

人人乐 (002336.SZ)

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

布局全国，区域性连锁超市龙头的起航

—上市公司新股分析报告

投资要点

- 本次公司拟发行不超过1亿股流通股，发行后总股本不超过4亿股。发行采用网下配售和网上申购相结合的方式，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。
- 人人乐连锁商业集团股份有限公司主营业务为大卖场辅以综合超市及百货的连锁经营。自公司成立以来，营业规模迅速增长、盈利能力大幅提升，08年实现营业收入76.85亿元，09年上半年实现营业收入43.64亿元。公司08年位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。截至09年上半年，公司共拥有门店82家，营业面积超过107万平米，单店平均营业面积达到1.3万平米。
- 公司的竞争优势主要体现在较好的主力门店资源、良好的后台货源保障、“蜂窝式”的门店发展战略、领先的信息管理技术、稳定的优秀管理团队等五个方面。
- 公司综合毛利率较高，但主营业务毛利率偏低。公司综合毛利率近年来一直保持在20%以上，在连锁超市行业中处于较高水平。但公司主营业务毛利率水平偏低，09年上半年仅为11%。这除了是受经济环境影响，加大打折促销力度，另外还由于公司在管控上更侧重于返利及促销服务收入等后台毛利。预计未来公司主营业务毛利率将有所上升。
- 公司此次拟向社会募集的资金将主要用于三大项目：（1）68家连锁超市发展项目。该项目包括广州21家、陕西17家、四川12家、广西8家、天津6家以及湖南4家。项目总投资11.96亿元，总面积84万平米。（2）广州新建配送中心项目。华南地区是公司的重点区域，目前收入占比44.38%。随着公司规模的逐渐扩大，现有配送中心将不能满足货物周转等需求。（3）西安赛高店物业产权购置项目。项目投资1.41亿元，拟购买赛高店2.73万平米的物业。赛高店作为公司主要盈利门店之一，购置物业有利于门店持续经营，同时用稳定折旧代替递增的租金，其净利润也将有较大提升。
- 预计公司09-10年按照新股本摊薄后的每股收益约为0.55元、0.72元。公司属于传统商业零售的专业连锁子业态，按目前该板块整体市盈率43倍，09年动态市盈率38-47倍以及考虑到现有4家超市公司09年平均41.5倍的动态市盈率，作为一家民营连锁零售企业公司可以享有一定的估值溢价，其合理的价格区间在22-26元。

商业零售行业

2009.12.25

发行上市

合理估值区间	22-26
发行方式	网下询价+网上申购
发行价格	--
发行日期	2010.01.04
保荐机构	安信证券

发行数据

总股本(万股)	4,0000
发行数量(万股)	1,0000
流通股比例(%)	25
主要股东	浩明投资
主要股东持股(%)	65

基础数据(2008)

每股收益(元)	0.77
每股净资产(元)	2.94
主营业毛利(%)	11.84
净资产收益率(%)	30.81
资产负债率(%)	73.18

发行后股本结构

股东	万股	(%)
浩明投资	19,500	48.75
众乐通实业	8,100	20.25
人人乐咨询	2,400	6
社会公众股	10,000	25

侯佳林 解文杰	行业研究员
电话	021-32229888*3509
邮箱	houjialin@ajzq.com

相关报告

《国内户外用品行业的引领者—探路者》

2009.09.25

请务必阅读正文之后的重要声明

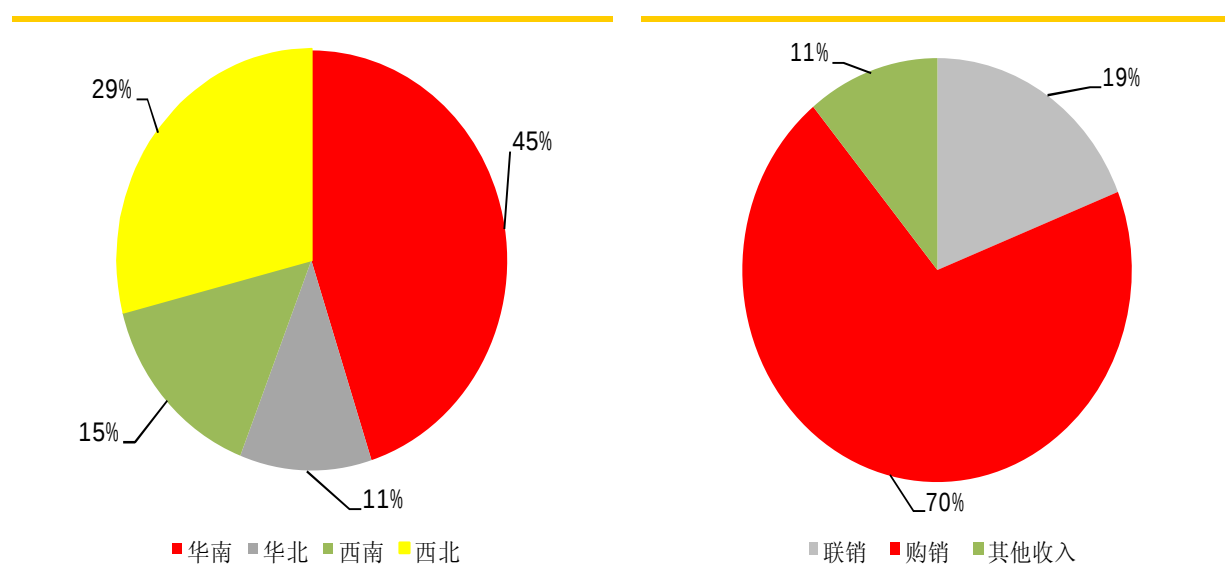
一. 公司介绍

1.1 公司基本情况

人人乐连锁商业集团股份有限公司的主营业务是大卖场、综合超市及百货业务。其中，大卖场是公司的主要业态。截至09年中期，公司共拥有82家门店，经营面积107万平方米，这之中包括了2家百货，4家面积4000平米以下的综合超市以及余下的4000平米以上的大卖场，平均门店面积达到1.3万平方米。目前公司的连锁经营网络已覆盖华南、西北、西南和华北区域的7个省市自治区的18个城市，主要分布在深圳、西安、成都和天津，已初步完成从区域性零售连锁企业向全国性零售连锁企业的转换。

在主业经营模式上公司以传统的购销和联销为主。其中购销模式是公司最主要的经营模式。公司目前采用购销模式的商品主要为食品、日用品、生鲜、家电、针纺等超市商品。而联销则是供应商提供商品在公司卖场指定区域设立品牌专柜由供应商的销售人员负责销售，双方共同管理。目前采用联销模式经营的商品主要为服装、化妆品、珠宝首饰、家居用品、床上用品、音像制品、数码产品等种类。由于公司现有的购销收入占比较高，因而其销售毛利也相对较好。

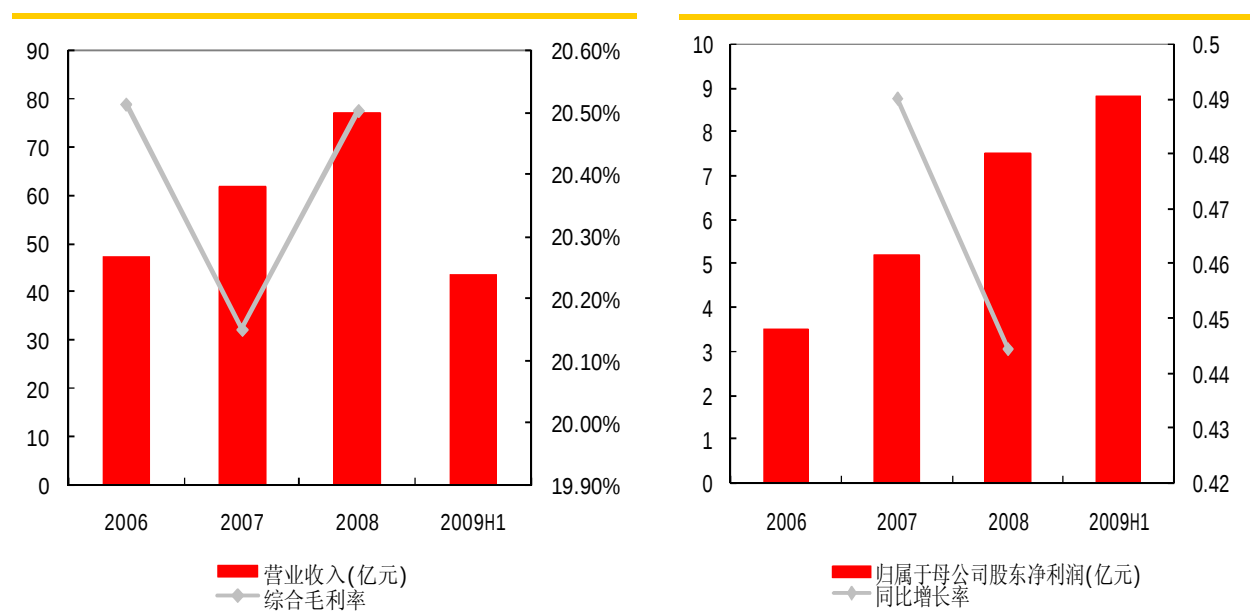
组图1-2 公司业务分布与模式收入比



资料来源：公司招股说明书, 爱建证券研发部

08年公司营业收入为76.85亿元，同比增长24.3%，实现归属于母公司净利润2.31亿元，同比增长5.5%。根据中国连锁经营协会的调查统计，最近7年公司销售规模连续进入“中国连锁百强企业”名单，08年位列中国连锁百强企业第31名和中国快速消费品连锁百强企业第18名。

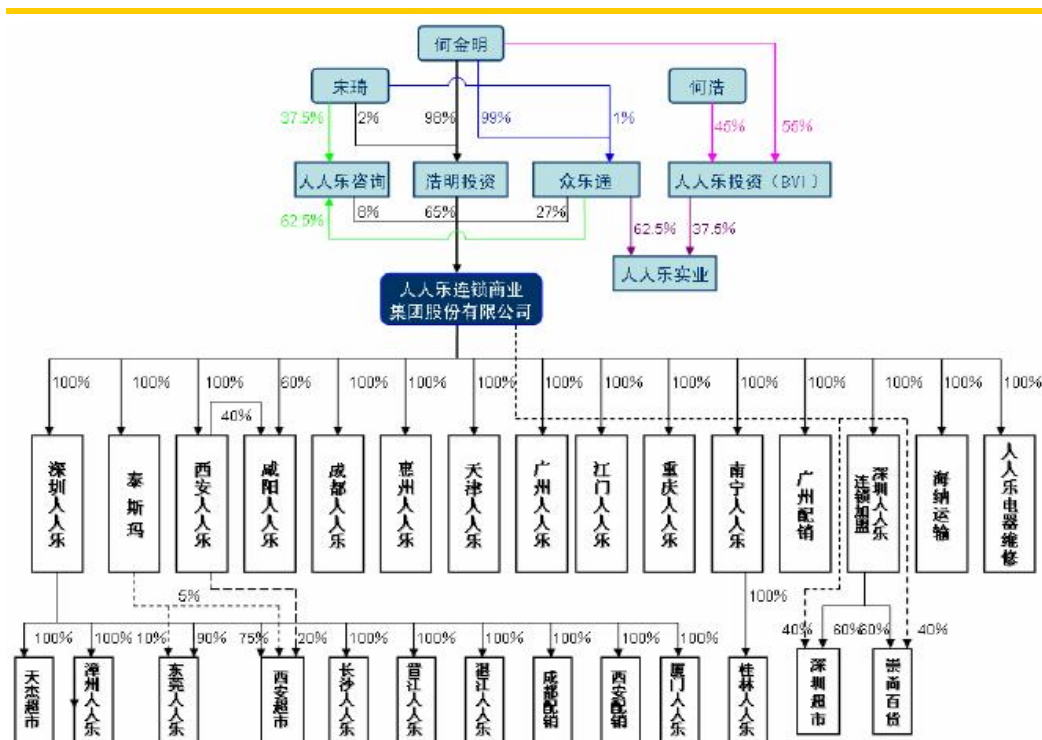
组图3-4 公司近期营业收入与净利情况



资料来源：公司招股说明书,爱建证券研发部

公司的前身为深圳市人人乐连锁商业有限公司，成立于1996年4月，07年4月整体变更为股份有限公司，仍为一家民营商业连锁企业。发行前，公司创始人何金明先生及其直系亲属通过深圳市浩明投资管理有限公司、深圳市众乐通实业有限公司以及深圳市人人乐咨询服务有限公司这3家公司持有公司100%的股权。

图5 公司现有股权结构情况



资料来源：公司招股说明书,爱建证券研发部

请务必阅读正文之后的重要声明

1.2 发行前后股权结构变化

本次公司拟向社会公开发行人10,000万股，发行后的总股本为40,000万股，社会流通股将占总股本的25%。同时发行完成后何金明先生对人人乐的控股比例从90.40%下降至67.80%，但对公司仍享有绝对控股权。

表 1 公司股权结构变化

股东名称	持股数（万股）	股权比例	持股数（万股）	股权比例
深圳市浩明投资管理有限公司	19,500	65.00%	19,500	48.75%
深圳市众乐通实业有限公司	8,100	27.00%	8,100	20.25%
深圳市人人乐咨询服务有限公司	2,400	8.00%	2,400	6%
社会公众股	-	-	10,000	25%
合计	30,000	100%	40,000	100%

资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

二. 行业总体发展状况

2.1 中国的消费市场将保持长期增长

20世纪90年代以来中国的宏观经济始终保持着稳定的增长态势，在过去的13年间，我国的GDP从6万亿增长到30万亿，年均复合增长率达到12%，创造了中国增长的奇迹。在宏观经济强劲增长的背景下，居民的可支配收入以及实际购买能力迅速提升，消费水平稳步增强。我国的社会消费品零售总额从1995年的2.36万亿增长到2007年的8.92万亿，年均复合增速高达11.71%。伴随着经济的持续增长、城镇化水平的进一步提高以及中产阶级群体的逐步扩大，未来中国的消费市场仍将保持长期的稳定增长。

2.2 城乡居民收入快速增长，生活水平明显改善

“十五”以来，随着国民经济的持续稳步发展，城乡居民生活水平进一步提高，生活质量进一步改善，逐步走向全面小康社会。根据国家统计局统计的资料，08年城镇居民人均可支配收入达到15,781元，农村居民人均纯收入达到4,761元，而01年则分别为6,860元、2,366元，分别增长130.04%、101.23%。08年全年社会消费品零售总额108,488亿元，比01年的37,595亿元增长188.57%。城镇居民人均消费支出也由01年的5,309元增至07年的9,997元，增长88.30%；农民人均生活支出也由1,741元增至3,224元，增长85.18%。

2.3 中、西部地区居民收入较快增长将扩大零售市场容量

目前而言，零售业的主要市场在东部沿海经济较为发达的地区。“十一五”期间，西部大开发、振兴东北地区等老工业基地、促进中部地区崛起等战略举措，将加快这些地区追赶东部沿海地区的步伐，缩小地区发展的差距。中、西部地区居民的收入也有望在当地经济发展中得到较快增长，进而带动该地区消费品零售业的较快发展。08年，全国个人工薪所得月扣除额从1,600元大幅提高到2,000元，这将有利于增加城镇居民、特别是中、西部地区城镇居民的可支配收入，有利于居民消费支出的扩大。那些处于竞争相对缓和的中、西部零售企业以及在这些地区占有一定市场份额的全国性零售连锁企业，将因消费市场快速发展而受惠。

2.4 人口结构变迁及城市化将扩大市场容量

随着经济的快速、稳定发展，我国城市化进程大大加快。城镇居民的可支配收入和人均消费支出高出农村居民人均收入和生活支出很多，加上城市有着丰富的消费渠道，城镇居民消费能力和消费意愿均强于农村居民，城市人口的增加意味着总体消费能力的增加。根据国家统计局的预计，2020年前后我国城市化率将达到55%~60%，2050年前后将达到70%左右，初步完成我国城市化过程，城市化的进程也必将伴随消费的大幅增长。

2.5 零售业连锁经营发展迅猛

根据中国连锁零售业统计年鉴，05年限额以上零售连锁企业门店总数达到90,476个，同比增长16.5%，其中直营店61,087个，同比增长11.4%，加盟店29,389个，同比增长29.0%；营业面积8,202.7万平方米，同比增长13.9%；从业人员148.8万人，同比增长16.1%；商品销售总额为10,668.9亿元，同比增长27.1%，占限额以上零售企业商品销售总额的60.5%。05年限额以上零售连锁企业的门店数是02年的2.94倍，年均增速达到30.97%；商品销售额是02年的4.01倍，年均增速达到41.54%。02年限额以上连锁企业商品销售额是社会商品零售总额的5.52%，而05年已经达到15.88%。从以上数据可以看出，在“十五”期间，零售业连锁经营发展迅速。

三.公司的竞争优势

3.1 门店资源优势

较好的门店资源对零售连锁企业来说至关重要，意味着丰富的客源和良好的经营业绩。公司目前大

部分门店都位于各城市的主要商圈之内或主要社区的黄金地段之内。06年商务部发布了《零售业同业损害评估办法》，该办法旨在遏制零售业过密开店的现象和防止恶性竞争，这对之前已开业的门店而言具备一定的保护性，目前从商业网点的布局来看，各大城市主要商圈和主要社区的黄金地段基本上已经被各零售巨头占领，位置优越的门店已成为稀缺资源，而人人乐目前所拥有的门店，不仅能带来丰富的客源，而且具备较低的租赁成本。

公司门店物业一般是通过15年以上长期租约租用，通过订立长期租约可以取得优惠租金并加以锁定，使租金不随城市商业租金水平的迅速上涨，以较低的成本建立了公司的门店网络，保持了持续稳定的盈利能力。我们可以看到公司门店数量及面积近五年来保持着较快的发展速度，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%，门店面积也由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%。公司优质门店的快速增长也同样体现在了销售规模的有效提升上。

表2 08年中国大卖场公司销售收入排名

排名	企业名称	门店			销售额	
		07年	08年	增幅 (%)	08年 (亿元)	增幅 (%)
1	家乐福 (中国) 管理咨询服务有限公司	112	134	19.6	338.2	14.1
2	康成投资 (中国) 有限公司 (大润发)	85	101	18.8	335.7	31.1
3	沃尔玛 (中国) 投资有限公司	102	123	20.6	278.2	30.6
4	好又多管理咨询服务 (上海) 有限公司	101	104	3.0	164.0	17.1
5	上海康诚仓储有限公司 (TESCO乐购)	55	61	10.9	135.0	8.0
6	易初莲花	70	76	8.6	130.0	10.2
7	锦江麦德龙现购自运有限公司	37	38	2.7	126.5	14.4
8	北京华联综合超市股份有限公司	57	65	14.0	86.2	16.4
9	欧尚 (中国) 投资有限公司	20	31	55.0	81.5	24.7
10	人人乐连锁商业集团股份有限公司	57	73	28.1	76.8	24.3
11	永旺中国 (JUSCO吉之岛综合百货超市)	14	18	28.6	46.4	8.4
12	易买得	10	18	80.0	32.0	52.4

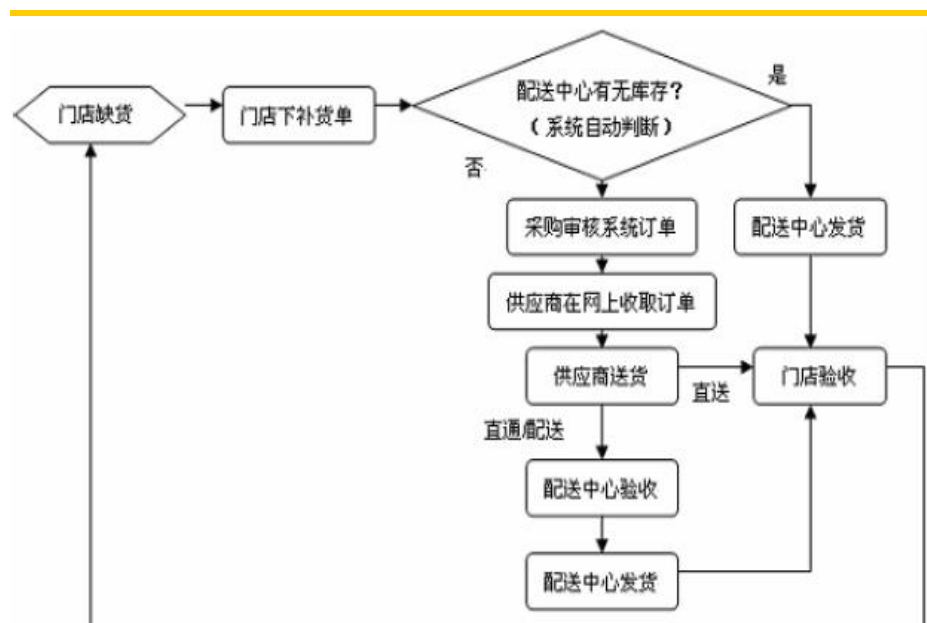
资料来源：中国连锁经营协会，爱建证券研发部

3.2 良好的后台货源保障

对于零售连锁业而言，销售毛利率一般较低，因此能否以较低的成本获得稳定货源对公司的业绩影响非常重大。公司在与供应商的关系处理上，一是注重“公司、供应商、消费者”共赢的经营模式，坚持利益合理分配的原则；二是注重与供应商进行及时准确的货款结算，在供应商中保持了很好的信誉。一直和各大供应商保持良好的沟通和合作也极大地保证了能够从供应商获得较具有竞争力的采购价格。

在采购策略上，公司对商品的采购实行集团采购和区域采购相结合的方式。一般而言，属于各地销售的共性商品，或集团自有品牌商品，或全国重点品牌商品，或集团生鲜基地商品等，均采用集团统一采购的方式，以便获得较低的成本优势并方便综合管理；而结合区域采购则是在购买一些具有气候性、季节性、竞争环境等差异性的商品时具备较大的优势，同时操作比较灵活、反应变化较为迅速。

图6 公司正常的采购供应流程



资料来源：公司招股说明书,爱建证券研发部

3.3 门店呈区域性集中，物流配送效率高

公司的门店呈“蜂窝式”发展模式，即公司在某一区域集中开店，形成合力的局面。这种“蜂窝式”的发展模式一是有利于公司竞争力在某一区域形成集中优势；二是有利于大大提高公司物流配送效率，降低物流成本，能以更低的价格向消费者销售商品，进一步提升门店的竞争力。通过公司这几年的发展历程来看，我们认为公司的“蜂窝式”发展模式与经营策略对其进行跨省扩张发挥了重要作用，使得公司在各区域的门店均具备一定的竞争实力，能和当地的零售巨头开展正常的相互竞争。

表3 公司现有4大物流中心的情况

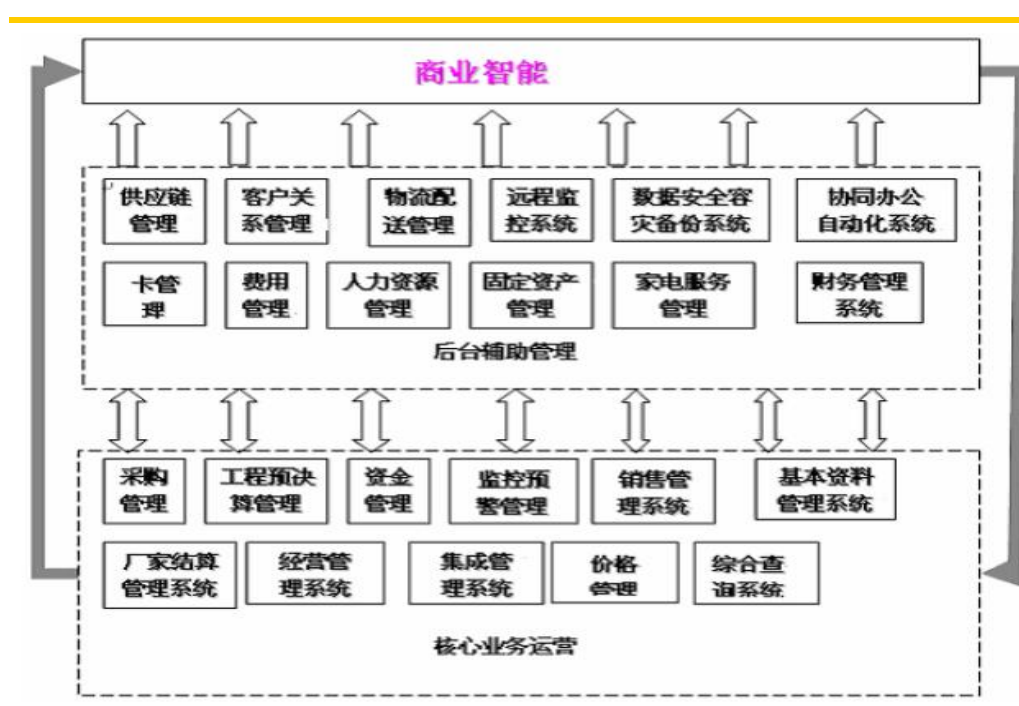
	配送中心的面积（平方米）	辐射范围（公里）
华南	31399.47	250
西安	12616.77	80
成都	10175	260
天津	5175.25	75

资料来源：公司招股说明书,爱建证券研发部

3.4 领先的信息管理技术

公司目前使用的TSM零售业管理系统为自主研发的产品，涵盖了公司全部的核心业务，很好地划分了总部、子公司、门店三层组织结构中各自的职能。同时这套信息管理系统具备良好的操作性和易用性，涉及了零售、物流、人力资源、资金费用、固定资产等各个领域，提供了一个零售业综合管理解决方案，并将供应链管理系统、无线射频等最新行业技术应用于现代化商业零售及物流领域中，使得公司在该领域的应用系统和技术一直保持国内领先地位。我们认为这一业内仅有的自主研发设计的系统一方面保证了信息管理系统对公司的适应性；另一方面确保了信息管理系统更新的及时性，为公司的前台业务操作和后台管理支持提供了强有力的保障。

图7 公司信息管理系统内部结构



资料来源：公司招股说明书,爱建证券研发部

3.5 稳定的优秀管理团队

公司目前的管理团队中多数人员是随公司一起成长起来的，具备极高的忠诚度和丰富的管理经验。在公司获得高速发展的十年中，其管理团队的离职率也是较低的。此外，公司的经营管理团队对零售连锁行业也有着深入的见地，对连锁经营的各个环节有清晰的了解。管理层现代的经营意识，按市场发展趋势，创建了合乎市场规律的全新经营模式和管理体制，使公司在激烈的市场竞争中保持了较强的竞争力。预计未来公司方面也将会有进一步的股权激励计划出台，将为稳定优秀管理人才打下更为扎实的基础。

四.公司财务分析

4.1 门店面积扩张带来收入稳定增长

06-08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，其中华南地区占比最高，大致在40%-50%之间波动，而西北地区占比则历年提升，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。根据公司的募资投向来看，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开店，这两个区域仍可能将是公司未来收入贡献的重要来源。

分商品品类看，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，变化较小。06-08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步提升。

表 4 近年公司各地区主营业务情况

年度	地区	主营业务收入(元)	主营业务成本(元)	主营业务毛利	主营业务毛利比例	毛利率
2009年1-6月	华南区	1,720,612,991.65	1,528,078,672.48	192,534,319.17	45.14%	11.19%
	西北区	1,138,580,495.35	1,011,642,276.87	126,938,218.48	29.76%	11.15%
	西南区	599,537,765.54	534,201,542.97	65,336,222.57	15.32%	10.90%
	华北区	418,654,099.97	376,978,800.09	41,675,299.88	9.77%	9.95%
2008年	华南区	3,280,313,645.95	2,870,153,595.40	410,160,050.55	50.01%	12.50%
	西北区	1,896,375,330.56	1,681,122,960.01	215,252,370.55	26.25%	11.35%
	西南区	1,123,589,036.94	996,286,717.48	127,302,319.46	15.52%	11.33%
	华北区	624,261,597.25	556,866,463.03	67,395,134.22	8.22%	10.80%
2007年	华南区	2,806,006,163.47	2,455,204,240.91	350,801,922.56	51.75%	12.50%
	西北区	1,413,707,314.35	1,245,006,451.19	168,700,863.16	24.89%	11.93%
	西南区	969,647,900.84	858,432,226.85	111,215,673.99	16.41%	11.47%
	华北区	420,431,748.05	373,289,503.09	47,142,244.96	6.95%	11.21%
2006年	华南区	2,001,411,578.40	1,719,573,983.48	281,837,594.92	53.46%	14.08%
	西北区	1,127,473,068.68	1,009,972,999.04	117,500,069.64	22.29%	10.42%
	西南区	839,980,590.88	744,331,838.38	95,648,752.50	18.14%	11.39%
	华北区	312,833,018.33	280,667,982.61	32,165,035.72	6.10%	10.28%

资料来源：爱建证券研发部

表 5 公司近期各品类销售情况

品类	2009年1-6月		2008年度		2007年度		2006年度	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
食品	144,477.05	37.26	254,760.82	36.79	203,742.77	36.32	155,502.84	36.32
生鲜	78,448.19	20.23	149,425.55	21.58	122,645.41	21.86	89,933.47	21.00
家电	27,422.74	7.07	50,210.81	7.25	43,873.47	7.82	34,527.30	8.06
针纺	20,353.36	5.25	38,072.64	5.50	31,690.37	5.65	25,683.07	6.00
日用	74,908.71	19.32	125,655.51	18.15	99,955.71	17.82	77,709.58	18.15
百货	42,128.48	10.87	74,328.63	10.73	59,071.58	10.53	44,813.57	10.47
合计	387,738.54	100.00	692,453.96	100	560,979.31	100	428,169.83	100

资料来源：爱建证券研发部

4.2 综合毛利率的提升主要来自其他业务收入与毛利提高

06-09上半年，公司综合毛利率分别为20.51%、20.15%、20.50%和20.88%，较08和09年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。我们可以看到公司近三年的综合毛利率均高于同比上市公司的平均值；08年度公司综合毛利率与步步高、华联综超较为接近，但高于武汉中百、物美商业和京客隆。

从毛利率细分情况看，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在未来有所改善，则需在新开门店的供应链、配送体系以及门店管理方面进一步改善。

表 6 公司近期各品类毛利情况

品类	2009年1-6	2008年度	2007年度	2006年度
食品	9.35%	9.87%	10.20%	9.79%
生鲜	7.18%	9.12%	9.61%	11.75%
家电	5.68%	7.1%	7.59%	6.85%
针纺	22.33%	22.46%	23.51%	22.78%
日用	13.70%	13.87%	13.91%	13.12%
百货	16.95%	18.44%	17.86%	18.98%
主营业务毛利率	11.00%	11.84%	12.08%	12.31%
综合毛利率	20.88%	20.50%	20.15%	20.51%

资料来源：爱建证券研发部

表 7 相关可比超市企业的毛利情况

	项目	步步高	武汉中百	物美商业	联华超市	京客隆	华联综超	平均值	人人乐
08年	主营毛利率	14.60%	13.10%	8.81%	13.55%	13.96%	11.05%	12.51%	11.84%
	综合毛利率	19.73%	18.23%	18.08%	23.86%	16.70%	19.54%	19.36%	20.50%
07年	主营毛利率	14.56%	12.61%	7.55%	12.99%	12.79%	12.06%	12.09%	12.08%
	综合毛利率	19.50%	17.35%	16.33%	20.14%	16.39%	20.52%	18.37%	20.15%
06年	主营毛利率	13.36%	12.44%	6.84%	12.07%	12.46%	11.22%	11.40%	12.31%
	综合毛利率	18.51%	17.07%	16.02%	20.34%	16.59%	18.38%	17.82%	20.51%

资料来源：爱建证券研发部

4.3 门店面积的快速提升导致费用率的增长

06-09上半年，公司期间费用率分别为16.53%、15.89%、15.86%和17.62%，其06年和07年度的费用水平平均高于同期同行业上市公司的均值，但因公司严格执行“预算差异分析制度”，费用支出得到有效控制，使得08年公司的三项费用率略低于同行业可比上市公司的均值，提升了公司盈利能力。

具体来看，公司近3年的销售费用率分别为13.70%、12.89%、12.91%，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也起到了一定的作用。06-09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，其余年份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，其销售和管理费用还可能维持一个较高水平，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。

表 8 相关可比超市企业的费用率情况

年度	步步高	武汉中百	物美商业	联华超市	京客隆	华联综超	均值	人人乐
2008	15.21%	15.00%	14.80%	21.29%	14.44%	17.29%	16.34%	15.89%
2007	15.07%	14.68%	12.59%	21.07%	11.66%	15.83%	15.15%	15.86%
2006	14.86%	15.00%	11.60%	22.07%	11.63%	14.72%	14.98%	17.62%

资料来源：爱建证券研发部

五. 募集资金投向项目

本次公司上市所募集的资金将主要用于开设 68 家连锁门店项目、广州新建配送中心项目和购置西安赛高店的产权。同时通过这 3 个项目的开展，公司意在区域做强的前提下，逐步壮大自身的规模进一

步向全国扩张。

表9 公司主要募投项目投向

序号	区域	项目名称	投资总额（万元）
1	广东地区	21家连锁超市发展项目	36,476
2	陕西地区	17家连锁超市发展项目	31,574
3	四川地区	12家连锁超市发展项目	19,484
4	广西地区	8家连锁超市发展项目	12,024
5	天津市	6家连锁超市发展项目	11,465
6	湖南地区	4家连锁超市发展项目	8,584
7	广州市	广州新建配送中心项目	18,505
8	西安市	西安赛高店物业产权购置项目	14,128
小计	-	-	152,240

资料来源：公司招股说明书,爱建证券研发部

5.1 连锁店项目分析

从68家门店的地域分布看，我们不难发现，大多位于公司相对竞争优势的区域，如广州、陕西、四川、天津，这些区域基本上为增加同城门店，风险相对较小。而湖南则是公司今年新进入的区域，从竞争情况看，均属于竞争相对比较缓和的区域，如湖南，目前第一大超市为新一佳，08年底其在湖南有22家门店，其中长沙10家，但新一佳超市单店规模较小，并且从各方面资料看，目前发展遇到了一些问题，步步高在长沙的势力还较弱，因此目前正是进入湖南有利时机。

68家门店总投资11.96亿元，总营业面积84万平方米。公司预计68家门店成熟后新增营业收入90.28亿元，即平均每家门店1.3亿元。从目前门店的坪效看，这一收入是不难达到的。按照3%的净利润率计算，68家门店成熟后可贡献净利润2.7亿元左右。

表10 连锁超市发展项目进展

区域	投资总额	总家数	已开业	已签约	已有意向	尚待选址
广东	36,476	21	5	6	2	8
陕西	31,574	17	5	10	0	2
四川	19,484	12	4	5	1	2
广西	12,024	8	2	2	3	1
天津	11,465	6	3	0	1	2
湖南	8,584	4	0	4	0	0
合计	119,607	68	19	27	7	15

资料来源：公司招股说明书,爱建证券研发部

5.2 配送中心项目分析

随着公司规模的不不断扩大,原有的配送中心已经不能满足货物周转、信息化管理和门店配送的要求。广州新建配送中心项目,投资18,505万元。项目位于广州增城,将采用全自动、机械化的立体仓储系统的集成方案,将建成国内零售连锁行业最先进的物流中心之一,可支撑的年周转商品总量150亿元左右。新建广州配送中心日常配送范围为500公里,主体结构一次建设完成,生鲜冷冻库设备二期建设,一期只使用冷藏库,暂不使用低温配送车,二期生鲜冷冻库建设完成后再使用低温配送车。新建配送中心将大大减少门店的直送商品,配送和直通模式将占商品总数的70%。

配送中心作为支撑连锁门店运营的重要后台,是连锁超市核心竞争力的体现,其往往是众多连锁企业发展到一定规模后的瓶颈。通过对配送系统和信息系统的投资,将进一步促进总部、配送中心、分店的物流、信息流、资金流的顺畅运行和透明监控,提高决策效率和效果,加快库存周转、逐步实现科学化自动补货、降低损耗,加强与供应商的信息沟通。从财务角度看,其对业绩提升的间接支持作用较大。

5.3 购置赛高店房产项目分析

赛高店物业的购置项目,总投资14,128万元。赛高店目前为公司销售最好的门店,今年上半年实现销售1.84亿元,实现净利润1833万元。但该门店租金较高,年租金912万元,且有递增约定。作为公司主要的盈利门店之一,公司出于长远考虑,购置这一销售和盈利甚佳的门店,我们认为其总体购置风险较小,并有利于今后盈利空间的进一步提高。

六.盈利预测及估值

作为一家意在成为全国性连锁零售企业的公司,目前最大的优势在于公司已有在异地成功拓展门店的经验和较为贴近公司现状的发展模式,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的保障作用。另外,近期CPI的回升和行业景气度的回暖也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。因此我们认为此次上市对公司也将是一次机遇,所募得的资金将为公司后续的外延扩张创造有利条件。

根据我们的分析,预计公司09-10年摊薄后每股收益分别为0.55元、0.72元,目前商业零售行业中专业连锁业态的整体静态市盈率为43倍,而与公司业务较为相近公司的平均静态市盈率在41.5倍,09年动态市盈率也在38-47倍。考虑到明年政策持续强调重民生和促消费,以及公司存在的扩张潜能和民营连锁企业的因素,公司可以享受一定的估值溢价,其合理的价格区间在22-26元。

表 11 公司盈利预测情况

单位(亿元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	47.30	61.83	76.85	88.78	109.10
营业成本	37.60	49.38	61.10	70.10	85.89
营业税金及附加	0.28	0.39	0.52	0.63	0.77
销售费用	6.48	7.97	9.92	12.35	15
管理费用	1.85	1.16	2.30	2.86	3.81
财务费用	0.01	-0.01	0.06	0.10	0.01
资产减值损失	0.05	0.04	0	0	0
投资收益	0.02	0.19	-	0	0
营业利润	1.05	3.09	2.95	2.74	3.63
营业外收支净额	0.12	0.08	0.15	0.06	0.06
利润总额	1.17	3.17	3.10	2.80	3.69
所得税	0.22	0.54	0.57	0.59	0.81
净利润	0.95	2.63	2.53	2.21	2.88
少数股东权益	0.15	0.44	0.22	0	0
归属母公司股东权益	0.80	2.19	2.31	2.21	2.88
每股收益(元)	0.24	0.66	0.63	0.55	0.72

资料来源：爱建证券研发部

表12 可比公司估值参考

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	每股收益			市盈率		
			08	09	10	08	09	10
000759	武汉中百	38	0.35	0.38	0.48	51	36	29
600361	华联综超	76	0.24	0.27	0.34	40	46	32
002264	新华都	72	0.71	0.75	0.98	58	47	35
002251	步步高	47	1.38	0.80	1.02	47	41	33
	平均值	-	-	-	-	49	42	32
	中值	-	-	-	-	48	39	32

资料来源：爱建证券研发部（上述数据日期以 12 月 25 日为准）

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。