

三江购物(601116)新股定价报告

社区平价, 便宜便利

日常消费/超市

定价区间
10.36-12.21 元

发布时间: 2011 年 3 月 1 日

投资要点:

- 三江购物俱乐部股份有限公司是浙江省最大的本土连锁超市, 公司主营社区平价超市的连锁经营, 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。截至 2010 年 9 月 30 日, 公司共拥有直营门店 142 家(其中宁波 93 家), 营业面积合计 433,122 平方米, 单店面积 3050 平米。
- 公司的核心竞争力体现为便宜、便利及独特的会员制销售模式。低价率保持 60%以上(便宜), 门店开设在社区周边(便利), 会员和非会员制并行的销售模式培育了一大批公司的忠实客户群, 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。
- 公司本次拟发行 6000 万股, 募集资金将用于连锁超市拓展项目、加工配送中心升级改造项目及信息系统改造升级项目建设。连锁超市拓展项目是对公司现有区域门店布局进行的优化和完善, 巩固公司在省内连锁超市业的绝对竞争优势, 配送中心及信息系统建设将强化公司后台支持能力。
- 我们认为公司在激烈的市场竞争中, 定位于社区超市, 避免了与强势的外资大卖场短兵相接, 稳固其区域龙头的地位。虽然平价业态利润率相对较低, 但客户群相对稳定, 且公司在本土有较好政府关系及先发优势, 公司未来三年内可保持稳定的业绩增长。
- 按照公司 2010-2012 年每年新增门店 18 家、24 家、24 家的计划, 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.32 元、0.37 元和 0.43 元, 参比同类上市公司估值, 我们认为公司 2011 年市盈率在 28-33 倍之间比较合理, 对应合理价位为 10.36-12.21 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	445,544	11.15	12,148	32.84	0.30	24.49		
2010E	486,222	9.13	13,349	9.89	0.32			
2011E	537,178	10.48	15,375	15.18	0.37			
2012E	605,238	12.67	17,592	14.42	0.43			

发行数据	2010Q3
发行前股本(万股)	35075.88
发行数量(万股)	6,000
发行价格(元)	11.80
发行前 EPS(元)	0.24
发行后 EPS(元)	0.21
发行前每股净资产(元)	1.61
发行日期	2011-2-21
上市日期	2011-3-2
主承销商	海通证券

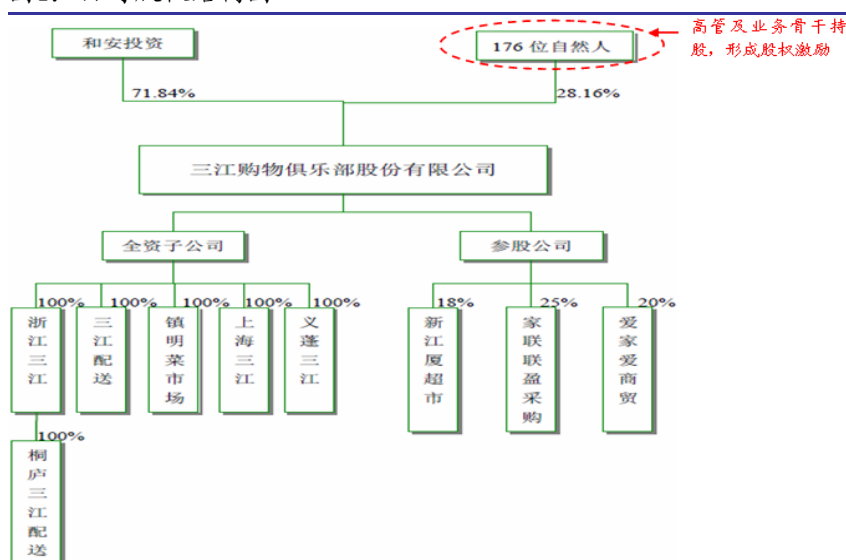
分析师: 罗旷怡
 执业证书编号: S0550511020002
 TEL: (8621)6336 7000
 FAX: (8621)6337 3209
 Email: luoky@nesc.cn
 地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
 邮编: 200002

1. 公司简介

三江购物俱乐部股份有限公司是浙江省最大的本土连锁超市，公司主营社区平价超市的连锁经营，坚持“天天低价”的营销模式，努力保持商品低价率在60%以上，同时在选址上坚持贴近社区消费群体的特色，为社区居民提供便利的服务，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。公司连锁门店遍及浙江省三十多个城市和地区，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433,122平方米。公司自2000年以来，连续十年被评为中国连锁经营协会发布的“全国连锁经营百强企业”，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。

股权结构方面，本次发行前，陈念慈直接持有公司2.26%股权，同时持有公司控股股东“和安投资”80%的股权（另20%股权为陈念慈女儿陈颖持有），为公司实际控制人。另外，公司176位自然人股东为公司高管及主要业务骨干人员，共计持有发行前总股本28.16%的股权，对公司的长期发展将起到有效的激励作用。

图1：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书

表1：公司发行前后股本变化

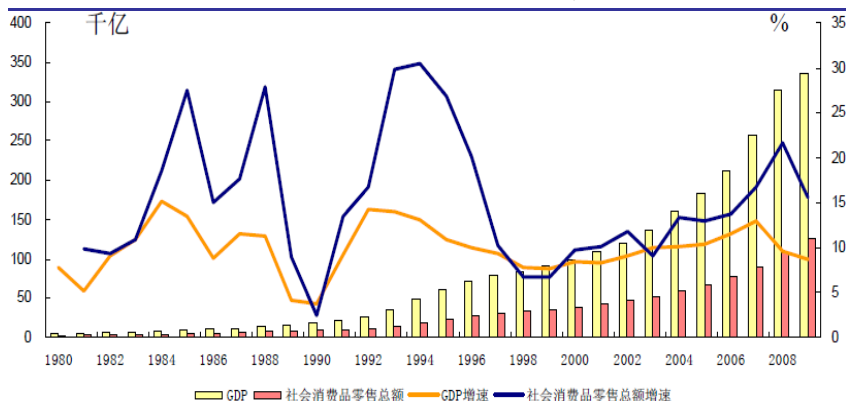
股东名称	发行前		发行后	
	持股数（股）	股权比例	持股数（股）	股权比例
和安投资	25,200,000	71.84%	25,200,000	61.35%
176位自然人	9,876	28.16%	9,876	24.04%
社会公众股	-	-	6,000	14.61%
合计	35,076	100%	41,076	100%

资料来源：公司招股说明书

2. 公司经营环境分析

近年来，我国国民经济持续快速增长，GDP、社会消费品零售总额均表现出良好的增长态势。经济的持续快速发展、消费市场的迅速崛起，为我国零售业的持续发展提供了广阔的市场空间。

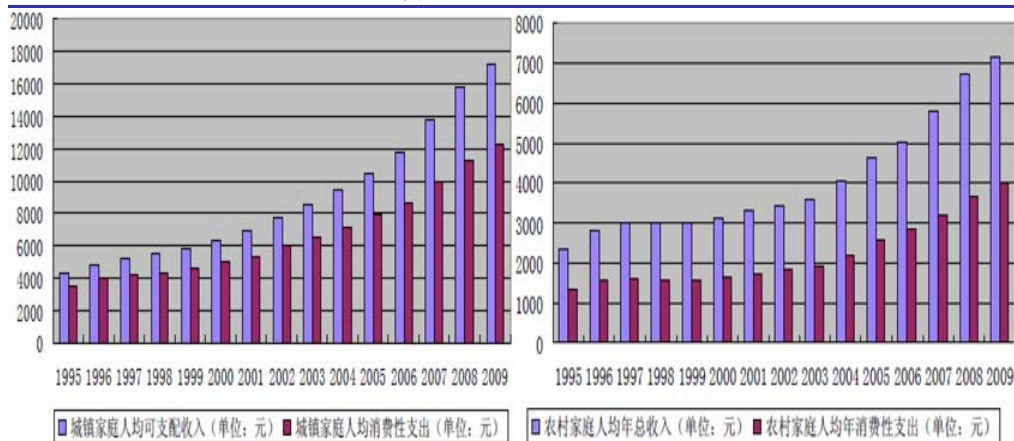
图2：1980-2009社零总额与GDP的规模及增长情况



资料来源：公司招股说明书

1995年至2009年间，我国城镇居民人均可支配收入已由1995年约4,282.95元增加至2009年的17,174.70元，年复合增长率达10.43%。可支配收入的增加拉动了居民消费开支，城镇居民人均消费性支出从1995年的约3,537.57元增至2009年的12,264.60元，年复合增长率为9.29%。与此同时，农村居民人均总收入和消费支出也出现了快速增长，2009年较1995年分别增长了204.36%和204.76%。居民支出的快速增长带来了消费品市场的空前繁荣。

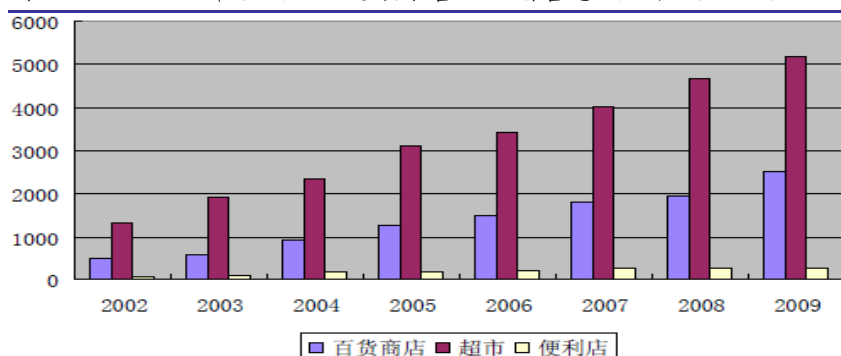
图3：1995-2009年人均收入与消费支出变动情况



资料来源：公司招股说明书

我国经济的快速增长、消费品市场的持续繁荣为零售业带来了难得的发展机遇。在日益激烈的竞争中，零售龙头企业竞争优势得以体现，销售额呈现出快速增长的态势。目前我国零售业几乎包含了世界上所有的零售业态，而以连锁经营形式发展起来的零售业态已成为我国零售业发展的主流。超市作为一种新兴业态在连锁零售业中彰显出强大的优势，占我国连锁零售业的市场份额不断增长，到2009年超市业态销售额达到5,192亿元，占限额以上连锁零售业销售总额的23.35%。从国家统计局公布的2002-2009年限额以上连锁零售业销售总额来看，超市的市场份额始终占据百货、超市、便利店三种连锁业态销售总额的60%以上，明显高于百货和便利店，超市已成为我国连锁零售业的主要业态。

图4: 2002-2009年限额以上连锁零售企业销售总额比较 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书

外资超市进入我国以来, 凭借强大的资金优势, 从一线城市开始不断扩张, 并逐渐向二三线城市渗透。2009年, 沃尔玛、家乐福在中国的门店数分别达到175家和156家, 易初莲花也拥有近100家门店, 外资零售巨头在我国已进入快速扩张时期。相比内资超市, 外资超市除具有资金优势外, 在品牌影响力、议价能力、管理能力和购物环境等方面有着独特的优势。本土超市呈现出区域重点布局的特点, 表现出较强的区域性。区域零售企业凭借对当地市场需求的准确把握, 成为区域龙头企业, 与外资企业相抗衡。区域龙头企业得以充分发挥独有的区域优势, 在区域内赢得主导地位。

3. 公司经营情况分析

公司以社区平价超市为经营业态, 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: 不同业态之间比较

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

在清晰定位的基础上，公司的核心竞争力则体现为便宜、便利及独特的会员制销售模式。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平米左右，顾客可以快捷的挑选到所需商品。同时，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。

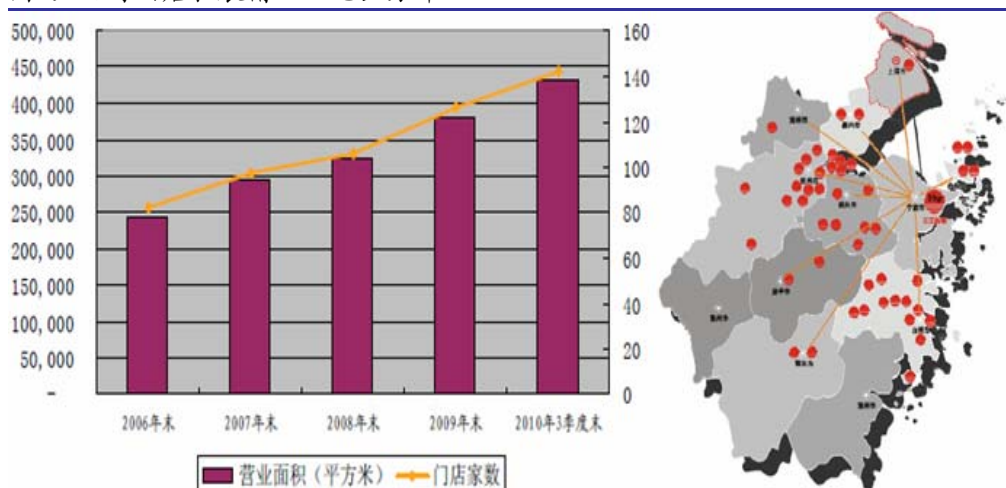
表3：2007-2010 年3 季度会员费收入情况

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：公司招股说明书

在门店拓展方面，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（93家）、杭州（16家）、金华（2家）、台州（14家）、丽水（2家）、湖州（1家）、嘉兴（3家）、绍兴（6家）等三十多个城市和地区，是浙江省最大的本土连锁超市。且作为尝试，公司2010年在上海也新开了1家门店。

图5：公司门店拓展情况及地区分布



资料来源：公司招股说明书

在内生增长和外延扩张的双重作用下，公司2008、2009年分别实现营业收入40.08亿元和44.55亿元，分别同比增长25.11%和11.15%；分别实现净利润9145万元和1.21亿元，分别同比增长13.66%和32.84%。

表4: 公司主要盈利指标 (万元)

项 目	2010 年 1-9 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
营业总收入	361,456.99	445,543.74	400,833.24	320,391.89
营业利润	8,540.41	12,501.48	10,358.17	8,623.12
利润总额	11,288.06	16,682.37	13,067.95	11,410.25
净利润	8,574.26	12,147.63	9,144.64	8,045.64

资料来源: 公司招股说明书

4. 募集资金投资项目分析

公司本次拟发行6000万股, 募集资金将用于连锁超市拓展项目、加工配送中心升级改造项目及信息系统改造升级项目建设, 项目投资具体情况如下:

表5: 公司募投项目

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
总 计		43,993

资料来源: 公司招股说明书

连锁超市拓展项目是对公司现有区域门店布局进行的优化和完善。通过在宁波、绍兴、杭州、舟山、台州等一线城市密集布点, 巩固现有市场份额, 并以此为基础向二、三线城市辐射, 积极开拓湖州、嘉兴、金华市场, 提升公司品牌影响力和市场占有率, 巩固公司在省内连锁超市业的绝对竞争优势。根据现有基础条件和未来发展目标, 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平方米, 公司将采取滚动方式进行网点拓展, 每年新设门店数约20余家。

表6: 各地区门店拓展速度

地区	门店数	规划面积 (m²)	签约情况				意向情况			
			门店数	占比 (%)	面积 (m²)	占比 (%)	门店数	占比 (%)	面积 (m²)	占比 (%)
宁波	40	132,148	16	40.00	58,195	44.04	14	35.00	51,085	38.66
杭州	8	23,020	0	0	0	0	1	12.50	4,000	17.38
嘉兴	2	6,300	0	0	0	0	1	50.00	3,300	52.38
台州	5	21,459	1	20.00	5,069	23.62	1	20.00	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。现有平面仓库存储商品能力有限，为确保公司仓储配送能力满足公司未来规模扩张的需要，公司拟对现有平面仓库进行立体化改建。建成后的立体仓库可使仓储面积提高到1.8倍，满足126家门店的配送需求。另外，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，计划通过建立恒温仓库，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。

公司一直致力于社区平价超市的发展和完善，这种业态的有着自身的特点和要求，表现在网点密集分布、涉及区域广、商品多且需求满足度要高、客流大但单个客户消费比重低、生产过程劳动密集、人力成本占比高等。信息系统项目建设有助于整合供应链，提高公司集中采购能力，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。

5. 盈利预测与价值区间

我们认为公司在激烈的市场竞争中，定位于社区超市，针对特定的消费群体，采取会员制的销售模式，为消费者提供便宜、便利的消费体验，避免了与强势的外资大卖场短兵相接，充分发挥本土地缘优势，稳固其区域龙头的地位，在社区平价超市业态下具备较强的竞争力。虽然平价业态利润率相对较低，单客户群相对稳定，且公司在本土有较好政府关系及先发优势并以宁波市为最主要的拓展区域，我们认为公司未来三年内可保持稳定的业绩增长。

按照公司2010-2012年每年新增门店18家、24家、24家的计划，我们预计公司2010-2012年每股收益分别为0.32元、0.37元和0.43元，参比同类上市公司估值，我们认为公司2011年市盈率在28-33倍之间比较合理，对应合理价位为10.36-12.21元。

表7：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE (2009)	PE (2010E)	PE (2011E)
601933.SH	永辉超市	75.67	49.76	34.91
600361.SH	华联综超	61.37	39.14	28.47
002251.SZ	步步高	38.68	30.38	24.79
002264.SZ	新华都	43.19	28.69	21.73
002336.SZ	人人乐	34.17	26.38	19.71
000759.SZ	武汉中百	31.42	24.56	19.15
	平均	47.42	33.15	24.79

资料来源：公司招股说明书

表8: 公司利润表预测

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	445,543.74	486,221.88	537,177.94	605,238.38
营业成本	372,277.96	405,557.67	446,717.17	502,105.76
营业税金及附加	2,957.17	3,227.16	3,565.37	4,017.10
主营业务利润	70,308.61	77,437.05	86,895.40	99,115.52
销售费用	50,623.62	55,245.56	61,506.87	69,481.37
管理费用	6,907.82	6,807.11	7,789.08	9,078.58
财务费用	563.51	486.22	0.00	0.00
营业利润	12,501.48	14,898.17	17,599.44	20,555.58
营业外收支净额	4,180.90	2,900.00	2,900.00	2,900.00
利润总额	16,682.37	17,798.17	20,499.44	23,455.58
所得税费用	4,534.74	4,449.54	5,124.86	5,863.89
归属母公司净利润	12,147.63	13,348.63	15,374.58	17,591.68
每股收益 (元)	0.30	0.32	0.37	0.43

数据来源: 公司公告, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。