

零售

2010 年 1 月 6 日

人 人 乐 (002336)

上市首日预测价格区间： 32.38 -39.12

人人乐——成功实现跨区域扩张的超市企业典范

投资要点：

- 公司从事大卖场、综合超市及百货的连锁经营业务，公司从 1996 年开设第一家超市门店以来，已从单体超市快速发展到 2008 年收入接近 50 亿元、净利近 2.22 亿元的大型连锁超市企业。
- 现在公司已经初步完成了从区域性零售连锁企业向全国性零售连锁企业的转换。截至 2009 年 6 月 30 日，公司已经在华南、华北、西南、西北七个省、市、自治区的 18 个城市，开设了 82 家门店，平均单店营业面积达到 13,050 m²。此外，公司还有 4 个配送中心，分别分布在深圳、西安、成都和天津。
- 公司优势区域集中在深圳、西安、成都和天津，而深圳、天津市场中公司都面临强劲的对手，西安、成都区域面临的竞争环境稍微缓和且市场空间较大，因此成为公司未来重点扩张区域。公司的竞争优势在于灵活的业态组合和轻资产扩张。灵活的业态组合为公司跨区域扩张带来了较强的适应能力，而轻资产扩张又使得公司门店的培育期缩短、能够快速进行门店调整。
- 公司本次募集资金主要用于连锁超市发展项目，计划在未来 2~3 年内在华南、西北、西南和华北开设 68 家门店，新建广州配送中心和收购西安赛高店物业产权。
- 我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.57 元、0.74 元、0.96 元。当前 A 股连锁超市行业的估值在整个零售行业处于较高水平，平均来看对应 2008 年业绩水平的平均估值在 50 倍，对应 2009 年业绩的平均估值为 42 倍，对应 2010 年业绩的平均估值为 32.5 倍，考虑到公司相对于其他超市企业具有扩区域扩张的优势，另外考虑到当前新股上市市盈率水平较高，给予公司一定的估值溢价，二级市场合理价格区间为 25.9 元-29.6 元。

研究员： 耿焜

电 话： 025-84457777-364

E-mail: gengkun4055@126.com

地 址： 南京市，中山东路 90 号

发行基本资料

发行股数(万)	10,000
发行后总股本(万)	40,000
发行方式	网上+网下
发行日期	2010-1-8
保荐机构	安信证券

发行前财务数据（2008）

每股收益(元)	0.77
每股净资产(元)	2.50
总资产(百万元)	2799.27
资产负债率(%)	73.18%
净资产收益率(%)	36.4%
每股经营性现金流(元)	1.17

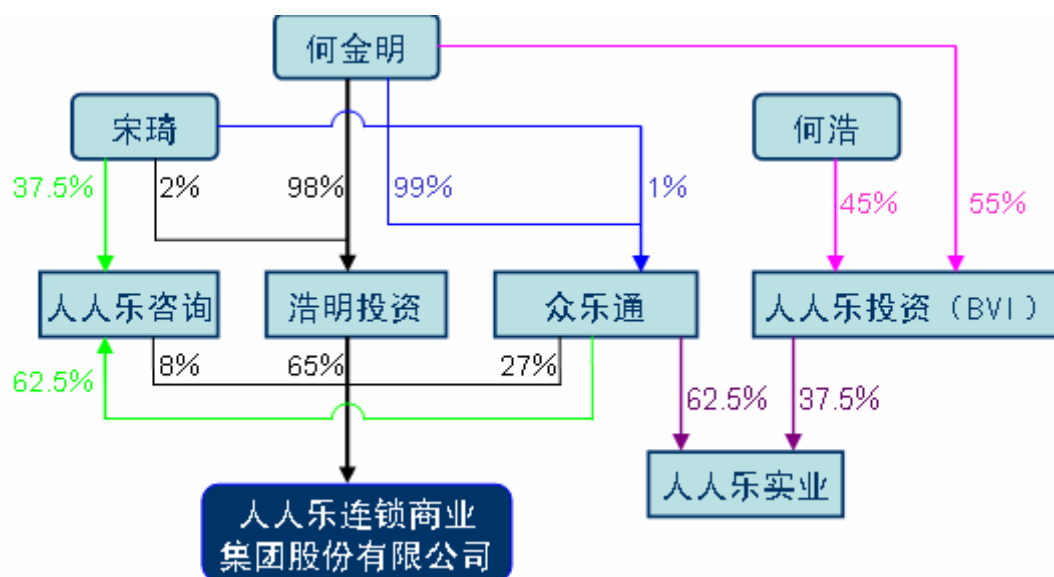
主要经营指标

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(万元)	768,547.44	883,795.11	1,043,358.21	1,243,432.33
收入增长率	24.29%	15.00%	18.05%	19.18%
净利润(万元)	231,26.54	22,729.68	29,773.35	38,201.15
净利润增长率	5.46%	-1.72%	30.99%	28.31%
EPS(元)(摊薄后)	0.58	0.57	0.74	0.96

一、公司持股相对集中

公司主营业务为从事大卖场、综合超市及百货的连锁经营业务，前身为深圳市人人乐连锁商业有限公司，成立于1996年4月1日，经国家工商总局预先核准和深圳市工商行政管理局批准，2004年2月公司名称变更为“人人乐连锁商业（集团）有限公司”。2007年11月8日，公司由人人乐连锁商业（集团）有限公司全体股东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、深圳市人人乐咨询服务有限公司作为发起人整体变更为股份有限公司。公司的股权非常集中，实际控制人为何金明先生，表1列示了发行前后公司股权比例情况：

图1：公司发行前股权结构



资料来源：招股说明书

表1：发行前后公司持股比例变化情况

股东名称	发行前		发行后	
	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	6.00%
社会公众股	—	—	10,000	25.00%
合计	30,000	100.00%	40,000	100.00%

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司从1996年开设第一家超市门店以来，已从初始投资几百万的单体超市快速发展到2008年拥有13亿元总资产，年收入近50亿元，年净利近2.22亿元的大型连锁超市企业。根据商务部发布的统计，从2002年起公司每年入选中国企业销售规模500强。根据中国连锁经营协会的调查统计，公司销售规模最近7年连续进入“中国连锁百强企业”排名，2006年列中国连锁百强企业第31位和中国百家快速消费品零售连锁企业第24位，2007年列中国连锁百强企业第30位，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。

二、公司的快速发展得益于跨区域扩张

◆ 公司扩张全国开花

公司发展的13年内，不断拓展连锁经营网点，截至2009年6月30日，公司已经在华南、华北、西南、西北七个省、市、自治区的深圳、广州、增城、惠州、江门、东莞、西安、咸阳、成都、重庆、泸州、自贡、南宁、天津、桂林、漳州、晋江、厦门共18个城市，开设了82家门店，总营业面积超过107万m²，平均单店营业面积达到13,050m²。此外，公司还有4个配送中心，分别分布在深圳、西安、成都和天津。现在公司已经初步完成了从区域性零售连锁企业向全国性零售连锁企业的转换。

表2：公司门店分布及各区域面积情况

城市	初次进入年份	门店数量 (个)	总面积 (平方米)	平均单店面积 (平方米)
深圳	1996.7	23.00	233,536	10,154
西安	2000.12	14.00	233,181	16,656
成都	2003.5	10.00	108,841	10,884
天津	2003.10	8.00	129,840	16,230
重庆	2004.9	3.00	54,011	18,004
南宁	2005.9	3.00	36,459	12,153
东莞	2006.12	3.00		
增城	2002.5	2.00		
惠城	2000.4	2.00		
惠阳	2006.9	2.00		
广州	2008.12	1.00		
湛江	2009.1	1.00		
江门	2002.1	1.00	274,232	13,059
咸阳	2003.5	3.00		
泸州	2004.11	1.00		
自贡	2004.9	1.00		
桂林	2008.10	1.00		
漳州	2008.10	1.00		
晋江	2009.1	1.00		
厦门	2009	1.00		
小计		82.00	1,070,100	13,050

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

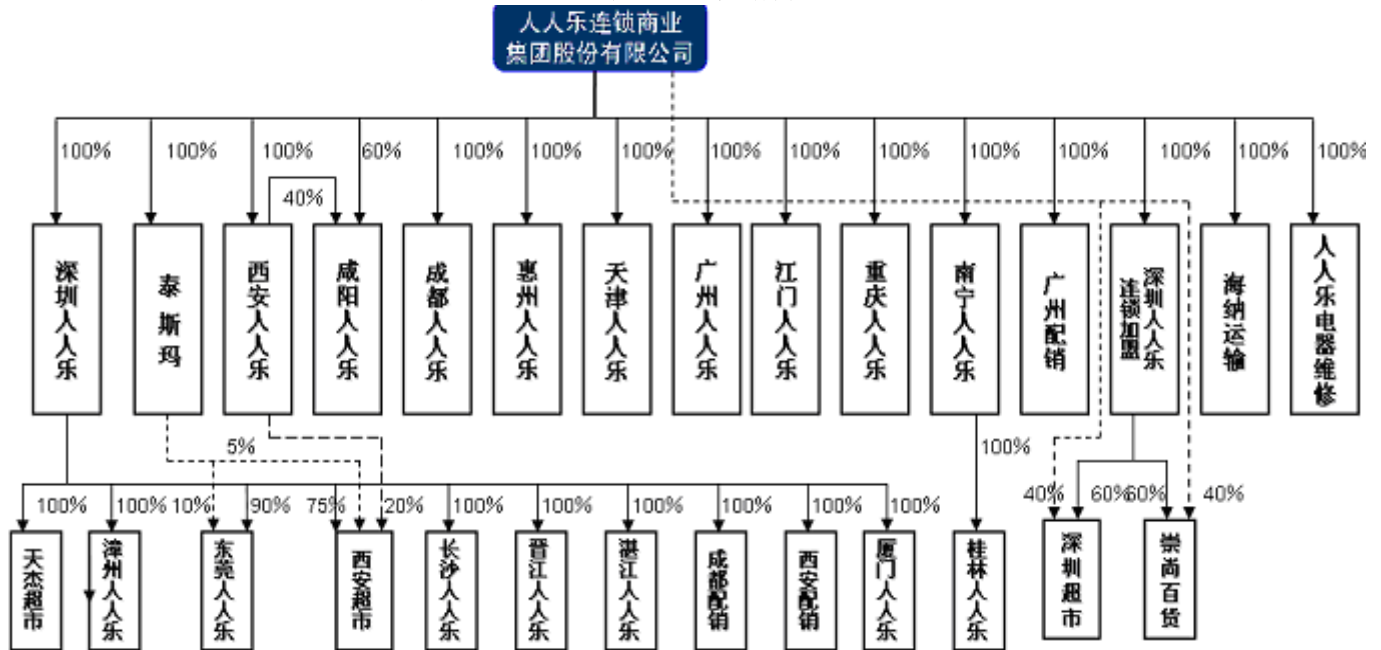
近5年来公司经营规模有加速扩张的趋势，2004年、2005年、2006年、2007年、2008年和2009年上半年每期净增门店数分别为7家、14家、11家、10家、16家和9家，年增长率平均约为31%，门店数从2004年初的15家增加到2009年6月末的82家；2004年、2005年、2006年、2007年、2008年和2009年上半年净增经营面积分别为109,834 m²、186,038 m²、90,816 m²、120,506 m²、207,443 m²和114,674 m²，年增长率平均约为33%，经营面积从2004年初的240,758 m²增加到2009年6月末的1,070,291 m²。

表3：公司门店数量及面积逐年变化

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009. H
门店数	15	22	36	47	57	73	82
净增门店数		7	14	11	10	16	9
年末经营面积 (平方米)	240,758	350,593	536,631	627,447	748,174	955,617	1,070,291

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图2：公司下属子公司股权结构



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

◆ 公司优势区域集中在深圳、西安、成都和天津

公司主营业务收入主要来自于华南区、西北区次之、然后是西南区，最后为华北区，但西北区和华北区所占的份额呈逐年上升趋势。虽然公司已进入 18 个城市，但是从现有门店的经营业绩看，公司优势区域集中在深圳、西安、成都和天津，而在深圳、天津市场中公司都面临强劲的竞争对手，西安、成都区域面临的竞争环境稍微缓和且市场空间较大，因此成为公司未来重点扩张区域。从公司上市募集资金投向项目看公司除在大本营深圳附近的广东省扩张外，在中西部地区的陕西、四川、湖南等区域加快扩张步伐。

表 4：主要区域的行业竞争情况

	门店数	平均单店面积 (平米)	总面积 (平米)
深圳	人人乐	23	10,154
	沃尔玛	14	13,500
	家乐福	8	10,000
	华润万家	13	15,000
	新一佳	22	9,700
西安	人人乐	14	16,656
	华润万家	19	9,500
	易初莲花	3	8,500
	好又多	2	8,000
	沃尔玛	3	8,000
	新一佳	1	5,000

成都	人人乐	10	10,884	108,841
	家乐福	5	18,000	90,000
	沃尔玛	2	21,000	42,000
	好又多	9	6,000	54,000
	易初莲花	1	15,000	15,000
天津	人人乐	8	16,230	129,840
	华润万家	14	14,500	203,000
	家乐福	5	15,400	77,000
	沃尔玛	2	18,000	36,000
	易初莲花	4	16,000	64,000
	乐购	4	18,000	72,000
重庆	人人乐	3	18,004	54,011
	新世纪	61	3,000	171,000
	家乐福	4	10,900	43,600
	沃尔玛	5	18,000	72,000
	好又多	3	8,000	24,000
南宁	人人乐	3	12,153	26,459
	沃尔玛	2	16,000	32,000
	北京华联	4	12,000	48,000
	南城百货	6	10,000	60,000

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

深圳：截至 2009年6月30日，公司在深圳市已开业门店数为23家，总营业面积约 233,536 m²（不包括停车场占用面积），单店平均面积约为10,154 m²，2008 年平均单店年营业收入约11,364 万元。截至2009 年6 月30 日，深圳市开业一年以上及经营面积6,000 m²以上规模超市门店总数约为102 家，公司为18 家，占比约为18%。在深圳市公司的主要竞争对手为沃尔玛、家乐福、华润万家和新一佳。

深圳大型超市竞争激烈，公司门店规模略高于上述竞争对手。在上述竞争对手中，沃尔玛发展速度稳健，且已在发展潜力较大的战略位置储备了部分门店，家乐福最近几年在深圳因诸多客观原因的影响发展速度缓慢，但其单店的经营辐射范围很大，销售状况比较理想。另外，大富源、特易购等国际品牌目前也准备在深圳各地寻址开店。由此可以看出，近年来及未来几年连锁超市在深圳市面临着较大的竞争压力。

西安：截至 2009年6月30日，公司在西安市已开业门店数为14家，总营业面积约 233,181 m²（不包括停车场占用面积），单店平均面积约为16,656 m²，2008 年平均单店年营业收入约14,045万元。截至2009年6月30日，西安市开业一年以上及经营面积6,000 m²以上规模超市门店总数约为41家，公司为9家，占比约为22%。在西安市公司的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。

在西安市场，公司具备较大的规模和竞争优势，公司的平均单店营业面积和总营业面积居于上述竞争对手之首。华润万家收购爱家后，其经营规模获得了比较大的增长，通过一段时间整合后，华润万家已经成为公司最大的竞争对手，而且多数店都存在直接竞争。沃尔玛收购好又多以后，两者门店数量和规模之和与公司相比仍有较大差距。西安由于处于西北地区，相对东部沿海地区而言经济欠发达，所以外资零售巨头在西安地区布点不多，因此竞争的激烈程度也相对东部沿海地区较弱，在门店拓展和规模发展上还有一定空间。

成都：截至 2009年6月30日，公司在成都市已开业门店数为10家，总营业面积约 108,841 m²（不包括停车场占用面积），单店平均面积约为10,884 m²，2008年平均单店年营业收入约9,898万元。截至2009年6月30日，成都市开业一年以上及经营面积6,000 m²

以上规模超市门店总数约为34家，公司为8家，占比约为24%。在成都市公司的主要竞争对手为家乐福、沃尔玛、好又多和易初莲花。

在成都市场，公司最大的竞争对手是家乐福，不仅平均单店经营面积和总经营面积比较接近，而且多数店都与家乐福处于同一商业中心进行直接竞争。沃尔玛收购好又多以后，在门店数量和规模上超过了公司，给公司形成了较大的竞争压力，但两者没有完全形成合力。虽然成都处于西部经济欠发达地区，但有着良好的消费能力，所以外资零售巨头已纷纷开始在成都地区布点，因此竞争激烈程度开始加剧。

天津：截至 2009年6月30日，公司在天津市已开业门店数为8家，总营业面积约129,840 m²（不包括停车场占用面积），单店平均面积约为16,230 m²，2008年平均单店年营业收入约11,695万元。截至2009年6月30日，天津市开业一年以上及经营面积6,000m²以上规模超市门店总数约为51家，公司为5家，占比约为10%。在天津市公司的主要竞争对手为华润万家、家乐福、沃尔玛、易初莲花和乐购。

在天津市场，目前公司最大的竞争对手是华润万家和家乐福，华润万家收购家世界后，其在天津的门店主要为家世界的原有门店，在天津的规模大增，华润万家股东雄厚的资本实力和家世界在天津的战略布点相结合，使其成为公司目前和未来在天津市场最大的竞争对手；公司与家乐福的门店数和经营面积都比较接近，而且有两家门店存在直接竞争；沃尔玛虽然在天津市门店数较少，但均与公司构成了直接竞争。天津市作为四个直辖市之一，加之中央政府提出了开发天津滨海新区，因此，虽然天津经济发展相对北京、上海等一线城市比较落后，但有着良好的发展潜力，所以各零售巨头已纷纷抢滩天津，竞争程度持续升温。

重庆：截至 2009年6月30日，公司在重庆市已开业门店数为3家，总营业面积约54,011 m²（不包括停车场占用面积），单店平均面积约为18,004m²，2008年平均单店年营业收入约10,565万元。截至2009年6月30日，重庆市开业一年以上及经营面积6,000m²以上规模超市门店总数约为27家，公司为3家，占比约为10%。在重庆市公司的主要竞争对手为新世纪、家乐福、沃尔玛和好又多。

在重庆市场，在商圈内公司主要与新世纪和沃尔玛两者在重庆市进行竞争。新世纪为重庆本土发展起来的一家以“大型百货+小型超市”为主要业态的零售连锁企业，具备较强的竞争力。公司另一主要竞争对手为沃尔玛，沃尔玛收购好又多以后，“沃尔玛+好又多”形成了较强的竞争优势，而家乐福相对地理位置相去较远，竞争较小。重庆是我国的第四个直辖市，具有强大的发展潜力，各零售连锁巨头从其战略布局考虑，在重庆市占据桥头堡，为以后的发展铺路，竞争态势已经初现。

南宁：截至 2009年6月30日，公司在南宁市已开业门店数为3家，总营业面积约36,459 m²（不包括停车场占用面积），单店平均面积约为12,153m²，2008年平均单店年营业收入约8,792万元。截至2009年6月30日，南宁市开业一年以上及经营面积6,000m²以上规模超市门店总数约为12家，公司为3家，占比约为25%。在南宁市公司的主要竞争对手为沃尔玛、北京华联和南城百货。

在南宁市场，公司与沃尔玛、北京华联的经营规模大致相当，但与公司一样属于南宁市外进连锁企业，而南城百货为本土企业，公司主要与三者在南宁市进行竞争。南宁市位处我国西部，经济相对落后，因此零售巨头进入不多，竞争相对平缓。

◆ 公司的核心竞争优势在于灵活的业态组合和轻资产扩张

公司主营大卖场、社区超市和百货三种业态，但公司针对细分市场，首创了“大卖场+大百货”的卖场格局，并逐步加以完善。现在公司形成了“以大型超市、大型百货、大超

市+大百货、大超市+小百货、小超市+大百货、中型超市、社区超市”七种混合的零售业态。公司多样的业态显示了民营机制管理的灵活性，公司目前管理团队中多数人员是随公司共同成长起来的，具备高的忠诚度和丰富的管理经验，同时按照市场发展趋势，创建合乎市场规律的全新经营模式和管理体制，使得公司在与大型国外超市企业竞争中保持较强的竞争力。

灵活的业态组合为公司跨区域扩张带来了较强的适应能力，而轻资产扩张又使得公司门店的培育期缩短、能够快速进行门店调整。从公司各地区门店培育期统计情况来看，公司新门店的培育期平均为9.62个月，其中深圳、陕西和四川三个地区门店的整体培育情况较好，三个地区平均培育期分别为7个月、5.58个月、11.8个月。公司目前大部分门店位于各城市的主要商圈之内或主要社区的黄金地段之内，门店基本上是租赁，租约平均在15年以上，通过订立长期租约可以取得优惠租金并加以锁定，因此使得公司能够以较低的成本建立门店网络，并且缩短培育期，保持门店快速盈利能力。

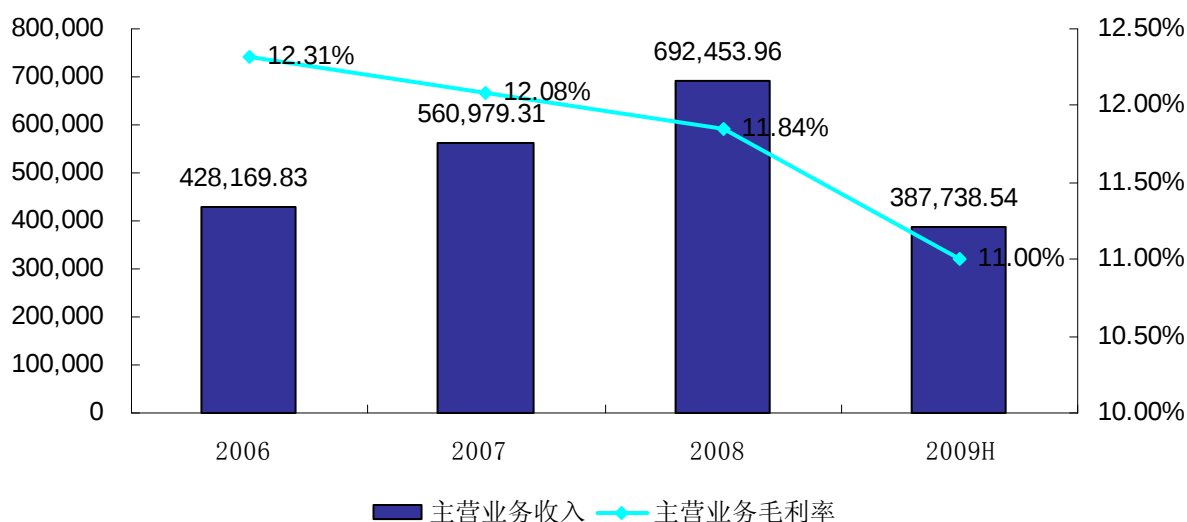
三、公司业务迅速扩大，规模效应明显

◆门店扩张和综合毛利率的提升带动公司利润提升

2007年度和2008年度公司的主营业务收入分别为56.10亿元和69.25亿元，较上年度分别增长了132,809.48万元和131,474.65万元，增幅分别达31.02%和23.44%；2007年度和2008年度的其他业务收入分别为5.74亿元和7.61亿元，较上年度分别增长了12,506.39万元和18,726.74万元，增幅分别达27.88%和32.64%。

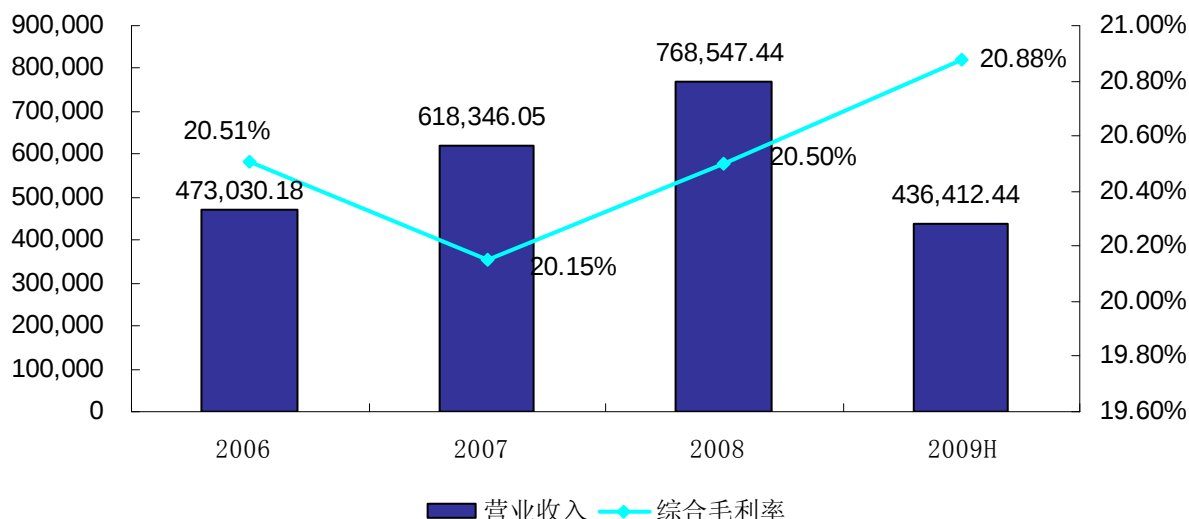
公司近年来营业收入的增加既来自于门店扩张带来的营业收入的增加，也来自于公司规模扩大后综合毛利率水平的提高。从公司近四个报告周期的财务状况来看，公司的主营业务毛利率在价格透明化的趋势中，在激烈的市场竞争环境下逐年下降，2006年公司的主营业务毛利率为12.31%，而2009年上半年主营业务毛利率则下降到11%。但与此同时，公司其他业务收入不断提高带动公司综合业务毛利率进入上升通道。2006年公司的综合业务毛利率为20.51%，而2009年上半年综合毛利率则提高到20.88%。

图3：公司主营业务收入及主营业务毛利率变化



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图4：公司营业收入及综合毛利率变化



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

2006年—2008年，公司净利润分别为9491万元，2.64亿元，2.53亿元，三年平均涨幅为55.64%。2007年当年净利润比上年同期增幅高达178%，主要原因是2007年度非经常性损益对公司利润总额和净利润的影响比例分别高达29.96%和30.01%，系公司在2007年度按企业会计准则的有关规定将公司在首次执行日前计提的且在2007年度无需使用的职工福利费冲减当期管理费用，其次系当期申购新股实现的股票投资收益所致。如果剔除以上两因素的影响，则2007年归属于母公司股东净利润为1.5348亿元，较2006年增幅为112%。如果剔除2008年当期的非经常性损益与2007年剔除非经常性损益的净利润比较增幅为42.92%。因此，我们看到2007年和2008年公司净利润的实际增幅均超过了营业收入的增幅，体现出业务规模扩大带来的规模效应体现以及良好的费用管控。

◆公司在外延式扩张的同时，内生性扩张依然强劲

公司营业收入和净利润增长不仅是外延式扩张带来的，可比门店的增长对公司盈利贡献也十分明显。可比门店主营业务的增长源于公司营业网点布局的合理，品牌优势的显现，以及经营管理水平的提高等因素。

表 5：公司可比门店增长水平

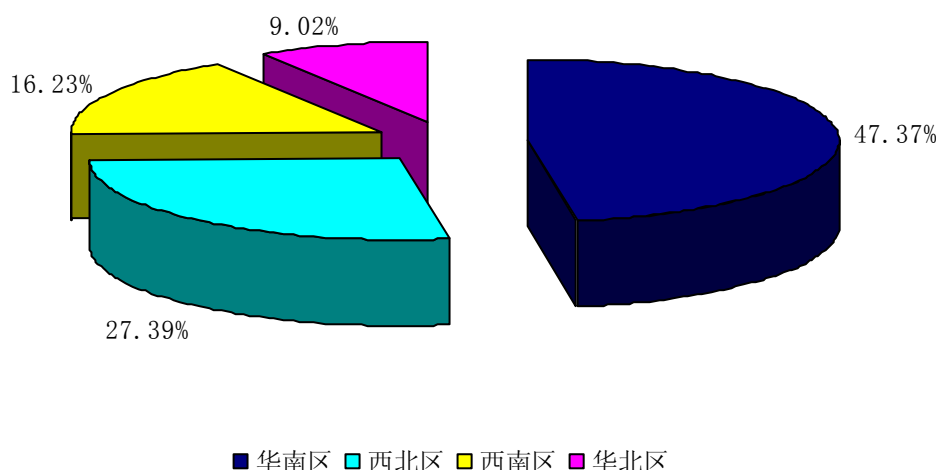
		2005 年 已开门店	2006 年 新增门店	2007 年 新增门店	2008 年 新增门店	2009 年 1—6 月 新增门店
2006	主营业务收入	398956.37	29215.45			
	毛利额	49451.21	3263.95			
	毛利率	12.40	11.70			
2007	主营业务收入	445184.21	61226.39	54568.71		
	可比门店 主营业务收入增速	11.59%	109.57%			
	毛利额	54123.45	7294.22	6368.40		
	毛利率	12.16	11.91	11.67		
2008	主营业务收入	474589.72	69450.11	93099.68	55314.45	
	可比门店 主营业务收入增速	6.61%	13.43%	70.61%		

2009H	毛利额	56776.25	8200.31	11504.91	5529.52	
	毛利率	11.96	11.81	12.36	10.00	
	主营业务收入	235042.90	33569.57	50545.12	48624.74	19956.21
	可比门店					
	主营业务收入增速	-0.95%	-3.33%	8.58%	75.81%	
	毛利额	26066.34	3737.01	5909.05	5092.04	1843.06
	毛利率	11.09	11.13	11.69	10.47	9.24

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所（注：2009年年中可比门店收入增速是全年预测值）

从可比门店的收入增速水平来看，2007年、2008年可比门店增速均为正，而2009年开始出现负增长。从2009年上半年可比门店的增长数据看，公司可比门店下降幅度为3.41%。但由于2008年和2009年上半年分别净增16家和9家门店，使得2009年上半年营业收入增幅达到506%。具体地区看，2009年上半年华南地区可比门店下降8.6%，西南地区降幅为5.11%，华北地区降幅为1.02%，西北地区未受金融危机的影响，仍然保持了6.98%的增长率。

图5：公司营业收入区域贡献度（2008）



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

三、募集资金投向

公司本次募集资金主要用于连锁超市发展项目，计划在未来2~3年内在华南、西北、西南和华北开设68家门店，以租赁方式获得门店物业使用权，公司的营业收入、利润将持续快速增长，公司销售规模将达到133亿元，门店总数将达到130家，总经营面积将超过160万m²。连锁发展项目一方面是利用募集资金在现已开店地区增加门店数量，实施“强化区域、强化资源”战术，加强和巩固现有区域的市场竞争优势；另一方面利用募集资金进入相邻省市市场、拓展新区域市场，从而实现“巩固老区、发展新区”的扩张战略。本次募集资金运用项目主要涉及的地域分别为广州、深圳、东莞、惠州、韶关、南宁、天津、西安、延安、榆林、成都、长沙等城。

截至2009年上半年，上述计划新开门店项目46处经营门店已签订了租赁合同，其中14家已开业，7处达成合作意向，尚有15处门店场地未签订租赁合同或达成合作意向。2009年下半年预计公司新开门店8家，门店总数达到90家。

表6：公司此次募集资金投向

序号	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	36476.00
2	陕西地区 17 家连锁超市发展项目	31574.00
3	四川地区 12 家连锁超市发展项目	19484.00
4	广西地区 8 家连锁超市发展项目	12024.00
5	天津 6 家连锁超市发展项目	11465.00
6	湖南 4 家连锁超市发展项目	8584.00
7	广州新建配送中心项目	18505.00
8	西安赛高店物业产权购置项目	14128.00

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

表 7：公司募集资金投向门店签约情况

地区	门店数	面积(m ²)	已开业情况				签约情况				意向情况			
			门店数	占比(%)	面积(m ²)	占比(%)	门店数	占比(%)	面积(m ²)	占比(%)	门店数	占比(%)	面积(m ²)	占比(%)
广东	21	247,410	5	23.81	53,725	21.71	6	28.57	108,291	43.77	2	9.52	23,700	9.58
陕西	17	208,735	5	29.41	60,589	29.03	10	58.82	133,854	64.13	0	0	0	0
四川	12	136,936	4	33.33	46,714	34.11	5	41.67	59,080	43.14	1	8.33	10,000	7.30
广西	8	99,000	2	25.00	30,130	30.43	2	25.00	33,396	33.73	3	37.50	29,800	30.10
天津	6	78,382	3	50.00	46,479	59.30	0	0	0	0	1	16.67	5,093	6.50
湖南	4	63,526	0	0	0	0	4	100.00	63,526	100.00	0	0	0	0
合计	68	833,989	19	27.94	237,637	28.49	27	39.71	398,147	47.74	7	10.29	68,593	8.22

资料来源：公司招股说明书

本次募集资金到位后，偿债风险将大大公司的资产负债率将由目前的67.32%大幅下降至约50%左右，公司总资产将超过30亿元，净资产将超过15亿元，资产负债结构得到改善，公司的经营规模和实力将大幅度提升，从而极大地增强了公司抗风险能力和持续融资能力。

四、盈利预测和投资建议

◆盈利预测

基于公司新开门店的计划结合未来超市行业增长情况的预测，我们对公司进行了盈利预测，该预测建立在以下假设基础上：

1、预计2010年，公司的门店数量增加到105 家、2011年公司的门店数量达到130家。

2、我们对主营业务收入的预测是基于公司各年份可比门店增长情况，2009年预测2005年前开业的可比门店-2008年开业的可比门店增速分别为0.5%、-1%、9%、78%，2010年这一系列（包括2009年新开店）预测增速分别为3%、8%、10%、15%、100%，2011年这一系列（包括2010年新开店）预测增速分别为3%、5%、8%、10%、30%、100%。

3、在新《企业所得税法》于 2008年1月1日实施前，根据国家有关法律法规之规定，公司（母公司）及在深圳注册成立的控股子公司享受15%的特区企业所得税税率；公司控股子公司西安人人乐、西安超市、成都人人乐、重庆人人乐享受国家西部大开发税收优惠政策，按规定减按15%税率缴纳企业所得税；南宁人人乐享受国家西部大开发税收优惠政策，从2006年1月1日起至2010年12月31日止按规定免征5年企业所得税。根据新《企业所得税法》以及《国务院关于实施企业所得税过渡优惠政策的通知》（国发〔2007〕39号），自2008年1月1日起，公司（母公司）及在深圳注册成立的控股子公司深圳人人乐企业所得税率2008年按18%税率执行，2009年按20%税率执行，2010年按22%税率执行，2011年按24%

税率执行，2012年按25%税率执行；而公司控股子公司西安人人乐、西安超市、成都人人乐、重庆人人乐、南宁人人乐在2008年1月1日起继续执行西部大开发实收优惠政策，其中西安人人乐、西安超市、成都人人乐、重庆人人乐仍减按15%税率缴纳企业所得税，南宁人人乐自2008年1月1日起至2010年仍享受免征企业所得税的优惠政策。基于以上税率调整规定，我们预测2009-2011年公司的所得税率分别为19%、19.2%、20.5%。

表8：盈利预测（2009-2011）

	2007.00	2008.00	2009E	2010E	2011E
营业总收入	618,346.05	768,547.44	883,795.11	1,043,358.21	1,243,432.33
营业收入	618,346.05	768,547.44	883,795.11	1,043,358.21	1,243,432.33
营业总成本	589,299.40	739,006.77	854,615.59	1,004,821.97	1,192,959.63
营业成本	493,778.30	610,990.08	705,268.50	831,034.81	984,798.40
营业税金及附加	3910.14	5196.87	6098.19	7303.51	8828.37
营业费用	79,698.42	99,200.38	114,451.47	134,697.54	160,651.46
管理费用	11617.51	23047.82	28281.44	32344.10	38546.40
财务费用	-74.95	562.11	511.00	-568.00	125.00
资产减值损失	369.97	9.52	5.00	10.00	10.00
投资收益	1883.47	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	30930.12	29540.68	29,179.52	38,536.24	50,472.70
营业外收入	1,282.07	1,911.51	2,209.49	2,608.40	3,108.58
营业外支出	470.52	434.87	552.37	652.10	777.15
利润总额	31,741.68	31,017.31	30,836.63	40,492.54	52,804.13
所得税	5375.65	5684.17	5,858.96	7,774.57	10,824.85
净利润	26366.03	25333.14	24,977.67	32,717.97	41,979.28
少数股东损益	4437.48	2206.61	2247.99	2944.62	3778.14
归属于母公司所有者净利润	21,928.55	23,126.54	22,729.68	29,773.35	38,201.15
全面摊薄 EPS	0.55	0.58	0.57	0.74	0.96

资料来源：华泰证券研究所

◆估值讨论和投资建议

基于上述假设，我们预测公司2009-2011年每股收益分别为0.57元、0.74元、0.96元。

当前A股连锁超市行业的估值在整个零售行业处于较高水平，平均来看对应2008年业绩水平的平均估值在50倍，对应2009年业绩的平均估值为42倍，对应2010年业绩的平均估值为32.5倍，考虑到公司相对于其他超市企业具有扩区域扩张的优势，另外考虑到当前新股上市市盈率水平较高，给予公司一定的估值溢价，二级市场合理价格区间为25.9元-29.6元。

表9：连锁超市子行业估值比较

	2008PE	2009PE	2010PE	2011PE
武汉中百	42.0641	35.3588	28.3142	23.01
新华都	57.8604	47.0694	35.2879	26.5715
华联综超	39.6522	45.1148	31.9444	22.1606
友谊股份	62.2015	41.1965	32.5088	29.3163
步步高	45.9932	40.9351	32.4663	25.4006
平均	49.55428	41.93492	32.10432	25.2918

资料来源：华泰证券研究所

公司的发行价格为26.98元，对应于2009年和2010年预测业绩的估值分别为47倍和36倍，这一估值水平相对于二级市场现有超市企业来看估值明显偏高，显示出市场对于公司

溢价的认可。另外，公司此次发行流通股股本较小，仅10,000万股，这可能使得二级市场的股价波动超出预期，提醒投资者注意。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在一5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。