

业绩略低于预期，外延扩张速度放缓

公司研究简报

◆业绩快报梗概:

2011年上半年,公司实现营业收入26.48亿元,同比增长8.94%,其中主业收入25.45%,同比增长9.17%。净利润及扣非后净利润同比增长6.98%和3.92%。1H2011期间,公司新开门店4家,关闭一家门店(张杨店),已签约尚未开业门店12家。截至2011年6月30日,公司共拥有门店148家(2010年底为145家)。

◆业绩略低于预期,上半年外延扩张速度较慢:

公司上半年实现净利润1亿,全面摊薄后EPS约为0.24元,略低于我们之前中报净利润增速15%(EPS为0.25元)的预判。我们认为公司业绩低于预期的原因是1)上半年外延扩张较慢,导致营业收入增速同比增长仅8.94%,低于我们之前10-15%的预判。2)跨国公司深入二三线城市,公司所处竞争格局较为激烈,对现阶段浙江地区超市业务增速带来了挑战。

◆略下调全年开业门店数和营业收入增速:

短期我们维持之前的观点:公司的估值仍然偏高,无法支撑较低的营业收入以及业绩增速。因此我们将2011年宁波地区计划开店12家,下调至10家,维持宁波以外浙江地区8家不变。同时,我们认为不能将公司半年EPS 0.24元简单乘以2,得出全年EPS近0.50元的结论。考虑到公司历年利润季节波动性因素,预计2H2011的公司业绩要低于1H2011的业绩情况,尤其是3Q2011单季度,我们预计公司3Q2011利润单季或出现负增长(3Q2010单季,公司净利润为-796.73万元)。

◆下调盈利预测,估值消化尚需时日:

我们下调公司2011-2013年EPS分别至0.36/0.43/0.48元(之前为0.38/0.45/0.51元)的估计,以2010年为基期的三年CAGR为14.2%,认为公司六个月内目标价为8.60元,对应2012年20倍市盈率。我们认为鉴于目前较高的估值水平(2011年市盈率42X),短期股价跑赢大盘的概率较小,维持中性评级。中长期来看,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具有类似德国折扣店超市巨头Aldi以及Lidl的雏形理念,若未来能贯彻低价折扣模式,则在目前大陆地区超市差异化竞争中能杀出一条血路。

◆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	5,349	5,677	6,116
营业收入增长率	11.15%	8.27%	10.89%	6.14%	7.73%
净利润(百万元)	121	131	150	177	196
净利润增长率	32.84%	8.18%	14.00%	18.26%	10.79%
EPS(元)	0.30	0.32	0.36	0.43	0.48
ROE(归属母公司)	24.49%	21.55%	10.46%	11.01%	10.87%

中性(维持)

当前价/目标价:15.42/8.60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@ebcn.com

市场数据

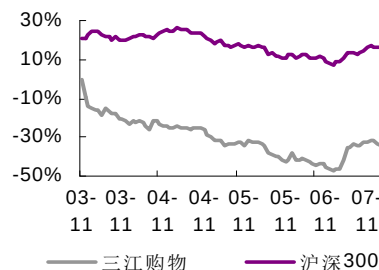
总股本(亿股):4.11

总市值(亿元):63.34

一年最低/最高(元):11.26/22.80

近3月换手率:53.49%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	22.50	2.55	0.00
绝对	27.38	-4.07	0.00

相关研报

三江购物: 波澜不惊的经营情况, 短期估值压力较大---公司调研简报

..... 2011-06-26

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

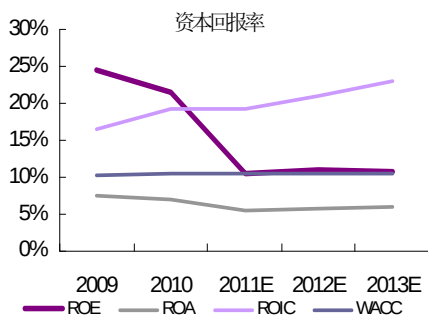
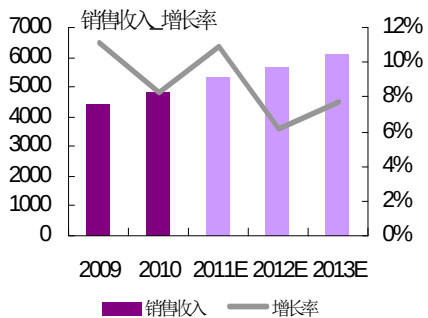
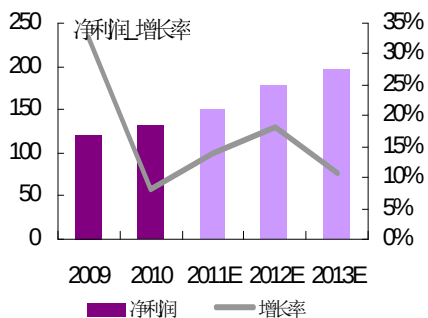
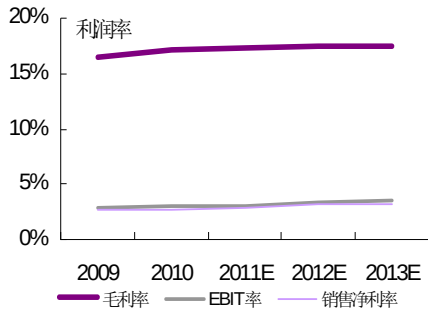
..... 2011-04-21

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

2011-07-14 三江购物

P/E	52	48	42	36	32
-----	----	----	----	----	----



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,455	4,824	5,349	5,677	6,116
营业成本	3,723	3,997	4,420	4,690	5,051
折旧和摊销	51	57	46	50	54
营业税费	30	32	36	39	42
销售费用	506	580	642	676	722
管理费用	69	70	86	85	86
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	165	201	227
利润总额	167	174	200	236	262
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	121.48	131.41	149.80	177.15	196.26

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,644	1,868	2,768	3,024	3,328
流动资产	1,002	1,166	2,042	2,268	2,546
货币资金	242	316	1,097	1,259	1,450
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5	8	5	5	6
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	23	22	45	48	52
存货	514	587	610	647	697
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	1,335	1,414	1,522
无息负债	1,068	1,258	1,335	1,414	1,522
有息负债	80	0	0	0	0
股东权益	496	610	1,433	1,610	1,806
股本	334	351	411	411	411
公积金	80	88	751	769	789
未分配利润	82	171	270	430	607
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	186	228	260
净利润	121	131	150	177	196
折旧摊销	51	57	46	50	54
净营运资金增加	-79	-77	50	6	6
其他	108	158	-59	-5	3
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	77	79	108
净现金流	50	74	781	161	192

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%	10.89%	6.14%	7.73%
净利润增长率	32.84%	8.18%	14.00%	18.26%	10.79%
EBITDA 增长率	7.69%	10.14%	3.94%	14.51%	13.32%
EBIT 增长率	6.02%	9.45%	13.24%	16.03%	14.55%
估值指标					
PE	52	48	42	36	32
PB	13	10	4	4	4
EV/EBITDA	29	27	27	23	19
EV/EBIT	40	38	34	29	24
EV/NOPLAT	55	50	46	38	32
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	9	10	9	8	7
盈利能力 (%)					
毛利率	16.44%	17.14%	17.36%	17.40%	17.41%
EBITDA 率	4.07%	4.14%	3.88%	4.19%	4.40%
EBIT 率	2.93%	2.96%	3.03%	3.31%	3.52%
税前净利润率	3.74%	3.61%	3.73%	4.16%	4.28%
税后净利润率 (归属母公	2.73%	2.72%	2.80%	3.12%	3.21%
ROA	7.39%	7.04%	5.41%	5.86%	5.90%
ROE (归属母公司) (摊	24.49%	21.55%	10.46%	11.01%	10.87%
经营性 ROIC	16.47%	19.23%	19.20%	21.10%	23.09%
偿债能力					
流动比率	0.87	0.93	1.53	1.61	1.68
速动比率	0.42	0.46	1.07	1.15	1.22
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	0.36	0.43	0.48
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	0.45	0.55	0.63
每股自由现金流(FCFF)	0.36	0.35	0.10	0.26	0.32
每股净资产	1.21	1.48	3.49	3.92	4.40
每股销售收入	10.85	11.74	13.02	13.82	14.89

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

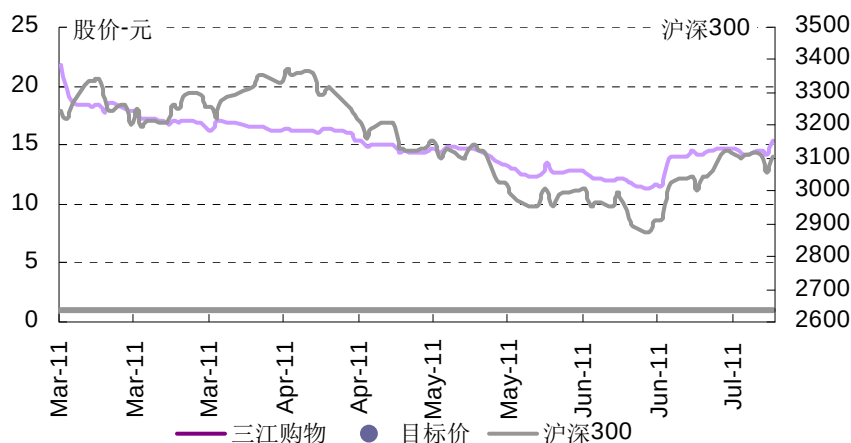
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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
2011-06-26	13.94	9.00	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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com