

分析师： 邵稳重 (8627)65799539 shaowz@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120014

联系人： 童兰 (8627) 65799773 tonglan@cjsc.com.cn

内功深厚，稳健经营的浙江省内社区商业龙头

事件描述

三江购物发行基本情况：公司本次发行前总股本为 35075.88 万股，公司此次 IPO 计划发行不超过 6000 万股，发行后总股本不超过 41075.88 万股，发行股数占发行后总股本的 14.61%。本次发行将采取网下向配售对象询价发行与网上资金申购定价发行相结合的方式。

本次募集资金将用于：投资于连锁超市拓展项目（计划募投 70 家门店）、三江购物加工配送中心升级改造项目（杭州）、信息化系统升级改造项目三个项目。

浙江省地处中国经济总量最大的长三角地区，其生产总值及社零批发总额均位于全国前列，且当地人均可支配收入远高于全国平均水平，良好的市场环境为公司发展提供了广阔的成长空间。同时借鉴发达国家的社区商业发展经验，我们判断社区商业在我国还存在着巨大的发展空间，三江购物作为浙江地区社区商业这一细分业态的龙头，具备快速发展的条件和市场。

公司作为浙江省内最大的本土零售企业，始终立足于介于大型超市和便利店之间的“社区平价超市”这一业态定位，在避免与国际大型超市的正面竞争的同时，坚持便利与低价的策略以形成自身的差异化优势。同时公司积极推广收费制会员制销售模式，确保会员优惠的前提下，赢得了客户的广泛认可，培育了一大批公司的忠实客户群。会员制销售模式除了带来可观的会费收入，也为公司的业务拓展和持续快速发展提供了有力保障。

受制于公司目前的低价策略及目标客户商品销售结构，公司目前的毛利水平低于同类型公司的平均水平，但得益于公司良好的经营管理和费用控制能力，公司的净利率水平仍高于行业平均水平，从而保证了公司的盈利能力。同时，公司扩张期间的收入及利润增速快于公司的扩张速度，因此，良好的盈利能力使得公司的扩张能有效提高整体盈利水平。

我们认为，公司未来的增长点在于：1）门店储备充足，未来几年将继续保持稳定增长；2）物流配送体系的完善升级，毛利水平有望提升。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.32、0.36 和 0.41 元（2011-2012 年按发行后股本计算），考虑到公司经营较为稳健，我们认为可以给予 2011 年 28-35x 市盈率，对应股价区间为 10.08-12.6 元。建议投资者参与询价。

事件评论

内功深厚，稳健经营的浙江省内社区商业龙头

三江购物公司概况

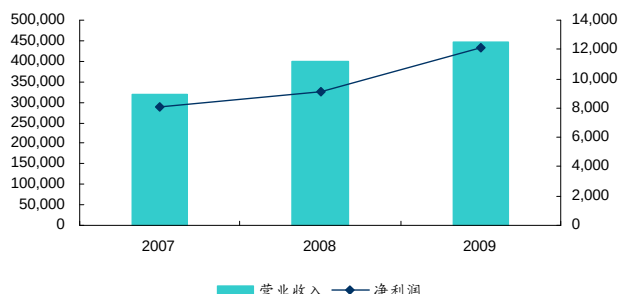
三江购物俱乐部股份有限公司成立于 1995 年 9 月，经过十多年的发展，目前已成为浙江省内最大的本土连锁超市。

截至 2010 年 9 月，公司共拥有直营门店 142 家，营业面积合计 433,122 平方米（平均单店面积约为 3,050 平方米），主要以社区平价超市的零售业态参与市场竞争。公司立足于浙江本地，142 家门店分别分布在宁波、杭州、嘉兴、台州、舟山、绍兴、湖州、金华、丽水等省内地区，作为浙江省本土企业，公司网点在浙江省布局最广，且在很多地区进入市场较早，因此大部分门店都位于各主要社区的黄金地段之内，具有明显的地理位置优势。

2009 年公司实现营业收入 44.55 亿元，同比增长 11.15%，净利润 1.21 亿元，同比增长 32.84%，截至 2010 年 9 月，公司已实现营业收入和净利润分别为 36.15 亿元和 0.86 亿元。

未来，公司将进一步巩固公司在浙江省连锁经营行业中的龙头地位，并逐步向浙江省周边省市辐射。同时公司也将进一步强化内部治理，优化供应链管理，为公司的地域扩张创造良好的物流条件。且从公司的经营业态来看，三江购物始终立足于介于大型超市和便利店之间的“社区平价超市”这一业态定位，在避免与国际大型超市的正面竞争的同时，坚持便利与低价的策略以形成自身的差异化优势。得益于公司的稳健经营，2007 年至 2009 年间，公司的营业收入以及净利润的复合增长率分别为 17.92% 和 22.88%。

图 1：2007-2009 年间公司收入及利润稳步增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 2：三江购物浙江地区的网点分布最广

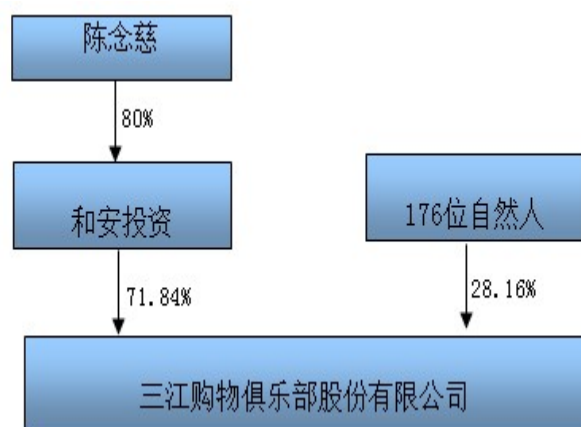


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

三江购物股权激励充分，实现员工与公司利益一致化

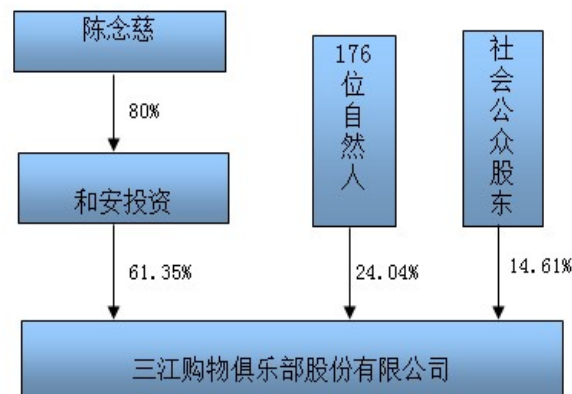
自三江购物成立伊始，公司的股权结构就一直围绕着员工激励最大化的原则，实现员工与公司利益一致化。目前公司的股权绝大多数均为公司高管及员工持有，最大股东和安投资的实际控制人陈念慈为公司董事长，陈念慈直接及间接持有公司股权合计约 60.1%（IPO 之后持有股权约为 51.34%），另 176 位自然人合计持有公司 28.16% 股权（IPO 后持有股权约为 24.04%），其中绝大部分均为公司高管及员工，且前十大自然人股东中大多为公司的重要管理人员。充分的股权激励将员工与公司利益绑定，有助于公司的长远发展。

图 3: IPO 前的股权结构



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 4: IPO 后的股权结构



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

表 1: 前十大自然人股东的任职情况

股东姓名	持股数量（股）	持股比例（%）	任职情况
黄跃林	28,006,650	7.9846	党委书记
张连君	15,750,000	4.4903	董事、副总裁
陈念慈	9,269,400	2.6427	董事长、总裁
蒋刚	1,102,500	0.3143	信息总监
叶宏	945,000	0.2694	已离职
张嗣忠	945,000	0.2694	浙江三江副总经理
周祥华	945,000	0.2694	已退休
杨可健	945,000	0.2694	投资总监
娄敏芬	945,000	0.2694	监事会主席
肖时炯	945,000	0.2694	物流副总监

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

三江购物 IPO 计划简介

公司此次 IPO 计划发行不超过 6000 万股，发行后总股本不超过 41075.88 万股，发行股数占发行后总股本的 14.61%，发行后股权结构如图 4 所示。

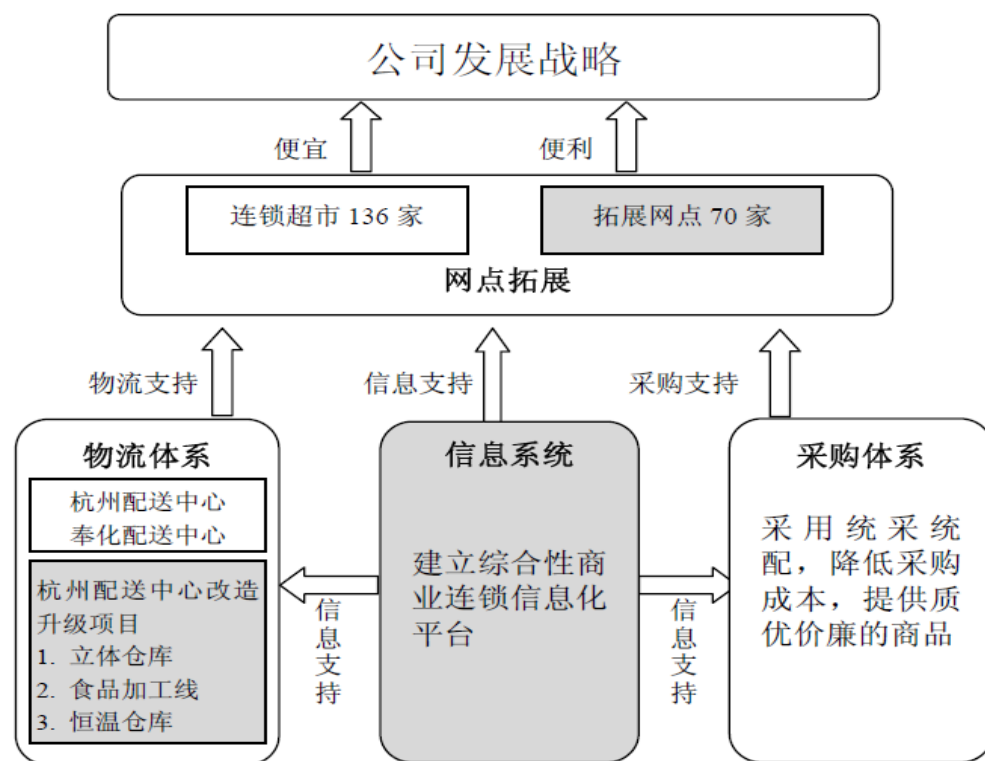
本次 IPO 募集资金拟投资于连锁超市拓展项目（计划募投 70 家门店）、三江购物加工配送中心升级改造项目（杭州）、信息化系统升级改造项目三个项目。项目完成后将有助于公司发展战略的顺利实施，同时也为公司未来的区域扩张创造了条件。

表 2: 本次 IPO 募投资金拟投资项目

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	连锁超市拓展项目	36,409
2	三江购物加工配送中心升级改造项目	4,584
3	信息系统改造升级项目	3,000
	合计	43,993

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 5：公司近期发展战略



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

三江购物的发展空间及竞争力

依托浙江市场，公司仍具发展空间

浙江省地处中国经济总量最大的长三角地区，2009 年浙江省分别实现生产总值 22,832 亿元（增长 8.9%）及社会消费品零售总额 8,622 亿元（同比增长 15.9%），均排名全国第四，同时 2009 年浙江省人均可支配收入为 24610.81 元，排名全国第三（仅次于北京及上海），远高于全国平均水平 16316.71 元。经济的飞速发展，居民收入的不断提高，为立足于浙江本地市场的三江购物的发展提供了广阔的市场空间。

图 5：浙江省批零总额位于全国前列

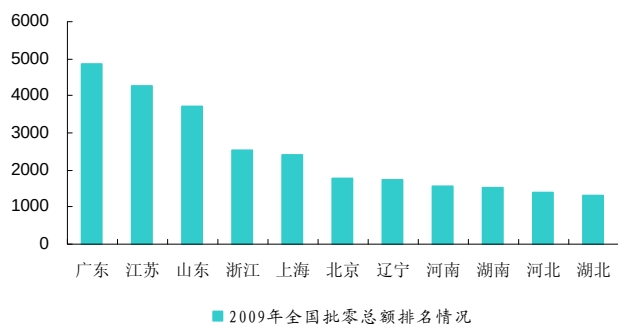
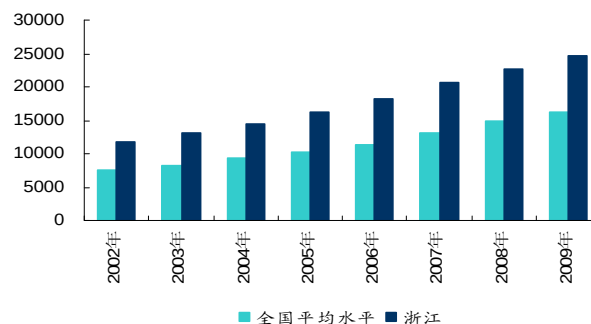


图 6：浙江省人均可支配收入远高于全国平均水平



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

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。三江购物公司始终围绕着“社区平价超市”的业态定位，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，在社区超市这一业态领域精耕细作。并且作为在浙江省布局最广的零售企业，三江购物所布点的地区大多进入较早，因此大部分门店都位于各主要社区的黄金地段之内，从而为公司积累了较强的先发竞争优势，也为公司赢得了发展空间。

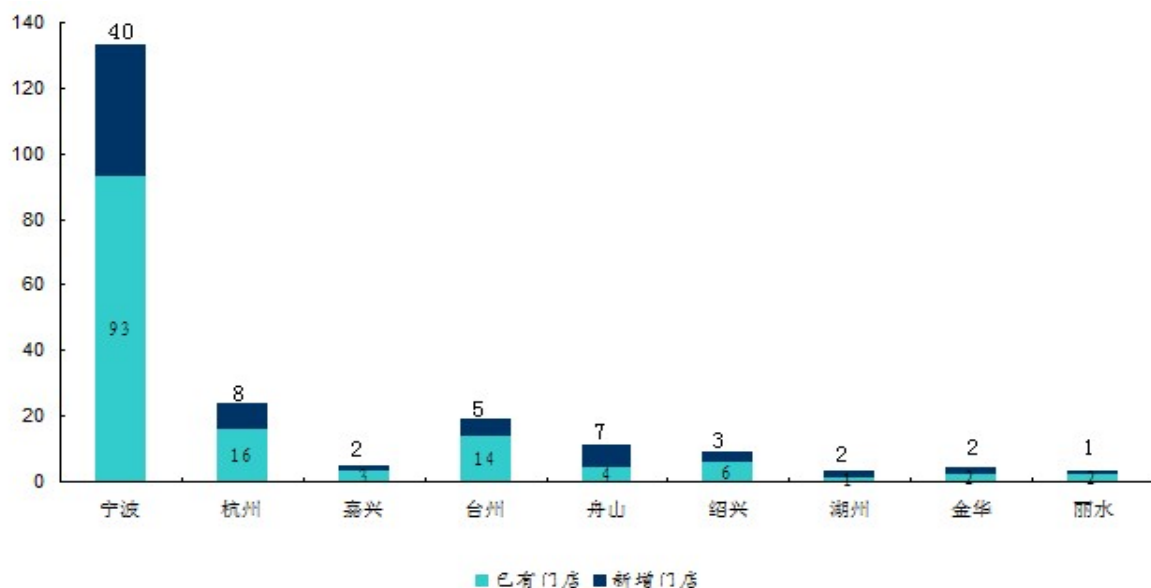
目前三江购物已开立 142 家门店，分布在浙江省内各主要地市，且市场规模较大的地区主要有宁波、台州、舟山以及丽水，公司在这些地区门店总面积的市场占比均超过 20%，未来公司网点拓展的核心思路是在宁波、绍兴、杭州、舟山、台州等地区密集布点，以巩固现有市场份额，同时积极开拓湖州、嘉兴、金华市场，扩大公司在该地区的品牌影响度和市场占有率。

表 3：三江购物浙江省内门店分布情况

地区	门店数量	平均单店面积 (平方米)	总面积 (平方米)	当地占比
宁波	93	2921	271690	38.62%
杭州	16	2730	43675	7.64%
嘉兴	3	5296	15887	10.57%
台州	14	3753	52546	32.66%
舟山	4	3261	13043	28.35%
绍兴	6	3208	19247	9.73%
湖州	1	4800	4800	6.93%
金华	2	2250	4500	4.65%
丽水	2	3460	6920	26.15%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 7：未来 2-3 年内的规模扩张计划



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

会员制销售模式及低价销售策略，稳定门店经营成绩

由于公司定位于社区平价超市，在居民小区等居民集中的地方进行网点布局，将目标顾客定位于周边社区居民，客户群体较为固定，而为稳定存量客户群体，公司推出的会员制销售模式卓有成效。

目前公司实行会员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。因此会员制的实行在确保会员优惠的前提下，赢得了客户的广泛认可，培育了一大批公司的忠实客户群。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。并且由于公司实行的是收费会员制（新会员 30 元/年，续会会员 20 元/年），随着会员客户的不断增加，公司每年的会费收入也将逐渐变得可观，成为公司另一重要收入来源。

稳定而持续增长的客户群是业绩增长的保证，会员制销售模式的成功推广为公司的业务拓展和持续快速发展提供有力保障。

表 4：2007-2010 年 3 季度会员费用收入情况

年份	金额（万元）	增长率	会员销售额占比
2010 年 1-9 月	1210.07	/	75.05%
2009 年	1627.48	15.30%	75.78%
2008 年	1411.49	17.33%	73.87%
2007 年	1202.99	/	71.33%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

除了用会员制销售模式来稳定存量客户，公司还始终坚持“便宜”的低价策略吸引增量客户。围绕让居民“用较少的钱，过更好的生活”的定位，公司每月进行一次市场调查，各门店可根据竞争对手商品价格情况，通过相应程序来调整商品价格，坚持“天天低价”，努力保持低价率 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，以维护公司的市场竞争力。

我们认为，公司的市场定位较为明确，专注于社区平价超市业态，使用会员制销售模式及低价销售策略，有效稳定公司的存量客户同时维持公司的市场竞争力，从而保证公司经营的稳定增长。

良好的管理和费用控制能力保证公司盈利水平

1) 公司的收入及利润增长快于扩张速度

2006 年末，公司旗下门店数量为 82 家，自 2007 年开始，公司加快了扩张步伐，2007-2009 年每年新增门店数量分别为 15 家，9 家和 20 家，分别新增面积 51917 平方米，30212 平方米及 55239 平方米，此期间门店面积的复合增长率为 13.59%，门店的扩张也随之带来了公司营业收入的较快增长，2007-2009 年，公司的营业收入从 320391.89 万元增加至 445543.74 万元，年复合增长率为 17.92%。

新开店的培育期一般为 1-2 年，培育期内的门店销售额一般仅为成熟门店的 70-80%，因此新开店的收入增速释放会略有时滞。然而三江购物的营业收入增长速度快于门店的扩张速度，一方面得益于前期新开店迅速的走出培育期，一方面则归功于公司较高的同店收入增长，从而体现出公司良好的经营管理能力。

表 5: 公司的收入及利润增速高于门店扩张的速度

	2007	2008	2009	CAGR
建筑面积（平方米）	294466.00	324678.00	379917.00	13.59%
主营业务收入（万）	320391.89	400833.24	445543.74	17.92%
营业利润（万）	8612.14	10873.12	12495.07	20.45%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

快速的扩张除了带来收入的较快增长，另一方面由于筹办新店所需的各项费用，一般公司在快速扩张阶段也都会面临着费用的快速提高，但是三江购物在 2007-2009 年的快速扩张期间，公司的销售费用、管理费用以及财务费用比率均维持在一个较为稳定的水平，并未出现费用的急剧攀升，从而为公司营业利润的增长提供了内生空间。这一点我们也可以从公司营业利润的复合增长率高于收入以及面积的增速看出。

表 6: 各项费用比例与公司的扩张速度对比

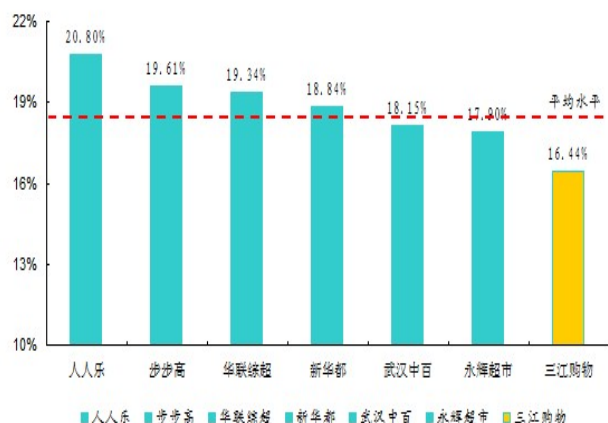
指标	2007	2008	2009
面积增速	21.40%	10.26%	17.01%
销售费用率	10.11%	11.12%	11.36%
管理费用率	1.54%	1.50%	1.55%
财务费用率	0.41%	0.36%	0.13%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

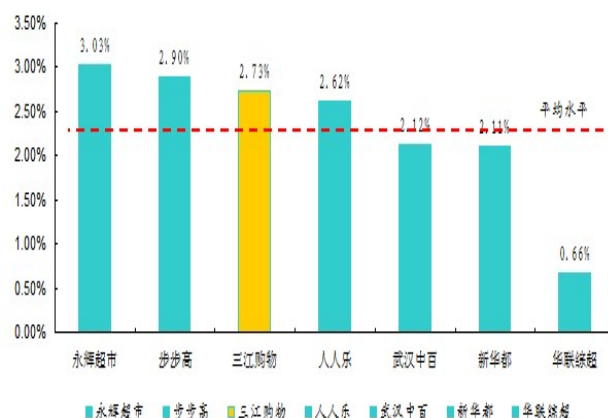
2) 费用控制能力使公司在毛利率较低的情况下实现较高净利水平

由于公司坚持的低价策略，坚持“天天低价”的营销模式，努力保持商品低价率在 60%以上，从而使得公司的主营业务毛利水平较低。与 A 股市场中同类型的上市公司相比，三江购物的 2007-2009 年的整体毛利水平约为 16%（主营业务毛利水平仅为 13%左右），均低于其他超市类上市公司的平均水平，但由于公司良好的费用控制能力，从而使得公司的净利率水平高于平均水平。

与其他超市类上市公司相比，2007-2009 年公司的销售费用及管理费用率均低于同类公司的平均水平，且从费用率来比较，公司的费用控制能力处在同类公司前列（销售费用率及管理费用率均低于大多超市类上市公司），进一步体现了公司良好的费用管理能力。

图 8：三江购物毛利率低于平均水平


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 9：三江购物净利率高于平均水平


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

表 7：销售费用率与其他同类上市公司对比

公司名称	2007	2008	2009
武汉中百	10.48%	10.64%	10.92%
步步高	13.59%	13.92%	13.58%
人人乐	12.89%	12.91%	14.07%
新华都	12.08%	12.13%	13.37%
华联综超	13.27%	14.94%	15.58%
永辉超市	9.15%	10.17%	11.17%
平均	11.91%	12.45%	13.12%
三江购物	10.11%	11.12%	11.36%

资料来源：长江证券研究部

表 8：管理费用率与其他同类上市公司对比

公司名称	2007	2008	2009
武汉中百	3.68%	3.90%	3.73%
步步高	1.45%	1.59%	1.98%
人人乐	1.88%	3.00%	3.05%
新华都	2.41%	2.57%	2.56%
华联综超	2.32%	1.90%	1.61%
永辉超市	2.02%	1.91%	2.03%
平均	2.29%	2.48%	2.49%
三江购物	1.54%	1.50%	1.55%

资料来源：长江证券研究部

三江购物未来业绩增长看点

门店储备充足，未来几年将继续保持稳定增长

2007 年-2009 年是公司的门店扩张高速期，三年间公司一共新开门店 44 家，共新增门店面积 13.74 万平方米，使得公司门店数量从 2006 年的 82 家跃升至 09 年底的 126 家，同时门店面积也从 06 年的 24.25 万平方米扩大至 09 年的

38 万平方米，门店数量及面积的复合增长率分别达到 15.39%和 16.13%。

表 9：截至 2010 年 9 月的门店扩张进度

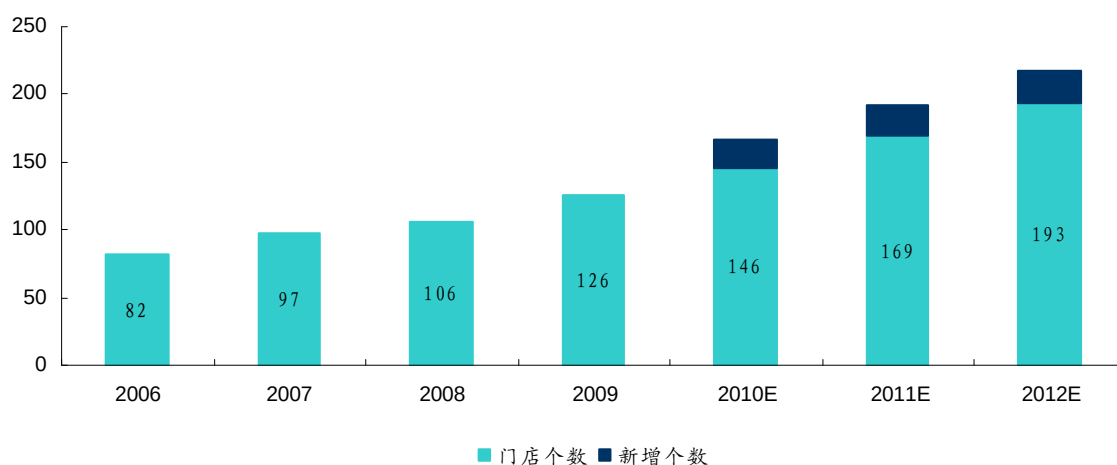
	2006	2007	2008	2009	2010 (S3)
门店个数 (个)	82	97	106	126	142
新开店数 (个)		15	9	20	16
门店增速		18.29%	9.28%	18.87%	12.70%
建筑面积 (平方米)	242,549	294,466	324,678	379,917	433,122
新增面积 (平方米)		51,917	30,212	55,239	53,205
面积增速		21.40%	10.26%	17.01%	14.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

而根据公司的 IPO 募集资金使用计划，公司将在 2013 年 3 月之前新开门店 70 家，其中宁波地区将新开 40 家，杭州地区新开 8 家，绍兴 3 家，台州 5 家，舟山 7 家等，进一步夯实公司在这些地区固有的市场份额，如果展店顺利，预计 2013 年 3 月底，公司届时的门店数量将达到 206 家，同时门店面积也将迅速增至 66.16 万平方米，未来 2-3 年内公司的扩张速度将进一步加快，预计门店数量以及面积的复合增长率将分别达到 20.45%和 23.6%。

我们认为，由于公司经营管理能力及费用控制能力较好，因此门店的扩张除了带来营业收入的增长，利润增长的体现将更加明显，随着公司未来 2-3 年内门店规模的急剧扩张，公司的本地竞争力将进一步加强，且收入及利润增速也将随着新开门店的增加而提速。

图 10：三江购物未来 2-3 年的门店扩张进度



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

物流配送体系的完善升级，毛利水平有望提升

与同类超市公司相比，得益于良好的费用管理能力，公司的净利率水平高于平均水平，但是毛利水平却低于同业的平均水平。究其原因，除了公司所坚持的低价策略压低整体毛利水平之外，目前的商品销售结构也一定程度上影响了整体毛利水平的提升。

由于公司定位于社区平价超市，以社区居民为主要客户对象，以“便宜”、“便利”为核心竞争力，向居民提供日常生活所需的消费品，如生鲜、食品、日用品等，因此三江购物的销售商品中占比较大的主要为毛利较低的食品和生鲜，而毛利相对较高的日用百货以及针纺织品在公司的销售合计不超过 30%，同时在以上商品类别中，近年来生鲜类商品的销售比重逐年上升，其销售占比已从 2007 年的 10.01%提升至 2009 年的 18.23%，且这一比重在 2010 年 9 月已提

高至 20.77%，因此提高生鲜及食品类商品的毛利率将有效提升主营业务的整体毛利水平。

表 10：三江购物的商品销售结构

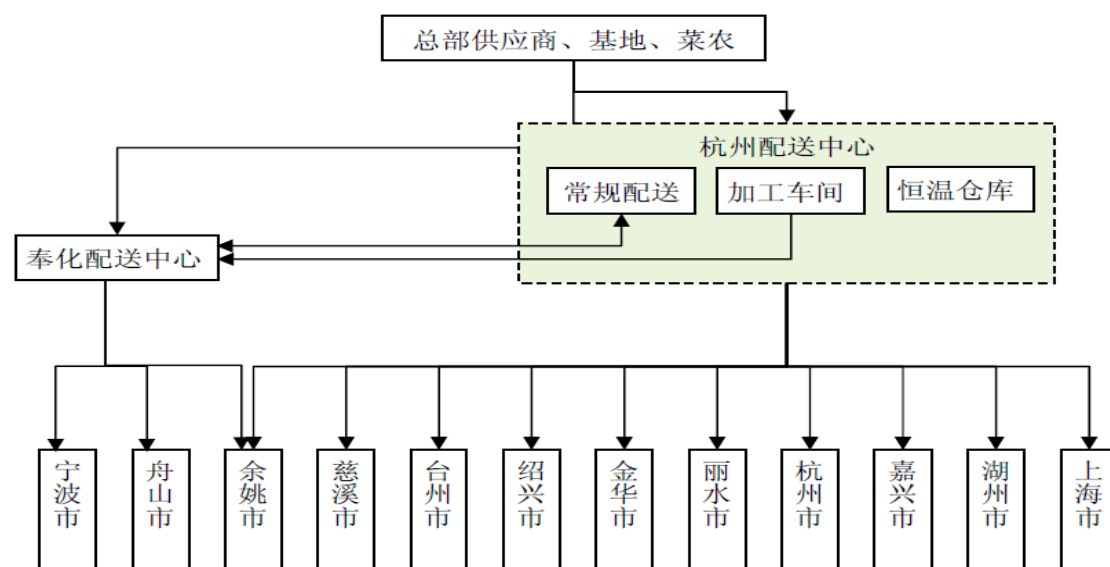
地区	2010 年 1-9 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
食品	189,209.70	54.45	231,662.94	54.09	217,513.76	55.96	178,342.82	57.71
生鲜	72,165.16	20.77	78,058.74	18.23	58,138.04	14.96	30,934.54	10.01
日用百货	66,313.06	19.08	89,078.63	20.8	83,025.32	21.36	72,373.34	23.42
针纺	19,821.39	5.7	29,462.45	6.88	30,022.06	7.72	27,377.51	8.86
合计	347,509.32	100	428,262.76	100	388,699.18	100	309,028.21	100

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

目前，对于部分食品及生鲜类商品的仓储物流，公司采用向外部供应商租赁恒温仓库的模式储藏冷冻、冷藏食品。使得冷链供应受制于第三方，且租赁仓库在管理制度、作业要求、运输效率、加工成本控制等方面都难以控制，不利于公司整体的供应链管理。同时，向供应商租赁恒温仓库会增加冷冻、冷藏食品的存储费用和运输费用，不利于公司的成本控制。此外，公司目前食品包装、农副产品初加工和分装由中间商进行，也存在加工成本较高和品质难以控制的问题。

根据公司的 IPO 募集资金使用计划，公司将实施三江购物加工配送中心升级改造项目，建设立体仓库、食品加工线以及恒温仓库。通过建立恒温仓库，实现冷链供应的内部控制，同时降低冷冻、冷藏食品的存储及运输成本。而通过建立食品加工线，引入食品包装、农副产品初加工和分装这一增值业务提高商品的附加值，获取新的利润增长点。立体仓库的建设则可以使仓储面积提高到 1.8 倍，规划建设立体货架共 9,280 库位，使信息化库位管理变成可能，有利于扩大销售规模，提高配送效率，减少配送成本。

图 11：升级改造后的配送中心将有效提高作业效率



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

我们认为，通过立体货架、食品加工线及恒温仓库等一系列购物加工配送中心升级改造，将有效提高目前食品及生鲜类商品的配送效率，进而提高其毛利水平。同时由于配送网络体系的完善提高商品配送效率，公司整体毛利水平有望得到进一步提升。

表 11: 三江购物加工配送中心升级改造项目对毛利水平的影响

项目名称	建设进度	预计产能	毛利改善
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	毛利增加 8%，人工水电等直接费用率 5%，净增加 3%收益
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	毛利增加水平分别为：前三年 4%，第 3-5 年起 5%，5 年后 6%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测及估值

我们预计公司 2010 年-2012 年新增门店 20、23、24 家，预计公司 2010 年-2012 年收入增速分别为 19.59%、20.26% 和 20.07%，剔除营业外收入影响，净利润增速分别为 9.9%、32.1%和 14.36%，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.32、0.36 和 0.41 元（2011-2012 年按发行后股本计算），考虑到公司经营较为稳健，我们认为可以给予 2011 年 28-35x 市盈率，对应股价区间为 10.08-12.6 元。建议投资者参与询价。

表 12: A 股超市上市公司估值情况

公司代码	公司简称	股价	EPS (元) 本次预测			PE (倍)	
			2009A	2010E	2011E	2010	2011
000759.SZ	武汉中百	12.790	0.313	0.36	0.46	36	28
002251.SZ	步步高	26.800	0.611	0.66	0.81	41	33
002264.SZ	新华都	22.980	0.428	0.56	0.8	41	29
002336.SZ	人人乐	22.220	0.574	0.59	0.71	38	31
601933.SH	永辉超市	29.180	0.38	0.38	0.54	77	54
600361.SH	华联综超	11.130	0.13	0.2	0.28	56	40
A 股平均						39	28

资料来源：长江证券研究部

风险提示

2007-2009 年，公司确认为营业外收入的财政补贴金额分别为 2,576.81 万元、3,040.51 万元、4,381.71 万元，占同期利润总额的比重较高，分别为 22.58%、23.27%、26.27%，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，公司的财政补贴收入将面临可持续性风险。同时，浙江省内内资及外资零售企业布点充分，省内竞争情况惨烈，公司在浙江省内的扩张网点经营情况将受到竞争情况的制约。最后，公司的门店大多为租赁取得，未来租金的上涨也将对公司的实际经营情况带来一定影响。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4455	5328	6408	7694	货币资金	242	533	641	769
营业成本	3723	4461	5347	6440	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	733	867	1061	1254	应收账款	29	27	32	38
% 营业收入	16.4%	16.3%	16.6%	16.3%	存货	514	618	741	893
营业税金及附加	30	35	43	51	预付账款	126	151	181	218
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	90	109	131	157
销售费用	506	607	731	877	流动资产合计	1002	1438	1726	2076
% 营业收入	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	可供出售金融资产	5	5	5	5
管理费用	69	85	103	123	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	长期股权投资	19	19	19	19
财务费用	6	12	10	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	固定资产合计	606	918	1186	1306
资产减值损失	-3	0	0	0	无形资产	33	31	30	28
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	6	0	0	0
营业利润	125	128	175	203	其他非流动资产	-26	-26	-26	-26
% 营业收入	2.8%	2.4%	2.7%	2.6%	资产总计	1644	2385	2940	3408
营业外收支	42	20	20	20	短期贷款	80	503	40	44
利润总额	167	148	195	223	应付款项	673	808	969	1167
% 营业收入	3.7%	2.8%	3.0%	2.9%	预收账款	373	448	538	646
所得税费用	45	37	49	56	应付职工薪酬	18	22	27	32
净利润	121	111	146	167	应交税费	-24	-23	-29	-34
归属于母公司所有者的净利润	121.5	110.8	146.3	167.4	其他流动负债	26	31	37	44
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1147	1789	1582	1900
EPS (元/股)	0.35	0.32	0.36	0.41	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	202	343	430	518	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1148	1789	1582	1900
收回现金					归属于母公司	496	596	1358	1508
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-76	-453	-464	-377	股东权益	496	596	1358	1508
其他	-9	0	0	0	负债及股东权益	1644	2385	2940	3408
投资活动现金流净额	-84	-453	-464	-377					
债券融资	0	0	0	0					
股权融资	49	0	630	0					
银行贷款增加 (减少)	-96	423	-463	4					
筹资成本	21	-23	-25	-16					
其他	-42	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-68	400	142	-12					
现金净流量	50	290	108	129					

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业首席分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留追究其法律责任的权利。