

波澜不惊的经营情况，短期估值压力较大

公司调研简报

◆外延扩张稳健，内生增长整体基本持平：

公司外延扩张较为稳健，一季度新开2家门店，公司省外扩张的唯一门店上海张杨路店，由于经营面积较小（约2000平米）限制了公司业务拓展，于2011年4月6日关闭，目前公司仍在上海地区积极寻找其他合适门店。公司宁波地区的销售占比波动较小，各类产品的结构也较为稳定，毛利率变化不大。公司物流配送能力较强，直送比例在90%以上，目前萧山募投配送中心项目建设进度正常，未来完成以后将进一步提高公司配送效率。从目前情况来看，营业收入增长基本为外延扩张的新门店以及次新门店贡献所致，我们预计未来营业收入增速基本也应该依靠外延扩张的新门店来拉动。

◆超募资金用于门店改造及购买项目，有效提升竞争实力：

公司首次发行获得超募资金2.24亿元，计划投资4500万元对30家旧门店进行网点改造，15000万元用于购买五家门店。1) 门店改造主要是用于扩大生鲜经营面积和增加生鲜经营设施设备。公司2010年末推出生鲜培训店，目前共有2家。通过增加生鲜维护人员，实行菜场超市化模式，培训店的生鲜经营效益提升较为显著，毛利率远高于其他普通门店。项目于2011年6月份起投入建设，每个门店的改造期间一般为3-6个月，计划于2012年年底实施完毕。2) 公司现有25家自有物业门店，占全部门店比例超过15%，通过购入经营性房产新开门店，可以保证物业的稳定性且缓和了租金可能上涨形成的成本压力。

◆会计政策较为保守，实际税率全年仍维持较低水平：

公司会计政策较为保守，低值易耗品包括货架、购物车、购物篮等采用一次性摊销法，装修费的摊销年限为五年，自有门店物业折旧摊销年限为二十年。公司对下属子公司未弥补亏损不确认递延所得税资产，目前浙江子公司尚有可弥补亏损额，并且盈利状况稳定，我们预计今年公司实际所得税率将继续保持在较低水平（1Q2011为18.4%），但鉴于保守原则和盈利不确定性，我们目前仍维持全年25%的税率不变。

◆维持中性评级，短期估值压力较大：

我们维持公司2011-2013年EPS分别为0.38/0.45/0.51元的估计，以2010年为基期的三年CAGR为16.6%，认为公司六个月内目标价为9.00元，对应2012年20倍市盈率。我们认为随着跨国公司深入三、四级城市开设大卖场，公司所处竞争格局较为激烈，使得原有网点遭遇阶段性的客源分流，对现阶段的销售增长带来挑战。而公司以便宜便利为特色实行差异化经营，通过会员销售以锁定客户的消费习惯忠诚度是目前公司较为核心的竞争力。鉴于目前较高的估值水平（2011年市盈率37X），暂维持中性评级的观点不变。

◆风险分析：

公司部分租赁存在瑕疵和法律纠纷风险，外延扩张速度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	4,455	4,824	5,461	5,910	6,582
营业收入增长率	11.15%	8.27%	13.22%	8.22%	11.36%
净利润（百万元）	121	131	156	183	208
净利润增长率	32.84%	8.18%	19.01%	16.92%	13.97%
EPS（元）	0.30	0.32	0.38	0.45	0.51
ROE（归属母公司）	24.49%	21.55%	10.87%	11.27%	11.39%
P/E	47	44	37	31	27

中性（维持）

当前价/目标价：13.94/9.00元

目标期限：6个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

联系人

市场数据

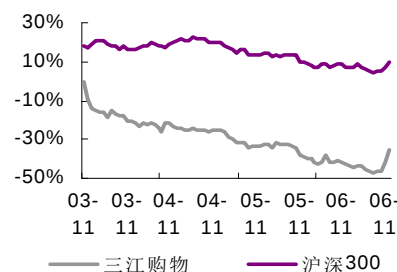
总股本(亿股)：4.11

总市值(亿元)：57.26

一年最低/最高(元)：11.26/22.80

近3月换手率：38.35%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.00	-10.52	0.00
绝对	4.15	-17.79	0.00

相关研报

三江购物：业绩符合预期，小家碧玉型的区域超市---1Q2011季报点评

..... 2011-04-21

三江购物：业绩符合预期，短期估值仍有压力---2010年年报点评

..... 2011-04-12

新股上市深度：三江购物---甬城平民化超市，下沉浙江二三线可期

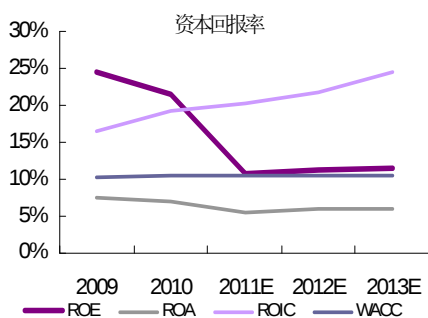
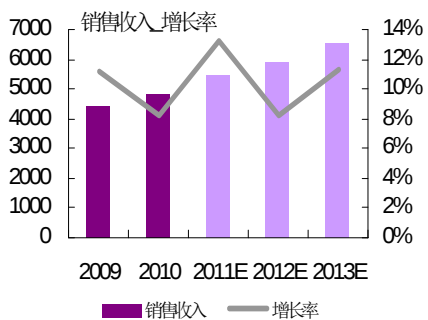
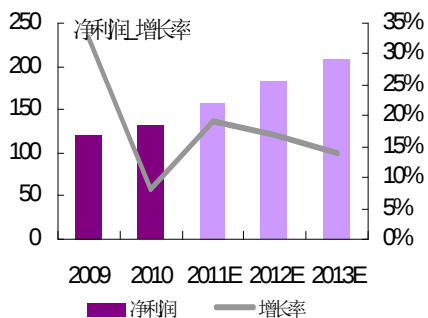
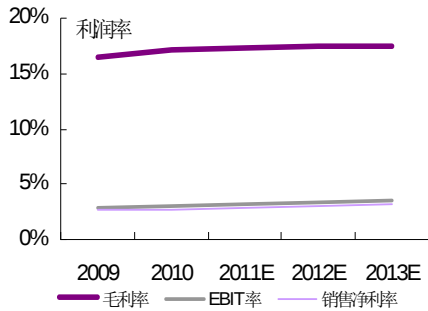
..... 2011-02-15

图表 1：三江购物外延性增长较为缓慢

2007-1Q2011 三江购物外延、内涵主要数据情况一览（2011 年 6 月 24 日更新）

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	1Q2011
门店总数	97	106	126	145	147
当年新净增门店数	15	9	22	21	2
当年关闭门店数	0	0	2	2	0
营业面积 平米	294,466	324,678	379,917	441,424	451,160
营业面积 万平米	29.45	32.47	37.99	44.14	45
营业面积增速%		10.26%	17.01%	16.19%	N.A.
当年净新增面积 平米		30,212	55,239	61,507	9,736
当年新增单店面积 平米		3,357	2,511	2,929	4,868
单店面积 平米	3,036	3,063	3,015	3,044	3,069
营业收入 万元	320,392	400,833	445,544	482,368	148,788
营业收入增速%		25.11%	11.15%	8.27%	10.26%
单店坪效 万元	3,303	3,781	3,536	3,327	1,012
单店坪效增长%		14.48%	-6.49%	-5.92%	N.A.
面积坪效 元/平米	10,880	12,346	11,727	10,928	3,298
面积坪效增长%		13.47%	-5.01%	-6.82%	N.A.

资料来源：公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,455	4,824	5,461	5,910	6,582
营业成本	3,723	3,997	4,513	4,882	5,436
折旧和摊销	51	57	46	50	54
营业税费	30	32	37	40	45
销售费用	506	580	655	703	777
管理费用	69	70	82	89	92
财务费用	6	4	-3	-13	-12
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	125	139	174	209	243
利润总额	167	174	209	244	278
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	121.48	131.41	156.39	182.85	208.39

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,644	1,868	2,802	3,094	3,468
流动资产	1,002	1,166	2,076	2,338	2,686
货币资金	242	316	1,109	1,282	1,497
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	5	8	5	6	6
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	23	22	46	50	56
存货	514	587	623	674	750
可供出售投资	5	3	5	5	5
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	19
固定资产	549	604	624	643	659
无形资产	33	32	30	29	27
总负债	1,148	1,258	1,363	1,472	1,637
无息负债	1,068	1,258	1,363	1,472	1,637
有息负债	80	0	0	0	0
股东权益	496	610	1,439	1,622	1,830
股本	334	351	411	411	411
公积金	80	88	752	770	791
未分配利润	82	171	276	441	629
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	202	269	198	239	283
净利润	121	131	156	183	208
折旧摊销	51	57	46	50	54
净营运资金增加	-79	-77	51	7	9
其他	108	158	-55	-1	11
投资活动产生现金流	-84	-98	-82	-80	-80
净资本支出	76	100	80	80	80
长期投资变化	19	19	0	0	0
其他资产变化	-179	-217	-162	-160	-160
融资活动现金流	-68	-97	676	14	12
股本变化	34	17	60	0	0
债务净变化	-96	-80	0	0	0
无息负债变化	102	189	105	109	165
净现金流	50	74	793	173	215

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.15%	8.27%	13.22%	8.22%	11.36%
净利润增长率	32.84%	8.18%	19.01%	16.92%	13.97%
EBITDA 增长率	7.69%	10.14%	8.32%	13.34%	16.38%
EBIT 增长率	6.02%	9.45%	19.37%	14.48%	18.35%
估值指标					
PE	47	44	37	31	27
PB	12	9	4	4	3
EV/EBITDA	26	24	23	19	16
EV/EBIT	36	34	29	24	20
EV/NOPLAT	50	45	38	33	27
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	8	9	8	7	7
盈利能力 (%)					
毛利率	16.44%	17.14%	17.36%	17.40%	17.41%
EBITDA 率	4.07%	4.14%	3.96%	4.15%	4.34%
EBIT 率	2.93%	2.96%	3.12%	3.30%	3.51%
税前净利润率	3.74%	3.61%	3.82%	4.12%	4.22%
税后净利润率 (归属母公	2.73%	2.72%	2.86%	3.09%	3.17%
ROA	7.39%	7.04%	5.58%	5.91%	6.01%
ROE (归属母公司) (摊	24.49%	21.55%	10.87%	11.27%	11.39%
经营性 ROIC	16.47%	19.23%	20.20%	21.85%	24.62%
偿债能力					
流动比率	0.87	0.93	1.53	1.59	1.64
速动比率	0.42	0.46	1.07	1.13	1.18
归属母公司权益/有息债务	6.20	-	-	-	-
有形资产/有息债务	19.68	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.30	0.32	0.38	0.45	0.51
每股红利	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.49	0.66	0.48	0.58	0.69
每股自由现金流(FCFF)	0.36	0.35	0.11	0.27	0.34
每股净资产	1.21	1.48	3.50	3.95	4.46
每股销售收入	10.85	11.74	13.30	14.39	16.02

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

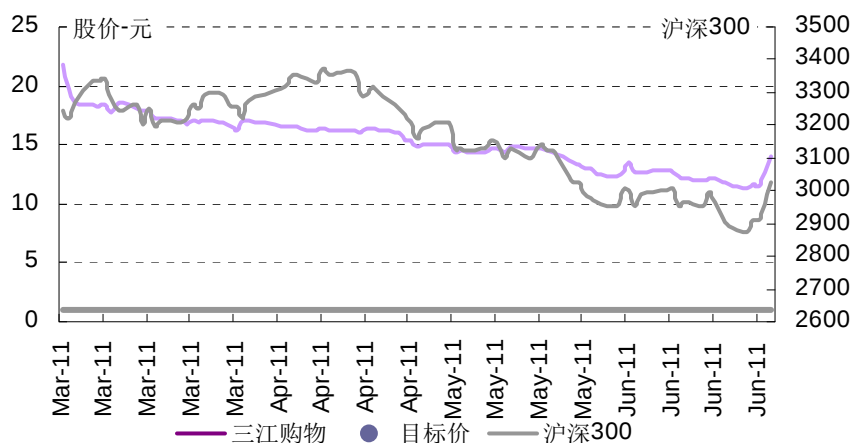
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.)，同济大学高分子材料与工程系工学学士，精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

投资建议历史表现图

三江购物（601116）



日期	股价	目标价	评级
2011-02-15	21.78	9.50	无评级
2011-03-20	17.27	11.40	无评级
2011-04-12	16.59	9.50	中性
2011-04-21	16.36	9.50	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com