



上市公司新股研究报告

批发和零售贸易-超市

人人乐 (002336)

2009 年 12 月 25 日

拥有异地成功展店经验的全国布局连锁超市企业

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖
luying@htsec.com
021-23219403

批发与零售贸易行业研究团队: 潘鹤
panh@htsec.com
021-23219423

批发与零售贸易行业研究团队: 汪立亭
wanglt@htsec.com
021-23219399

合理价值区间: 23.43-26.98 元

人人乐发行基本情况。本次发行前公司总股本 30000 万股, 拟发行不超过 10000 万股流通股, 发行后总股本不超过 40000 万股。发行采用网下配售和网上发行相结合的方式, 其中网下发行股数不超过 2000 万股, 占本次发行总股数的 20%; 网上发行股数约为 8000 万股。

公司于 2009 年 12 月 23 日 (周三) 开始初步询价, 12 月 29 日 (周二) 15: 00 初步询价截止; 公司将于 12 月 30 日 (周三) 确定发行价格; 1 月 4 日 (周一) 为网下申购缴款日及网上发行申购日。

业绩预测、估值区间及询价建议。

公司主要有以下两个优势: 1) 实行“蜂窝式”的全国布局发展战略, 拥有在异地成功拓展超市门店的基础和经验; 2) 较好的后台建设和供应链管理, 在其几个发展的重点区域 (深圳、西安、成都、天津) 均自建配送中心。

我们初步预计 2009-2011 年公司 EPS 将分别达到 0.549 元、0.710 元和 0.918 元, 未来三年营业收入的增长率分别为 15.82%、22.67%和 19.56%, 净利润的增长率为: -5.06%、29.37%和 29.26% (参见表 3)。结合公司成功的异地拓展经验以及未来的增长前景, 并对比国内连锁超市企业目前的估值水平 (参见表 4), 我们认为给予人人乐 2010 年 EPS 以 35 倍左右 PE 是相对合理的, 与此相对应的合理价值区间为 23.43-26.98 元。

公司的看点在于其目前已有在异地成功拓展门店的经验, 以及未来 2-3 年门店的持续外延高速扩张对业绩增长起到保障作用, 另外, CPI 的回升将使明后年整个超市行业的同店增长得到一定提升、新店培育期得到一定缩短。2010-11 年近 30% 的净利润复合增长率可以为公司提供较高的估值水平, 而考虑到超市行业明年受益于 CPI 的影响而整体向好, 以及在政策持续强调重民生, 促销费的背景下市场对消费板块的继续关注, 并且结合近期市场新股发行的热情, 我们估计申购价可能会达到 25 元左右。

我们将在近期推出公司深度投资价值分析报告, 敬请关注。以下是我们对公司的分析要点。

人人乐 (002336) 分析要点:

1. 公司简介: 股权高度集中, 门店全国分布, 物业多为租赁, 利润规模目前在 A 股超市子行业中居首

人人乐是近两年来继步步高和新华都之后发行的又一家民营超市连锁企业, 公司控股股东是深圳市浩明投资管理有限公司, 其持有公司 19500 万股, 占发行前总股本的 65%; 实际控制人何金明先生持有浩明投资 98% 的股权, 其妻子宋琦女士持有另 2% 的股权; 此外, 夫妻俩同时又直接或间接持有公司另外两家股东深圳众乐通实业有限公司和深证人人乐咨询服务公司 100% 的股权; 本次发行前公司属于 100% 的家族控股公司, 而发行后虽然社会公众股占到了总股本的 25%, 但何金明家族仍持股 30000 万股, 占比高达 75%。

公司作为一家全国性扩张的商业连锁企业, 主营大卖场、综合超市和百货业务, 至 2009 上半年, 门店总数 82 家, 遍及 7 个省、自治区和直辖市的 18 个城市, 其中包括华南地区的 42 家门店 (广东、广西、福建)、西北地区的 17 家门店 (全

部在陕西境内）、西南地区的 15 家门店（四川、重庆）和华北地区的 8 家门店（全部在天津），总经营面积超过 107 万平方米，平均单店面积达到 13050 平米；此外，公司还分别在深圳、西安、成都和天津拥有 4 家配送中心。

以上门店或配送中心中，除了深圳石岩配送中心和西安赛高购物广场门店（西安赛高店物业产权购置项目为募项目之一，但 08 年 7 月已过户）为自有物业外（两者合计约 5.8 万平米），其余都为租赁物业。除此之外，公司子公司广州配销还拥有广州增城石滩镇三江沙村四宗土地的土地使用权，总面积约 13 万平米，主要用于新建物流配送中心，这也是本次公司的募项目之一。

公司 2008 年实现营业收入 76.85 亿元，同比增长 24.29%，销售规模在 A 股上市的四个超市类公司中排名第三（仅次于武汉中百和华联综超）；实现归属于母公司净利润 2.31 亿元，同比增长 5.46%，在 A 股上市的四个超市类公司中排名首位。据商务部公布，公司在 2008 年列中国连锁百强企业第 31 位和中国快速消费品连锁百强企业第 18 位。

2. 公司业务分析

2.1 门店扩张有序，平均培育期 9.62 个月

公司门店数量及面积近五年来保持着较高的发展速度，自 04 年末的 22 家门店增长到 09 上半年末的 82 家门店，年复合增长率约为 27%，门店面积自 04 年末的 35 万平米增长到 09 上半年的 107 万平米，年复合增长率约为 23%。

公司门店扩张主要通过在全国范围内租赁物业的方式自建门店，因此在新门店培育方面有着一定的经验。从公司总体门店培育期情况看，公司门店平均培育期（不包括尚未盈利门店）为 9.62 个月，其中培育期在一年内门店数合计有 39 家，达到总门店数近一半左右；从各地区培育期情况看，深圳、广东（不包括深圳）、陕西、四川、天津、重庆、南宁的培育期分别为 7 个月、9.43 个月、5.58 个月、11.8 个月、15 个月、25.5 个月和 12.5 个月。

门店面积的快速扩张也带来公司主营业务收入的较好增长，2006-2008 年其主营业务收入分别实现 42.82 亿元、56.10 亿元和 69.25 亿元，同比增长 31.02%和 23.44%；尤其是 08 下半年开始在整个零售行业受到金融危机的影响以及 CPI 急速下降的背景下，外延扩张收入的增长成为了公司收入仍能保持两位增速的主要来源。

表 1 人人乐门店面积扩张（2004-1H2009）

	2004	2005	2006	2007	2008	1H2009
净增门店数（家）	7	14	11	10	16	9
期末门店数（家）	22	36	47	57	73	82
净增经营面积（平米）	109834	186038	90816	120727	207443	114674
期末经营面积（平米）	350593	536631	627447	748174	955617	1070291

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2.2 公司实行“蜂窝式”的全国布局发展战略，目前西安、深圳、成都和天津是公司较为重要的布点区域

公司现有门店虽然遍及了 7 个省、自治区和直辖市的 18 个城市，但公司在全国布局时采取了“蜂窝式”发展模式，即在某一区域集中开店的方式，这一模式在一定程度上相应减少了全国性扩张超市物流成本高、配送效率低以及区域竞争性弱的劣势；公司目前主要的发展区域为广东省、陕西省、四川省和天津市，其中在深圳市、西安市、成都市和天津市具备了一定的竞争实力，同时在这四个区域公司还各具有一个配送中心。

（1）深圳市：公司门店分布最多的区域，收入贡献达 30%左右

公司在深圳市现有 23 家门店，占总门店数的 28%，门店面积 23.35 万平米，占门店总面积的 21.82%；08 年公司在深圳市实现平均单店平效 10846 元/平米，所有门店贡献收入占公司总收入比重约 30%左右。

至 09 上半年，深圳市开业一年以上及经营面积 6000 平米以上超市门店总数约 102 家，其中人人乐有 18 家，占比达 18%左右，公司在该区域的主要竞争对手为沃尔玛、家乐福、华润万家和新一佳等外资超市。

我们认为深圳市作为居民收入水平和消费能力较高的一线城市，具有较好的消费基础和消费潜力，同时作为公司的总部所在地，公司在当地也拥有一定的影响力和谈判实力；此外，公司在深圳市自有物业的配送中心也为其业务的开展提供较好的后台支持。但从另一方面来说，和其他沿海一线城市一样，深圳市外资超市进入较多较早，消费者对它们的接受度也比较高，从而形成超市和卖场间较为激烈的竞争环境；此外，作为深圳市作为一个人均 GDP 已过万美元的城市，便利店业态在当地也有着较蓬勃的发展，对公司的经营业形成了一定的竞争压力。

（2）西安市：公司具有较强竞争实力的区域

公司在西安市现有 14 家门店，占总门店数的 17%，门店面积 23.32 万平米，占门店总面积的 21.5%；08 年公司西安市平均单店平效 8105 元/平米，所有门店贡献收入占公司总收入比重约 24%左右。

至 09 上半年，西安市开业一年以上及经营面积 6000 平米以上超市门店总数约 41 家，其中人人乐有 9 家，占比达 22%左右，公司在西安市具有较大的竞争优势，主要竞争对手为华润万家、易初莲花、好又多、沃尔玛和新一佳等，其中只有华润万家在 08 年收购爱家超市后对其形成直接竞争，但人人乐在平均单店面积和总面积上均较大的高于后者。

我们认为西安市相对沿海城市来说，外资巨头进入还不多，相对竞争不是非常的激烈，而近年来西安市经济水平增长较快，居民收入水平和消费能力也在不断提升，公司未来在当地仍有较大的扩张空间和发展潜力；而从单店平效上看，公司 08 年实现的 8105 元/平米的平效水平是其在当年新开 6 家门店的情况下获得的，我们预计未来公司在该区域的平效水平有一定的提升空间。

（3）成都市：区域竞争可能进一步加剧

公司在成都市现有 10 家门店，占总门店数的 12%，门店面积 10.88 万平米，占门店总面积的 10.09%；08 年公司在成都市实现平均单店平效 10003 元/平米，所有门店贡献收入占公司总收入比重约 10%左右。

至 09 上半年，成都市开业一年以上及经营面积 6000 平米以上超市门店总数约 34 家，其中人人乐有 8 家，占比达 24%左右，公司在该区域的主要竞争对手为沃尔玛、家乐福和易初莲花等外资超市，其中公司对大的竞争对手是家乐福超市；家乐福 1999 年已进入成都市，现有 5 家门店，虽然总经营面积与人人乐当地门店总面积差不多，但单店面积大幅高于公司门店，并且和公司多数门店处于同一商业圈，另外家乐福未来还有可能在当地再开 3 家门店，因此无论是在对供应商的谈判上还是消费者的抢夺上，成都市竞争激烈程度可能进一步加剧。

（4）天津市：竞争压力相对较大

公司在天津市现有 8 家门店，占总门店数的 9.5%，门店面积 12.98 万平米，占门店总面积的 12.13%；08 年公司在天津市实现平均单店平效 6722 元/平米，所有门店贡献收入占公司总收入比重约 9%左右。

至 09 上半年，天津市开业一年以上及经营面积 6000 平米以上超市门店总数约 51 家，其中人人乐有 5 家，占比达 10%左右，公司在该区域的主要竞争对手为华润万家、沃尔玛、家乐福、易初莲花和乐购等，其中华润万家 07 年在收购家世界超市后，在天津的规模迅速扩大，总门店面积大幅超过公司门店，成为公司在当地最大的竞争对手，此外，家乐福和沃尔玛的几家门店也与公司门店形成了直接竞争；因此我们认为公司在天津地区的竞争压力相对是比较大的。

（5）其他区域

除去以上四个区域的门店外，公司还分别在广东省的广州市、增城市、江门市、惠州市、东莞市和湛江市拥有共 12 家门店、在广西省的南宁市和桂林市拥有共 4 家门店、在陕西咸阳拥有 3 家门店、在重庆市以及四川省自贡市和泸州市拥有共 5 家门店、在福建省的漳州市、晋江市和厦门市拥有 3 家门店；这些门店总数合计占总门店数的 33%左右、合计面积占比为 34%左右，收入贡献大致在 25%左右。

3. 公司财务分析

3.1 门店面积扩张带来收入稳定增长

公司主营大卖场、综合超市和百货业务，2006-2008 年，公司主营业务收入分别实现 42.82 亿元、56.10 亿元和 69.25 亿元，同比增长 31.02%和 23.44%；门店面积的有序扩张是公司收入稳定增长的主要来源。

分地区看，公司主营业务收入主要来自华南和西北地区，历年来两者贡献的收入合计均达到了总收入的 70%以上，其中华南地区（包括广东、广西和福建）占比最高，大致在 40%-50%之间波动，而西北地区（陕西省）占比则历年提升，至 09 上半年已近 30%左右；西南地区和华北地区两者收入合计占比维持在 25%左右，其中西南地区（四川和重庆）占比近年略有下降，从 06 年的近 20%到 09 上半年的 15%左右，而华北地区（天津市）收入占比则稳步提升，09 上半年达到 10.8%。根据公司的募资投向以及我们的分析，我们预计公司未来仍可能将在竞争实力相对较强的华南和西北地区大举展店，这两个区域仍可能将是公司未来收入贡献的重要来源。

而从商品品类上看，公司主营业务收入主要来自于食品和生鲜的销售，两者合计占比达到近 60%，而日用品和百货两者占比达到 30%左右，这一比例基本符合超市企业的销售结构；公司历年来各品类收入占比较为稳定，变化很小。

2006-08 年，公司其他业务收入分别实现 4.49 亿元、5.74 亿元和 7.61 亿元，同比增长 27.88%和 32.64%，主要来自返利及促销服务收入和租赁收入；而一般来说，这块收入将随着公司门店面积的扩张和销售规模的扩大而进一步提升。

3.2 综合毛利率的提升主要来自其他业务毛利率的提高以及其他业务收入占比的增加

2006-09 上半年，公司综合毛利率分别为 20.51%、20.15%、20.50%和 20.88%，08 和 09 上半年综合毛利率均有一定的提升，由于公司主营业务毛利率近年来是逐年下降的，因此公司综合毛利率的提升主要来自其他业务毛利率的提高以及其他业务收入占比的增加。

从毛利率拆分情况看，公司主营业务毛利率的下降主要是由于占公司收入比重较大的生鲜产品毛利率下降较大所致，从同行比较情况看，07 年公司生鲜毛利率为 9.61%，高于新华都的 8.43%，低于步步高的 12-14%，与武汉中百 10%左右的生鲜毛利率大致持平。

公司较高的其他业务毛利率主要得益于其整体销售规模近年来的逐步提升，而公司主营业务毛利率若想在未来有所改善，则需要从供应链、配送体系以及门店管理方面进行持续的改进。

表 2 公司毛利率情况分析

品类	2006	2007	2008	1H2009
食品	9.79%	10.20%	9.87%	9.35%
生鲜	11.75%	9.61%	9.12%	7.18%
家电	6.85%	7.59%	7.10%	5.68%
针纺	22.78%	23.51%	22.46%	22.33%
日用	13.12%	13.91%	13.87%	13.70%
百货	18.98%	17.86%	18.44%	16.95%
主营业务毛利率	12.31%	12.08%	11.84%	11.00%
综合毛利率	20.51%	20.15%	20.50%	20.88%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3.3 门店面积的高速扩张导致费用率的增长

2006-09 上半年，公司销售费用率分别为 13.70%、12.89%、12.91%和 13.43%，主要来自租金、人工成本和水电费，三者合计占到销售费用率的 70%以上，另外，近两年由于 CPI 的下降和竞争压力的加剧，公司广告促销等费用率也不断提升。

2006-09 上半年，公司管理费用率分别为 3.90%、1.88%、3.00%和 3.00%，除 07 年公司由于执行新的《企业会计准则》用以前年度计提的应付职工薪酬冲减管理费用同时当年也少计提了职工福利费造成管理费用率大幅下降外，基本保持较为稳定的态势。

我们预计由于未来公司门店面积仍将以较快的速度扩张，其销售管理费用还可能维持一个较高的水平，然后随着扩张门店收入的逐渐释放，费用率将成一个下降的趋势。

3.4 扣除非经常性损益后净利润率处于 A 股超市类企业中等偏上的水平

2006-09 上半年，公司归属于母公司净利润分别为 0.95 亿元、2.64 亿元、2.53 亿元和 1.33 亿元，其中 07-08 年同比增长分别为 177.80%和-3.92%，而如果扣除管理费冲回（07 年公司应付福利费冲减管理费用 6800 多万元）和投资收益等非经常性损益后，07-08 年归属于母公司净利润同比增幅分别为 112.95%和 42.92%；2006-2009 上半年，公司扣除非经常性损益后净利润率分别为 1.52%、2.48%、2.85%和 2.99%，在 A 股超市企业中处于一个中等偏上的水平。

3.5 公司应付账款占比高于行业平均水平

从公司负债情况看，公司负债基本上都是流动负债，而其中应付账款占流动负债的比例近年来维持在 67%左右，而 A 股上市的超市公司该比例的平均水平 08 年为 46%，因此我们认为公司应付账款占比相对较高；公司流动比率和速动比率近年来分别维持在 1.1 倍和 0.75 倍左右，略高于行业均值水平；2006-2009 上半年，公司经营性现金流净额与归属于母公司净利润比例分别为 5、2.40、1.52 和 0.78，09 上半年由于公司加大与供应商结算货款而使经营性现金流有所下降。

4. 15.22 亿募集资金投向有利于公司主业的进一步发展

公司募集资金投向主要用于以下项目：1）投资 36476 万元用于广东地区 21 家连锁超市发展项目；2）投资 31574 万元用于陕西地区 17 家连锁超市发展项目；3）投资 19484 万元用于四川地区 12 家连锁超市发展项目；4）投资 12024 万元用于广西地区 8 家连锁超市发展项目；5）投资 11465 万元用于天津市 6 家连锁超市发展项目；6）投资 8584 万元用于湖南地区 4 家连锁超市发展项目；7）投资 18505 万元用于广州新建配送中心项目；8）投资 14128 万元用于西安赛高店物业产权购置项目。

其中 1)-6) 项新建 68 家（共 83.4 万平米）连锁超市门店的外延扩张项目有利于公司进一步充实其全国性扩张的网络布局，扩大经营规模，提升在优势地区的市场占有率。截至 09 上半年，这 68 家门店中已有 18 家开业，剩余门店公司预计在未来 2 年内实行滚动式开发，公司预计在未来第一年门店数量增加到 105 家、面积约 138 万平米，增速分别为 28.05% 和 28.64%，未来第二年门店数量和面积分别达到 132 家和 168 万平米，增速分别为 25.71% 和 21.92%。公司预计在 68 家门店全部开业后正常年度可贡献营业收入 90.28 亿元，贡献净利润 26.33 亿元，净利润率近 3% 左右。

广州增城配送中心建设项目主要是为了支持公司前台门店发展扩大所作的后台支持，其目标是在未来承担公司华南地区全部连锁店销售商品的门店配送及部分全国统采商品的跨区域配送，预计可满足华南地区将来所有门店约 150 亿商品的配送需要；该项目建设期 18 个月，预计在明年底可投入使用；我们认为该项目将对降低公司成本，提升毛利率产生一定的作用。

西安赛高店物业产权购置项目主要是指公司获得 07 年 1 月开业的西安赛高购物广场物业的事项，实际上公司子公司西安人人乐超市已于 08 年 2 月与陕西鑫邦房地产开发公司签订了关于赛高购物广场的《商业用房买卖合同》，并于 08 年 7 月办理了房产过户手续；公司对于该 2.7 万多平米物业的获得有利于减少其较高的租金费用，提升门店的盈利能力。

5. 盈利预测

表 3 人人乐合并损益表及预测（20091225，首次）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入(万元)	473030	618346	768547	890161	1092002	1305652
同比增长 (%)		30.72	24.29	15.82	22.67	19.56
营业总成本(万元)	462711	589299	739007	863116	1055112	1256697
营业成本(万元)	376028	493778	610990	706763	865923	1032451
营业成本/营业收入 (%)	79.49	79.85	79.50	79.40	79.30	79.08
营业税金及附加(万元)	2822	3910	5197	6409	7862	9401
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.60	0.63	0.68	0.72	0.72	0.72
销售费用(万元)	64810	79698	99200	121062	147420	174957
销售费用/营业收入 (%)	13.70	12.89	12.91	13.60	13.50	13.40
管理费用(万元)	18468	11618	23048	28040	33852	39822
管理费用/营业收入 (%)	3.90	1.88	3.00	3.15	3.10	3.05
财务费用(万元)	102	-75	562	841	55	65
资产减值损失(万元)	481	370	10	0	0	0
非经营性净收益(万元)	215	1883	0	0	0	0
营业利润(万元)	10534	30930	29541	27045	36890	48955
同比增长 (%)		193.63	-4.49	-8.45	36.40	32.70
营业外收入(万元)	1363	1282	1912	800	0	0
营业外支出(万元)	226	471	435	400	0	0
利润总额(万元)	11671	31742	31017	27445	36890	48955
同比增长 (%)		171.98	-2.28	-11.52	34.41	32.70
所得税费用(万元)	2180	5376	5684	5489	8485	12239
有效所得税率 (%)	18.68	16.94	18.33	20.00	23.00	25.00
净利润(万元)	9491	26366	25333	21956	28405	36716
同比增长 (%)		177.80	-3.92	-13.33	29.37	29.26
净利润率 (%)	2.01	4.26	3.30	2.47	2.60	2.81
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7986	21929	23127	21956	28405	36716
同比增长 (%)		174.58	5.46	-5.06	29.37	29.26
少数股东损益(万元)	1505	4437	2207	0	0	0
摊薄每股收益 (元)	0.200	0.548	0.578	0.549	0.710	0.918

资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 估值比较及询价建议

我们使用了相对估值法来对人人乐的合理价值进行评估。表 4 是 A 股主要连锁超市类上市公司的估值水平。

目前国内主要零售类 A 股超市公司以 2009 年 EPS 计算的 PE 简单均值为 41.5 倍，区间为 [28.5, 47.6]；以 2010 年 EPS 计算的 PE 简单均值为 31.8 倍，区间为 [28.5, 34.4]。

结合公司成功的异地拓展经验以及未来的增长前景，并对比国内连锁超市企业目前的估值水平（参见表 4），我们认为给予人人乐 2010 年 EPS 以 35 倍 PE 是相对合理的，与此相对应的合理价值区间为 23.43-26.98 元。

表 4 可比公司估值比较

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
002251	步步高	76	0.602	0.702	0.908	46.8	40.1	31.0
000759	武汉中百	72	0.251	0.325	0.384	51.1	39.4	33.4
600361	华联综超	47	0.241	0.250	0.340	40.2	38.8	28.5
002264	新华都	38	0.603	0.739	1.025	58.4	47.6	34.4
	均值					49.1	41.5	31.8
	中值					48.9	39.8	32.2

注：1）华联综超 2009-10 年业绩为一致预期；2）武汉中百以配股后总股本摊薄

资料来源：聚源数据，海通证券研究所，股价选用 2009 年 12 月 24 日收盘价

公司的优势在于目前已有在异地成功拓展门店的经验，以及未来 2-3 年门店的持续外延高速扩张对业绩增长起到保障作用，另外，CPI 的回升将使明后年整个超市行业的同店增长得到一定提升、新店培育期得到一定缩短。2010-11 年近 30% 的净利润复合增长率可以为公司提供较高的估值水平，而考虑到超市行业明年受益于 CPI 的影响而整体向好，以及在政策持续强调重民生，促销费的背景下市场对消费板块的继续关注，并且结合近期市场新股发行的热情（参见表 5），我们估计申购价可能会达到 25 元左右（对应 08 年扣除非经常性损益并按发行后总股本摊薄 45 倍 PE）。

表 5 近期中小板上市公司发行市盈率情况

代码	简称	发行市盈率	代码	简称	发行市盈率
002331	皖通科技	58.5	002326	永太科技	64.5
002330	得利斯	50.7	002325	洪涛股份	65.9
002329	皇氏乳业	67.0	002324	普利特	86.5
002328	新朋股份	51.0	002323	中联电气	43.6
002327	富安娜	46.9	002322	理工监测	59.9

注：发行市盈率按 08 年扣除非经常性损益前后孰低的净利润除以发行后总股本计算

资料来源：东方财富网，海通证券研究所

7. 不确定性因素

1) CPI 回升低于预期；2) 公司租赁物业带来租金的不确定性以及门店选址发生变化的风险；3) 超市行业竞争加剧的风险，内外资超市企业门店未来两年门店扩张可能进一步加速；4) 返利等后台收费确认方式和确认时间的不确定性；5) 应付账款占比较高可能带来的风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘鹤：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。