

# 稳健发展的社区平价连锁超市

三江购物（601116）新股报告

合理价格：10.5-12.6 元  
风险评级：一般风险

2011 年 2 月 21 日

## 投资要点：

- 公司基本情况：**公司是浙江省最大的本土连锁超市，主营业务为社区平价超市的连锁经营。公司以满足社区居民日常生活需求为主，倡导“便宜”和“便利”的经营理念，与“一次购足”模式的大型综合超市形成差异化竞争态势。经过多年发展，公司立足宁波，向浙江全省辐射，截至2010年9月30日，拥有营业网点142个，营业面积43.3万平米（单店面积约3000平米），网点遍布宁波、杭州、金华、丽水、舟山、台州等三十多个城市和地区。公司实际控制人为陈念慈先生，按发行后总股本计算，直接或间接通过和安投资持股公司比例达51.3%；其女儿陈颖也通过和安投资间接持有公司12.3%的比例，二者合计持有发行后公司股份的63.6%。除此以外，175位自然人（包括公司高管、门店骨干）持股比例达21.8%。
- 竞争优势：**（1）便宜：公司以提供食品、日用品、生鲜等日常生活消费品为主，价格是公司考虑的主要因素。公司严控成本，坚持“天天低价”，努力保持低价率60%以上。（2）便利：门店位于社区周边，一方面避免了与沃尔玛等国际大型超市的正面竞争；另一方面，相比大型超市，位置上更加贴近消费者，可以为顾客提供更方便的服务。（3）会员制模式：会员价比非会员价低5%左右，近年来会员销售额的占比在70%以上，消费群体稳定。
- 募集资金用途：**（1）拟投资3.64亿元，在省内新建门店70家，其中购买2家，租赁68家，规划总面积达22.9万平米。（2）拟投资4584万元，对杭州配送中心进行升级改造。（3）拟投资3000万元，对现有信息化信息系统进行升级改造。
- 估值情况：**预测2010-2012年EPS为0.37、0.42、0.46元，年均复合增长率10%。考虑近期新股发行的平均估值水平，以及公司基本面实际情况，给予11年25-30倍市盈率，对应价格为10.5-12.6元。

丁文进

SAC 执业证书编号：  
S0340510120004  
电话：0769-22119455  
邮箱：dwj@dgzq.com.cn

## 主要数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 发行价(元)       | 11.8      |
| 申购日期         | 2011-2-21 |
| 发行股份（万股）     | 6,000     |
| IPO 后总股本(万股) | 41,076    |
| 申购上限（股）      | 48000     |
| 上限资金（万元）     | 56.64     |

## 公司主要财务指标预测表

|               | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 4455.44 | 4923.26 | 5464.82 | 6131.52 |
| 同比%           | 11.15%  | 10.50%  | 11.00%  | 12.20%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 121.48  | 131.12  | 146.15  | 161.70  |
| 同比%           | 32.84%  | 7.93%   | 11.46%  | 10.64%  |
| 毛利率%          | 16.44%  | 16.40%  | 16.50%  | 16.50%  |
| ROE%          | 24.49%  | -       | -       | -       |
| 每股收益(元)       | 0.35    | 0.37    | 0.42    | 0.46    |
| 每股净资产(元)      | 1.41    | -       | -       | -       |

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 估值与投资建议

为巩固和扩大其在浙江省内零售市场的优势地位，公司计划在未来三年内，门店总数达200家，销售规模达70亿元。此次募投资金项目中最重要的一部分便是计划在2010年4月至2013年3月内，通过购买和租赁方式新建社区平价超市门店70家。根据公司招股说明书中的规划，我们假设2010年、2011年、2012年分别新建门店20家、24家、24家，截止2012年末门店总数达到194家，经营面积达60.2万平米。

表 1：公司门店拓展预测

|              | 2007      | 2008       | 2009       | 2010E      | 2011E      | 2012E      |
|--------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 宁波           | 12        | 6          | 14         | 13         | 13         | 11         |
| 浙江省其他地区      | 3         | 3          | 8          | 6          | 11         | 13         |
| 上海           | 0         | 0          | 0          | 1          | 0          | 0          |
| <b>新增门店数</b> | <b>15</b> | <b>9</b>   | <b>22</b>  | <b>20</b>  | <b>24</b>  | <b>24</b>  |
| 宁波           | 64        | 70         | 84         | 97         | 110        | 121        |
| 浙江省其他地区      | 33        | 36         | 42         | 48         | 59         | 72         |
| 上海           | 0         | 0          | 0          | 1          | 1          | 1          |
| <b>期末门店数</b> | <b>97</b> | <b>106</b> | <b>126</b> | <b>146</b> | <b>170</b> | <b>194</b> |
| 经营面积         | 294,466   | 324,678    | 379,917    | 445,210    | 523,563    | 601,915    |
| 同比增长%        |           | 10.3       | 17.0       | 17.2       | 17.6       | 15.0       |

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

考虑的新店的培育情况，我们假设2010-2012年，宁波地区单店年销售额依次为3620万元、3500万元、3500万元；除宁波以外省内其他地区单店销售额依次为2900万元、2700万元、2600万元；上海地区门店销售额依次为2000万元、2200万元、2420万元。

表 2：公司平均单店销售额预测（万元）

|                | 2007         | 2008         | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 宁波             | 3,559        | 4,119        | 3,809        | 3,620        | 3,500        | 3,500        |
| 浙江省其他地区        | 2,807        | 3,124        | 2,991        | 2,900        | 2,700        | 2,600        |
| 上海             | 0            | 0            | 0            | 2,000        | 2,200        | 2,420        |
| <b>平均单店销售额</b> | <b>3,303</b> | <b>3,781</b> | <b>3,536</b> | <b>3,372</b> | <b>3,215</b> | <b>3,160</b> |

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

基于以上假设，我们预计2010、2011、2012年营收增长率为10.5%、11%、12.2%；门店平效分别为每平米1.1万元、1万元、1万元。

表 3：公司营业收入预测（万元）

|              | 2007    | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|--------------|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 宁波           | 227,774 | 288,362     | 319,927     | 351,140     | 385,000     | 423,500     |
| 浙江省其他地区      | 92,618  | 112,471     | 125,617     | 139,200     | 159,300     | 187,200     |
| 上海           | 0       | 0           | 0           | 2,000       | 2,200       | 2,420       |
| 销售额          | 320,392 | 400,833     | 445,544     | 492,340     | 546,500     | 613,120     |
| <b>同比增长%</b> |         | <b>25.1</b> | <b>11.2</b> | <b>10.5</b> | <b>11.0</b> | <b>12.2</b> |
| 平效（万元/平米）    | 1.1     | 1.2         | 1.2         | 1.1         | 1.0         | 1.0         |

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

此外，我们假设2010-2012年，公司的综合毛利率依次为16.4%、16.5%、16.5%；财务费用依次为500万元、-600万元、-200万元；营业外收入（主要指地方各类财政补贴资金）依次为4000万元、2000万元、1800万元。

**表 4：利润预测表**

| 科目(百万元)     | 2008A    | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入       | 4,008.33 | 4,455.44 | 4,923.26 | 5,464.82 | 6,131.52 |
| 营业总成本       | 3,899.60 | 4,330.49 | 4,788.44 | 5,289.95 | 5,933.93 |
| 营业成本        | 3,352.78 | 3,722.78 | 4,115.84 | 4,563.12 | 5,119.82 |
| 营业税金及附加     | 25.94    | 29.57    | 32.49    | 36.07    | 40.47    |
| 销售费用        | 445.54   | 506.24   | 561.25   | 617.52   | 686.73   |
| 管理费用        | 60.31    | 69.08    | 73.85    | 79.24    | 88.91    |
| 财务费用        | 14.44    | 5.64     | 5.00     | -6.00    | -2.00    |
| 资产减值损失      | 0.59     | -2.81    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他经营收益      |          |          |          |          |          |
| 公允价值变动净收益   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益       | -5.15    | 0.06     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其中 对联营和合营投资 | 0.03     | -0.04    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业利润        | 103.58   | 125.01   | 134.82   | 174.86   | 197.60   |
| 加 营业外收入     | 34.84    | 44.97    | 40.00    | 20.00    | 18.00    |
| 减 营业外支出     | 7.74     | 3.16     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 利润总额        | 130.68   | 166.82   | 174.82   | 194.86   | 215.60   |
| 减 所得税       | 39.23    | 45.35    | 43.71    | 48.72    | 53.90    |
| 实际所得税率      | 30.02%   | 27.18%   | 25.00%   | 25.00%   | 25.00%   |
| 净利润         | 91.45    | 121.48   | 131.12   | 146.15   | 161.70   |
| 减 少数股东损益    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 归母公司所有者的净利润 | 91.45    | 121.48   | 131.12   | 146.15   | 161.70   |
| 最新总股本(万股)   | 35,076   | 35,076   | 35,076   | 35,076   | 35,076   |
| 基本每股收益(元)   | 0.26     | 0.35     | 0.37     | 0.42     | 0.46     |
| 市盈率（倍）      | 45.26    | 34.07    | 31.57    | 28.32    | 25.60    |

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

我们预计公司2010、2011、2012年EPS分别为0.37元、0.42元、0.46元，2009~2012年的年均复合增长率为10%。

## 相对估值法

我们选取国内A股上市超市公司进行比较，综合考虑近期新股发行的平均估值水平，以及公司业绩增长实际情况，给予公司2011年25-30倍市盈率，对应价格为10.5-12.6元。

**表 5：可比公司估值**

| 证券代码      | 证券简称 | 预测市盈率(2011, 最新预测) | 预测 PEG 值(2011, 最新) |
|-----------|------|-------------------|--------------------|
| 000759.SZ | 武汉中百 | 25.45             | 0.98               |
| 002251.SZ | 步步高  | 30.17             | 1.10               |
| 002264.SZ | 新华都  | 30.21             | 0.60               |

|           |      |       |      |
|-----------|------|-------|------|
| 002336.SZ | 人人乐  | 26.01 | 0.88 |
| 600361.SH | 华联综超 | 37.66 | 0.66 |
| 601933.SH | 永辉超市 | 49.46 | 0.95 |
|           | 均值   | 33.16 | 0.86 |

数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

## 风险因素

- （1）未来几年公司业绩成长性较差，存在估值回落风险；
- （2）区域内市场竞争态势加剧，沃尔玛、世纪联华等内外资超市企业扩张步伐较快；
- （3）地方财政补贴可持续性风险。

### 东莞证券投资评级体系：

| 公司投资评级 |                                         |
|--------|-----------------------------------------|
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上             |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间          |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间              |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上              |
| 行业投资评级 |                                         |
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上           |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间        |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间            |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上            |
| 风险偏好评级 |                                         |
| 高风险    | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上         |
| 较高风险   | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间 |
| 一般风险   | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间  |
| 低风险    | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内      |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

### 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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

### 免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

### 东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119453

网址：www.dgzq.com.cn