异化定位的连锁企业，公司有望在外资卖场渠道下沉的壁垒限制和内资便利店发展尚未成熟的“双重红利”下在社区商业生态的蓝海大放异彩。按照总股本 4.1 亿预测公司 2010-2012 三年的 EPS 分别为 0.32、0.36、0.46 元。2011 年 A 股零售板块的 PE 在 30 倍左右，考虑到业态的差异化定位，连锁品牌价值的成长，享有一定的估值溢价，给予 11 年 33 倍的 PE 水平。公司相对估值为 11.88 元。结合绝对估值价格 11.78 元，公司合理价值区间为 10.36-11.8 之间。

表 11：三江购物绝对估值敏感性分析结果

长期增长率（g）

Ke	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.32%	14.25	14.59	14.98	15.41	15.91	16.47	17.13	17.89	18.81
8.82%	13.47	13.76	14.09	14.45	14.87	15.34	15.87	16.50	17.23
9.32%	12.76	13.01	13.29	13.60	13.95	14.35	14.79	15.30	15.90
9.82%	12.12	12.34	12.58	12.85	13.14	13.48	13.85	14.27	14.76
10.32%	11.55	11.73	11.94	12.17	12.42	12.70	13.02	13.38	13.78
10.82%	11.02	11.18	11.36	11.56	11.78	12.02	12.29	12.59	12.93
11.32%	10.54	10.68	10.84	11.01	11.20	11.40	11.63	11.89	12.17
11.82%	10.09	10.22	10.36	10.50	10.67	10.85	11.04	11.26	11.51
12.32%	9.68	9.79	9.92	10.05	10.19	10.34	10.51	10.70	10.91
12.82%	9.31	9.40	9.51	9.63	9.75	9.89	10.03	10.20	10.37
13.32%	8.96	9.04	9.14	9.24	9.35	9.47	9.60	9.74	9.89

资料来源：东兴证券研究所

6. 风险提示

公司面临着以下风险：地方政府补贴的不确定性；较大租赁门店带来的租金上涨、违约等风险；宏观经济波动带来的消费能力和消费信心下降风险。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,008.33	4,455.44	4,894.05	5,398.05	6,017.10
营业成本	3,352.78	3,722.78	4,084.08	4,491.72	4,982.16
营业费用	445.54	506.24	577.50	636.97	704.00
管理费用	60.31	69.08	62.15	70.17	78.22
财务费用	14.44	5.64	(1.62)	(10.58)	(16.98)
投资收益	(5.15)	0.06	0.07	0.08	0.08
营业利润	103.58	125.01	147.78	182.61	234.38
利润总额	130.68	166.82	175.28	200.61	252.38
所得税	39.23	45.35	43.82	50.15	63.09
净利润	91.45	121.48	131.46	150.46	189.28
归属母公司所有者的净利润	91.45	121.48	131.46	150.46	189.28
NOPLAT	82.59	95.14	109.62	129.02	163.05
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	192.62	242.36	561.10	1,555.33	1,840.81
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	2.95	5.42	6.44	6.66	6.59
预付款项	165.79	126.17	93.50	57.57	57.57
存货	461.59	514.19	481.14	492.24	545.99
流动资产合计	955.26	1,001.60	1,266.19	2,240.90	2,588.23
非流动资产	517.78	642.90	664.02	698.85	686.06
资产总计	1,473.04	1,644.50	1,930.21	2,939.75	3,274.29
短期借款	175.95	80.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	609.91	671.14	738.49	799.90	873.58
预收款项	293.04	373.45	466.44	569.00	671.29
流动负债合计	1,141.11	1,147.29	1,247.59	1,412.25	1,589.69
非流动负债	1.29	1.10	0.70	0.70	0.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	330.65	496.10	681.92	1,526.80	1,683.90
净营运资本	(185.84)	(145.69)	18.60	828.65	998.54
投入资本 IC	293.16	310.09	98.81	(51.54)	(160.91)
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	91.45	121.48	131.46	150.46	189.28
折旧摊销	32.76	35.56	0.00	47.17	49.78
净营运资金增加	55.82	40.15	164.29	810.05	169.89
经营活动产生现金流	146.61	201.77	402.60	368.84	341.09
投资活动产生现金流	(115.46)	(84.22)	(59.71)	(79.61)	(40.42)
融资活动产生现金流	(92.89)	(67.81)	(24.14)	705.00	(15.20)
现金净增（减）	(61.75)	49.73	318.75	994.23	285.48

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。