

三江购物（601116）：社区商业的区域领导者

商业

合理价格区间：12.12-13.63 元

报告日期：2011 年 3 月 7 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4455	4953	5544	6253
(+/-)	11.15%	11.17%	11.94%	12.78%
营业利润	125	140	184	210
(+/-)	20.69%	12.34%	14.68%	14.47%
归属于母公司 的净利润	121	124	139	156
(+/-)	32.84%	2.43%	12.10%	12.20%
每股收益（元）	0.36	0.30	0.34	0.38

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2011-02-18/2011-03-02
发行后总股本（万股）	41075.88
发行股数（万股）	6000
发行价格（元/股）	11.80
发行市盈率（倍）	56.19
发行动态市盈率（倍）	38.95
行业滚动市盈率（倍）	40.1
第一大股东	和安投资
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	71.84% / 61.35%
发行前每股净资产（元）	1.61
发行前资产负债率（%）	69.04

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

联系人：邓文光
010-66045448 dengwg@txsec.com

证券分析师 王旭
执业证书编号：A0140511010018
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次拟发行A股6000万股，占发行后总股本的14.61%。公司实际控制人为公司现任董事长兼总裁陈念慈，此次发行后将直/间接持有公司60.12%的股权，仍为公司实际控制人。
- **浙江省内最大的本土连锁超市：**公司主要从事社区平价超市的连锁经营，凭借优质服务和贴近社区居民的独特优势，公司立足于宁波，同时向浙江全省辐射，是浙江省连锁零售龙头企业，在市场中处于领先地位。
- **以“社区平价超市”模式独辟市场空间：**社区平价超市是一种较新型的零售业态，是经济发展到一定阶段后产生的新型消费市场模式，在我国目前的发展还相对较弱，发展空间很大，将成为未来超市业态的主要形式。公司定位于“社区平价超市”，以为社区居民提供销售服务，满足百姓日常生活商品需求为经营宗旨，填补了大型超市和便利店模式中的巨大真空市场地带。
- **“便宜+便利”的竞争优势：**公司凭借清晰准确的业态定位和务实有效的差异化竞争优势，以“便宜+便利”的经营理念为社区居民提供物美价廉的商品和热情满意的优质服务。公司实行的会员制销售模式为公司培养了一大批忠实的顾客群体，会员顾客不仅能够享受更多的价格优惠而且还能经常参与公司组织的各种销售活动，保持了企业-客户间良好的互动和了解，为公司未来的发展奠定了坚实的根基。
- **募投项目将助公司巩固扩大市场份额，提高市场竞争力：**此次募集资金将用于公司连锁超市拓展项目、加工配送中心升级改造项目 and 信息系统改造升级项目，募投的三个项目是一个整体、系统的工程，项目建成后将显著提高公司的管理和经营水平，是公司未来持续发展的重要基础。
- **盈利预测及估值：**以公司发行后总股本41075.88万股计算，预计公司2010-2012年每股收益分别为0.30元、0.34元、0.38元。综合考虑行业估值水平和公司未来发展情况，我们认为2011年公司股价合理的估值区间应为12.12-13.63元。
- **风险提示：**地方财政补贴可持续性风险；公司所租赁物业租金调升风险；现有物流配送体系建设滞后风险。

正文目录

1. 公司概况	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 公司股本结构	4
1.3 公司主营业务及行业地位	6
2. 行业发展现状及未来展望	7
2.1 零售行业基本情况	7
2.2 超市行业现有竞争格局及发展趋势	8
2.3 我国社区平价超市的发展现状	9
3. 公司盈利及财务状况分析	10
3.1 公司盈利模式	10
3.2 财务状况分析	11
3.3 股利分配政策	14
4. 公司竞争优势分析	15
4.1 清晰准确的业态定位，务实有效的差异化竞争	15
4.2 以“便宜+便利”的核心竞争优势吸引顾客资源	15
4.3 良好的品牌形象锁定稳定增长的会员顾客群体	16
4.4 与供应商之间良好的互动关系支持公司未来的长远发展	16
5. 募集资金项目分析	17
5.1 募集资金项目概况	17
5.2 募投项目将坚实提升公司综合市场竞争力	18
6. 盈利预测与估值分析	22
6.1 盈利预测	22
6.2 估值—合理价格区间：12.12—13.63 元/股	24
7. 风险揭示	25

图表目录

图表 1: 发行前股权结构示意图.....	4
图表 2: 发行前后股本结构对比.....	4
图表 3: 公司股权结构演变示意图.....	5
图表 4: 按商品类别列示公司主营业务收入.....	6
图表 5: 按地区分布列示公司营业收入.....	6
图表 6: 公司门店分布情况.....	6
图表 7: 1995-2009 年我国社会消费品零售总额持续增长(亿元).....	8
图表 8: 最近三年购销差价及返利收入情况(单位: 百万元).....	10
图表 9: 最近三年促销费/会员费/租金收入情况(单位: 百万元).....	11
图表 10: 2010 年前 3 季度公司营业收入分布情况.....	11
图表 11: 最近三年利润增幅情况(资金单位: 百万元).....	12
图表 12: 主营业务按商品分类毛利率情况.....	12
图表 13: 公司与其他上市公司商品毛利率对比情况.....	12
图表 14: 公司各项偿债能力指标.....	13
图表 15: 公司于其他上市公司周转率对比情况(单位: 倍).....	14
图表 16: 公司税后利润分配顺序.....	14
图表 17: 公司最近三年的股利分配情况.....	14
图表 18: 公司在浙江省内主要各地区市场占有情况.....	15
图表 19: 2007 年-2010 年 3 季度公司会员费收入情况.....	16
图表 20: 募集资金项目使用情况(单位: 万元).....	17
图表 21: 公司募投项目与公司发展战略之间的关系.....	17
图表 22: 连锁超市拓展项目资金使用情况(资金单位: 万元).....	18
图表 23: 新开单店坪效及首年收入预估.....	18
图表 24: 新开单店运营期内经济效益预测.....	19
图表 25: 公司未来三年新开门店具体规划.....	19
图表 26: 预计新开门店对公司每股收益的增厚情况.....	19
图表 27: 加工配送中心升级改造项目资金使用情况(万元).....	20
图表 28: 杭州配送中心升级改造后的工作体系.....	20
图表 29: 信息系统改造升级项目资金使用情况(万元).....	21
图表 30: 信息系统升级后的工作流程.....	21
图表 31: 主营业务收入年均增长率预测.....	22
图表 32: 主营业务历年毛利率.....	23
图表 33: 历年期间费用率及相关税率.....	23
图表 34: 盈利预测(万元).....	24

1. 公司概况

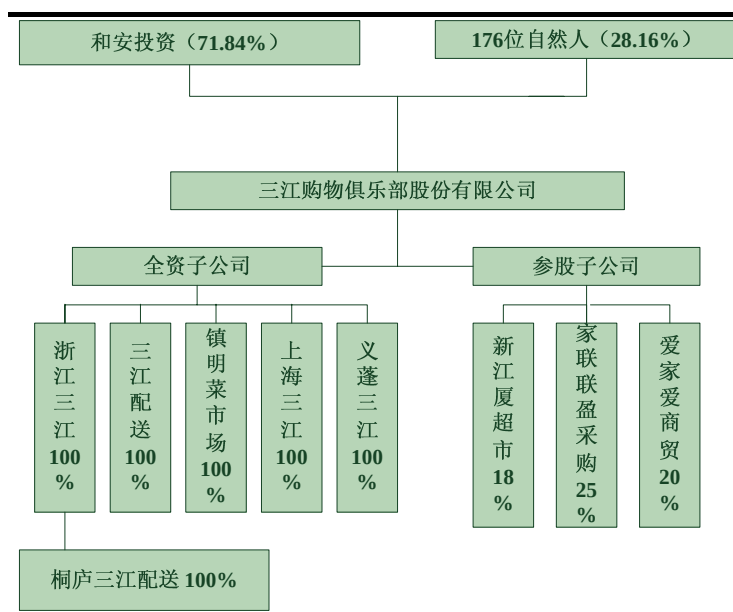
1.1 公司基本情况

公司成立于1995年9月22日，前身为宁波三江购物俱乐部有限公司，后于2008年11月18日整体改制，并更名为三江购物俱乐部股份有限公司。公司是浙江省内最大的本土连锁超市，也是浙江省连锁超市的龙头企业。公司的主营业务是社区平价超市的连锁经营，围绕“社区平价超市”的业态定位，立足于社区，以“便宜、便利”的经营理念 and 独特优势，填补了大型超市和便利店之间的真空地带，以差异化的竞争优势取得了巨大成功。公司立足于宁波市，同时向浙江全省辐射，截至2010年9月30日，公司已在浙江省内拥有营业网点142个，合计营业面积433,122平方米，并在省内商贸服务体系发展、城乡建设和菜篮子工程等方面起到重要影响，是当地政府重点扶植企业之一。

1.2 公司股本结构

发行前公司总股本为35,075.88万股，公司拟发行6,000万股，占发行后总股本的14.61%，发行后总股本将增至41,075.88万股。公司的实际控制人为公司现任董事长兼总裁陈念慈，截至招股意向书签署之日，陈念慈直接持有公司2.64%的股份，并通过其名下公司和安投资（持有该公司80%股份）间接持有公司57.48%的股份，按发行6,000万股测算，本次发行后，陈念慈将累计持有公司60.12%的股份，其实际控制人的地位不发生改变。公司发行前股权结构及发行前后股东持股情况如下：

图表 1：发行前股权结构示意图



资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 2：发行前后股本结构对比

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构		锁定期
	持股数（股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例	
和安投资	252,000,000	71.84%	252,000,000	61.35%	自上市之日起锁定 36 个月
黄跃林	28,006,650	7.98%	28,006,650	6.82%	自上市之日起锁定 36 个月
张连君	15,750,000	4.49%	15,750,000	3.83%	自上市之日起锁定 36 个月
陈念慈	9,269,400	2.64%	9,269,400	2.26%	自上市之日起锁定 36 个月
其他职工股	45,732,750	13.05%	45,732,750	11.13%	自上市之日起锁定 36 个月
社会公众股	—	—	60,000,000	14.61%	—
合计	350,758,800	100.00%	410,758,800	100.00%	—

资料来源：招股意向书，天相投顾

图表 3：公司股权结构演变示意图

	公司注册资本及股本变化情况	股东名称	金额/股份	占比
公司成立	1995 年 9 月 22 日，宁波三江购物俱乐部有限公司（公司前身）成立，由宁波三江投资开发区有限公司和宁波大树开发区三江贸易有限公司分别出资 26 万元和 24 万元，注册资本 50 万元。	三江投资	26 万元	52%
		三江贸易	24 万元	48%
第一次股权转让	1996 年 5 月 18 日，三江投资以 26 万元的价格将公司 52% 的股权转让给公司时任副总经理黄跃林。	黄跃林	26 万元	52%
		三江贸易	24 万元	48%
第一次增资	1999 年 1 月 13 日，三江贸易以实物增资 776 万元，黄跃林以现金增资 174 万元，增资后公司累计注册资本 1000 万元。	三江贸易	800 万元	80%
		黄跃林	200 万元	20%
第二次股权转让	2002 年 11 月 15 日，为了留住人才确保公司的长远发展，三江贸易将公司 30% 的股权转让给公司时任总经理陈念慈。	三江贸易	500 万元	50%
		陈念慈	300 万元	30%
		黄跃林	200 万元	20%
第三次股权转让	2003 年 6 月 23 日，三江贸易再次转让公司 30% 的股权给公司总经理陈念慈。	陈念慈	600 万元	60%
		黄跃林	200 万元	20%
		三江贸易	200 万元	20%
第四次股权转让	2005 年 8 月 23 日，三江贸易将所有剩余股权转让给公司总经理陈念慈。	陈念慈	800 万元	80%
		黄跃林	200 万元	20%
第五次股权转让	2005 年 12 月 20 日，陈念慈出资设立上海和安投资管理有限公司，陈念慈及其女儿陈颖分别持有该公司 80% 和 20% 的股权。之后，陈念慈将其持有的三江公司 80% 的股权转让给其名下的和安投资公司。	和安投资	800 万元	80%
		黄跃林	200 万元	20%
第二次增资	2006 年 8 月 28 日，公司股东大会同意将公司未分配利润中的 9000 万元转增注册资本，转增后公司注册资本共计 10000 万元。	和安投资	8000 万元	80%
		黄跃林	2000 万元	20%
股份公司设立	2008 年 11 月 18 日，公司股东大会作出决议，同意对公司进行整体改制为股份有限公司。同时确认以公司净资产 338,705,488.75 元为基准，折合成公司股份 300,000,000 股，余额计入资本公积。	和安投资	240,000,000 股	80%
		黄跃林	60,000,000 股	20%
后续增资	公司经股东大会同意又于 2009 年 5 月 28 日和 2010 年 3 月 14 日两次增资扩股，并新增职工股东 87 名，截止 2010 年 3 月 20 日，公司总股本累计增加至 350,758,800 股。	和安投资	252,000,000 股	72%
		黄跃林	28,006,650 股	8%
		其他股东	70,752,150 股	20%

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

1.3 公司主营业务及行业地位

公司的主营业务为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的社区居民，以“便宜+便利”的经营理念为社区百姓提供零售服务。公司立足于社区，凭借优质服务和贴近社区居民的独特优势，与倡导“一次购足”模式的大型尝试在差异化竞争中凸现了竞争优势。

公司立足宁波，并向浙江全省发展，目前公司的门店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 and 地区。公司是浙江省连锁零售的龙头企业，在市场中处于领先地位。

公司主营业务中按商品划分共有四大类：食品、生鲜、日用百货和针纺。其中食品是公司收入的主要来源，包括粮油、饼干、饮料、烟酒和保健品等，占主营业收入的比重稳定，这也是百姓日常生活中消费占比最大的商品。生鲜主要包括水果、蔬菜、肉禽蛋和水产类食物。公司生鲜类商品的销售收入增长幅度最快，主要系社区居民逐渐在改变对生鲜类商品的采购习惯，由菜市场、大卖场转向在社区超市采购，同时由于居民生活质量的日益提高也拉动了随新鲜食品需求的持续增长。

公司日用百货类商品的销售也是处于较稳定的状态，但针纺服装类商品销售正在显现逐年下滑的趋势，这主要是随着生活水平的提高居民更愿意到大商场或是百货选购更优质的针纺商品，同时在此类产品上公司没有太多的质量竞争优势，且候选种类有限，所以其销售幅度小幅萎缩。

图表 4：按商品类别列示公司主营业务收入

主营业务	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比
食品	231,662.94	54.09%	217,513.76	55.96%	178,342.82	57.71%
生鲜	78,058.74	18.23%	58,138.04	14.96%	30,934.54	10.01%
日用百货	89,078.63	20.80%	83,025.32	21.36%	72,373.34	23.42%
针纺	29,462.45	6.88%	30,022.06	7.72%	27,377.51	8.86%
合计	428,262.76	100.00%	388,699.18	100.00%	309,028.21	100.00%

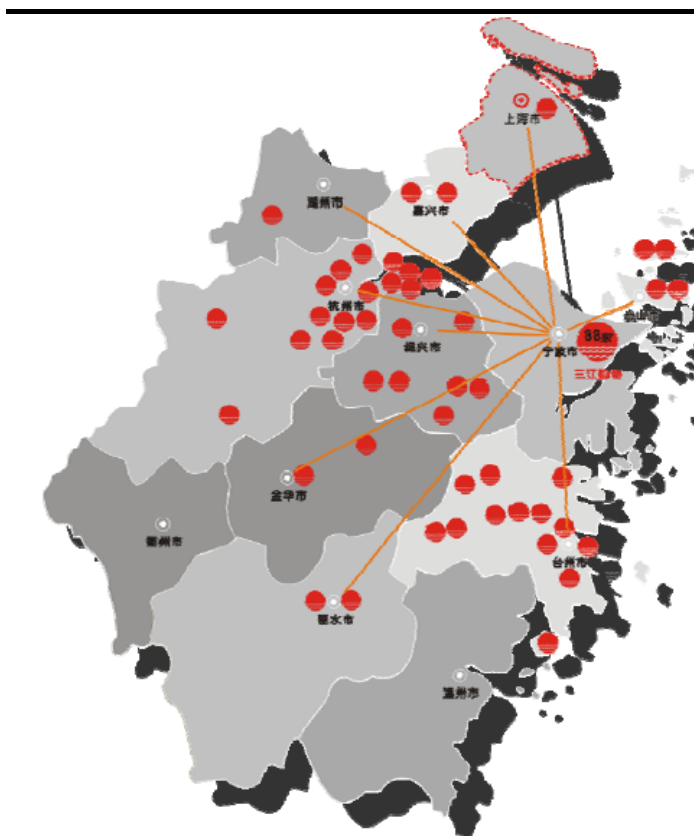
资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 5：按地区分布列示公司营业收入

地区	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比	金额(万元)	占比
宁波地区	319,926.77	71.81%	288,361.77	71.94%	227,774.22	71.09%
浙江省（除宁波）	125,616.97	28.19%	112,471.47	28.06%	92,617.67	28.91%
合计	445,543.74	100.00%	400,833.24	100.00%	320,391.89	100.00%

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 6：公司门店分布情况



资料来源：招股意向书，天相投顾整理

2. 行业发展现状及未来展望

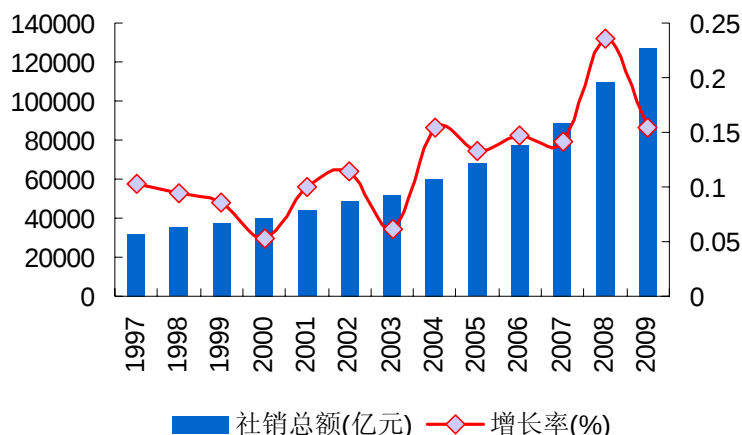
2.1 零售行业基本情况

公司所属行业为零售行业，近年来，随着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，消费市场的迅速崛起，为我国零售行业的持续增长提供了强劲的扩容空间和潜在动力。与此同时，国家也出台了一系列拉动内需、支持零售行业发展的相关政策和具体措施，特别是在我国的“十二五”规划中更是明确提出把内需消费作为拉动中国未来经济的重要动力源和增长点。

1995 年至 2009 年间，我国城镇居民人均可支配收入已由原来的 4,282 元增至 17,775 元，年复合增长率达到 10.34%，同时期的人均消费支出也由原来的 3,838 元上升到 12,264 元，年复合增长率为 9.29%。因此使得社销总额也保持了稳步增长，从 1995 年的 2.36 万亿元增至 2009 年的 12.53 万亿元，累计增长 4 倍以上。居民消费的快速增长是带动零售行业蓬勃发展最根本的基石。

零售企业作为市场的主要参与者，借助零售市场稳定繁荣的发展也取得了相当大的扩张，统计数据显示，2001 年我国限额以上零售企业为 10,285 家，至 2009 年底已增至 42,615 家，增幅超过 3 倍。与此同时，在日益激烈的市场竞争中，连锁经营企业的发展优势得以显现，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。

图表 7: 1995-2009 年我国社会消费品零售总额持续增长(亿元)



资料来源: 招股意向书, 天相投顾整理

2.2 超市行业现有竞争格局及发展趋势

目前我国零售业几乎包含了世界上所有的零售业态, 其中之一的超市行业作为一种较新兴业态在连锁零售业中彰显了强大竞争优势, 在我国零售市场份额中的占比也不断扩大, 截至 2009 年时销售额已达到 5,192 亿元, 占同期零售业总额的 23.35%, 商业类(包括百货、超市和便利店)销售总额的 60%以上, 已成为我国连锁零售业的主要业态, 发展潜力强劲。

在我国超市行业中, 特别是中国加入 WTO 放开商业类外资准入资格后, 外资超市凭借强大的资金优势、品牌影响力、管理能力和先进的物流配送体系在中国迅速扩张, 并从原来的一线城市逐渐向二三线城市渗透。至 2009 年底, 沃尔玛、家乐福和易初莲花在中国的门店数量已分别达到 175 家、156 家和 100 家。据中国连锁经营协会的数据显示, 2009 年的连锁百强企业中外资企业增幅明显高于内资, 且增速逐年上升, 2009 年排名前五的外资企业新开门店 115 家, 同比增长了 69%。

虽然外资超市的进入加剧了市场竞争, 但也带了先进的管理模式和经营理念, 使内资超市在竞争中不断学习, 既借鉴了外资超市的长处, 也找到了相当的应对竞争方式。与外资超市全面布局不同, 我国本土超市呈现出明显的区域布局特点, 具有较强的区域竞争优势, 以较早进入市场占据优势地理位置的优势, 充分发挥各种区域整合能力, 以局部的密集布店和优越的区域配送来抵挡外资超市的竞争。如武汉中百在湖北省、物美集团在北京、苏果超市在江苏省等, 都取得了在各自的区域市场领先地位。

超市行业未来的发展趋势可归结为以下几点: 1. 二三线城市将成为零售企业争夺的重点。2. 社区商业将成为零售业新的利润增长点。3. 经营规模化, 信息技术的使用是提升企业竞争的内在资源。4. 市场集中度将进一步提升。5. 行业的利润水平将很大程度上依赖宏观经济调控和经济的成长性。



2.3 我国社区平价超市的发展现况

社区平价超市是一种新型零售业态，定位于社区或限定范围内，在居民小区等百姓较集中的地方进行布店，以附近社区百姓为主要服务对象，向顾客提供日常生活必需品，如生鲜、食品、日常用品等。为消费者提供便利和相对便宜的零售服务是社区平价超市的核心竞争力。与其他业态超市模式相比，如大型超市和便利店，其定位介于二者之间，既比大型超市贴近消费群体，又比普通便利店便宜，与其他业态互为补充关系。

目前我国社区商业(如社区百货、超市)较城市中心区或次中心区的商业发展相对较晚，基础薄弱，还没有得到有效发掘，具有很大的潜在市场开拓空间。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，若发展至成熟阶段，其销售总额占比将会达到超市业态的 40%-60%，而在我国，即使是社区商业相对发达的上海地区，其社区商业也仅占社会商业支出总额的 30%左右，社区商业在我国的发展前景广阔。近年来，我国社区商业也得到了政策层面的有力支持，国家商务部于 2005 年 5 月颁布的《关于加快我国社区商业发展的指导意见》明确地加快社区商业，鼓励有实力的连锁企业参与社区商业建设，形成满足基本生活消费需要的社区服务网络。大力发展社区商业将成为我国拉动内需的一项重要举措。

社区平价超市作为社区商业中的最重要的商业模式具有如下四点优势：

- 适应我国居民不习惯长时间储存食品的消费习惯
- 贴近消费群体，具有很大的便利性
- 具有价格优势，也能使人们省去相当的间接成本
- 顾客群体消费稳定，日常用品类消费占主要部分

3. 公司盈利及财务状况分析

3.1 公司盈利模式

公司盈利主要来源于四个方面，分别是主营业务中的购销差价及返利收入，其他业务中的服务促销费收入、会员费收入和租金收入。

购销差价及返利收入：购销差价是公司盈利的主要来源，在商品销售时体现为商品的销售价格和进货价格之差，商品购入后即转为公司的存货，计入存货资产，购销差价收入的毛利率约为 13%。返利是供应商根据公司销售其产品的规模，按购销合同、协议等给与公司的让利或者奖励。返利是连锁零售行业中零售商和供应商之间的一种特定操作模式，是供应商为提高销售规模而针对零售商采用的一种与销售能力直接挂钩的累进比例激进措施，产品的销售金额越多，超出约定金额部分的返利比例也就越高。购销差价收入约占公司总收入的 93%，返利收入约占公司总收入的 5%。

图表 8：最近三年购销差价及返利收入情况（单位：百万元）

营业收入	2009 年度	2008 年度	2007 年度
营业总收入	4,455	4,008	3,204
购销差价收入	4,153	3,756	2,991
占比	93.22%	93.71%	93.35%
返利收入	235	189	143
占比	5.27%	4.72%	4.46%

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

服务促销费收入：服务促销费主要是公司向供应商提供促销、商品管理、商品陈列等服务而收取的费用，主要包括：促销活动费、广告宣传费、商品陈列费用、促销管理费等。服务促销费收入的多少与公司主营业务密切相关，随着公司门店和销售商品数量的不断增加，加之对供应商议价能力的逐步提升，服务促销费收入也将随之持续稳定增长。服务促销费收入约占公司总收入的 2.5%。

会员费收入：公司采取会员销售模式，向会员顾客提供更优质的服务和更多折扣的商品，会员制顾客每年需缴纳 20-30 元年费（新会员 30 元/年，续会员 20 元/年）。公司每年约 75%以上的销售收入来自于会员消费，截至 2010 年 3 季度，公司已拥有会员 218.9 万名，会员顾客是公司经营最重要的顾客来源，随着公司销售网点的进一步扩大，会员顾客的规模也将伴随增大，相应会员费收入也会稳定增长。会员费收入约占公司总收入的 0.35%。

租金收入：公司把营业场所中暂不使用的区域包租出去，按租赁合同收取租金，这有助于公司合理高效地利用营业场所，也给公司进行部分业务调整和场地重新规划提供了弹性空间，避免因调整重置期间所引发的赢利真空。租金收入约占公司总收入的 0.35%。

图表 9：最近三年促销费/会员费/租金收入情况（单位：百万元）

营业收入	2009 年度	2008 年度	2007 年度
营业总收入	4,455	4,008	3,204
服务促销费收入	131	80	78
占比	2.94%	2.00%	2.43%
会员费收入	16	14	12
占比	0.36%	0.35%	0.37%
租赁收入	12	14	15
占比	0.27%	0.35%	0.47%

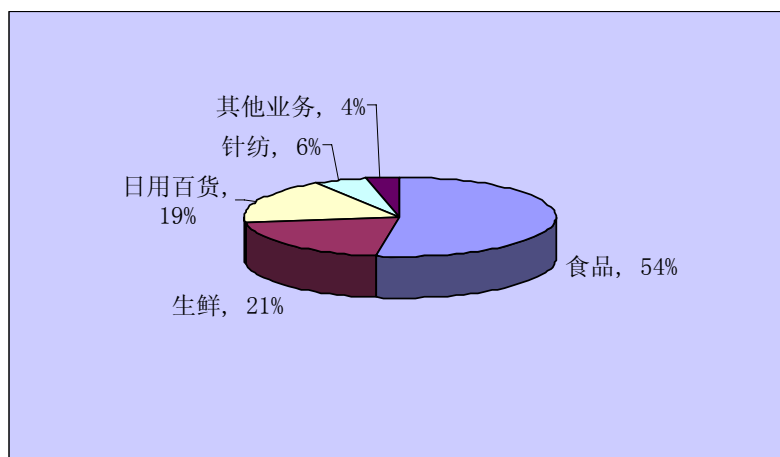
资料来源：招股意向书，天相投顾整理

3.2 财务状况分析

1. 盈利能力分析：

收入与成本：收入增长稳定，成本保持低点。收入公司主营业务收入为销售商品款，包括食品、生鲜、日用百货和针纺商品的销售收入，占同期总收入的比重约为 96.50%；其他业务收入为促销服务费、会员费、租赁和废纸游艺收入，占同期总收入的比重约为 3.50%。2008 年度和 2009 年度，公司总收入同比增长 25.11%和 11.15%，这主要源于社销需求的持续增长和公司原有、新开门店运营管理效率的提高。

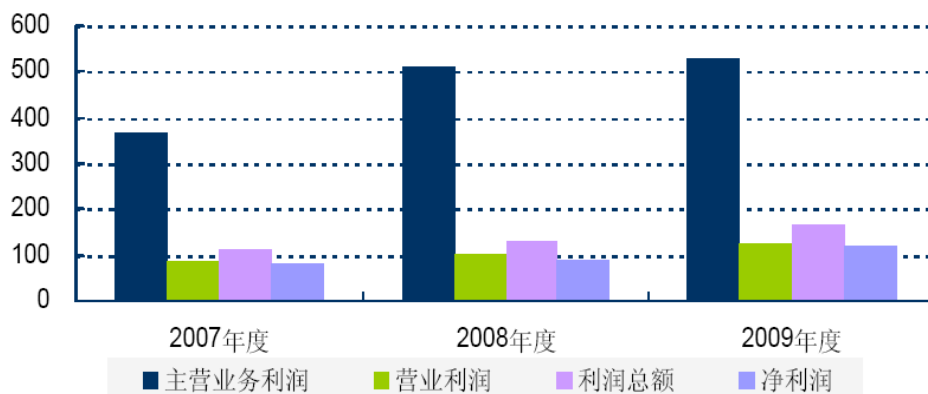
公司成本主要来自于营业成本和税金费用。其中营业成本主要为商品采购成本，因公司长期坚持在采购配送环节对成本的管控，其增长幅度基本与营业收入保持稳定比率。公司费用成本分为销售费用、管理费用和财务费用(合称期间费用)，公司费用成本在同行业中始终处于较低水平，特别是管理费用(包括人力资源成本和日常经费支出及折旧)一直保持在 1.5%左右的低点，其主要原因是公司良好的存货管理能力使存货商品损耗减至最低和节俭的费用支出理念。

图表 10：2010 年前 3 季度公司营业收入分布情况


资料来源：招股意向书，天相投顾整理

利润与毛利率：利润逐年增长但毛利率较低。公司近三年来营业利润的平均年增长率为 21%，净利润的平均年增长率为 16%；公司主营业务的平均毛利率为 13%，综合毛利率为 16%，在同行业中属中等水平，其综合毛利率略低于行业均值。这主要因为公司社区平价超市的业态定位及公司的低价销售原则：产品价格略低于其他大卖场和综合超市，挤压了毛利空间，同时公司的主营商品为社区百姓日常生活品，没有过多高毛利的奢侈类商品和高档商品，而且公司采用的会员制(比非会员多享 5% 的折扣，会员消费占比销售额 75%以上)销售方式进一步压缩了商品毛利水平。

图表 11：最近三年利润增幅情况（资金单位：百万元）



资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 12：主营业务按商品分类毛利率情况

商品毛利率	2009 年度	2008 年度	2007 年度
食品	11.88%	12.30%	11.10%
生鲜	9.29%	7.78%	7.45%
日用百货	16.21%	17.99%	14.12%
针织	22.92%	24.21%	22.07%
主营毛利率	13.07%	13.76%	12.42%
综合毛利率	16.44%	16.35%	15.50%

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 13：公司与其他上市公司商品毛利率对比情况

上市公司	毛利率	2009 年度	2008 年度	2007 年度
三江购物	主营毛利率	13.07%	13.76%	12.42%
	综合毛利率	16.44%	16.63%	15.83%
武汉中百	主营毛利率	12.94%	13.10%	12.61%
	综合毛利率	18.15%	18.23%	17.35%
步步高	主营毛利率	15.60%	14.60%	14.56%
	综合毛利率	19.61%	19.73%	19.50%
新华都	主营毛利率	14.48%	14.80%	14.60%
	综合毛利率	18.84%	19.01%	18.95%
人人乐	主营毛利率	11.12%	11.84%	12.08%
	综合毛利率	20.80%	20.50%	20.15%

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

2. 偿债能力分析:

资产/负债: 流动负债占比较高, 赊销扩大运营资金。截至 2010 年 9 月, 公司资产共计 156,805 万元, 其中流动资产 92,910 万元, 非流动资产 63,896 万元, 流动负债 101,806 万元, 非流动负债 92 万元, 净资产 54,907 万元。

公司流动资产中存货占比为 37.47%, 主要是公司采购的库存商品, 库存商品年均损耗率(即扣除生鲜后存货损耗金额占营业收入的比例)约为 0.5%, 公司对存货管理制订了一系列的制度, 以确保库存记录的可靠性和降低实际商品损耗量。

公司负债中流动负债占比为 99.93%, 非流动负债占比为 0.07%, 流动负债是公司负债的主要构成。流动负债中应付账款和预收账款分别占比 58.34%和 38.24%, 这主要是因为公司具有强大的区域市场竞争力和品牌号召力, 对上游供应商多采用赊销的货款结算方式, 使公司能够在很大程度上运用更多的资金资源。

比率分析: 公司需权益融资降低债务负担。公司的流动比率和速动比率指标在最近几年相对稳定在 0.85 和 0.48 左右, 在公司规模扩张的同时保持采购与销售的平衡关系, 但仍低于行业平均水平。公司的资产负债率大概保持在 72%左右, 略高于行业均值 10 个百分点。主要原因是公司经营规模扩张过快, 对资金的需求加大, 但资金来源还主要依靠留存收益和债务性融资, 通过权益性融资方式所获资金比重很少, 导致负债金额增幅较快。同时, 由于公司诸多商品采购采用赊销结算方式, 使得公司的流动负债比重较大, 名义上降低了公司的短期偿债能力。但公司运营状况良好, 且持续盈利能力很强, 经营性现金流充裕, 所以可以很好地应对债务负担。

图表 14: 公司各项偿债能力指标

项目	2010年1-9月	2009年度	2008年度	2007年度	行业均值
流动比率(倍)	0.89	0.87	0.84	0.80	1.01
速动比率(倍)	0.53	0.42	0.43	0.50	0.62
资产负债率(母公司)	64.98%	65.00%	74.62%	82.85%	50.00%
利息保障倍数(倍)	390.45	86.00	11.93	10.83	30.00

资料来源: 招股意向书, 天相投顾整理

3. 资产运营能力分析:

比率分析: 门店扩张过快, 降低运营效率。公司总资产周转率约为 2.5 倍左右, 存货周转率约为 7.8 倍左右, 二者均略低于行业平均水平。其主要原因也是因为公司最近几年过快的扩张速度, 门店规模扩大后铺底存货随之快速增加, 而销售规模往往是一个缓速递增的过程, 如还处于培育期的新店、渐渐累计的客源和附近百姓消费习惯的渐进改变等, 这种速增与渐变之间的磨合期导致了公司周转率的下滑, 这是任何一家公司在快速扩张时期都会遇到的问题, 公司在逐步完成扩张后稳定下来时, 相应的销售也会加速增长。

图表 15：公司于其他上市公司周转率对比情况（单位：倍）

上市公司	毛利率	2009 年度	2008 年度	2007 年度
三江购物	总资产周转率	2.86	2.74	2.21
	存货周转率	7.63	8.15	7.49
武汉中百	总资产周转率	2.30	2.32	2.17
	存货周转率	7.65	8.35	9.53
步步高	总资产周转率	2.00	2.49	3.27
	存货周转率	8.17	8.57	9.66
新华都	总资产周转率	2.53	2.87	3.41
	存货周转率	9.13	10.12	12.21
人人乐	总资产周转率	2.87	3.00	3.05
	存货周转率	8.29	9.17	9.17

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

3.3 股利分配政策

公司按自身发展需要和各方面监管要求，制定每年的股利分配政策，具体方案由公司董事会制定，并经由公司股东大会批准。公司利润分配方案重视对投资者的合理投资回报，在有条件的情况下可以进行中期现金分红，公司每年以现金方式分配的利润不少于当年可分配利润的 10%。

图表 16：公司税后利润分配顺序

顺序	税后利润分配
1	提取利润的 10% 列入法定公积金，法定公积金累计额达到公司注册资本 50% 以上的可以不再提取
2	在公司法定公积金不足以弥补公司亏损时，应先用当年利润弥补公司亏损
3	在提取法定公积金后，公司经由股东大会表决进一步决定是否提取任意公积金
4	在弥补亏损和提取公积金后，公司根据业务发展需要和股东大会决议安排具体分配方案

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 17：公司最近三年的股利分配情况

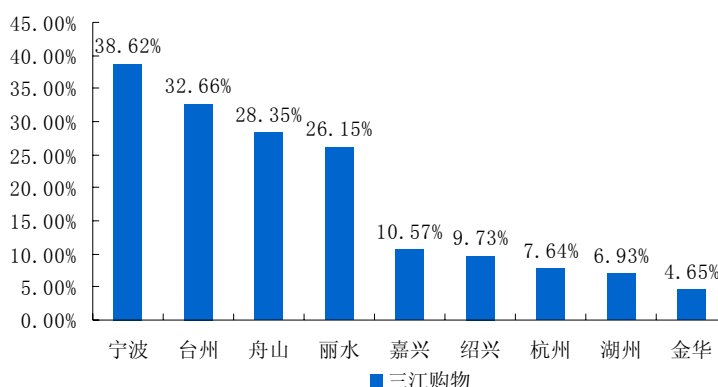
年度	当期利润分配情况	当期净利润	当期分配利润占比
2009	每 10 股派现 0.5 元(含税)送股 0.5 股，共计分配现金股利 1670.28 万元	12,148 万元	13.75%
2008	每 10 股派现 0.62 元(含税)，共计分配现金股利 1860 万元	9,145 万元	20.34%
2007	公司未进行利润分配	8,046 万元	0.00%

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

4. 公司竞争优势分析

公司是浙江省连锁零售业的龙头企业，在省内市场中处于领先地位，在宁波、丽水、舟山、台州等地区主要超市零售企业中的市场占有率明显高于其他竞争对手，同时公司在保持原有地区竞争优势的基础上，立足宁波辐射全省，稳步拓展门店至省内其他地区，在省内具有明显的区域竞争优势，公司自 2007 年以来在连锁百强企业浙江省部分排名始终位居第一。

图表 18：公司在浙江省内主要各地区市场占有情况



资料来源：招股意向书，天相投顾整理

4.1 清晰准确的业态定位，务实有效的差异化竞争

公司之所以能在十几年的市场竞争中不断发展壮大，首先得益于公司清晰准确的“社区平价超市”的业态定位。近年来各种外资超市陆续在国内布局，超市零售业的竞争日益激烈，公司在综合考虑竞争态势、市场环境、百姓需求等方面因素的基础上，将自己的业态定位于社区平价超市，以社区百姓为主要的服务对象，更加贴近社区消费群体，使人们能够就近购买到日常生活必需品。这种定位非常适合于像浙江这种中小城市较多的省份，公司凭借这种差异化的竞争优势避开了与大型超市的正面冲突，在大超市和便利店之间的真空带开辟了新的市场空间。

其次，公司经过多年发展，已具备了相当的区域先发优势，在当今优越门店地理位置仍是稀缺资源的商业环境里，作为浙江省内本土最大的连锁零售企业，公司网点已在省内广为散布，在很多地区较早地占据了各主要社区的黄金地段，增强了公司在各地的品牌号召力，为公司今后的业务拓展铺平了道路。

4.2 以“便宜+便利”的核心竞争优势吸引顾客资源

“物美价廉”永远都是百姓购物的首要准则，更是各零售企业汲取客源的重要法宝。公司围绕让老百姓“用较少的钱，过更好的生活”的目标定位，坚持走低价路线，努力改善采购、配送、管理、到日常经营等各个环节的成本控制，并通过有效的供应链整合使商品的低价率始终保持60%以上。同时严控各种期间费用支出，坚持在门店

选址、店面装修设计、员工外勤费用等方面谨慎开支，在公司建立起一种以节俭为美德的文化氛围，防微杜渐，从一点一滴压缩运营成本。

公司门店位于社区周围，能够更加方便人们的日常购物，公司产品并不单纯追求“多而全”的广度，而是立足社区服务，以食品、生鲜、日用品等百姓生活必需品为经营主体，满足百姓日常生活所需，虽然单个顾客的消费量不会比在大型超市“一次购足”的方式大，但其周转速度要快得多，在为社区百姓提供便利的同时也使公司单位经营面积的使用效率保持在高位。

4.3 良好的品牌形象锁定稳定增长的会员顾客群体

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，即在普通零售价的基础上享受部分折扣，而且会员还可以参加公司不定期策划的会员独享活动。由于公司不断研究各地区顾客的消费习惯和需求，对当地消费市场的熟悉和把握十分到位，培养了一大批公司的忠实顾客群，截至2010年三季度末，公司会员总数已到218.9万名。

会员顾客消费已成为公司主要销售来源，公司近三年来会员顾客消费额占公司总销售额的比例始终保持在75%以上。稳定增长的会员顾客群体是公司业绩增长的坚实基础，也是公司良好品牌形象的实质体现，这种会员制销售模式为公司今后的业务拓展和持续快速发展提供了必要累积。

公司实行的是收费会员制，会员所缴纳的会费也是公司另一个稳定收入项目，随着公司业务拓展的逐步进行，会员基数也会相应扩大，随之产生的会员费收入也将持续增加。同时，通过这种销售模式，公司可以通过系统记录下每个会员顾客的详细信息和消费习惯，为公司进行各种商业分析提供了强大的数据支持。

图表 19：2007 年-2010 年 3 季度公司会员费收入情况

年份	会员费收入		会员消费占总销售额比重
	金额(万元)	增长率	
2010 年 1-9 月	1,210	-	75.05%
2009 年	1,627	15.30%	75.78%
2008 年	1,411	17.33%	73.87%
2007 年	1,203	-	71.33%

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

4.4 与供应商之间良好的互动关系支持公司未来的长远发展

公司一直致力于保持与供应商之间良好关系和良性互动，在与供应商关系的处理上遵从“和谐共赢”的理念，在利益合理分配的原则下充分考虑供应商的需求，保证及时准确的货款结算和商品信息反馈，使得供应商也能及时了解其产品在市场中的销售情况，方便供应商的存货调整和物流周期的把握，为公司采购价低质高的商品提供了稳定渠道和良好口碑，也为公司今后的业务拓展稳固了供应链条环节的有力支持。

5. 募集资金项目分析

5.1 募集资金项目概况

公司拟发行 6,000 万股，预计募投资金总额为 43,993 万元，分别投用于公司连锁超市拓展项目、加工配送中心升级改造项目和信息系统改造升级项目（具体资金使用情况见下表），本次募集资金投资的三个项目是一个整体、系统的工程，与公司今后业务发展规划密切相关，将显著提高公司的管理和经营水平。预计公司本次发行后的总资产将达到 21 亿元，净资产总额将超过 10 亿元，公司资产负债率由现在的 65% 大幅下降，使公司资本结构更加优化，降低相关财务支出和债务风险水平。

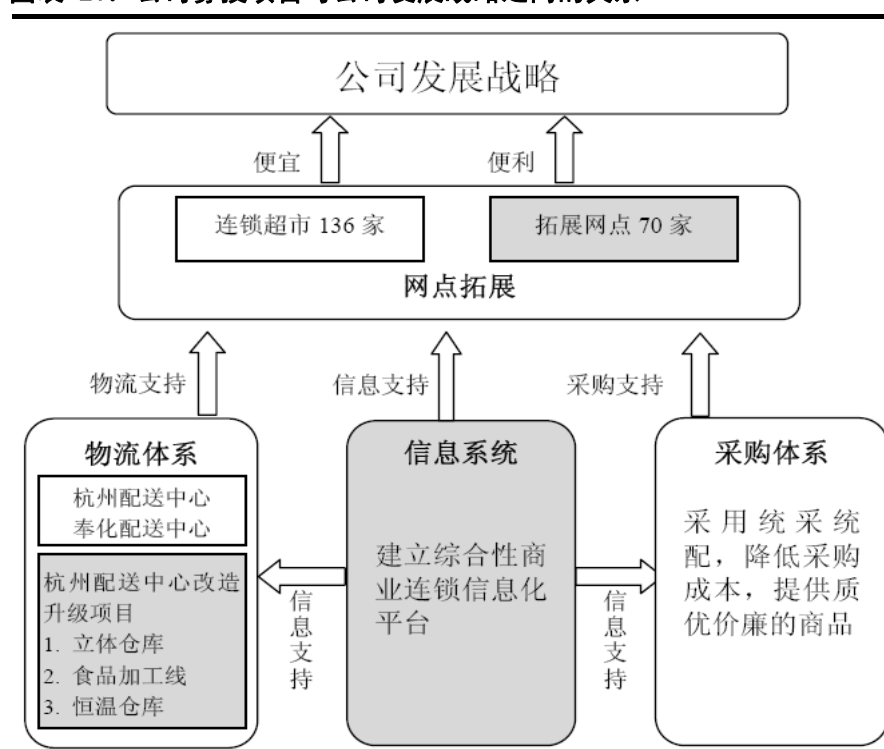
本次募集资金到位后，公司将根据实际募集资金净额和业务及管理的实际需要安排项目建设。若实际募集资金净额少于上述项目资金需求，不足部分由公司自筹解决；若实际募集资金净额超过项目所需资金，超过部分将用于补充公司的流动资金。

图表 20：募集资金项目使用情况（单位：万元）

项目名称	投资金额	拟用募集资金	占总投资比重	建设期
连锁超市拓展项目	36,409	36,409	82.76%	3 年
加工配送中心升级改造项目	4,584	4,584	10.42%	2 年
信息系统改造升级项目	3,000	3,000	6.82%	3 年
合计	43,993	43,993	100%	-

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 21：公司募投项目与公司发展战略之间的关系



资料来源：招股意向书（截止2010年3月31日，公司连锁超市共计136家），天相投顾整理

3.2 募投项目将坚实提升公司综合市场竞争力

1. 连锁超市拓展项目分析

连锁超市拓展项目: 公司计划在 2010 年到 2013 年期间在浙江省内通过购买和租赁的方式新建连锁超市门店 70 家, 其中购买 2 家, 租赁 68 家, 门店分 3 年采用滚动方式设立, 总规划面积为 228,527 平米。项目投资总额为 36,409 万元, 其中用于购买房屋产权的预算投入为 4,794 万元, 用于新店设备的预算投入为 14,854 万元, 用于门店土建工程与装修的预算投入为 8,684 万元, 用于铺底流动资金的预算投入为 5,891 万元, 用于租赁门店履约保证金的预算投入为 2,185 万元。

图表 22: 连锁超市拓展项目资金使用情况 (资金单位: 万元)

项目门店情况	营业面积(平米)	门店购置费	设备	装修	铺底流动资金	履约保证金	项目投资
购买门店(2家)	8,100	4,794	527	307	210	-	36,409
租赁门店(68家)	220,427	-	14,327	8,377	5,681	2,185	
合计	228,527	4,794	14,854	8,684	5,891	2,185	

资料来源: 招股意向书, 天相投顾整理

项目必要性分析: 连锁超市拓展项目有利于公司在市场竞争不断加剧的情况下获取更多的优质门店资源, 使公司通过网点扩张提高销售规模并增加市场占有率。同时, 更多的销售渠道能够减少公司的经营风险, 应对部分门店因租金上涨或短期销售不佳所带来的负面影响, 保障盈利水平, 确保公司在日益激烈的竞争环境中处于强势地位。

新开门店盈利能力分析: 公司新开门店的市场培育期一般为 1 至 2 年, 培育期内销售额平均为成熟期的 70-80%, 但由于新门店前期的相关费用(如促销费等)投入较大且客源流量处于不稳定状态, 因此培育期内门店通常为亏损状态, 一般 2 年以后进入稳定期即可实现盈利。

综合考虑新开门店所在商圈、客流、当地人均收入水平等因素, 我们推算公司新开门店首年平均坪效是公司已有门店的 70%, 第二年增至 80%, 第三年将稳定于 90%; 预计公司成熟期营业收入年均增长率保持在 5%, 毛利率维持在 15%的水平, 根据国家现行财税制度规定预测公司门店的运营时期为 13 年, 并由此估算出新开单体门店在运营期内的平均营业利润是 484 万元/年, 平均净利润是 281 万元/年。根据公司新开门店的总体规划情况, 我们预计新开门店在未来三年内的累计净利润将分别达到 4,113 万元, 8,814 万元和 14,334 万元, 由此推算新开门店在未来三年可为公司增厚每股收益 0.10 元, 0.21 元和 0.35 元。

图表 23: 新开单店坪效及首年收入预估

公司已有门店坪效	9,000 元/平方米	新开门店总规划面积	228,527 平方米
新开单店培育期坪效(第1年)	6,300 元/平方米	新开门店数量	70 家
新开单店培育期坪效(第2年)	7,200 元/平方米	单体门店平均面积	3,265 平方米/家
新开单店成熟期坪效(第3年)	8,100 元/平方米	新开单店首年平均收入	2,056 万元/年

资料来源: 招股意向书, 天相投顾整理

图表 24：新开单店运营期内经济效益预测

运营时期	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6-13 年年均	运营期平均值
预计新开单店年均收入(万元)	2,056	2,351	2,644	2,777	2,915	3,654	3,229
预计年均增幅	-	-	-	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
预计年均毛利率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
预计年均营业利润	308	353	397	416	437	548	484
预计税/费率	营业税金率：11.36% 所得税率：27.00% 销售费用率：2.50% 管理费用率：0.50% 财务费用率：0.66%						
预计净利润	179	204	230	241	254	318	281

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 25：公司未来三年新开门店具体规划

区域	新开门店时间及数量			区域门店合计
	2010 年 4 月-2011 年 3 月	2011 年 4 月-2012 年 3 月	2012 年 4 月-2013 年 3 月	
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：招股意向书，天相投顾整理

图表 26：预计新开门店对公司每股收益的增厚情况

项目	新开门店运营时间		
	第 1 年	第 2 年	第 3 年
年度新开门店数量(家)	23	23	24
年度累计新开门店数量(家)	23	46	70
新开门店累计净利润(万元)	4,113	8,814	14,334
发行后股本总数(万股)		41,075.88	
预计新店增厚每股收益(元)	0.10	0.21	0.35

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

2. 加工配送中心升级改造项目分析

加工配送中心升级改造项目：公司现有两个大型配送中心，即奉化配送中心(负责宁波地区商品配送)和杭州配送中心(负责宁波以外地区商品配送)，两者的储仓面积共计 31,760 平方米。在商品实际配送中，公司会根据两个配送中心的配送能力及配送效率进行调节，形成动态均衡的商品配送体系。公司计划为杭州配送中心进行升级改造，建立立体仓库，使储仓面积由原有的 11,760 平方米增加到 21,168 平方米，

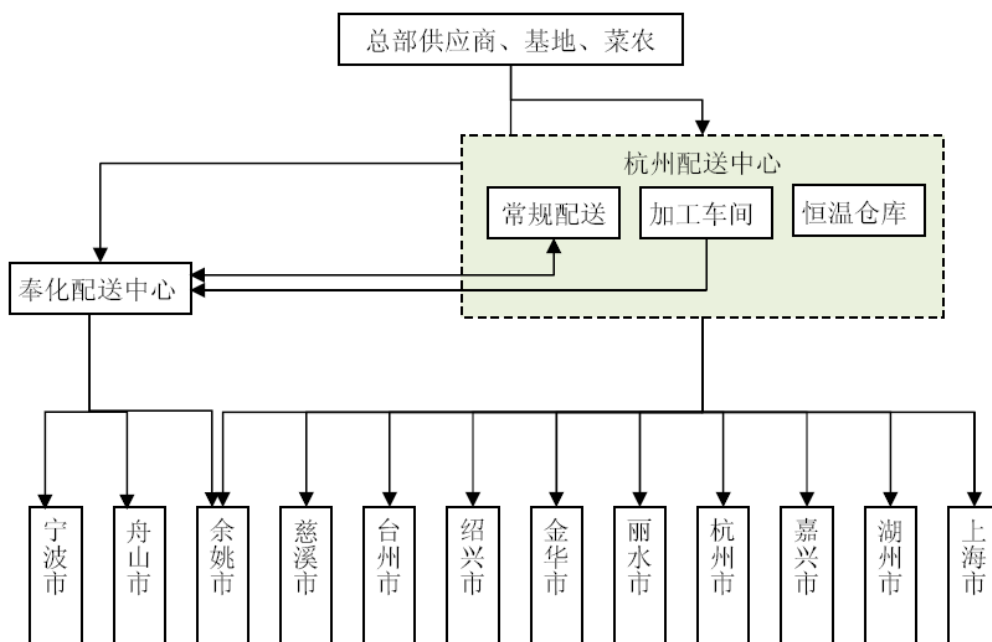
使公司整体储仓面积提高 80%，使中心配送水平与公司未来发展同步，确保新增门店的物流要求；建立食品加工线，引入食品包装、农副产品初加工和分装这一能为销售商品增值的业务，提高食品生鲜类商品的附加值，获取新的利润增长点，使相同商品销售毛利较原先供应商代理方式提高约 8%；增设恒温仓库以减少向外部供应商租赁恒温仓库的局限，使公司在供应链中可以控制冷链供应环节，有效降低冷冻冷藏食品的储存和运输成本。本项目总投资预算为 4,584 万元，其中立体仓库投资 1,754 万元，食品加工线投资 501 万元，恒温仓库投资 2,329 万元。项目计划于 2010 年 7 月启动，2010 年 6 月全部竣工，项目建设期为两年时间。

图表 27：加工配送中心升级改造项目资金使用情况（万元）

项目	土建工程	设施设备	设备安装	项目投资
立体仓库	110	1,644	-	4,584
食品加工线	135	366	-	
恒温仓库	460	739	1,130	
合计	705	2,749	1,130	

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 28：杭州配送中心升级改造后的工作体系



资料来源：招股意向书，天相投顾整理

项目必要性分析：募投的加工配送中心升级改造项目将主要着力于以满足公司未来连锁发展需求为目标，进一步升级原有两个配送中心的作业能力，通过建设立体仓库、食品加工线和恒温仓库来提高配送能力和配送效率，并扩大配送范围，有利于公司的供应链整合，有效降低配送环节中的相关成本，提升商品销售的毛利率水平，增强公司区域竞争能力。

3. 信息系统改造升级项目分析

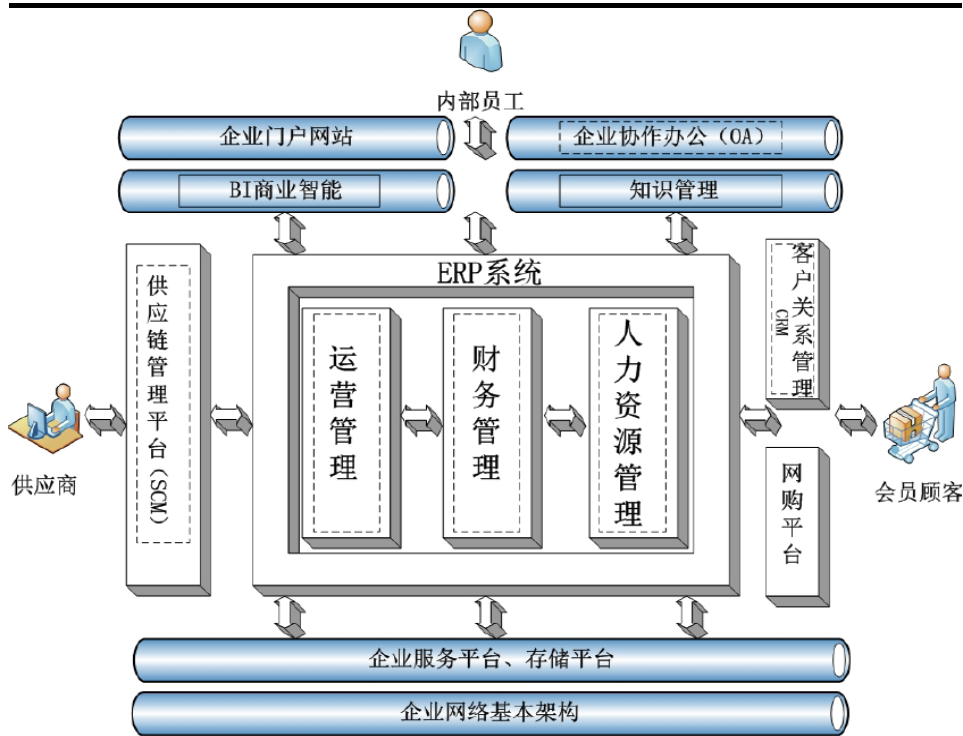
信息系统改造升级项目：公司目前已建立起以“三江购物信息管理系统”为核心的信息化管理平台，涵盖公司所有部门和业务面，主要包括 ERP 系统平台、会员管理系统、SCM 系统、网购平台、OA 平台和用友财务信息管理平台。公司计划在原有核心 ERP 系统和其他相关系统的基础上，对现有系统进行全面优化升级。项目总投资为 3,000 万元，其中配套系统网络硬件建设投资为 800 万元，软件购置费用为 1,000 万元，软件系统实施及顾问费用为 1,000 万元，其他预留费用预算为 200 万元。预计项目建设期为三年，具体进度安排将依业务和管理的实际需要陆续进行。

图表 29：信息系统改造升级项目资金使用情况（万元）

硬件建设费用	软件购置费用	实施及顾问费用	其他费用	项目投资
800	1,000	1,000	200	3,000

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 30：信息系统升级后的工作流程



资料来源：招股意向书，天相投顾整理

项目必要性分析：信息系统改造升级项目的目标是建立一个综合性连锁信息化平台，满足公司长期发展战略的规划，符合社区平价超市的业态定位，这也符合商业连锁信息化发展的趋势，有助于公司整合供应链体系，规范采购流程及采购行为，优化商品的计划、预测和补货能力，增强门店及相应配送的库存管理水平，保持公司核心竞争力-低价优势。同时，高效的信息系统有助于提升公司对会员顾客的综合服务能

力，实现以顾客为中心的精细化管理目标，与顾客间建立起更紧密地联动关系，增加顾客满意度和忠实程度。

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

1. 公司主营业务预测：

收入增长率预测：公司主营业务收入为销售商品款，最近三年的主营业务收入占同期总营业收入的比重稳定在 96%以上，其主营业务按商品种类可划分为食品、生鲜、日用百货和针织服装。其中食品和生鲜是公司“社区平价超市”定位中最主要的收入来源，公司募集资金后所拟投项目均以食品、生鲜这两种百姓日常生活中的必需品来提升公司收入，这也是公司今后连锁超市拓展项目顺利实施的重要内生优势，公司计划在此加大各种投入。相比而言，公司日用百货和针织服装的发展则较为平缓，特别是针织服装类商品，虽然毛利较高，但周转相对缓慢，也是公司在整体市场竞争中的弱项。

基本假设：公司募投项目“连锁超市拓展项目”在资金到位后顺利展开；宏观经济和政府相关促进内销的政策持续向好；公司门店在扩张过程中仍能凭借其良好的会员制稳定客源。

图表 31：主营业务收入年均增长率预测

商品名称	2007 年均增幅	2008 年均增幅	2009 年均增幅	2010-2012 预计年均增幅
食品	-	21.96%	6.50%	7.00%
生鲜	-	87.94%	34.26%	30.00%
日用百货	-	14.72%	7.29%	7.50%
针织服装	-	9.66%	-1.86%	0.00%

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

毛利率预测：公司主营业务各项毛利率相对稳定，这主要归因于公司与上游供应商之间有着良好的沟通及反馈渠道，且公司凭借区域性规模优势在采购时具有较强的议价能力，能很好地将部分商品的价格波动风险转嫁给供应商，保证公司稳定的利润率。相信在未来几年内这种情况不会发生重大改变，同时随着公司区域优势的加强能使公司商品的毛利率或有上升空间。各种商品中食品生鲜类的毛利率较低但周转速度很快，公司募投项目中“配送中心升级改造项目”的主要目的就是提高公司内外部间物流循环系统的效率，减小周转周期并缩减中间环节成本，提升公司商品的综合毛利率。

基本假设：公司募投项目“配送中心升级改造项目”开展后能有效改善公司的物流效率，降低直接成本；公司能够保持甚至提升自身与上游供应商的议价能力，减少部分商品价格波动的风险。

图表 32：主营业务历年毛利率

商品名称	2007 毛利率	2008 毛利率	2009 毛利率	2010-2012 预计毛利率
食品	11.10%	12.30%	11.88%	12.00%
生鲜	7.45%	7.78%	9.29%	9.00%
日用百货	14.12%	17.99%	16.21%	18.00%
针织服装	22.07%	24.21%	22.98%	20.00%
主业务毛利率	12.42%	13.76%	13.07%	-

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

2. 公司其他业务收入及费用税金预测：

其他业务收入预测：公司其他业务收入占总收入的 4%左右，主要来自于促销费收入、会员费收入和租赁收入，这些收入是与公司营业门店和客源的数量成正比关系，相信随公司今后业务量的扩张能成正比上升。

基本假设：公司今后其他业务收入会随公司门店和客源的扩大而小幅上涨。

期间费用率及相关税率预测：公司最近三年的期间费用率持续保持在 13%左右，其中销售费用率和财务费用率在同行业中处于平均水平，但公司的管理费用率明显低于同类超市，我们认为其中的主要原因是公司从管理层到一线员工都把节约开支作为优先行为准则，尽量减少不必要的支出，从细节上缩减各个环节上的间接成本，这在我们与公司的接触中也体会深刻。公司募投项目中“信息系统改造升级项目”的目标就是尽量减少工作环节中的各种因 IT 系统问题产生的费用开销，同时提高工作效率，压缩可控范围的期间费用成本。公司所付税金中占比较大的就是所得税部分，相信在未来政府在提高可支配收入的预期下能够调低税率，让利于企业，但在此我们仍按往年税率来计算公司税金额度。

基本假设：公司募投项目“信息系统改造升级项目”可以在提高工作效率的同时进一步减少期间费用的支出。

图表 33：历年期间费用率及相关税率

费率/税率	2007 年均	2008 年均	2009 年均	2010-2012 预计年均费率/税率
销售费用率	10.11%	11.12%	11.36%	11.36%
管理费用率	1.54%	1.50%	1.55%	1.55%
财务费用率	0.41%	0.36%	0.13%	0.30%
营业税金率	0.55%	0.65%	0.66%	0.66%
所得税率	29.49%	30.02%	27.18%	27.00%

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

图表 34：盈利预测（万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	400,833	445,544	495,315	554,439	625,278
增长率	25.11%	11.15%	11.17%	11.94%	12.78%
减：营业成本	335,278	372,278	412,570	461,432	520,115
毛利率	16.35%	16.44%	16.71%	16.77%	16.82%
营业税金及附加	2,594	2,957	3,269	3,659	4,127
销售费用	44,554	50,624	56,268	62,984	71,032
管理费用	6,031	6,908	7,677	8,594	9,692
财务费用	1,444	564	1,486	1,663	1,876
期间费用率	12.98%	13.04%	13.21%	13.21%	13.21%
资产减值损失	59	(281)	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(515)	6	0	0	0
营业利润	10,358	12,501	14,045	16,106	18,437
增长率	20.12%	20.69%	12.34%	14.68%	14.47%
加：营业外收入	3,484	4,497	3,000	3,000	3,000
减：营业外支出	774	316	0	0	0
利润总额	13,068	16,682	17,045	19,106	21,437
增长率	14.53%	27.66%	2.17%	12.10%	12.20%
减：所得税	3,923	4,535	4,602	5,159	5,788
净利润	9,145	12,148	12,443	13,948	15,649
归属于母公司的净利润	9,145	12,148	12,443	13,948	15,649
增长率	13.66%	32.84%	2.43%	12.10%	12.20%
净利润率	2.28%	2.73%	2.51%	2.52%	2.50%
少数股东损益	0	0	0	0	0
总股本（万股）	35,076	33,406	41,076	41,076	41,076
基本每股收益（元）	0.29	0.36	0.30	0.34	0.38

资料来源：招股意向书，天相投顾整理

6.2 估值—合理价格区间：12.12—13.63 元/股

我们预计三江购物2010年—2012年收入增长分别为11.17%、11.94%和12.78%，净利润增长分别为2.43%、12.10%和12.20%，以公司发行后的41,076万股计算，对应每股收益为0.30元、0.34元和0.38元。

我们参照目前二级市场上相同子行业公司的动态市盈率情况（武汉中百：37倍，新华都：50倍，步步高：44倍，人人乐：38倍，友谊股份：33倍），考虑到公司今后努力拓展销售门店和物流配送等方面的提升，我们预计在2011年公司市盈率区间为40-45倍，相应合理估值区间为12.12—13.63元/股。

7. 风险揭示

1. 地方财政补贴可持续性的风险:

由于是地方政府重点扶植的企业，公司利润总额中近 25%来自于地方政府的补贴，由于此种补贴需当地政府根据政策变化逐年审批拨付，若未来相关产业政策和补贴方式出现不利于公司的变化，则公司的盈利能力将受到相当影响。

2. 公司所租赁物业租金调升的风险:

公司营业场所中超八成属租赁经营，其租赁费用占各期销售费用约 20%的比例，是公司重要运营成本之一。在未来商业物业租金普遍呈上涨趋势的预期下，公司新开门店和部分原有门店的租金成本将随之上升，加大公司成本控制的难度。

3. 现有物流配送体系建设滞后的风险:

公司低价销售的经营策略很大程度上取决于其相关物流配送体系的完善和协调，公司目前主要通过杭州配送中心和奉化配送中心实现商品调配，随着公司销售规模和营业网点数量的扩大，若相应配送体系的建设没有相伴扩建完成，则一定会制约公司未来的发展

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040