

三江购物(601116)

公司研究/新股研究

合理估值: 13 元

独具特色的社区平价连锁超市龙头

民生精品---新股研究报告/零售行业

2011 年 2 月 23 日

报告摘要:

● 民营背景的社区平价连锁超市龙头

三江购物专注于社区平价超市的连锁经营,立足宁波、辐射浙江省,自 2000 年以来已经连续十年入选中国连锁零售百强企业。截止 2010 年前三季度,公司已经拥有 142 家社区平价超市连锁门店,其中 93 家位于宁波地区,48 家位于浙江省其他地区,1 家位于上海市,营业面积达到 43.31 万平米。公司为民营背景,股权激励覆盖 176 位高管及门店业务骨干,激励机制充分。

● 便宜、便利、会员制销售模式为经营特色

公司立足于社区,凭借低价便利的服务、贴近社区居民的独特优势,与倡导“一次购足”模式的大型超市在差异化竞争中凸显出竞争优势。“便宜”和“便利”是公司追求的核心价值,独特的收费会员制销售模式为公司培养了稳固的忠实客源,会员销售占比在 70%以上。

● 募投资金打开扩张之门,助推主业稳健发展

社区平价超市的定位具备良好的可复制性,经济发达的浙江省为公司渠道下沉提供了充足的扩张空间。募投项目涵盖 70 家连锁超市拓展项目,将进一步优化公司的网点布局,巩固品牌区域优势和提升市场份额。同时,通过加工配送中心升级改造项目和信息系统改造升级项目,为公司的网点拓展规划提供强有力的后台支持。

● 盈利预测与投资建议

预计 2010-2012 年摊薄 EPS 分别为 0.32 元、0.38 元和 0.44 元。相比近 3 个月新发行上市的永辉超市,公司发行市盈率明显回归合理,作为 A 股市场上唯一一家专攻社区平价超市的连锁龙头,结合公司发行价格及申购中签率等情况,公司上市后的合理估值为 13 元。

● 风险提示

地方政府补贴不确定性,租赁物业瑕疵风险,市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,455	4,852	5,430	6,189
增长率(%)	11.2%	8.9%	11.9%	14.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	121	133	155	182
增长率(%)	32.8%	9.7%	16.2%	17.7%
每股收益(元)	0.36	0.32	0.38	0.44
毛利率(%)	16.4%	16.6%	16.8%	17.2%
净资产收益率 ROE(%)	29.4%	23.3%	14.4%	11.4%
每股净资产(元)	1.41	1.84	3.67	4.12
PE	32.78	36.88	31.05	26.82
PB	8.37	6.41	3.22	2.86
EV/EBITDA	/	28.63	24.25	19.32

资料来源:民生证券研究所

本公司具备证券投资咨询业务资格,请务必阅读最后一页免责声明

民生证券研究所

分析师:史萍

执业证书编号:S0100208080214

电话:(8610)8512 7651

Email: shiping@mszq.com

分析师:李振飞

执业证书编号:S0100210060002

电话:(8610)8512 7650

Email: lizhenfei@mszq.com

地址:北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

公司基本数据

发行前总股本(百万股)	350.76
本次发行股本(百万股)	60
发行后总股本(百万股)	410.76
大股东持股比例(发行前)	71.84%
发行股本占发行后总股本比例	14.6%
发行价格	11.80

财务数据(2009)

股东权益(亿元)	4.96
每股净资产(元)	1.49
净资产收益率(%)	24.49
净利润(亿元)	1.21
每股收益(元)	0.36

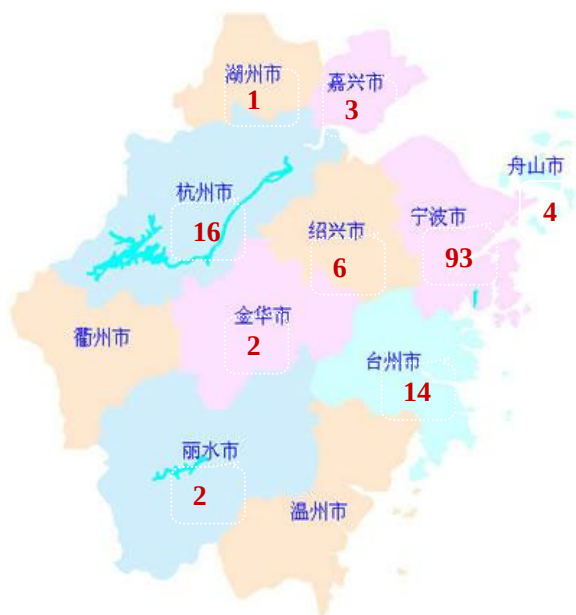
目录

一、浙江省社区平价连锁超市龙头.....	3
二、民营背景，股权激励充分.....	4
三、专注社区平价超市，精耕细作区域市场.....	5
（一）贵在专注，定位社区平价超市.....	5
（二）区域市场精耕细作：继续立足宁波，辐射浙江.....	6
四、独具特色：“便宜”、“便利”、会员制销售模式.....	7
（一）便宜.....	7
（二）便利.....	8
（三）会员制销售模式.....	8
五、公司 SWOT 分析.....	9
（一）公司的竞争优势.....	9
（二）公司的竞争劣势.....	10
（三）机会：发达地区渠道下沉的空间.....	10
（四）威胁：市场竞争环境日趋激烈.....	11
六、严控费用弥补了毛利率偏低的不足，盈利能力较强.....	11
（一）门店坪效仅次于永辉，经营优势明显.....	11
（二）社区平价超市定位，综合毛利率低于行业平均.....	12
（三）严控费用保证了较高的盈利水平.....	13
七、募集资金投向内外兼修，助推主业稳健发展.....	14
（一）70 家连锁超市拓展项目.....	15
（二）加工配送中心升级改造项目.....	16
（三）信息系统改造升级项目.....	17
八、合理估值与投资建议.....	17
（一）关键假设与盈利预测.....	17
（二）PE 估值.....	18
（三）DCF 估值.....	18
（四）合理估值与投资建议.....	19
九、风险提示.....	19
插图目录.....	22
表格目录.....	22

一、浙江省社区平价连锁超市龙头

三江购物创办于 1995 年 9 月，专注于社区平价超市的连锁经营，公司立足于宁波，辐射浙江省，是浙江省连锁零售龙头企业，自 2000 年以来已经连续十年入选中国连锁零售百强企业，2009 年位居中国连锁百强第 57 名，位居中国快速消费品连锁百强第 30 位，2007 年以来公司在连锁百强浙江省内排名中一直位列第一。截止 2010 年前三季度，公司已经拥有 142 家社区平价超市连锁门店，其中 93 家位于宁波地区，48 家位于浙江省其他地区，1 家位于上海市，营业面积达到 43.31 万平米，平均单店面积约 3000 平米。

图 1：公司网点立足宁波，辐射浙江

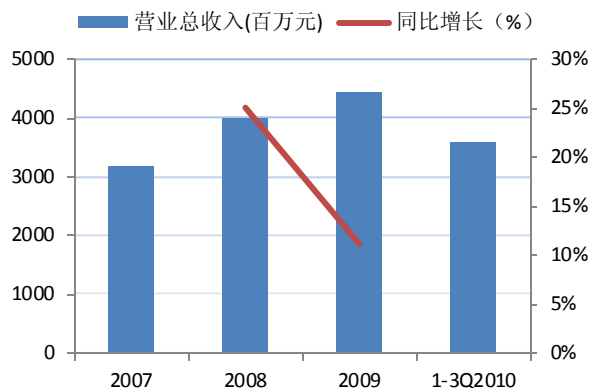


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究所

多年来公司专注于社区平价超市的连锁经营，围绕“社区平价超市”的业态定位，公司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；公司以让老百姓“用较少的钱，过更好的生活”为公司使命，坚持“天天低价”的营销模式，努力保持商品低价率（低价商品品种与市场调查商品品种总数之比）在 60%以上，为顾客提供“便宜”和“便利”的零售服务。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。

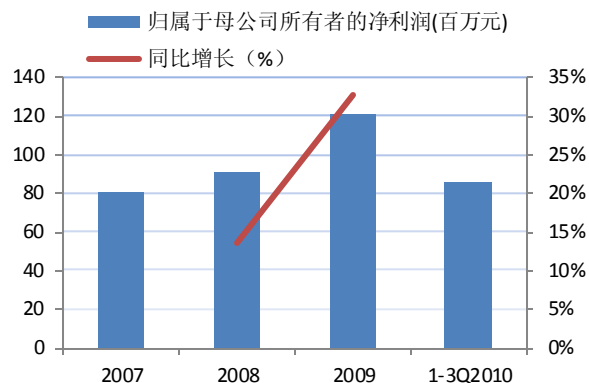
公司立足于社区，凭借低价便利的服务、贴近社区居民的独特优势，与倡导“一次购足”模式的大型超市在差异化竞争中凸显出竞争优势。正是这些独具特色的竞争优势，使公司在内外资超市竞争激烈的浙江市场成长为一名本土的“勇士”，多年来稳健的扩张，区域内精耕细作造就了公司的龙头地位。公司 2008-2009 年分别实现销售收入 40.08 亿元和 44.55 亿元，分别同比增长 25.11%和 11.15%；分别实现归属于母公司净利润 9145 万元和 1.21 亿元，同比增长 13.66%和 32.84%。

图 2: 公司 2007 年以来营业收入及增速情况



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

图 3: 公司 2007 年以来净利润及增长情况

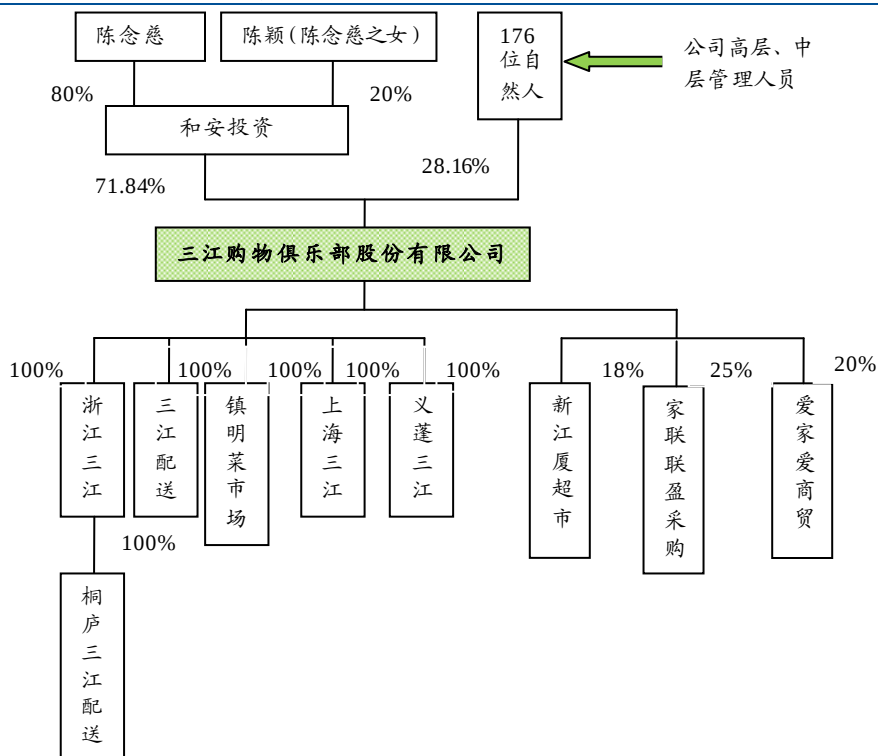


资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

二、民营背景，股权激励充分

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、总经理，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门店主要业务骨干，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，有助于公司的长期稳健发展。

图 4: 公司实际控制人为陈念慈，股权激励充分



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

表 1: 前十大自然人股东的任职情况

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

资料来源：公司招股说明书

三、专注社区平价超市，精耕细作区域市场

（一）贵在专注，定位社区平价超市

社区平价超市是一种新型零售业态，定位于社区，在居民小区等社区居民集中的地方进行布点，以所在社区居民为主要服务对象，向居民提供日常生活所需的消费品，如生鲜、食品、日用品等；为消费者提供“便宜”+“便利”的零售服务是社区平价超市核心竞争力所在。

社区平价超市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。与中小便利店相比，社区平价超市的营业面积较大，商品品种较多，品类较全，能满足老百姓日常生活所需，价格又比较便宜；与大型超市相比，商品价格便宜，当顾客购买较少商品时，要比大型超市方便。因此，社区平价超市在一定程度上与其他零售业态之间是各取所长，互为补充的关系。

表 2: 三种不同超市业态的对比

基本特点	大型超市	社区平价超市	便利店
商圈和目标客户	商圈和目标客户辐射半径 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、应急性等特点，商品品种在3,000种左右，售价高于市场平均水平
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	6,000 平方米以上	3,000 平方米左右	100 平方米左右

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究所

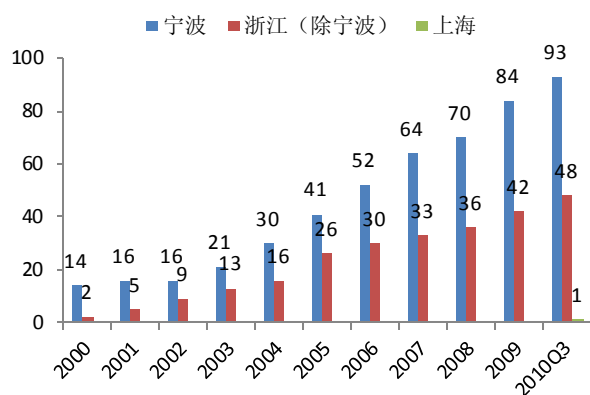
三江购物定位于社区平价超市，以“便宜”+“便利”为主要特色，在网点选址

上,公司选择在社区周边开店,近距离服务社区居民;在商品价格定位上,公司围绕让消费者“用较少的钱,过更好的生活”的经营理念,坚持“天天低价”的经营策略,努力保持低价率在 60%以上。

(二) 区域市场精耕细作: 继续立足宁波, 辐射浙江

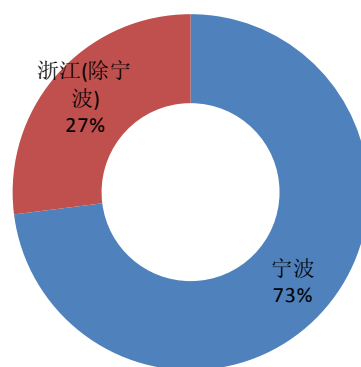
公司扎根于宁波,在浙江省内精耕细作,已经发展成为浙江省最大的本土连锁超市。截至 2010 年 9 月 30 日,公司拥有的 142 个营业网点中除一家在上海外,93 家在宁波市,48 家分布在浙江省其他地区。目前公司 73%左右的收入来自于宁波地区,宁波地区规模优势显著,平均单店收入也明显高于其他地区。

图 5: 公司门店分布



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

图 6: 公司七成以上收入来自宁波地区



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

表 3: 宁波地区规模优势明显

地区	2010 (1-3Q)		2009		2008		2007	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
宁波地区	264,116.67	73.07%	319,926.77	71.81%	288,361.77	71.94%	227,774.22	71.09%
浙江省(除宁波地区)	95,863.74	26.52%	125,616.97	28.19%	112,471.47	28.06%	92,617.67	28.91%
上海	1,476.59	0.41%	-	-	-	-	-	-
合计	361,456.99	100	445,543.74	100	400,833.24	100	320,391.89	100

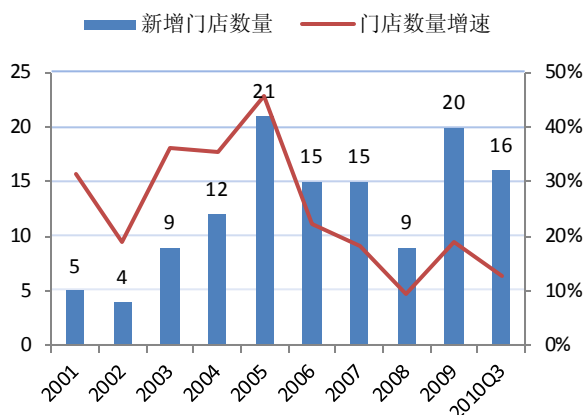
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

表 4: 宁波地区单店平均收入显著高于其他地区

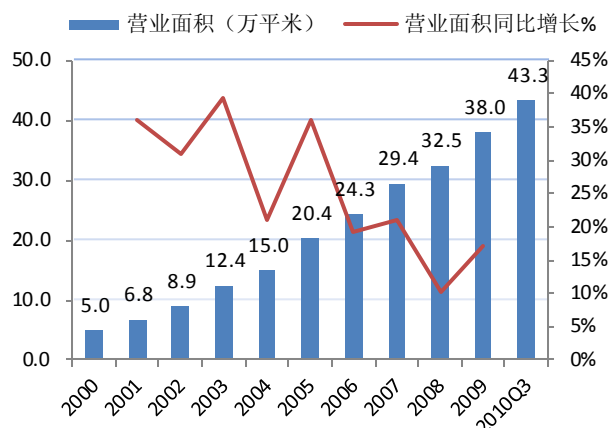
单店收入	2010 (1-3Q)	2009	2008	2007
宁波地区	2,839.96	3,808.65	4,119.45	3,558.97
浙江省(除宁波地区)	1,997.16	2,990.88	3,124.21	2,806.60
上海	1,476.59	-	-	-

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

公司近年来扩张稳健,除 08 年以外,基本保持了每年 15-20 家的开店节奏,其中宁波地区门店数量每年增加 10-15 家,浙江省其他城市门店数量则净增 5-8 家左右。预计公司未来三年的扩张步伐会有所加快,将保持每年 20-25 家的开店速度。公司将继续巩固在宁波地区的优势地位,每年增加 10-15 家门店,而浙江省其他地区的新开门店速度则有望提升至每年 10 家左右。

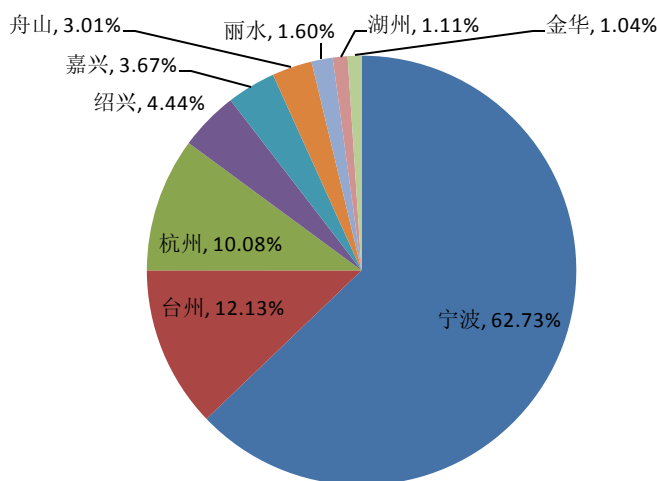
图 7: 公司门店扩张数量及增速


资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

图 8: 公司营业面积及增长情况


资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

从门店分布来看, 目前公司门店主要集中在浙江省, 而宁波市又是公司的核心市场和根据地。截至 2010 年 9 月底, 公司在浙江省内拥有门店数量 141 家, 营业面积 43.23 万平方米; 其中, 宁波地区门店 93 家, 营业面积 27.17 万平方米, 分别占公司全部门店的 65.5% 和 62.7%; 杭州地区门店 16 家, 营业面积 4.37 万平方米, 分别占全部门店的 11.3% 和 10%; 台州地区门店 14 家, 营业面积 5.25 万平方米, 占比分别为 9.9% 和 12.1%; 其它如绍兴、嘉兴、舟山等城市门店数量均不足 10 家, 未来几年依然具有较大的拓展空间。

图 9: 公司立足宁波辐射浙江, 台州、杭州已初具优势


资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

四、独具特色: “便宜”、“便利”、会员制销售模式

公司定位于社区平价超市, “便宜”和“便利”是公司追求的核心价值, 围绕这一定位, 公司门店开设在社区周围, 主要服务于周边的社区居民, 满足顾客日常生活所需, 填补了大型超市和便利店之间的市场空隙。

(一) 便宜

根据公司产品规定,同一商品(同品牌、同规格)门店零售价格比主要竞争对手低,该商品就定义为低价商品;公司确定的会员价比对手低3%及以上的,该商品也定义为低价商品。低价商品品种总数与公司市场调查商品品种总数之比为低价率。

围绕让老百姓“用较少的钱,过更好的生活”的定位,公司在充分的市场调查后,充分考虑主要竞争对手的价格水平,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。

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,力争商品低价率在60%以上,以维护公司的核心竞争力。

(二) 便利

公司定位于社区平价超市,门店开设在社区周边,距离上更加贴近社区居民;商品品种以食品、日用品和生鲜等居民购买频率高的商品为主,足以满足日常生活所需;门店营业面积适中,一般在3,000平方米左右,顾客可以快捷的挑选到所需商品。

图 10: 食品、生鲜占比超过七成,满足居民日常生活“便利”所需



资料来源:公司招股说明书,民生证券研究所

(1) 公司门店网点多。大型超市辐射范围广,店面相应较少,对于购买频率高的日常生活消费品,给居民生活带来很多不便。与大型超市相比,公司网点比较密集,贴近消费者,周边居民可以方便到达,更加便利居民日常生活。

(2) 商品结构适应顾客需求。与大型超市不同,大型超市倡导“一次购足”,所提供的商品多而全,店面面积大,购物所需时间较长。公司立足于满足社区居民日常生活所需,以食品、日用品和生鲜为主,店面营业面积一般在3,000平方米左右,为社区居民提供购买频率高、日常生活所需的商品。居民日常所需的食品、日用品和生鲜等都可以在门店内快速地挑选到,购物方便快捷。

(三) 会员制销售模式

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，向每位会员收取每年 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）。通过独具特色的会员制模式，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，公司拥有 218.9 万名会员（其中家庭副卡 139.75 万名），75.05% 的销售来自于会员消费，随着公司门店数量增加，会员数量稳步增长，会员费收入持续增长。

表 5：收费会员制销售模式大大提升了顾客的忠诚度

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：公司招股说明书，民生证券研究所

收费会员制销售模式为公司独特的经营特色，这一模式有利于公司培育稳定持续的顾客群体，大大提升客户的重要程度，从而为销售的稳步增长提供了有效的保障；另一方面，公司也通过信息系统详细记录了每个会员客户的消费信息，建立了客户信息数据库，有助于公司进行商业数据分析，为公司了解客户需求、调整商品结构和提升门店经营效率提供有力的数据支持。

五、公司 SWOT 分析

（一）公司的竞争优势

1、良好的品牌形象

多年来，公司紧紧围绕社区平价超市的定位，通过店面设计、营销推广、售后服务等，不断提升品牌影响力，赢得了良好的口碑，拥有较高的市场知名度，“三江购物”企业字号被认定为浙江省知名商号，品牌优势逐渐显现。

2、清晰准确的业态定位、务实有效的差异化竞争

近年来，公司在竞争中不断发展壮大，竞争能力不断增强。首先，公司社区平价超市的市场定位避免了与国际大型超市的正面竞争；其次，公司对本地市场的把握和熟悉程度远胜于国际大型超市；再次，伴随社区商业的振兴，社区平价超市本身具有很大的市场空间。

近年来沃尔玛、家乐福等外资超市在国内全面布局，大型超市的竞争日益激烈。公司在综合考虑竞争态势、市场环境等因素基础上，将自己的业态定位于社区平价超市，以社区居民为主要服务对象，位置上更贴近社区消费群体，相比大型超市，公司能够为社区居民提供更加便利的服务。相对其他业态，社区平价超市突出表现出来的便利性和价格优势，增强了公司竞争的砝码。公司凭借低价、便利的优势与以沃尔玛为代表的大型超市形成差异化竞争。

3、区域先发优势

公司经过多年的发展,已具备一定的规模。截至 2010 年 9 月 30 日公司拥有门店 142 家,浙江省内主要地市县都有公司的门店分布。

地理位置优越的门店是稀缺资源,对连锁零售业至关重要。作为浙江省本土企业,公司网点在浙江省布局最广,在很多地区进入市场较早,优质店面的选择上有很大余地,公司目前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。

同时,公司作为浙江本土连锁零售龙头企业,同其他零售企业相比更加了解当地的消费习惯和消费需求,对当地消费市场的熟悉和把握程度使得公司具有得天独厚的区域优势。

4、稳定增长的会员客户

公司实行会员和非会员制并行的销售模式,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。近年来公司会员客户快速增长,会员消费成为公司主要销售来源,近三年来公司会员消费额占公司总销售额的比例始终保持在 70%以上。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了有力保障。

5、良好的可复制性

由于公司社区平价超市的定位,相对于其它同类企业的竞争优势主要在于公司具有比较良好的适应能力和复制能力:一是公司门店面积通常为 3000 平方米左右,其能够比较容易地找到新的物业;二是公司单店开店成本约 450 万元,远低于国内同行,如永辉超市(2100 万元)、人人乐(1800 万元)、新华都(1000 万元)及步步高(1100 万元);三是社区平价模式易于获得社区消费者的认可;四是实行会员制能够在较大程度上锁定目标顾客群。

(二) 公司的竞争劣势

1、融资渠道单一制约公司发展步伐

受限于融资渠道的单一,公司主要依靠自有资金积累或银行贷款来拓展门店。随着公司扩张速度的加快,单一的融资渠道已经难以满足公司对资金的需求,这一定程度上制约了公司业务拓展的步伐。

2、人力资源跟不上扩张步伐

人才在企业竞争中发挥着越来越重要的作用,公司一贯积极通过内部培养与外部选聘提拔人才,通过有效的激励制度留住人才,但由于公司的快速扩张和发展,对经营管理人才的需求也与日俱增,要求也越来越高,而目前公司人力资源现状距离要求尚有一定差距。

3、跨区域发展存在一定瓶颈

公司虽然在浙江省内具有一定竞争优势,但跨区域扩张目前为止只在上海开了 1 家门店,未来跨区域扩张从品牌认知度、供应商资源等方面都不具备优势,跨区域瓶颈能否打破存在较大的不确定性。

(三) 机会:发达地区渠道下沉的空间

浙江省地处中国经济总量最大的长三角地区,东临东海,南邻福建,西接安徽、江西,

北连上海、江苏，具有良好的区位优势。2009 年浙江省实现生产总值 22,832 亿元，比上年增长 8.9%，社会消费品零售总额 8,622 亿元，比上年增长 15.9%，城镇居民人均可支配收入 24,611 元，比上年增长 9.7%，农民人均纯收入 10,007 元，比上年增长 9.5%。经济的飞速发展，人民收入的不断提高，为浙江省零售市场的不断发展提供了广阔的市场空间。

公司除了在宁波地区加密布局具备规模优势以外，目前在浙江省宁波周边丽水、舟山、台州地区营业面积占当地主要超市企业营业面积总和的比例均在 20%以上，在上述地区也形成了相对的优势地位。作为中国经济较为发达的经济大省，浙江除了目前 11 个地级城市以外，其余二三线的 36 个县，22 个县级城市以及 23 个市属城市均具有极大的消费潜力和能力，甚至浙江省部分县级城市的消费能力不亚于我国中西部地区的地级城市，从这个角度看，公司在优势区域内二三线城市渠道下沉的空间依然较大，未来公司完全有能力通过稳健的渠道下沉，占领浙江地区的发达乡镇市场，从而为公司未来的外延扩张打下较为坚实的基础。

（四）威胁：市场竞争环境日趋激烈

我国零售行业还处在跑马圈地式的快速扩张期，内外资超市目前均加快了开店的步伐，外资零售巨头近年来更是加大了二三线城市布局的步伐，尤其是经济相对发达的浙江省，成为内外资竞相逐猎的决战之地，公司未来面临的将是更加激烈的竞争环境。

表 6：公司面临内外资超市的竞争

地区	三江购物				主要竞争对手			其中：外资超市			其中：本土超市		
	门店数量	营业面积(万平)	面积占比	平均单店面积(平米)	门店数量	营业面积(万平)	平均单店面积(平米)	门店数量	营业面积(万平)	平均单店面积(平米)	门店数量	营业面积(万平)	平均单店面积(平米)
宁波	93	27.17	38.62%	2921	282	43.19	1532	13	14.72	11323	269	28.47	1058
杭州	16	4.37	7.64%	2730	154	52.77	3427	20	24.3	12150	134	28.47	2125
嘉兴	3	1.59	10.57%	5296	69	13.9	2014	8	6.31	7888	61	7.59	1244
湖州	1	0.48	6.93%	4800	11	6.45	5864	4	4.7	11750	7	1.75	2500
绍兴	6	1.92	9.73%	3208	135	17.85	1322	6	7.7	12833	129	10.15	789
金华	2	0.45	4.65%	2250	33	9.23	2797	4	3.43	8575	29	5.8	2000
丽水	2	0.69	26.15%	3460	7	1.95	2786	1	0.65	6500	6	1.3	2167
舟山	4	1.3	28.35%	3261	102	3.3	3235	1	0.78	7800	101	2.52	250
台州	14	5.25	16.95%	3753	139	10.83	779	4	3	7500	135	7.83	580

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究所

从上表可以看出，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，在宁波地区公司优势明显，在丽水、舟山、台州地区的内外资竞争环境相对缓和，在杭州也具备了一定竞争优势，考虑到浙江二三线城市市场空间仍然较大，公司上市融资后将继续加大在宁波、杭州、台州、舟山等地布点，将有利于缓解内外资竞争带来的威胁，巩固和提升市场份额。

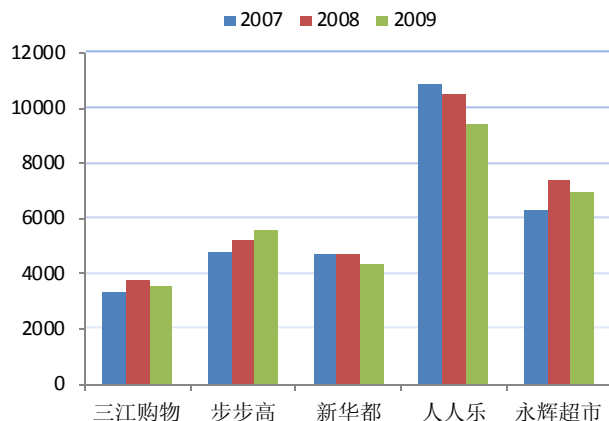
六、严控费用弥补了毛利率偏低的不足，盈利能力较强

（一）门店坪效仅次于永辉，经营优势明显

与同行业相比，由于公司定位社区超市，单店面积在 3000 平方米左右，明显低于人

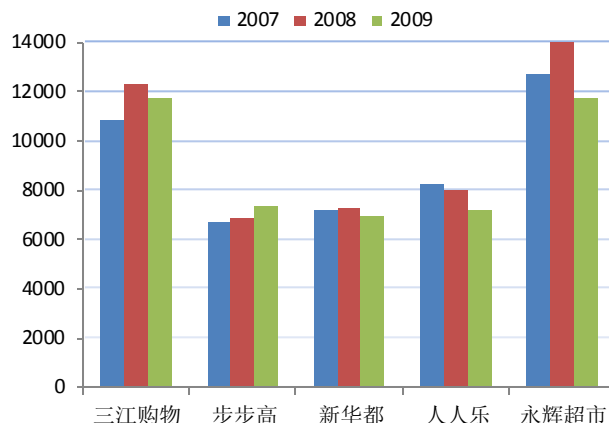
人乐 (13091 m²)、步步高 (7653 m²)、新华都 (6297 m²)、永辉超市 (5895 m²) 等。由于单店面积偏小的原因,公司门店单店销售额也明显低于行业均值。但从门店坪效来看,公司优势明显,09 年达 11727 元/m²,仅低于永辉超市,明显高于步步高、新华都、人人乐等其它连锁超市公司。

图 11: 公司单店面积较小, 单店销售低于同行业



资料来源: 公司资料, 民生证券研究所 (单位: 万元)

图 12: 公司门店坪效仅次于永辉, 经营优势明显

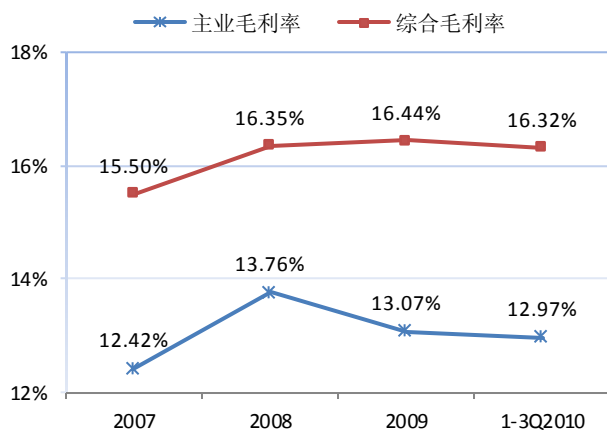


资料来源: 公司资料, 民生证券研究所 (单位: 元/平方米)

(二) 社区平价超市定位, 综合毛利率低于行业平均

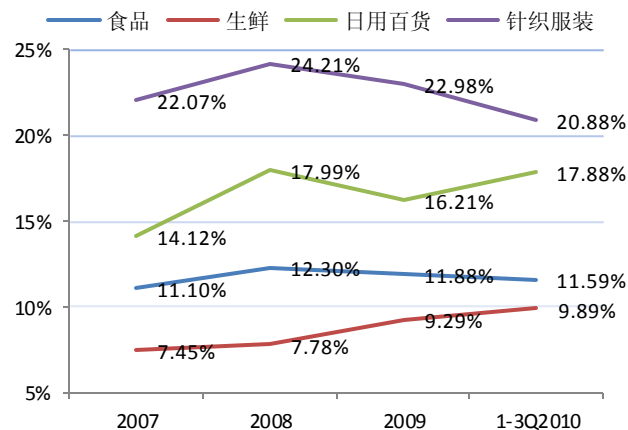
近年公司主营业务毛利率一般维持在 13% 左右, 接近行业平均水平, 但综合毛利率则略低于行业均值约 2-3 个百分点, 导致毛利率偏低的主要原因在于: 1) 公司定位于社区平价超市, 毛利率较低的食品和生鲜销售占比超过 75%, 高于其他超市 50%-60% 的水平; 2) 公司“便宜”的定位, 决定了公司采取低价让利的策略, 压低了毛利率水平; 3) 公司采取会员制, 会员消费占到公司 70% 以上销售, 而会员价比非会员价低 5% 左右, 因此毛利整体低于其它连锁超市平均水平。另外, 我们认为, 制约公司目前毛利率偏低还有一个比较重要的因素是销售规模, 公司目前的销售规模在 A 股超市类上市公司中排倒数第二, 未来毛利率的提升首先要依赖销售规模的扩大。

图 13: 公司主业毛利率和综合毛利率变化



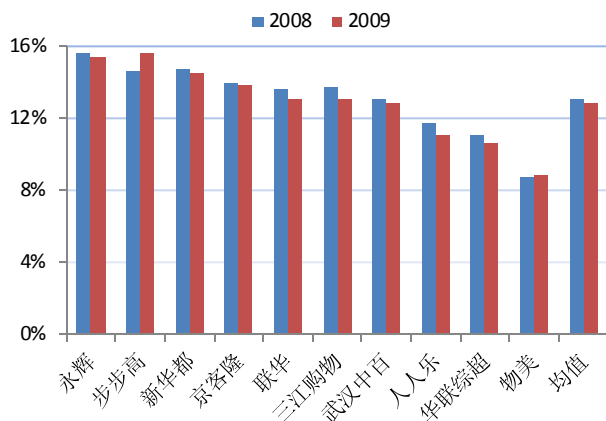
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

图 14: 公司各品类毛利率变化情况



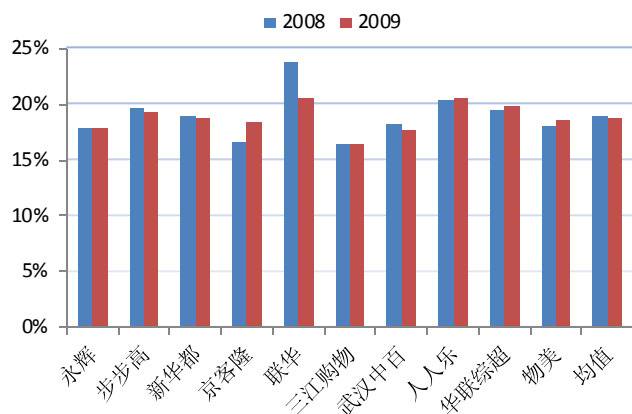
资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

图 15: 公司主业毛利率略高于行业均值



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 16: 公司综合毛利率低于行业均值



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

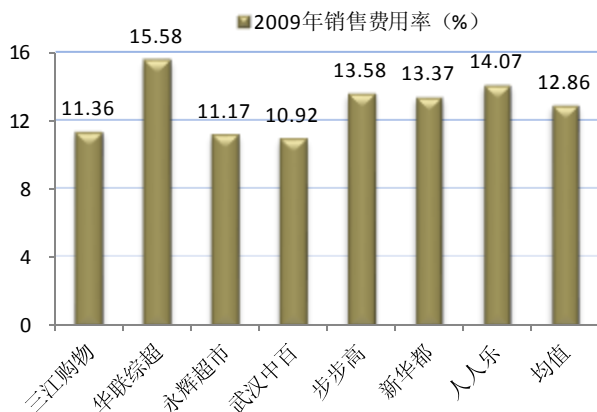
图 17: 公司销售规模在 A 股上市公司中偏低



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

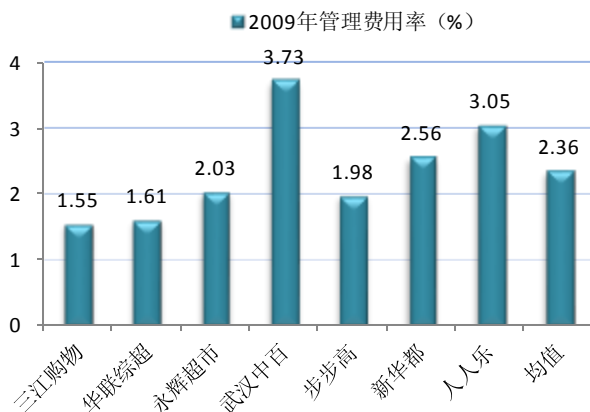
(三) 严控费用保证了较高的盈利水平

图 18: 公司销售费用率低于行业平均

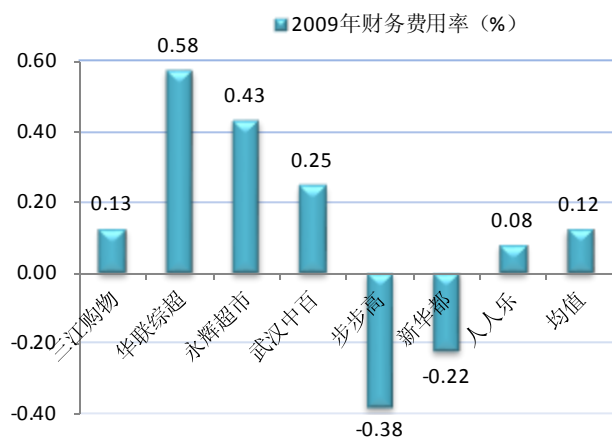


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

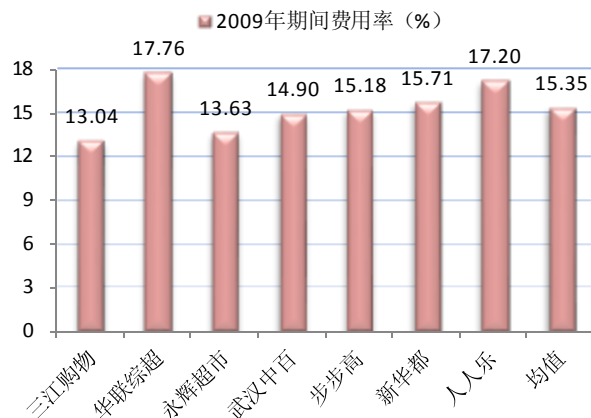
图 19: 公司管理费用率明显低于行业平均



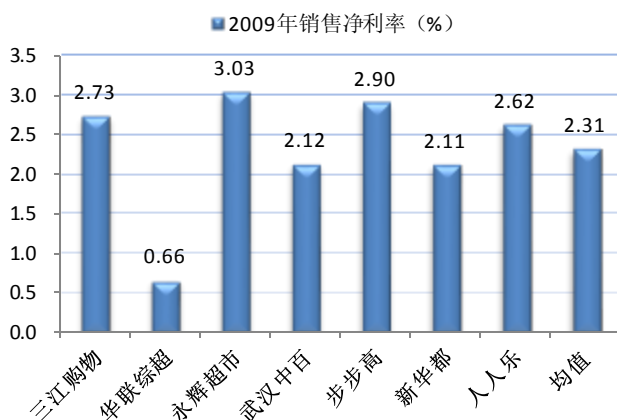
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 20: 公司财务费用率略高于行业平均


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 21: 公司期间费用率行业最低


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 22: 受益于良好的费用控制, 公司盈利能力较强


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

尽管公司的综合毛利率低于行业平均水平, 但公司销售费用率和管理费用率明显低于同行业均值, 公司期间费用率的大幅节省弥补了毛利率偏低的不足, 公司的销售净利率高于行业平均, 仅次于永辉超市和步步高。

七、募集资金投向内外兼修, 助推主业稳健发展

表 7: 募集资金投向及金额

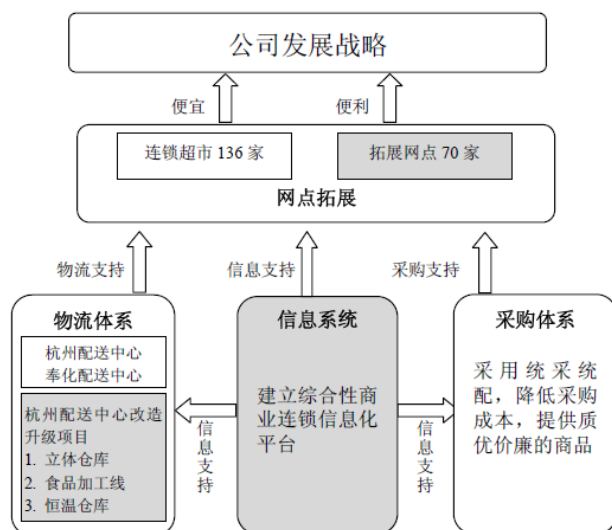
项目名称	投资金额
1 连锁超市拓展项目	36,409
2 三江购物加工配送中心升级改造项目	4,584
3 信息系统改造升级项目	3,000
总计	43,993

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究所

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。

图 23: 募集资金项目有助于公司主业稳健发展



资料来源:公司招股说明书,民生证券研究所

(一) 70 家连锁超市拓展项目

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 m²。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 m²;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 m²;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。各地区门店拓展进度具体如下表:

表 8: 各地区募集资金拓展门店计划及进展情况

地区	门店数	规划面积 (m ²)	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	0	0	0	0	1	12.5	4,000	17.38
嘉兴	2	6,300	0	0	0	0	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	0	0	0	0	3	42.86	12,118	70.05
绍兴	3	9,300	0	0	0	0	0	0	0	0
湖州	2	8,000	0	0	0	0	0	0	0	0
金华	2	7,500	0	0	0	0	0	0	0	0
丽水	1	3,500	0	0	0	0	0	0	0	0

资料来源:公司招股说明书

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,从 2010 年 4 月开始建设,2013 年 3 月份全部完成,单店建设周期约 12 周左右。截止 2010 年前三季度,已经有 5 家门店开业。

从拓展区域来看,宁波地区仍是公司密集布点的主要区域,占计划开店数量的近 60%;

此外，公司在杭州、嘉兴、台州、舟山、绍兴、湖州、金华和丽水等浙江省主要城市均有进一步渗透。

表 9：公司连锁超市规划项目未来三年区域分布

区域	2010 年 4 月-2011 年 3 月 新开门店数	2011 年 4 月-2012 年 3 月 新开门店数	2012 年 4 月-2013 年 3 月新 开门店数	合计
宁波	17	12	11	40
杭州	4	2	2	8
嘉兴		1	1	2
台州	1	2	2	5
舟山	1	2	4	7
绍兴		2	1	3
湖州		1	1	2
金华		1	1	2
丽水			1	1
合计	23	23	24	70

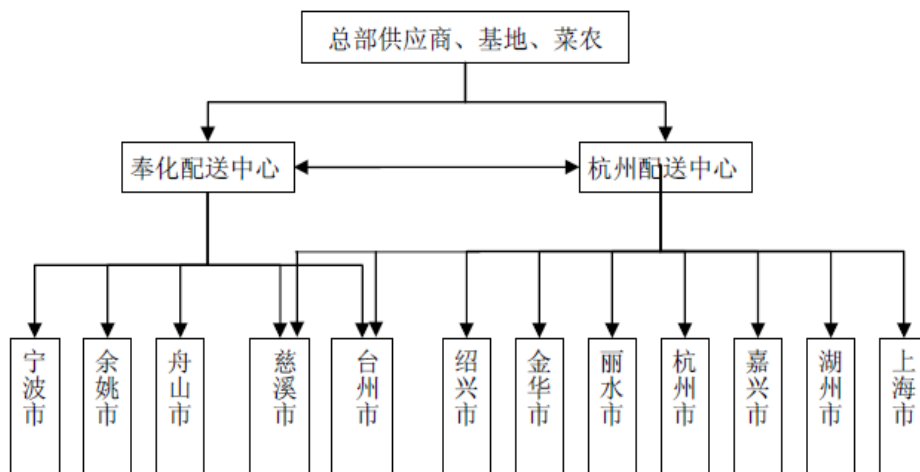
资料来源：公司招股说明书

按公司预计，新开店第一年约贡献销售额 2500 万元（假定新店面积 3000 平米，拥有 7200 户基本客源），不考虑通胀因素，只考虑销售自然增长，假定第 2 年增长率为 15%，第 3 年增长率为 10%，第 4 年增长率为 5%，第 5 年增长率为 4%，第 5 年以后销售水平与第 5 年持平；预计项目全部完成后，运营期平均贡献营业收入 22.68 亿元，贡献利润 5107 万元。

（二）加工配送中心升级改造项目

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。在商品实际配送过程中，公司将根据两个配送中心的剩余配送能力及产品配送效率进行调节，形成动态均衡的商品配送体系。

图 24：公司现有两大配送中心



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究所

加工配送中心升级改造项目以满足公司未来连锁发展需求为基本目标,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。

该项目建设内容包括:

(1) 杭州配送中心立体仓储仓库

目前此配送中心是以平面仓库形式进行商品仓储,不能满足配送门店数的不断增加的需求。建成立体仓库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。

(2) 食品加工线

目前公司的食品包装和农副产品的初加工及分装由中间商进行,存在成本高、品质控制难的问题。因此,公司计划设立食品加工线,进行食品包装以及对基地采购的农副产品进行分装和加工。食品加工线规划场地是杭州配送中心 4 号库的二楼,面积 4,051 平方米。

(3) 恒温仓库

目前公司的冷冻、冷藏食品采用租赁外部供应商恒温库的模式,存储地点较为分散,存在成本高、管理难以及运输效率低下的弊端,为此,公司计划在杭州配送中心的 3 号库建设 3,000 m²的恒温库以及 6,000 m²冷链系统,实现冷冻、冷藏食品的统采统销。

本项目总投资预算 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。项目已经于 2010 年 7 月启动,预计 2012 年 6 月全部竣工。

(三) 信息系统改造升级项目

本次信息系统改造升级项目具体包括以下几个方面:

(1) 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,实现科学决策。

(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),门户网站的建设和升级,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,主要包括公司核心机房的服务器、备份系统的升级,网络设备以及防火墙设备,以及主机房异地灾备中心的建设。

项目建设有助于整合供应链,提高公司集中采购能力,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,最终巩固低价经营的竞争优势;将有效提升公司对会员的服务能力和水平;有助于提供公司的科学决策水平,提高公司盈利能力。

八、合理估值与投资建议

(一) 关键假设与盈利预测

根据公司的项目进展情况，我们对公司盈利预测基于以下关键假设：

- 1) 公司 2010-2012 年净增门店依次为 19 家、24 家和 23 家；
- 2) 公司 2010-2012 年综合毛利率水平维持稳中略升；
- 3) 公司 2010-2012 年期间费用率维持稳重略降；
- 4) 公司 2010-2012 年仍能获得部分政府补贴，但逐年下降；
- 5) 公司 2010-2012 年有效所得税率为 25%。

基于上述假设，我们预计 2010 - 2012 年公司营业收入分别增长 8.9%、11.9% 和 14.0%，净利润分别增长 9.7%、16.2% 和 17.7%，对应的摊薄后 EPS 分别为 0.32 元、0.38 元和 0.44 元。从预测的成长性上来看，符合公司一贯低调、稳健踏实的风格，未来随着规模扩大、供应链整合、经营效率的提升，公司综合毛利率水平有较大的提升空间，业绩增长存在超预期可能。

表 10：公司盈利预测关键指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	4,455	4,852	5,430	6,189
增长率（%）	11.2%	8.9%	11.9%	14.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	121	133	155	182
增长率（%）	32.8%	9.7%	16.2%	17.7%
每股收益（元）	0.36	0.32	0.38	0.44
毛利率（%）	16.4%	16.6%	16.8%	17.2%
净资产收益率 ROE(%)	29.4%	23.3%	14.4%	11.4%
每股净资产（元）	1.41	1.84	3.67	4.12

资料来源：民生证券研究所

（二）PE 估值

预计 2010 - 2012 年摊薄 EPS 分别为 0.32 元、0.38 元和 0.44 元。从公司预测的成长性上，与同行业相比并不具备优势，这与公司保守低调、踏实稳健的风格比较吻合。按照 2011 年行业平均预测市盈率 30 倍计算，公司合理的 PE 估值为 11.4 元。

表 11：A 股超市类公司财务与估值指标

代码	简称	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)	市销率 PS (TIM)
			TIM	2010E	2011E	TIM	2010E	2011E		
行业均值 (整体法)		77.96	0.50	0.64	0.86	38.35	22.92	18.41	3.97	0.61
行业中值		69.83	0.51	0.59	0.84	38.69	38.32	27.87	2.98	0.90
1	601933 永辉超市	216.32	0.00	0.39	0.59	55.10	73.05	48.04	19.23	2.55
2	600361 华联综超	50.47	0.13	0.18	0.28	82.48	57.40	36.61	2.80	0.55
3	002251 步步高	71.78	0.62	0.69	0.88	43.15	38.32	30.09	4.72	1.25
4	002264 新华都	37.84	0.49	0.53	0.80	48.33	44.36	29.47	6.75	1.22
5	000759 武汉中百	93.16	0.37	0.41	0.52	36.81	33.61	26.27	3.84	0.92
6	002336 人人乐	85.92	0.56	0.65	0.84	38.24	33.04	25.50	2.45	0.98

资料来源：民生证券研究所

（三）DCF 估值

基本假设包括：

- 贝塔值（ β ）取行业平均：0.68

- 无风险利率(Rf): 3.75 %
- 风险溢价(Rm-Rf): 9.00%
- 债务成本Kd: 6.60%
- 法定所得税率: 25.00%

DCF 方法测算出 WACC 为 9.73%，按照现金流折现的公司价值为 13.03 元。敏感性分析结果提示，公司的合理估值区间为 12.11-14.08 元。

表 12: 三江购物 WACC 估值敏感性分析表

WACC	永续增长率						
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
12.23%	9.88	10.17	10.51	10.88	11.30	11.79	12.36
11.73%	10.23	10.54	10.88	11.27	11.72	12.23	12.82
11.23%	10.59	10.91	11.27	11.68	12.15	12.68	13.30
10.73%	10.97	11.31	11.68	12.11	12.60	13.16	13.81
10.23%	11.37	11.72	12.11	12.56	13.07	13.65	14.33
9.73%	11.78	12.15	12.56	13.03	13.56	14.18	14.89
9.23%	12.21	12.60	13.03	13.52	14.08	14.72	15.46
8.73%	12.67	13.07	13.53	14.04	14.62	15.29	16.07
8.23%	13.14	13.57	14.04	14.58	15.19	15.89	16.71
7.73%	13.64	14.08	14.58	15.14	15.78	16.52	17.37
7.23%	14.16	14.62	15.15	15.74	16.41	17.18	18.07

资料来源：民生证券研究所

（四）合理估值与投资建议

相比近 3 个月新发行上市的永辉超市（601933），公司发行市盈率较永辉超市明显偏低，但公司目前是 A 股市场上唯一一家专攻社区平价超市的连锁龙头，从公司发行时间来看，正值新股破发期，但目前零售行业的估值已回归合理，结合公司发行价格及申购中签率等情况结合来看，公司二级市场的合理估值为 13 元。

九、风险提示

1、地方财政补贴可持续性的风险；

2007 年、2008 年、2009 年以及 2010 年 1-9 月，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 万元和 2,793.89 万元，主要包括商贸流通业发展补助资金、经济发展突出贡献补贴、劳动力安置补贴、市场开拓补贴等，占同期利润总额的比例分别为 22.58%、23.27%、26.27%和 24.75%。由于上述财政补贴系当地财政部门依据国家或地方相关补贴政策逐年审批并予以拨付，若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。

但公司作为浙江省最大的本土连锁超市，在商贸服务体系发展、劳动力安置、乡镇建设、菜篮子工程等方面做出突出贡献，是当地政府重点扶持企业之一，预计当地财政部门在未来仍将对公司给予相应支持。

- 2、部分租赁存在瑕疵的风险;
- 3、市场竞争加大以及扩张中人才短缺的风险。

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	4,455	4,852	5,430	6,189
减：营业成本	3,723	4,048	4,518	5,124
营业税金及附加	30	32	36	41
销售费用	506	560	629	718
管理费用	69	69	77	87
财务费用	6	5	(8)	(2)
资产减值损失	(3)	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	125	137	178	221
加：营业外收支净额	42	41	28	22
三、利润总额	167	178	206	243
减：所得税费用	45	44	52	61
四、净利润	121	133	155	182
归属于母公司的利润	121	133	155	182
五、基本每股收益 (元)	0.36	0.32	0.38	0.44

主要财务指标

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	28.63	24.25	19.32
成长能力:				
营业收入同比	11.2%	8.9%	11.9%	14.0%
营业利润同比	20.7%	9.3%	30.6%	23.9%
净利润同比	32.8%	9.7%	16.2%	17.7%
营运能力:				
应收账款周转率	1064.49	863.13	880.16	887.76
存货周转率	9.13	9.04	9.18	9.30
总资产周转率	2.86	2.78	2.31	2.02
盈利能力与收益质量:				
毛利率	16.4%	16.6%	16.8%	17.2%
净利率	2.7%	2.7%	2.9%	2.9%
总资产净利率 ROA	7.8%	7.6%	6.6%	5.9%
净资产收益率 ROE	29.4%	23.3%	14.4%	11.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.87	0.97	1.53	1.53
资产负债率	69.8%	67.8%	49.2%	49.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.38	0.38	0.44
每股经营现金流量	0.58	0.85	0.64	0.77
每股净资产	1.41	1.84	3.67	4.12

资产负债表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	242	394	1,254	1,464
应收票据	0	0	0	0
应收账款	5	6	7	7
预付账款	126	121	136	155
其他应收款	23	24	27	31
存货	514	559	624	708
其他流动资产	77	108	110	115
流动资产合计	1,002	1,212	2,158	2,480
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	549	579	643	727
在建工程	0	0	23	11
无形资产	33	30	26	23
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	643	628	712	781
资产总计	1,644	1,893	2,922	3,313
短期借款	80	0	0	0
应付票据	2	2	2	2
应付账款	671	729	813	922
预收账款	373	486	565	666
其他应付款	19	17	15	15
应交税费	(24)	6	10	8
其他流动负债	7	8	8	8
流动负债合计	1,147	1,247	1,413	1,622
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,148	1,247	1,413	1,622
股本	334	351	411	411
资本公积	67	67	715	715
留存收益	95	228	383	565
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	496	646	1,509	1,691
负债和股东权益合计	1,644	1,893	2,922	3,313

现金流量表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	202	297	263	317
投资活动现金流量	(84)	(60)	(119)	(109)
筹资活动现金流量	(68)	(85)	716	2
现金及等价物净增加	50	151	860	210

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 公司网点立足宁波, 辐射浙江	3
图 2: 公司 2007 年以来营业收入及增速情况	4
图 3: 公司 2007 年以来净利润及增长情况	4
图 4: 公司实际控制人为陈念慈, 股权激励充分	4
图 5: 公司门店分布	6
图 6: 公司七成以上收入来自宁波地区	6
图 7: 公司门店扩张数量及增速	7
图 8: 公司营业面积及增长情况	7
图 9: 公司立足宁波辐射浙江, 台州、杭州已初具优势	7
图 10: 食品、生鲜占比超过七成, 满足居民日常生活“便利”所需	8
图 11: 公司单店面积较小, 单店销售低于同行业	12
图 12: 公司门店坪效仅次于永辉, 经营优势明显	12
图 13: 公司主业毛利率和综合毛利率变化	12
图 14: 公司各品类毛利率变化情况	12
图 15: 公司主业毛利率略高于行业均值	13
图 16: 公司综合毛利率低于行业均值	13
图 17: 公司销售规模在 A 股上市公司中偏低	13
图 18: 公司销售费用率低于行业平均	13
图 19: 公司管理费用率明显低于行业平均	13
图 20: 公司财务费用率略高于行业平均	14
图 21: 公司期间费用率行业最低	14
图 22: 受益于良好的费用控制, 公司盈利能力较强	14
图 23: 募集资金项目有助于公司主业稳健发展	15
图 24: 公司现有两大配送中心	16

表格目录

表 1: 前十大自然人股东的任职情况	5
表 2: 三种不同超市业态的对比	5
表 3: 宁波地区规模优势明显	6
表 4: 宁波地区单店平均收入显著高于其他地区	6
表 5: 收费会员制销售模式大大提升了顾客的忠诚度	9
表 6: 公司面临内外资超市的竞争	11
表 7: 募集资金投向及金额	14
表 8: 各地区募集资金拓展门店计划及进展情况	15
表 9: 公司连锁超市规划项目未来三年区域分布	16
表 11: A 股超市类公司财务与估值指标	18
表 12: 三江购物 WACC 估值敏感性分析表	19

分析师简介

史萍，中国人民大学经济学硕士，具有证券投资咨询执业资格，07年加盟民生证券研究所，从事零售及旅游行业及上市公司研究3年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长行业景气周期研究，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。