

业绩略低于预期，CPI 高企回落放大宏观不景气影响

公司研究简报

◆业绩快报梗概:

2011 年公司实现营业收入 51.17 亿元，同比增长 6.08%，其中主业收入 49.05 亿，同比增长 5.94%；净利润和扣非后净利润分别为 1.52 亿元和 1.24 亿元，同比增长 15.54% 和 18.84%。公司 2011 年净开业 6 家门店，截止 2011 年 12 月 31 日，公司共拥有门店 151 家。

◆四季度营收增速略有回升，前三季度新开门店逐渐成熟是主因:

公司 2011 年营业收入增速 6.08%，低于 1-3Q 的增速 0.61 个百分点。但拆分来看，四季度单季营业收入为 12.6 亿元，同比增长为 4.24%，较三季度单季 2.09% 的增速有所回升。我们认为前三季度新开的 8 家门店逐渐培育成熟，逐步产生贡献是营业收入增速回升的主要原因。从展店情况来看，公司 2011 年净开 6 家门店，低于我们之前 18 家的全年预测，我们认为超市业态较低的外延扩张能力，将影响公司中长期的业绩增速，但短期由于宏观经济影响，缩短战线也是一种权宜之计。

◆受经济下滑及 CPI 高企影响，四季度净利润同比减少 15.2%:

公司的 EPS 和扣非后 EPS 分别为 0.379 元和 0.312 元，同比增长 1.12% 和 4.01%，低于我们之前全年 0.41 元 EPS 的预期。其中四季度单季的净利润为 0.39 亿元，较去年 0.46 亿元的水平同比下降 14.01%。除受租金费用和人工成本拖累外，我们认为这与宏观经济不景气，下半年整个零售行业景气度下滑有关。同时，作为主要销售必选消费品的超市企业，在 CPI 高企回落过程中，受到物价下滑冲击时，收入增速较可选消费品百货业更为严重。

◆略下调盈利预测，六个月目标价 8.60 元:

我们略下调公司 2011-2013 年 EPS 分别至 0.38/0.43/0.47 元（之前为 0.41/0.48/0.53 元），以 2010 年为基期的三年 CAGR 为 14.0%，认为公司六个月内目标价为 8.60 元，对应 2012 年 20 倍市盈率。公司地处宁波地区，短期外延扩张低于市场预期，将造成 2012-2013 年营业收入增速放缓的局面，而公司未来净利润增速通过内部门店改造和坪效的提升，仍能维持较为稳定的增长，我们维持减持评级。

◆风险提示:

CPI 下降通道影响公司营业收入增速，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	5,114	5,383	5,701
营业收入增长率	11.15%	8.27%	6.02%	5.25%	5.92%
净利润(百万元)	121	131	154	177	195
净利润增长率	32.84%	8.18%	17.39%	14.65%	10.20%
EPS(元)	0.30	0.32	0.38	0.43	0.47
ROE(归属母公司)	24.49%	21.55%	10.73%	10.96%	10.78%
P/E	34	32	27	23	21

减持(维持)

当前价/目标价: 10.10/8.60 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

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjz@ebcn.com

特别感谢李坤对本报告的编制

市场数据

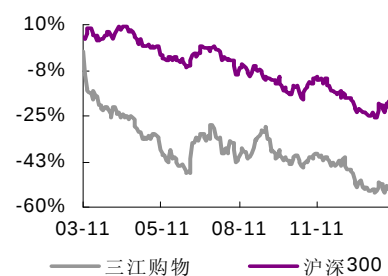
总股本(亿股): 4.11

总市值(亿元): 41.49

一年最低/最高(元): 9.68/22.80

近 3 月换手率: 24.61%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.74	-11.99	0.00
绝对	-0.68	-21.02	0.00

相关研报

三江购物: 业绩略超预期, 3Q 单季毛利率大幅提升是主因---3Q2011 季报点评

.....2011-10-20
三江购物: 业绩低于预期, 短期 PEG 估值过高---1H2011 中报点评

.....2011-08-25
三江购物: 业绩略低于预期, 外延扩张速度放缓---公司业绩快报点评

.....2011-07-13

图表 1：4Q2011 单季三江购物净利润同比下滑 14.01%

2008-4Q2011 三江购物单季经营情况拆分明细

时间	营业总收入 (万)	营业总收入 增速 (%)	营业成本 (万)	销售毛利率 (%)	归属母公司 净利润 (万)	归属母公司 净利率增速 (%)
1Q2010	134941.56	N/A	112685.52	16.49%	4467.73	N/A
2Q2010	108176.80	N/A	87249.90	19.35%	4903.26	N/A
3Q2010	118338.63	N/A	102520.11	13.37%	-796.73	N/A
4Q2010	120911.04	N/A	97232.60	19.58%	4566.86	N/A
1Q2011	148787.79	10.26%	124153.05	16.56%	5413.42	21.17%
2Q2011	116057.60	7.29%	93559.32	19.39%	4631.53	-5.54%
3Q2011	120810.62	2.09%	99261.37	17.84%	1210.88	N/A
4Q2011	126035.05	4.24%	N.A	N.A	3927.04	-14.01%

资料来源：公司公告

图表 2：2011 年公司内生增长较缓，坪效仅略增 1.85%

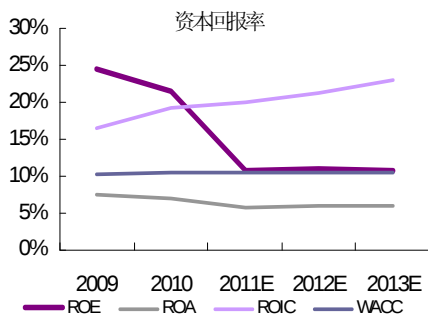
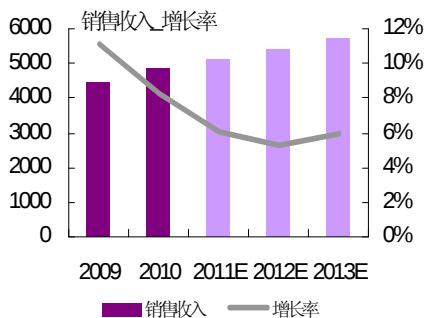
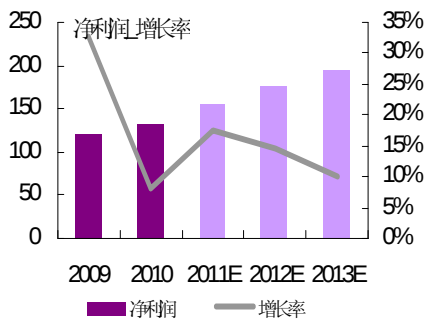
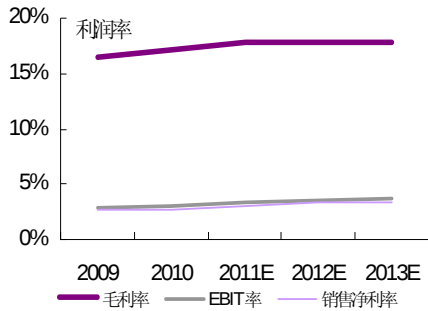
2007-4Q2011 三江购物门店经营情况一览表 (2012/1/31 更新)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	1Q2011	1H2011	3Q2011	2011
门店总数	97	106	126	145	147	148	149	151
当年新增门店数	15	9	22	21	2	4	8	11
当年关闭门店数	0	0	2	2	0	-1	-4	5
营业面积 万平米	29.45	32.47	37.99	44.14	45.12	45.69	45.83	N.A
营业面积增速%	N.A.	10.26%	17.01%	16.19%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A
当年净新增面积 平米	N.A.	30,212	55,239	61,507	9,736	15,444	16,842	N.A
当年新增单店面积 平米	N.A.	3,357	2,511	2,929	4,868	4,496	3,820	N.A
单店面积 平米	3,036	3,063	3,015	3,044	3,069	3,087	3,076	N.A
营业收入 万元	320,392	400,833	445,544	482,368	148,788	264,845	385,656	511,691
营业收入增速%	N.A.	25.11%	11.15%	8.27%	10.26%	8.94%	6.69%	6.08%
单店坪效 万元	3,303	3,781	3,536	3,327	1,012	1,789	2,588	3,389
单店坪效增长%	N.A.	14.48%	-6.49%	-5.92%	N.A.	N.A.	N.A.	1.85%
面积坪效 元/平米	10,880	12,346	11,727	10,928	3,298	5,797	8,416	N.A
面积坪效增长%	N.A.	13.47%	-5.01%	-6.82%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A

资料来源：公司公告

相关报告：

- 2011-02-15 三江购物：甬城平民化超市，下沉浙江二三线可期---新股上市深度
- 2011-04-12 三江购物：业绩符合预期，短期估值仍有压力---2010 年报点评
- 2011-04-21 业绩符合预期，小家碧玉型的区域超市---1Q2011 季报点评
- 2011-06-27 波澜不惊的经营情况，短期估值压力较大---公司调研简报
- 2011-07-24 业绩略低于预期，外延扩张速度放缓---1H2011 业绩快报点评
- 2011-08-25 业绩低于预期，短期 PEG 估值过高---1H2011 中报点评
- 2011-10-20 业绩略超预期，3Q 单季毛利率大幅提升是主因---3Q2011 季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,455	4,824	5,114	5,383	5,701
营业成本	3,723	3,997	4,203	4,423	4,685
折旧和摊销	51	57	46	50	54
营业税费	30	32	35	37	39
销售费用	506	580	619	646	678
管理费用	69	70	87	89	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	171	201	225
利润总额	167	174	206	236	260
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	121.48	131.41	154.26	176.86	194.89

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,644	1,868	2,710	2,951	3,224
流动资产	1,002	1,166	1,984	2,195	2,442
货币资金	242	316	1,090	1,248	1,432
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	5	8	5	5	5
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	23	22	43	46	48
存货	514	587	580	610	646
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	1,273	1,337	1,415
无息负债	1,068	1,258	1,273	1,337	1,415
有息负债	80	0	0	0	0
股东权益	496	610	1,437	1,614	1,809
股本	334	351	411	411	411
公积金	80	88	752	769	789
未分配利润	82	171	275	434	609
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	179	225	252
净利润	121	131	154	177	195
折旧摊销	51	57	46	50	54
净营运资金增加	-79	-77	47	5	4
其他	108	158	-68	-7	-1
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	15	64	78
净现金流	50	74	773	158	184

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%	6.02%	5.25%	5.92%
净利润增长率	32.84%	8.18%	17.39%	14.65%	10.20%
EBITDA 增长率	7.69%	10.14%	6.90%	11.12%	12.74%
EBIT 增长率	6.02%	9.45%	17.37%	11.67%	13.82%
估值指标					
PE	34	32	27	23	21
PB	8	7	3	3	2
EV/EBITDA	19	17	16	13	11
EV/EBIT	26	24	20	17	14
EV/NOPLAT	36	32	27	23	19
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	6	6	5	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	16.44%	17.14%	17.81%	17.82%	17.83%
EBITDA 率	4.07%	4.14%	4.17%	4.41%	4.69%
EBIT 率	2.93%	2.96%	3.28%	3.48%	3.74%
税前净利润率	3.74%	3.61%	4.02%	4.38%	4.56%
税后净利润率 (归属母公	2.73%	2.72%	3.02%	3.29%	3.42%
ROA	7.39%	7.04%	5.69%	5.99%	6.05%
ROE (归属母公司) (摊	24.49%	21.55%	10.73%	10.96%	10.78%
经营性 ROIC	16.47%	19.23%	19.96%	21.13%	23.02%
偿债能力					
流动比率	0.87	0.93	1.56	1.64	1.73
速动比率	0.42	0.46	1.10	1.19	1.27
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	0.43	0.47
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	0.44	0.55	0.61
每股自由现金流(FCFF)	0.36	0.35	0.11	0.26	0.32
每股净资产	1.21	1.48	3.50	3.93	4.40
每股销售收入	10.85	11.74	12.45	13.10	13.88

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

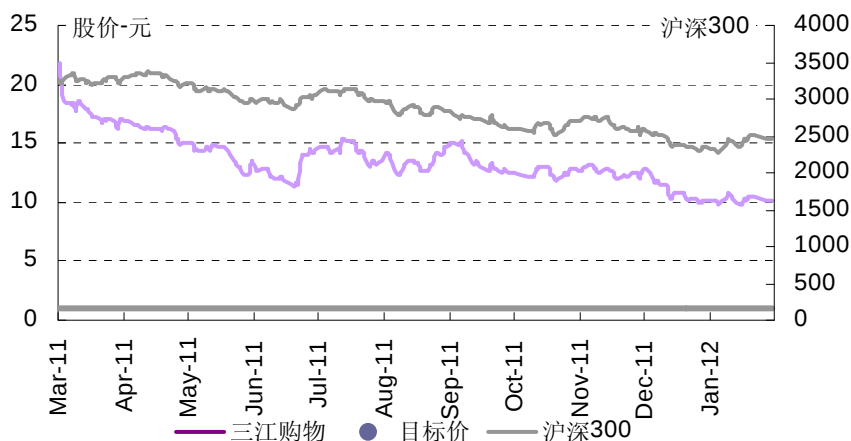
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿,毕业于德国波恩大学国民经济学,获得 CFA CAIA FRM 证书,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。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名,“金牛奖”第五名,2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。优势:与上市公司关系紧密,专注基本面分析及客观研究,并从买方角度来研判。最熟悉的板块:百货和黄金珠宝。最熟悉的上市公司:明牌珠宝、老凤祥、潮宏基、友阿股份、合肥百货、开元控股、友谊股份。

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
2011-07-13	14.27	8.60	中性
2011-08-25	13.10	8.60	减持
2011-10-21	12.08	9.60	减持

资料来源:光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

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	李壮志	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
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com