

三江购物（601116） 零售

区域性平价超市龙头

投资要点：

1、三江购物是区域超市龙头。公司是浙江省最大的本土连锁超市。多年来，公司立足宁波，向浙江全省辐射，截至 2010 年 9 月 30 日，公司拥有营业网点 142 个，营业面积合计 433,122 平方米，单个营业网点营业面积平均约 3,000 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。

2、管理层与骨干持股的民营企业。三江购物的控股股东是和安投资，和安投资的实际控制人为陈念慈先生，其拥有和安投资 80%的股权，其余 20%股权持有者为陈念慈的女儿陈颖。另外 176 名自然人股东包括了公司高管和业务骨干，其所持股份占发行前总股本的 28.16%。管理层与骨干持股的持股结构有利于企业经营的稳定。

3、销售规模已具一定优势，购销收入占比较高。三江购物的销售规模 2009 年超过 44 亿，作为区域性的超市企业，以宁波作为主要的销售区域其销售规模已具有一定的优势。公司如何走出宁波，以及未来在浙江的发展计划直接决定了其增长的速度。

4、期间费用控制能力强、生鲜比重提升空间大。对于上市公司的超市企业进行比较，公司的毛利水平相对较低，原因可能源自公司销售遵循平价的原则，较多的让利于客户，但是净利润较高，显示公司期间费用的控制能力强。从公司的产品结构来看，三江购物的生鲜品类的占比在上市的超市中相对较低。生鲜品种的集客能力已经得到了公认，我们认为公司未来在生鲜品类的占比上还有较大的提升空间。

5、合理价值区间 7.20-9.00 元。预计公司 2010/2011/2012 年 EPS0.32/0.36/0.44，我们认为公司的合理估值水平 2011 年约为 20-25 倍，合理价值区间 7.20-9.00 元。

股东信息

大股东名称	上海和安投资管理有限公司
持股比例	71.84%

相关研究报告

研究员：

职业证书编号：	S0020209100753
电 话：	021-51097188-1826
电 邮：	shixueqing@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路 379 号
研究员：	施雪清

目 录

一、宁波平价超市龙头.....	4
二、差异化定位的民营超市.....	5
2.1 管理层与骨干持股的民营企业.....	5
2.2 稳健发展的会员制平价超市	5
三、销售规模已具优势，购销收入占比较高	6
3.1 销售规模已具优势.....	6
3.2 购销收入占比较高.....	7
四、期间费用控制能力强、生鲜比重提升空间大.....	7
4.1 期间费用控制能力强	7
4.2 生鲜比重提升空间大	7
五、募集资金项目	8
六、盈利预测	9

图 表

图 1: 三江购物在浙江省的布局.....	4
图 2: 三江购物持股结构.....	5
图 3: 三江购物营业面积扩张	6
图 4: 三江购物营业规模比较	7
图 5: 募集资金项目分析.....	9
表 1: 三江购物在浙江的销售状况	4
表 2: 三江购物购物卡收入与持卡销售状况.....	6
表 3: 三江购物购销比重分析	7
表 4: 上市超市盈利情况分析	7
表 5: 上市超市企业营业收入分类构成比较.....	8
表 6: 上市超市企业分品种产品毛利水平	8
表 7: 上市超市企业主要财务指标比较.....	8
表 8: 募集资金项目	8

一、宁波平价超市龙头

公司是浙江省最大的本土连锁超市。多年来，公司立足宁波，向浙江全省辐射，截至 2010 年 9 月 30 日，公司拥有营业网点 142 个，营业面积合计 433,122 平方米，单个营业网点营业面积平均约 3,000 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。

表 1：三江购物在浙江的销售状况

2009年中国连锁零售业百强之浙江省部分

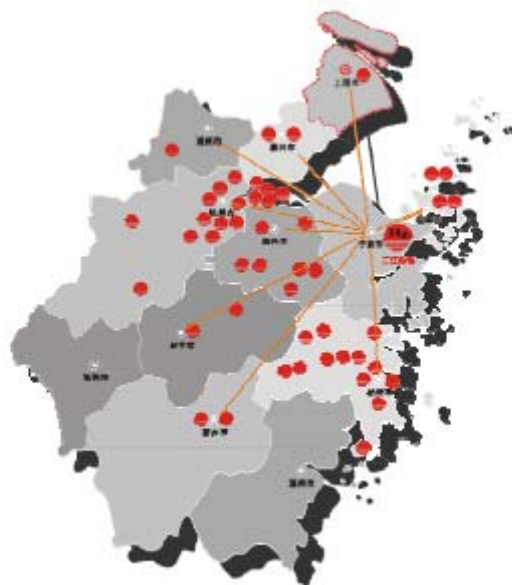
排名	企业名称
57	三江购物俱乐部股份有限公司
72	加贝物流股份有限公司
83	浙江人本超市有限公司
85	浙江华联商厦有限公司
88	话机世界数码连锁集团股份有限公司

2009 年中国快速消费品连锁百强之浙江省部分

排名	企业名称
30	三江购物俱乐部股份有限公司
39	加贝物流股份有限公司
46	浙江人本超市有限公司
51	浙江供销超市有限公司
69	浙江华之友商贸有限公司

资料来源:招股说明书

图 1：三江购物在浙江省的布局



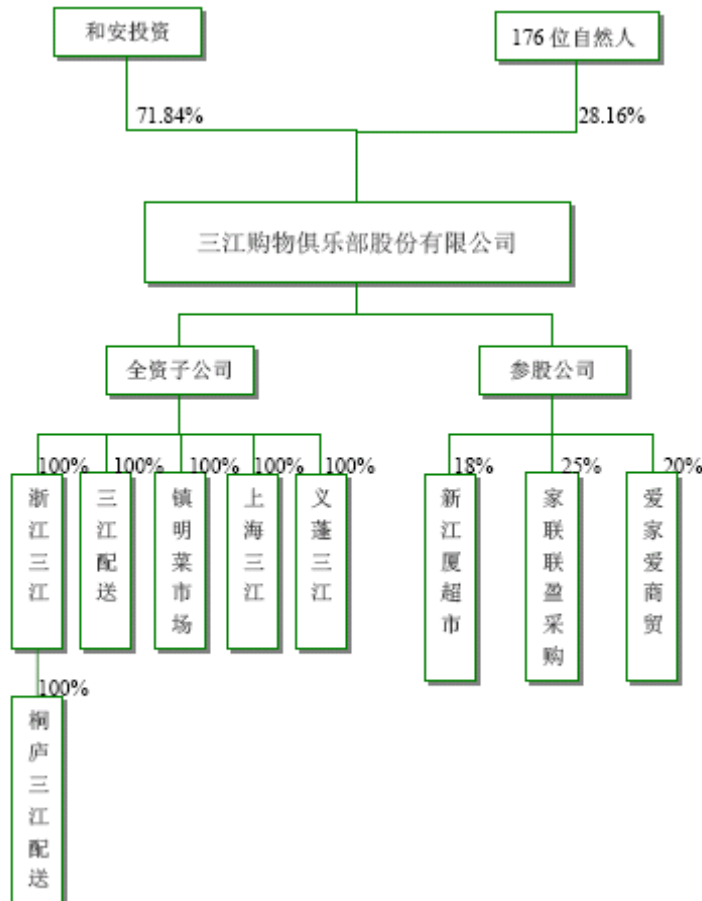
资料来源:招股说明书

二、差异化定位的民营超市

2.1 管理层与骨干持股的民营企业

三江购物的控股股东是和安投资，和安投资的实际控制人为陈念慈先生，其拥有和安投资 80%的股权，其余 20%股权持有者为陈念慈的女儿陈颖。另外 176 名自然人股东包括了公司高管和业务骨干，其所持股份占发行前总股本的 28.16%。管理层与骨干持股的持股结构有利于企业经营的稳定与发展。

图 2：三江购物持股结构



资料来源:招股说明书

2.2 稳健发展的会员制平价超市

三江购物主营业务为社区平价超市。公司门店营业面积一般在 3,000 平米左右，与大型超市“一次购足”的模式不同，公司商品不追求“多而全”，以食品、日用品、生鲜为主要商品，满足居民日常生活所需，顾客可以更加方便快捷地挑选到所需商品。

低价率在 60%以上，会员消费占比 70%左右。公司门店位于社区周边，相比大型超市更加贴近消费者，可以为顾客提供更方便的服务。

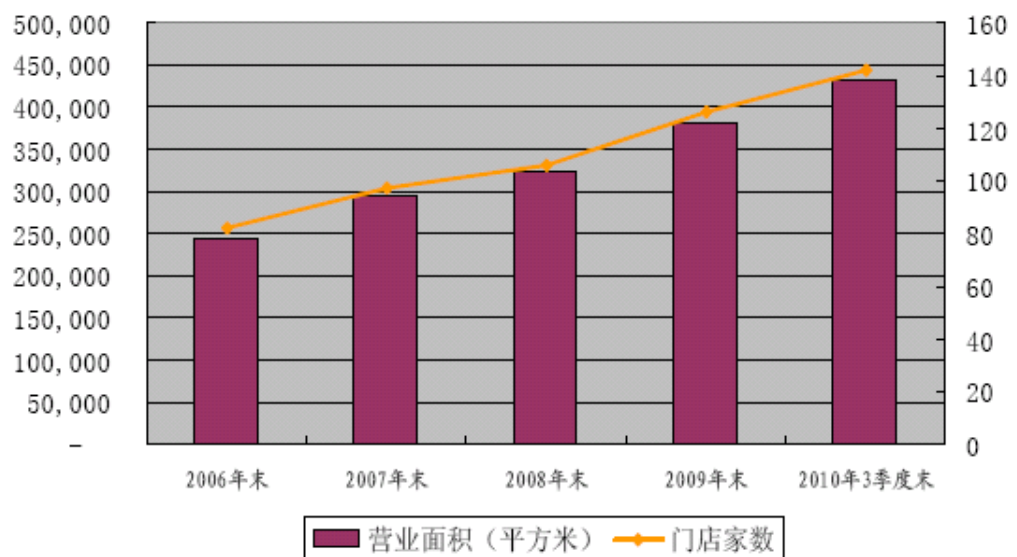
公司实行的是会员制和非会员制并行的销售模式，会员在消费时可享受会员价格：商品定价实行双价格体系，即会员在普通零售价的基础上，可享受一定的折价率，会员还可参加公司不定期策划的一系列会员独享活动。公司实行的是收费会员制，致力于提高服务质量、丰富服务内容，稳定并扩大客户群。近年来，公司会员顾客快速增长，2010 年 3 季度末公司会员总数达到 218.9 万名，会员销售占总销售额的比例始终保持在 70%以上。

表 2: 三江购物购物卡收入与持卡销售状况

年份	会员费收入		会员销售额占比（会员销售额/年度总销售额）
	金额（万元）	增长率	
2010 年 1-9 月	1,210.07	/	75.05%
2009 年	1,627.48	15.30%	75.78%
2008 年	1,411.49	17.33%	73.87%
2007 年	1,202.99	/	71.33%

资料来源:招股说明书

图 3: 三江购物营业面积扩张



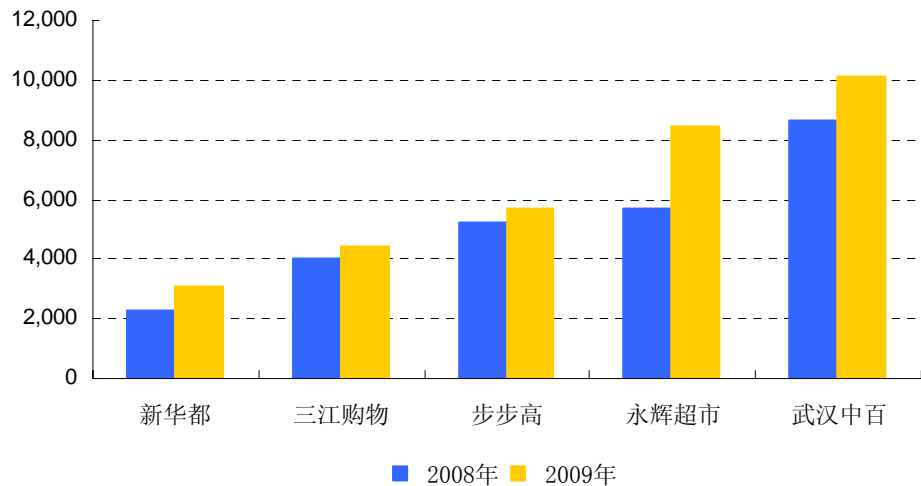
资料来源:招股说明书

三、销售规模已具优势，购销收入占比较高

3.1 销售规模已具优势

三江购物的销售规模 2009 年超过 44 亿，作为区域性的超市企业，以宁波作为主要的销售区域其销售规模已具有一定的优势。公司如何走出宁波，以及未来在浙江的发展计划直接决定了其增长的速度。

图 4：三江购物营业规模比较



资料来源:招股说明书,WIND,国元证券研究中心

3.2 购销收入占比较高

三江购物的销售收入以购销收入为主，其占比超过销售收入的 90%。从可搜集的公开资料来看，福建永辉超市的自营商品比重相对较高，三江购物略低于永辉超市，在超市企业中购销占比高。

表 3：三江购物购销比重分析

	2007 年	2008 年	2009 年
三江购物（购销收入占比）	93.36%	93.71%	92.67%
永辉超市（自营商品收入）	94.90%	92.36%	96.83%

资料来源:招股说明书,WIND,国元证券研究中心

四、期间费用控制能力强、生鲜比重提升空间大

4.1 期间费用控制能力强

对于上市公司的超市企业进行比较，公司的毛利水平相对较低，原因可能源自公司销售遵循平价的原则，较多的让利于客户，但是净利润较高，显示公司期间费用的控制能力强。

表 4：上市超市盈利情况分析

代码	简称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)
601933	永辉超市	17.90	3.00
002264	新华都	18.84	2.21
000759	武汉中百	18.15	2.11
002251	步步高	19.61	2.89
601116	三江购物	16.44	2.73

资料来源:招股说明书,WIND,国元证券研究中心

4.2 生鲜比重提升空间大

从公司的产品结构来看，三江购物的生鲜品类的占比在上市的超市中相对较低。生鲜品种的集客能力已经得到了公认，我们认为公司未来在生鲜品类的占比上还有较大的提升空间。

表 5：上市超市企业营业收入分类构成比较

收入构成	新华都	永辉超市	三江购物
食品类	27.28%	33.58%	51.99%
生鲜类	21.66%	55.98%	17.51%
日用品	17.04%	7.47%	19.99%
百货类	28.92%		6.61%

资料来源:招股说明书,WIND,国元证券研究中心

表 6：上市超市企业分品种产品毛利水平

毛利率	新华都	永辉超市	三江购物
食品类	11.38%	17.01%	11.88%
百货类	19.29%	29.59%	22.98%
生鲜类	10.14%	12.57%	9.29%
日用品	16.81%		16.21%

资料来源:招股说明书,WIND,国元证券研究中心

表 7：上市超市企业主要财务指标比较

	2007 年报	2008 年报	2009 年报
存货周转率			
新华都	12.21	10.12	9.13
永辉超市	13.45	15.44	12.32
武汉中百	9.53	8.35	7.65
步步高	9.66	8.57	8.17
三江购物	7.49	8.15	7.63
总资产周转率			
新华都	3.41	2.87	2.53
永辉超市	3.91	4.11	3.39
武汉中百	2.17	2.32	2.3
步步高	3.27	2.49	2
三江购物	2.21	2.74	2.86

资料来源:招股说明书,WIND,国元证券研究中心

五、募集资金项目

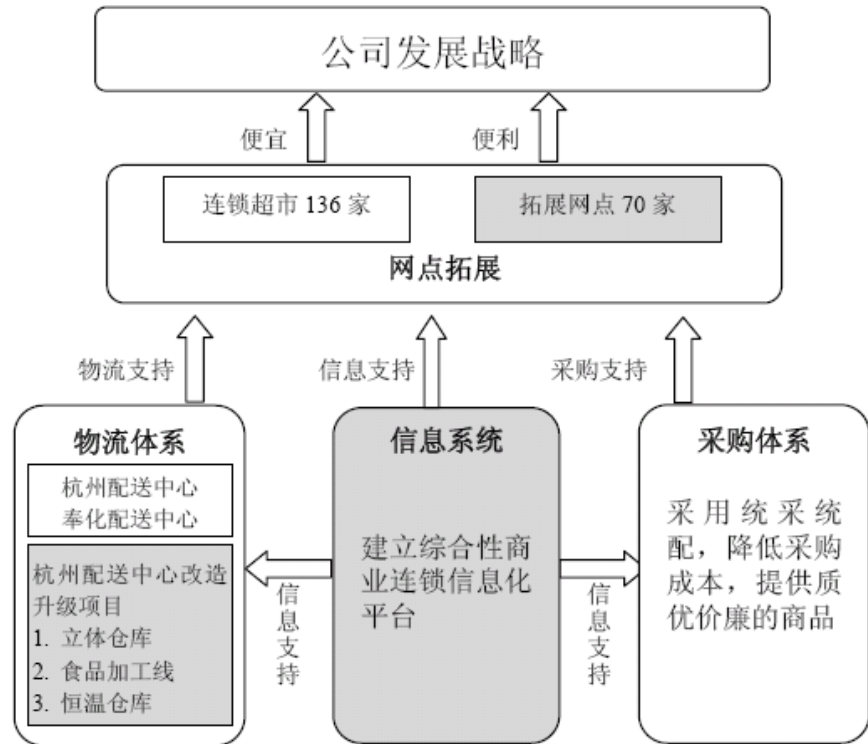
公司为提高市场占有率、增强品牌影响力，打造国内著名连锁企业品牌，制定发展投资计划。本次募集资金投资的三个项目是一个整体、系统的工程。连锁超市拓展项目旨在优化公司的网点布局，提升公司品牌影响，增强公司社区平价超市业态的基础竞争力。同时，通过三江购物加工配送中心升级改造项目和信息系统改造升级项目提升公司物流配送能力和信息系统效率，为公司的网点拓展规划提供强有力的后台支持。

表 8：募集资金项目

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	连锁超市项目	36,409.00
2	三江购物加工配送中心升级改造项目	4,584.00
3	信息系统改造升级项目	3,000.00

资料来源:招股说明书,WIND,国元证券研究中心

图 5：募集资金项目分析



资料来源:招股说明书

六、盈利预测

预计公司 2010/2011/2012 年 EPS0.32/0.36/0.44，我们认为公司的合理估值水平 2011 年约为 20-25 倍，合理价值区间 7.20-9.00 元。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1002	1267	1507	1793	营业收入	4455	4879	5464	6229
现金	242	432	593	764	营业成本	3723	4074	4563	5189
应收账款	5	5	5	6	营业税金及附加	30	29	33	37
其它应收款	23	25	29	33	营业费用	506	537	601	685
预付账款	126	163	183	208	管理费用	69	73	82	93
存货	514	550	600	680	财务费用	6	4	-3	-5
其他	90	92	97	102	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	643	709	875	1133	公允价值变动收				
长期投资	19	19	19	19	益	0	0	0	0
固定资产	549	629	804	1071	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	33	28	23	18	营业利润	125	162	189	229
其他	42	33	29	25	营业外收入	45	0	0	0
资产总计	1644	1976	2382	2925	营业外支出	3	0	0	0
流动负债	1147	1298	1562	1874	利润总额	167	162	189	229
短期借款	80	0	0	0	所得税	45	41	47	57
应付账款	671	733	821	934	净利润	121	122	141	172
其他	396	565	741	940	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	1	0	0	0	归属母公司净利润	121	122	141	172
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	131	201	226	273
其他	1	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.32	0.36	0.44
负债合计	1148	1298	1562	1874					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	334	394	454	514	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	67	67	7	7	成长能力				
留存收益	95	217	358	530	营业收入	11.2%	9.5%	12.0%	14.0%
归属母公司股东权益	496	678	819	1051	营业利润	20.7%	29.8%	16.2%	21.5%
负债和股东权益	1644	1976	2382	2925	归属于母公司净利润	32.8%	0.2%	16.2%	21.5%
					获利能力				
					毛利率	16.4%	16.5%	16.5%	16.7%
					净利率	2.7%	2.5%	2.6%	2.8%
					ROE	24.5%	18.0%	17.3%	16.4%
					ROIC	40.5%	71.0%	89.1%	85.2%
					偿债能力				
					资产负债率	69.8%	65.7%	65.6%	64.1%
					净负债比率	6.97%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.87	0.98	0.96	0.96
					速动比率	0.42	0.55	0.58	0.59
					营运能力				
					总资产周转率	2.86	2.70	2.51	2.35
					应收账款周转率	1064	947	1057	1065
					应付账款周转率	5.81	5.80	5.87	5.91
					每股指标 (元)				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	202	318	368	416
净利润	121	122	141	172
折旧摊销	0	35	40	48
财务费用	6	4	-3	-5
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	0	159	190	202
其它	75	-1	-1	-1
投资活动现金流	-84	-104	-210	-310
资本支出	77	100	200	300
长期投资	-10	-5	0	0
其他	-17	-9	-10	-10

筹资活动现金流	-68	-24	3	65	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.32	0.36	0.44
					每股经营现金流(最新摊薄)				
短期借款	-96	-80	0	0		0.51	0.81	0.93	1.06
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.26	1.72	2.08	2.67
普通股增加	34	60	60	60	估值比率				
资本公积增加	29	0	-60	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-34	-4	3	5	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	50	190	160	171	EV/EBITDA	-1	-1	-1	-1

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn