

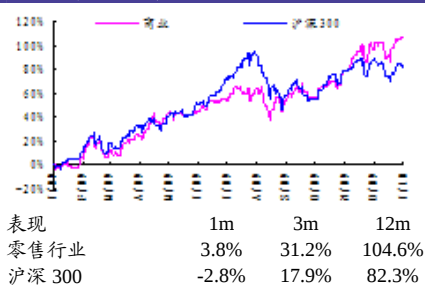
零售业
Retailing

2010 年 1 月 7 日

重要资料	2010 年 1 月 7 日
总股本 (万股)	40000
流通股 (万股)	10000
募集资金总额	152,240 万元
行业 PE (X)	34 ~ 48
定价区间 PE (X)	35 ~ 40
第一大股东	浩明投资管理有限公司
公司网址	http://www.renrenle.com

财务数据	2006	2007	2008
营业收入 (亿)	47.30	61.83	76.85
增长率%	-	30.72	24.29
净利润 (亿)	0.80	2.19	2.31
增长率%	-	174.58	5.46
毛利率%	20.51	20.15	20.50
净利率%	2.01	4.26	3.30
ROE	22.88	42.19	30.81
ROA	6.44	15.16	11.81
资产负债率	71.93	71.19	73.18

行业一年期收益率比较



吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

立足区域, 布局全国

—人人乐 (002336) 新股定价报告

发行价: 26.98 元/股

定价区间: 25.9~29.6 元/股

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	7685.47	8973.53	10928.50	13645.44
净利润 (百万元)	231.27	221.82	295.51	365.70
每股收益 (元)	0.58	0.55	0.74	0.91
净利润增长率%	5.46	-4.08	29.85	23.75

资料来源: 世纪证券研究所

- **公司为全国性连锁超市成功典范。**公司主营大卖场、综合超市及百货的连锁经营业务, 其中大卖场是公司最主要的业务。2009 年上半年末公司拥有门店共 82 家, 经营面积 107 万 m², 经营区域遍及 7 个省、自治区或直辖市的 18 个城市, 主要收入和利润贡献地区来自于深圳、陕西和四川。公司门店外延拓展迅速, 年净增门店增长率约 31%; 年净增经营面积增长率约 33%。公司整体盈利能力位居 A 股超市上市公司前列, 2006~2008 年, 公司营业收入和净利润复合增长率分别为 27.47%、70.17%。
- **募投项目增强公司发展后劲。**公司本次 IPO 募集资金主要投资于 68 家连锁超市发展项目、在广州增城新建物流配送中心项目和购置西安赛高店物业产权项目。其中, 68 家门店进一步扩大和充实公司在华南、西北、西南和华北的门店网络布局, 预计该项目完成后, 年贡献营业额 90.28 亿元, 年贡献净利润 2.63 亿元; 广州增城物流配送中心建成后, 可满足人人乐华南地区所有门店 150 亿元商品配送需要; 西安赛高店是公司目前销售最好的门店, 购置后, 将进一步提升该店的盈利能力, 并带来房产增值收益。
- **盈利预测。**我们预测 2009~2011 年, 公司实现营业收入分别为 89.74 亿元、109.28 亿元、136.45 亿元, 同比分别增长 16.76%、21.79%、24.86%; 实现净利润分别为 2.22 亿元、2.96 亿元、3.66 亿元, 同比分别增长 -4.08%、29.85%、23.75%; 实现每股收益 (全面摊薄) 分别为 0.55 元、0.74 元、0.91 元。
- **估值分析。**目前 A 股超市上市公司在 2010 年的动态 PE 为 28~36 倍, 平均 PE 为 31.9 倍, 结合公司未来的成长性, 我们认为给予公司 2010 年 35~40 倍的估值区间较为合理, 上市后的合理价格区间为 25.9~29.6 元。参照近期中小板新股的上市首日表现, 我们预测人人乐在上市首日定价可能高于合理估值区间 30%以上。
- **风险提示。**市场竞争风险、部分经营场所租赁期满不能续租的风险。

公司为全国性连锁超市成功典范

公司前身为深圳人人乐连锁商业有限公司，成立于 1996 年 4 月 1 日。2007 年 11 月 8 日，整体变更为股份有限公司。

主业简介

公司主营大卖场、综合超市及百货的连锁经营业务，其中大卖场是公司最主要的业务。截至 2009 年 6 月 30 日，公司门店总数达 82 家，总经营面积超过 107 万 m²，平均单店营业面积达到 1.31 万 m²，门店已遍及 7 个省、自治区或直辖市的 18 个城市。此外，公司还拥有 4 家配送中心，分别分布在深圳、西安、成都和天津。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。

Figure 1 公司门店分布情况

门店分布	门店数量	门店主要集中地
华南地区（包括广东、广西、福建）	42 家	深圳市（23 家）
西北地区（全部在陕西境内）	17 家	西安市（14 家）
西南地区（包括四川、重庆）	15 家	成都市（10 家）、重庆市（3 家）
华北地区（全部在天津）	8 家	天津市（8 家）
合计	82 家	

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

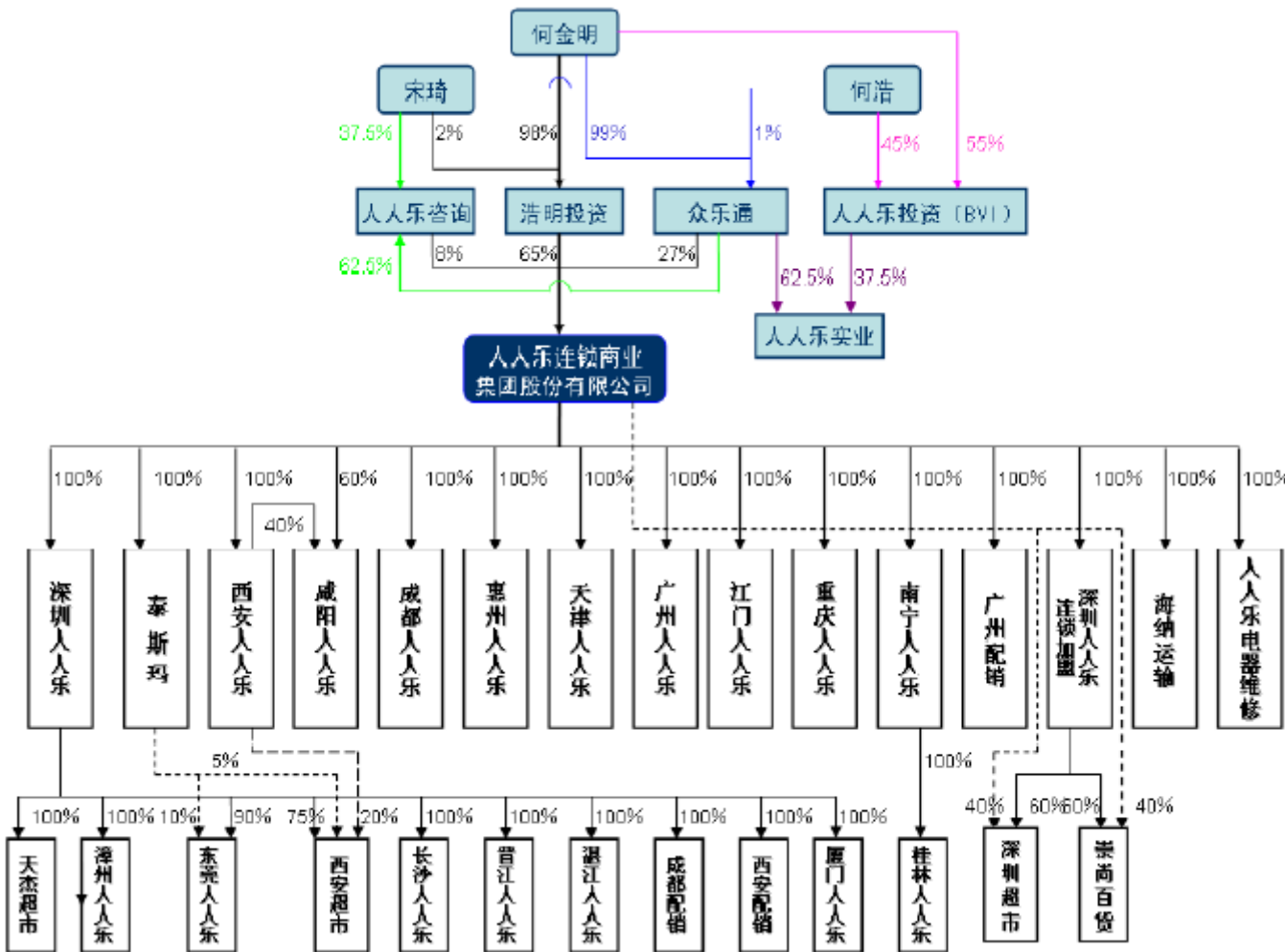
公司整体盈利能力位居 A 股超市上市公司前列，2006~2008 年，公司营业收入和净利润复合增长率分别为 27.47%、70.17%。2008 年实现营业收入 76.85 亿元，净利润 2.53 亿元；2009 年上半年实现营业收入 43.64 亿元，净利润 1.33 亿元。

根据商务部发布的统计，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，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。

控股股东和实际控制人

公司控股股东为深圳市浩明投资管理有限公司，实际控制人为何金明、何浩和宋琦一家（何金明和何浩为父子，何金明和宋琦为夫妻），其占发行前人人乐 100%的股权，而何金明是人人乐的创始人。

Figure 2 IPO 前公司股权结构



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

发行前后总股本变化

公司发行前总股本 3 亿股，本次拟向社会公开发发行 1 亿股，发行后总股本 4 亿股，其中社会公众股占总股本比例为 25%。

Figure 3 本次发行前后公司股本结构

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%	40,000	100.00%

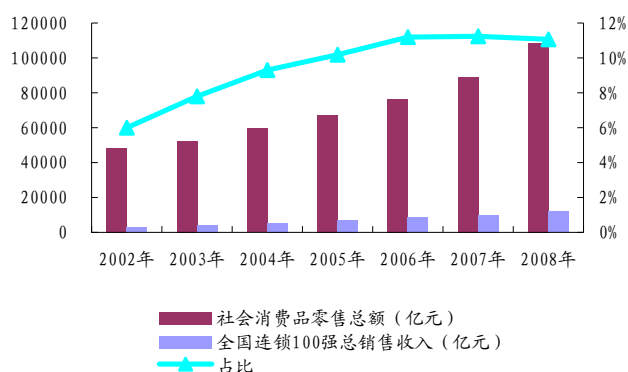
资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

零售业连锁经营发展迅猛

连锁企业销售规模增速较快, 对社会消费品零售总额贡献度在逐步提高

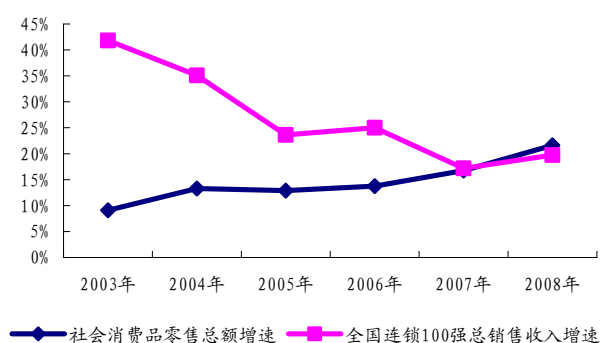
根据中国连锁经营协会统计显示, 近几年, 全国连锁 100 强企业的总销售规模平均增幅超过 30%, 占社会消费品零售总额的比重从 2002 年至 2008 年, 分别为 6.0%、7.8%、9.3%、10.5%、11.2%、11.2%和 11.06%, 五年内将近翻了一番。2007 年“中国连锁经营 100 强”销售规模达到 10,022 亿元, 同比增长 21%, 高于社会消费品零售总额 16.8%的增幅; 门店总数达到 105,191 个, 同比增长 52%, 剔除个别企业超常规发展因素, 调整后门店总数增长 17%, 略低于销售规模的增幅。2008 年“中国连锁百强”销售规模则达到 11,999 亿元, 同比增长 18.4%; 门店总数达到 120,775 个, 同比增长 24.6%。

Figure 4 全国连锁百强总销售规模



资料来源: Wind 资讯、公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 5 全国连锁百强总销售规模增速



资料来源: Wind 资讯、公司招股意向书、世纪证券研究所

零售连锁行业集中度呈提高趋势

根据中国连锁经营协会统计显示, 全国连锁 100 强企业呈现明显的集中趋势, 2007 年 100 强中前十家的总销售规模达 5,029 亿元, 占 100 强总销售规模的 50%, 比 2006 年提高了 2 个百分点, 而 2003 年则为 42%; 2008 年 100 强中前十家的总销售规模达 5,797 亿元, 占 100 强总销售规模的 48.31%, 虽然比 2007 年略有降低, 但仍然保持集中的总体趋势。

外资零售连锁企业在国内的发展非常活跃

目前零售领域已进入全面对外开放阶段, 外资零售企业凭借资金、信息技术、经营管理等方面的优势, 在中国市场正在展开全方位的扩张, 对本土零售连锁企业造成较大的冲击。根据中国连锁经营协会行业调查, 2008 年“连锁百强”中, 海外品牌企业家数有 17 家, 销售额达到 2,426 亿元, 占“连锁百强”销售额的 20%, 店铺数量达到 4,613 家,

占“连锁百强”总店铺数的 3.82%，2008 年 10 家以大型超市为主要发展业态的外资企业共经营大型超市 716 家，店铺平均年销售额为 2.27 亿元。

二、三线城市将成为零售连锁业投资的热点地区

一线城市购买力旺盛，消费需求高，但经营成本要高得多，而且商圈较为成熟，网点已趋于饱和。而具有巨大购买潜能、为数众多的二三线城市，房地产租金便宜，人力资源丰富，经营成本相较一线城市要低得多。尤为重要的是，二三线城市的背后是正日益崛起的广大农村消费群，更是渗透农村市场的桥头堡。因此，二三线城市逐渐成为大型零售连锁企业重点开发的市场。与此同时，一些已经在二三线城市发展起来的中国本土连锁企业除了在自己的“根据地”加大力度布点外，在业态上也多发展大型店铺。

企业兼并、重组、联合将呈常态

近几年来，国内零售连锁业先后出现了多起重大并购案，如 2002 年华润万家收购苏果超市；2004 年英国特易购收购乐购；2006 年沃尔玛 10 亿美元收购好又多，物美集团先后并购北京美廉美超市、宁夏新华百货；2007 年华润万家收购家世界。未来几年，兼并重组和企业间联合，将成为零售连锁业加快规模扩张和跨地区发展的重要方式之一。

公司主营经营状态良好，门店拓展迅速

经营模式和盈利模式

目前公司的经营模式分为购销、联销和物业出租；与此相对应的公司盈利模式和利润来源包括购销价差、返利、促销服务费收入、租金收入等。在会计核算上，公司将商品购销差价计入主营业务毛利，而将返利、促销服务收入、租赁收入在扣减相关成本后计入其他业务毛利。

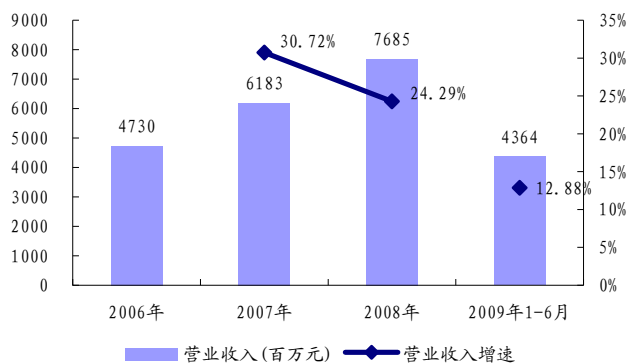
收入和利润规模增长较快

受新开门店数量和经营面积不断扩大、以及新开门店客流量不断提高的影响，公司营业收入增长较快，2006 年~2008 年分别实现营业收入 47.3 亿元、61.83 亿元、76.85 亿元，2007 年和 2008 年的增长率分别为 30.72%、24.29%。

2009 年上半年，公司实现营业收入 43.64 亿元，同比增长 12.88%，

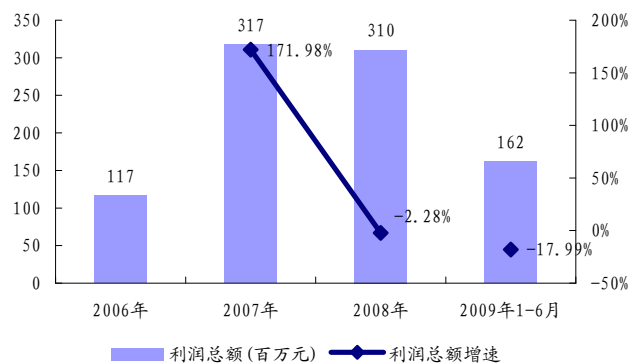
主要原因是受全球金融危机的影响，公司可比门店（2008 年 1 月 1 日前开设的门店）在 2009 年上半年实现营业收入 36.15 亿元，同比下降 3.41%；但公司在 2008 年和 2009 年上半年分别净增 16 家和 9 家门店，使得 2009 年上半年不可比门店的营业收入达到 7.49 亿元，同比增长 506.83%。由此可见，公司 2009 年上半年营业收入的增长均来自于公司不可比门店（即：2008 年和 2009 年新开门店）营业收入的增长。

Figure 6 营业收入及增速



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 7 营业利润及增速



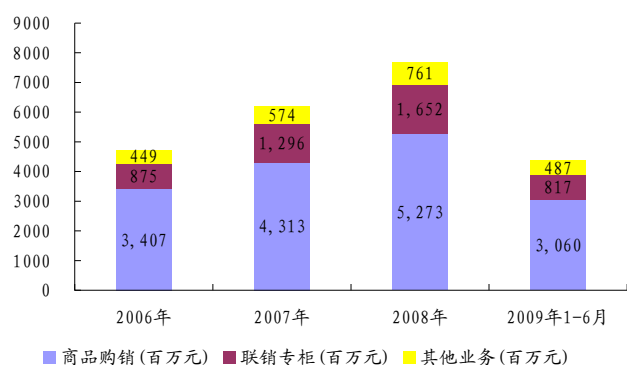
资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

2006 年~2008 年公司分别实现利润总额 1.17 亿元、3.17 亿元、3.1 亿元，2007 年和 2008 年的增长率分别为 171.98%、-2.28%。2007 年利润总额增幅较快的主要原因是公司经营规模扩大、加强期间费用的管理和控制、用尚未使用完的 2007 年以前累计计提的应付管理费用冲减管理费用、投资收益的贡献。2008 年利润总额增幅略有下降，主要原因是当年新开门店 16 家的开办费用比较大，尤其是下半年新开 11 家，又遭遇金融危机的影响。

2009 年上半年公司实现利润总额 1.62 亿元，同比下降 17.99%。其中：可比门店 2009 年上半年实现利润总额 2.12 亿元，同比下降 3.41%；不可比门店 2009 年上半年实现利润总额-3,096.85 万元，同比下降了 3,163.10 万元，主要原因是新开门店增加所致。

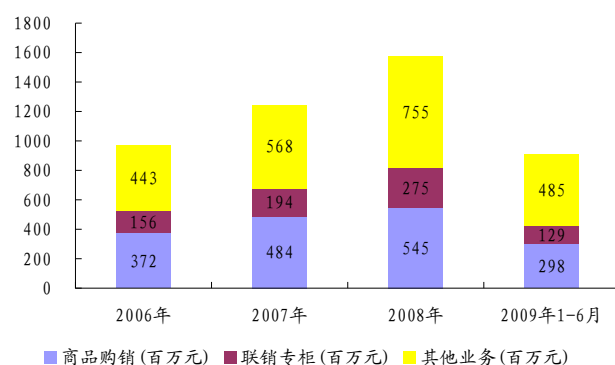
从**业务结构**来看，公司营业收入包括商品购销收入、联销收入和其他业务收入，主营业务收入为商品购销收入和联销收入。公司最近三年及一期的主营业务收入分别占同期营业收入的 88.85%、90.10%、90.72%和 90.52%，其中主营业务收入中的商品购销收入在最近三年及一期营业收入中的比例分别高达 70.13%、68.61%、69.76%和 72.01%，是公司营业收入的主要来源。但从毛利贡献来看，最大的为其他业务，最近三年及一期在营业收入中的比例达 45.66%、45.58%、47.95%、53.19%。

Figure 8 营业收入分业务结构贡献



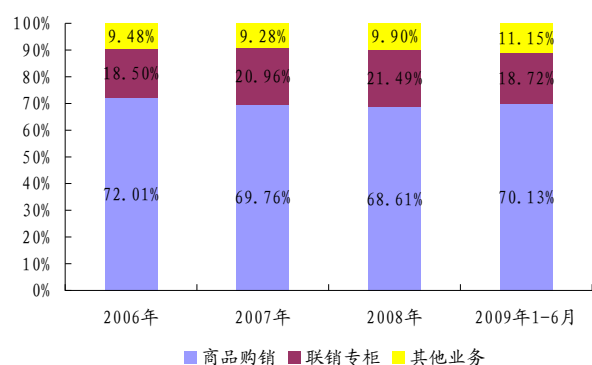
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 9 营业毛利分业务结构贡献



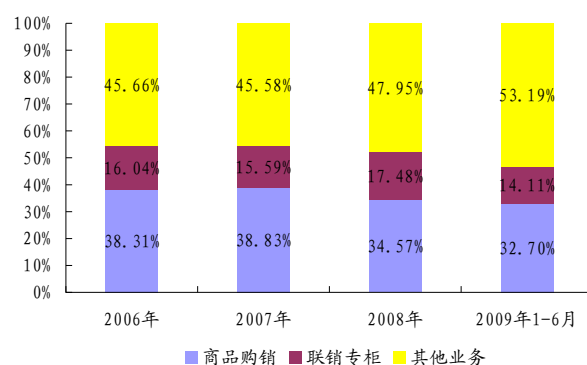
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 10 营业收入分业务结构构成比例



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

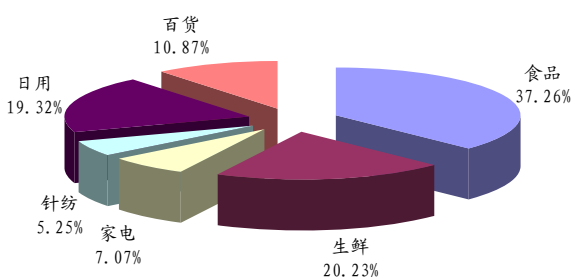
Figure 11 营业毛利分业务结构构成比例



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

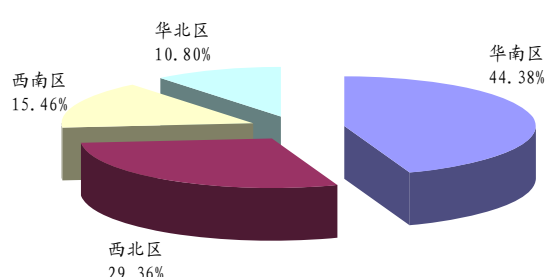
从**商品结构**来看，最近三年及一期公司主营业务收入主要来自于食品、生鲜、日用品和百货的销售，食品和百货的销售所占比例呈逐年略微上升、家电和针纺销售所占比例出现逐年稍微下降，但公司各商品品类的收入占主营业务收入的比例变化很小。

Figure 12 1H09 主营收入按商品类别构成比例



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 13 1H09 上半年公司主营收入按地域构成比例



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

从**地域**看，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。从绝对金额来看,报告期内公司各区域的主营业务收入均在稳步增长。

Figure 14 分商品类别公司主营收入情况

品类	2009 年 1-6 月		2008 年		2007 年		2006 年	
	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
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	5.5	31,690.37	5.65	25,683.07	6
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	59,071.59	10.53	44,813.57	10.47
合计	387,738.54	100	692,453.96	100	560,979.31	100	428,169.83	100

资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 15 分地区主营业务收入情况

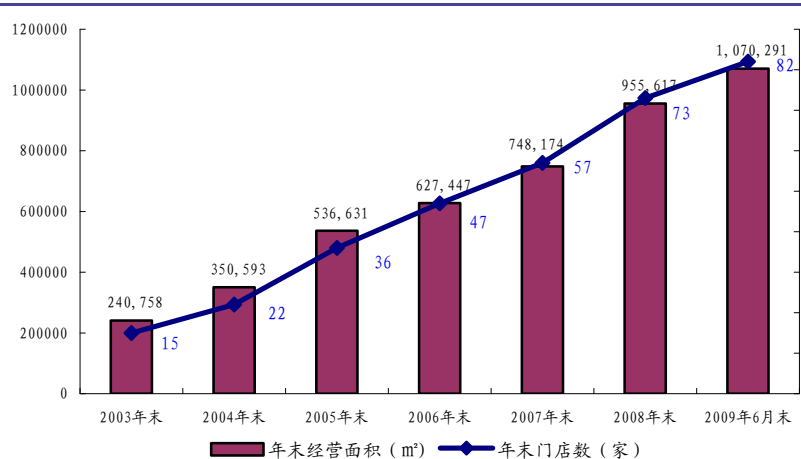
品类	2009 年 1-6 月		2008 年		2007 年		2006 年	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
华南区	172,061.30	44.38	328,031.36	47.37	280,600.62	50.02	200,141.16	46.74
西北区	113,858.05	29.36	189,637.53	27.39	141,370.73	25.2	112,747.31	26.33
西南区	59,953.78	15.46	112,358.90	16.23	96,964.79	17.28	83,998.06	19.62
华北区	41,865.41	10.8	62,426.16	9.02	42,043.17	7.5	31,283.30	7.31
合计	387,738.54	100	692,453.96	100	560,979.31	100	428,169.83	100

资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

门店拓展迅速

2004 年至 2009 年 6 月末,公司经营规模保持着迅速发展趋势,净增门店数年增长率平均约为 31%,门店数从 2004 年初的 15 家增加到 2009 年 6 月末的 82 家;净增经营面积年增长率平均约为 33%,经营面积从 2004 年初的 24.08 万 m² 增加到 2009 年 6 月末的 107.03 万 m²。

Figure 16 公司门店拓展情况



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 17 分地区门店拓展情况

地区	2006 年末	2007 年末	2008 年末	2009 年 6 月末
福建	-	-	1	3
广东(深圳除外)	7	9	12	12
广西	2	2	4	4
陕西	8	10	16	17
深圳	15	20	21	23
四川	8	9	10	12
天津	4	4	6	8
重庆	3	3	3	3
合计	47	57	73	82
年度增长		21.28%	28.07%	12.33%

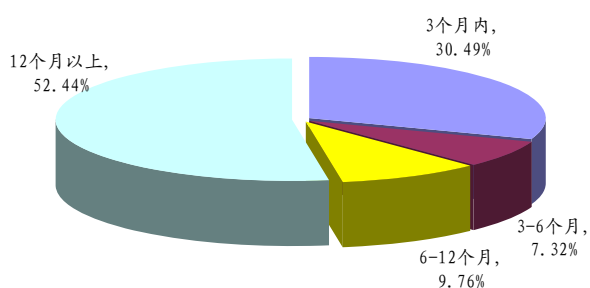
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

门店培育期良好

从总体门店培育期来看，培育期 3 个月内门店占比为 30.49%，培育期 3~6 个月内门店占比为 7.32%，培育期 6~12 个月内门店占比为 9.76%，合计（即培育期 12 个月内门店占比）为 47.56%，门店数量合计为 39 家。

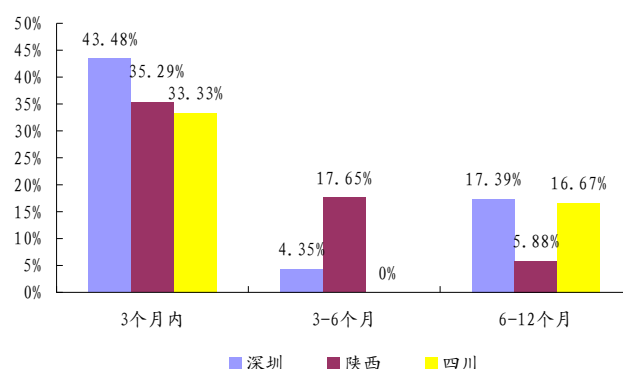
从公司各地区门店培育期统计情况来看，深圳、陕西和四川三个地区门店的整体培育情况较好，各自合计（即培育期 12 个月内门店占比）分别为 65.22%、58.82%、50%，三个地区培育期 12 个月内门店数合计为 31 家，占公司培育期 12 个月内门店数比例为 79.49%。三个地区平均培育期分别为 7 个月、5.58 个月、11.8 个月。

Figure 18 公司总体门店培育期占比情况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 19 整体培育期 12 个月内较好的三个地区



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

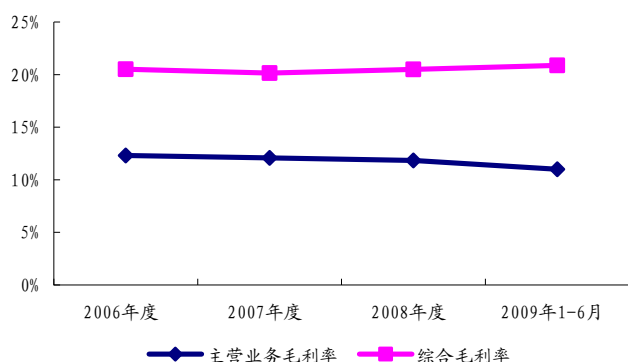
公司盈利能力居于同行业前列，短期偿债能力较强

盈利能力：持续增强

综合毛利率方面，最近三年及一期的综合毛利率分别为 20.51%、20.15%、20.5%和 20.88%，呈稳步上升趋势，主要原因是公司规模优势增强议价能力，在与供应商签订采购合同时，可获得较为有利的返利及促销收入。

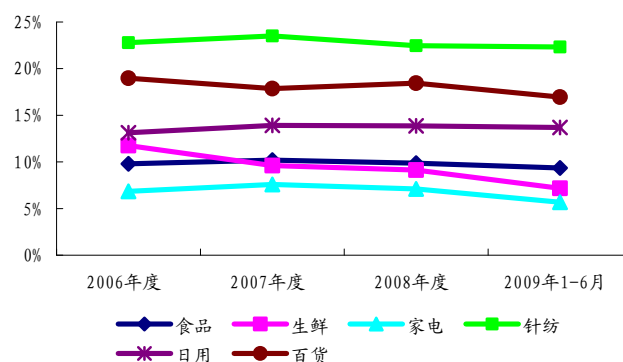
分产品类别来看，2008 年和 2009 年公司的生鲜、家电的毛利率出现了一定程度的下滑，主要是公司为应对金融危机的不利影响而采取较多的打折、促销活动所致，导致主营业务毛利率略有下滑；但公司用采取其他业务毛利率的方式弥补了这一损失，使得综合毛利率稳步提升。

Figure 20 公司主营业务毛利率和综合毛利率



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 21 公司分品种毛利率



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

与同行业上市公司相比，公司综合毛利率各年度均高于平均值，在综合盈利能力上存在一定的优势。2008 年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，主要原因是：

(1) 公司的零售业态主要是大卖场、综合超市，但武汉中百经营业态主要为仓储式大超市，仓储式大超市的销售收入占其主营业务收入的 70%以上，但其毛利率较低。(2) 公司所有门店均为直营连锁，而物美商业连锁经营中包括特许经营加盟店，其营业收入中包含了以成本加一定比例利润方式向加盟店销售商品取得的收入，因此毛利率较低；若剔除向加盟店销售商品的影响，则其毛利率约为 18%。(3) 公司的营业收入以零售业务为主，毛利率高于批发业务。而京客隆的批发业务占主营业务的比重较高，批发业务的毛利率约为 10%，低于超市零售业务毛利率。

但报告期内，公司主营业务毛利率出现微幅下降，并且低于同行业上市公司均值，主要原因是：(1) 公司和物美商业、华联综超一样，将

返利计入其它业务收入，而除公司、物美商业、华联综超外的其它同行业上市公司将返利冲减主营业务成本，相应地提高了其毛利率；（2）报告期内公司因业务安排和管理的需要，对采购部门的考核指标主要以返利及促销服务收入为重点，从而增加了公司返利及促销服务收入、而相应地缩小了购销价差，使得主营业务毛利率较低。

Figure 22 公司与同行业上市公司同期主营业务毛利率和综合毛利率比较

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
2008 年度 主营毛利率	14.60%	13.10%	8.81%	13.55%	13.96%	11.05%	12.51%	11.84%
2008 年度 综合毛利率	19.73%	18.23%	18.08%	23.86%	16.70%	19.54%	19.36%	20.50%
2007 年度 主营毛利率	14.56%	12.61%	7.55%	12.99%	12.79%	12.06%	12.09%	12.08%
2007 年度 综合毛利率	19.50%	17.35%	16.33%	20.14%	16.39%	20.52%	18.37%	20.15%
2006 年度 主营毛利率	13.36%	12.44%	6.84%	12.07%	12.46%	11.22%	11.40%	12.31%
2006 年度 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：公司招股说明书、世纪证券研究所

净利率方面，公司最近三年及一期扣除非经常性损益后的销售净利率分别为 2.99%、3.14%、2.97%和 1.77%。报告期内前三年公司扣除非经常性损益后的销售净利率呈稳步上升，并在 2007 年和 2008 年超过同期可比上市公司均值水平、且居首位。

Figure 23 公司与同行业上市公司同期净利率比较

公司简称	步步高	武汉中百	新华都	华联综超	均值	人人乐
2008 年度	3.00%	1.66%	2.88%	1.19%	2.18%	3.14%
2007 年度	2.82%	1.76%	2.76%	2.71%	2.51%	2.97%
2006 年度	2.62%	1.37%	2.68%	2.51%	2.30%	1.77%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

净资产收益率方面，公司最近三年及一期的全面摊薄扣除非经常性损益后的净资产收益率分别为 14.79%、29.22%、29.53%和 20.64%。报告期内前三年公司扣除非经常性损益后的净资产收益率呈稳步上升，与同期可比上市公司相比，位居前列。

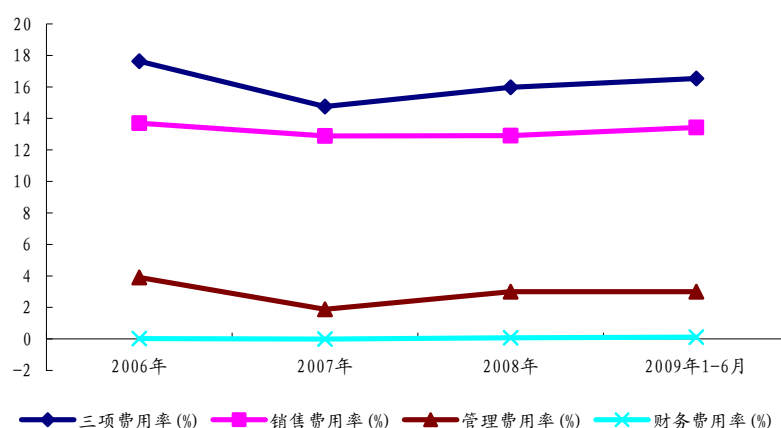
Figure 24 公司与同行业上市公司同期净资产收益率比较

公司简称	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
2008 年度	11.07%	10.99%	21.12%	16.42%	13.68%	5.82%	13.18%	29.22%
2007 年度	29.30%	12.52%	14.22%	11.98%	10.02%	12.27%	15.05%	29.53%
2006 年度	33.79%	9.00%	11.20%	11.78%	10.11%	10.92%	14.47%	20.64%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

三项费用率方面，公司最近三年及一期的三项费用率分别为 16.53%、15.89%、15.86%和 17.62%，且最近三年呈上升态势。

Figure 25 公司三项费用率及构成



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

与同行业上市公司相比，公司三项费用率在 2006 年度和 2007 年度均高于同期同行业上市公司的均值水平，但在 2008 年三项费用率略低于同行业可比上市公司的均值，主要原因是公司严格执行“预算差异分析制度”，费用支出得到有效控制。这也反映了公司在经营规模迅速增加的情况下，仍能较好地控制总体费用率水平，具备成熟的费用管理能力。

Figure 26 公司与同行业上市公司同期净资产收益率比较

公司简称	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 年度	15.21%	15.00%	14.80%	21.29%	14.44%	17.29%	16.34%	15.89%
2007 年度	15.07%	14.68%	12.59%	21.07%	11.66%	15.83%	15.15%	15.86%
2006 年度	14.86%	15.00%	11.60%	22.07%	11.63%	14.72%	14.98%	17.62%

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

偿债能力：短期较强

最近三年及一期，公司流动比率大于 1.00，2008 年末流动比率和速动比率与同期可比上市公司平均值基本持平。公司 2009 年 6 月末合并资产负债率由 2008 年末的 73.18% 下降到 67.32%，但仍然偏高。

Figure 27 公司各项偿债能力指标

项目	2009 年 6 月末	2008 年末	2007 年末	2006 年末
流动比例 (倍数)	1.12	1.06	1.17	1.11
速动比率 (倍数)	0.75	0.67	0.85	0.76
资产负债率 (合并)	67.32%	73.18%	71.19%	71.93%
息税折旧摊销前利润 (万元)	24,170.81	43,376.86	43,596.35	23,450.74
利息保障倍数	-	141.21	-	-

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 28 同行业上市公司 2008 年末的偿债能力指标

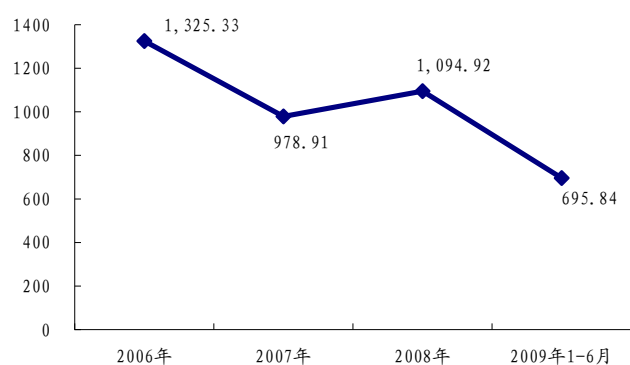
项目	步步高	华联综超	武汉中百	北京物美	联华超市	平均值	人人乐
流动比率 (倍)	1.41	0.99	0.8	0.82	0.91	0.99	1.06
速动比率 (倍)	0.97	0.78	0.35	0.63	0.69	0.68	0.67
资产负债率 (合并)	47.25%	66.17%	61.90%	58.58%	78.90%	62.56%	73.18%
息税折旧摊销前利润 (万元)	33,781.27	39,537.92	44,188.85	93,772.90	109,890.40	64,234.27	43,376.86
利息保障倍数 (倍)	72.04	3.22	7.74	37.61	606.8	145.48	141.21

资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

资产周转能力: 存货周转率有待提高

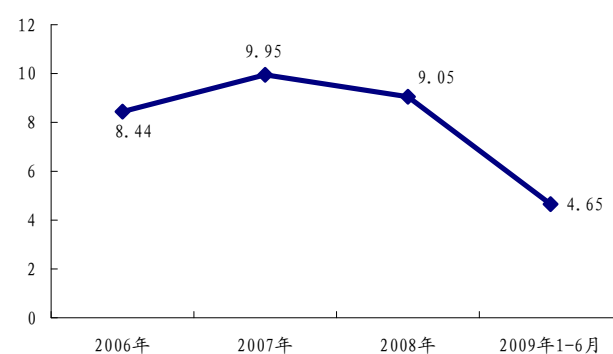
公司应收账款周转率远高于同期行业可比上市公司的平均水平; 而公司存货周转率低于可比上市公司平均值, 主要原因是公司门店规模的迅速扩大导致铺底存货的增加, 而销售收入 (销售成本) 往往存在渐渐增加的过程。

Figure 29 公司应收账款周转率



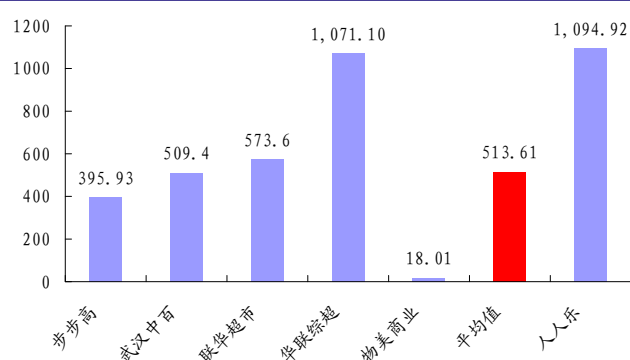
资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 30 公司存货周转率



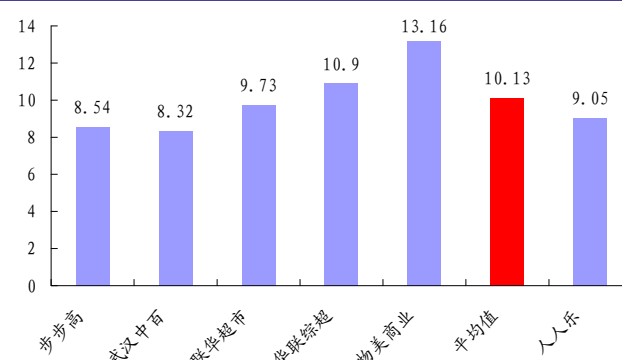
资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 31 与同行业 2008 年应收账款周转率比较



资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 32 与同行业上市 2008 年存货周转率比较



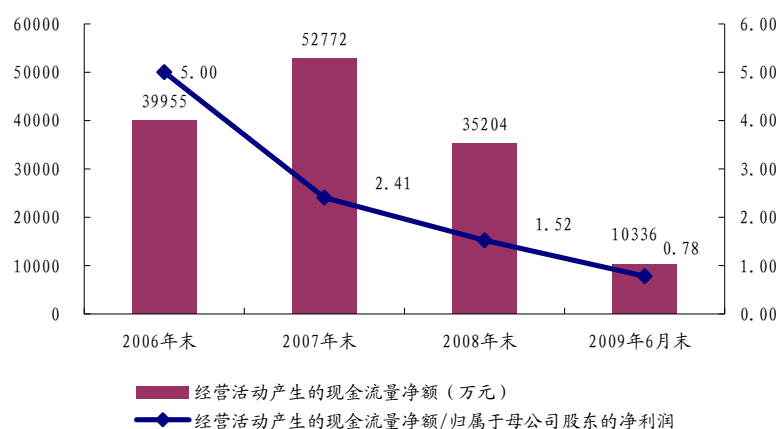
资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

现金流量: 经营性现金流量较好

最近三年及一期, 公司经营活动产生的现金流量净额均为正值, 与

同期归属于母公司股东的净利润之比分别为 0.78、1.52、2.40 和 5.00。

Figure 33 公司经营现金流量净额与净利润对比情况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司具有较强的竞争优势

门店位置优越

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，这意味着其不仅能带来丰富的客源，而且意味着较低的租赁成本。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迅速上涨，以较低的成本建立了公司的门店网络，保持长期持续稳定的盈利能力。

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，这种“蜂窝式”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。实践证明，公司的“蜂窝式”发展模式是正确的，公司在各区域的门店均具备一定的竞争实力，能和任何零售巨头开展正常的正面竞争。这点我们可以从公司在主要的三大销售地区（深圳、西安、成都）看出公司在当地的门店数量和经营面积均居于前列。

Figure 34 公司在深圳的主要竞争对手

公司名称	门店数	平均单店面积 (m²)	总面积 (m²)
人人乐	23	10,154	233,536
沃尔玛	14	约 13,500	约 189,000
家乐福	8	约 10,000	约 80,000
华润万家	13	约 15,000	约 195,000
新一佳	22	约 9,700	约 213,400

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 35 公司在西安的主要竞争对手

公司名称	门店数	平均单店面积 (m²)	总面积 (m²)
人人乐	14	16,656	233,181
华润万家	19	约 9,500	约 180,500
易初莲花	3	约 8,500	约 25,500
好又多	2	约 8,000	约 16,000
沃尔玛	3	约 8,000	约 24,000

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 36 公司在成都的主要竞争对手

公司名称	门店数	平均单店面积 (m²)	总面积 (m²)
人人乐	10	10,884	108,841
家乐福	5	约 18,000	约 90,000
沃尔玛	2	约 21,000	约 42,000
好又多	9	约 6,000	约 54,000
易初莲花	1	约 15,000	约 15,000

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 37 公司在重庆的主要竞争对手

公司名称	门店数	平均单店面积 (m²)	总面积 (m²)
人人乐	3	18,004	54,011
新世纪	61	约 3,000	约 171,000
家乐福	4	约 10,900	约 43,600
沃尔玛	5	约 18,000	约 72,000
好又多	3	约 8,000	约 24,000

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

领先的信息管理技术

公司信息管理系统为自主开发，即泰斯玛 (TSM) 系统。TSM 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。

募投项目增强公司发展后劲

本次募集资金主要拟投资于 68 家连锁超市发展项目、在广州增城新建物流配送中心项目和购置西安赛高店物业产权项目。

Figure 38 IPO 募投项目

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	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	广州新建配送中心项目	18,505
8	西安赛高店物业产权购置项目	14,128
合计		152,240

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

68 家连锁超市发展项目

68 家连锁超市发展项目总投资约为 11.96 亿元，总面积为 83.4 万 m²，建设期均为 24 个月，拟新开门店位于广东、陕西、四川、广西、天津、湖南六个地区，是在公司已有的全国性区域门店网络布局的基础上，进一步扩大和充实公司在华南、西北、西南和华北的门店网络布局。6 个项目初步规划第一年新开门店共 35 家，第二年新开门店共 33 家。项目完成后，正常年营业总额为 90.28 亿元，利润总额 3.51 亿元，按所得税率 25% 计算正常年所得税共为 8,775 万元，税后净利润达 2.63 亿。

Figure 39 68 家连锁超市发展项目投资计划及效益

68 家连锁超市发展项目	建设期	第一年	第二年	营业总额 (万元/年)	利润总额 (万元/年)	所得税 (万元/年)	净利润 (万元/年)
广东	24 个月	12	9	287,034	11,878	2,969	8,909
陕西	24 个月	10	7	225,533	9,500	2,373	7,125
四川	24 个月	6	6	144,399	5,279	1,320	3,959
广西	24 个月	2	6	98,901	3,267	817	2,450
天津	24 个月	3	3	82,653	2,712	678	2,034
湖南	24 个月	2	2	64,304	2,472	618	1,854
合计		35	33	902,824	35,108	8,775	26,331

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 40 各地区门店及签约情况

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	7.3
广西	8	99,000	2	25	30,130	30.43	2	25	33,396	33.73	3	37.5	29,800	30.1
天津	6	78,382	3	50	46,479	59.3	0	0	0	0	1	16.67	5,093	6.5
湖南	4	63,526	0	0	0	0	4	100	63,526	100	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、世纪证券研究所

截至目前，68 家连锁超市中已有 19 家门店开业，占比约 28%，面积合计为 23.76 万 m²，占比约 28%；27 家签定了物业租赁协议，占比约 40%，面积合计为 39.81 万 m²，占比约 48%；7 家达成物业租赁意向，占比约 10%，面积合计为 6.86 万 m²，占比约 8%。

广州新建配送中心项目

该项目总投资 1.85 亿元，总建筑面积 4.92 万 m²，建设期 1.5 年。该项目建成后，将承担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，年配货能力大概在 146~183 亿元，可以满足人人乐华南地区所有门店 150 亿元商品配送需要。

西安赛高店物业产权购置项目

该项目总投资 1.41 亿元，用于购买人人乐赛高店物业，该物业总面积为 2.73 万 m²。赛高店是公司目前销售最好的门店，2009 年上半年实现销售收入 1.84 亿元，净利润 1833 万元。但赛高店租金较高，目前月租金约 76 万元，租金费用率高达 5.2%，大大高于公司平均租金费用率 4%，直接影响该门店利润的进一步提升。购置该门店物业后，除了房产增值带来的收益，也可大大降低赛高店的营运成本，进一步提升盈利能力，确保公司在西北地区的长期稳定经营。

总的来看，募集资金项目若顺利实施，将大大提升公司经营规模和竞争优势，是公司实现经营目标十分重要的基础，即在未来 2~3 年，公司营业收入和利润将持续快速增长，销售规模将达 133 亿元，门店总数将达 130 家，总经营面积将超过 160 万 m²。

鉴于公司 2007 年和 2008 年上半年新开的门店逐步进入盈利期或盈利增长期，部分较早前开业的门店仍将保持良好的盈利增长态势，且募集资金投资项目是在未来 24 个月内实现滚动开业，我们认为这可以在一定程度上避免公司因新增门店集中开业而出现经营业绩波动的情形。不过，由于本次发行募集资金投资项目新设门店数量较多，仍可能由于部分门店短期不能达到预期盈利目标而影响公司整体经营业绩的情形。

盈利预测

预测假设条件：

- 1、2009 年末、2010 年末、2011 年末，公司门店数量分别为 90 家、108 家、135 家。
- 2、2009~2011 年，综合毛利率继续呈稳步上升态势，维持在 20.8%、21.2%和 21.5%的水平。
- 3、2009~2011 年，三项费用率分别维持在 16.91%、17.1%、17.43%。
- 4、2009~2011 年，所得税率均为 20%。

Figure 41 营业收入预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
新增门店	11	10	16	17	18	27
年末门店数	47	57	73	90	108	135
YOY	30.56%	21.28%	28.07%	23.29%	20.00%	25.00%
年末经营面积 (m²)	627,447	748,174	955,617	1,174,500	1,416,213	1,716,795
YOY	16.92%	19.24%	27.73%	22.90%	20.58%	
平均单店面积 (m²)	13349.94	13125.86	13090.64	13050.00	13113.09	12717.00
坪效 (万元/m²)	0.75	0.83	0.80	0.76	0.77	0.79
		9.63%	-3%	-5%	1%	3%
营业收入 (万元)	473,030.18	618,346.05	768,547.44	897,353.25	1,092,849.73	1,364,543.73
YOY		30.72%	24.29%	16.76%	21.79%	24.86%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 42 盈利预测表

(单位: 万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	473,030.18	618,346.05	768,547.44	897,353.25	1,092,849.73	1,364,543.73
减：营业成本	376,028.05	493,778.30	610,990.08	710,703.77	861,165.59	1,071,166.82
营业税金及附加	2,822.21	3,910.14	5,196.87	6,460.94	7,868.52	9,824.71
销售费用	64,809.91	79,698.42	99,200.38	122,488.72	152,998.96	195,129.75
管理费用	18,467.65	11,617.51	23,047.82	28,715.30	34,971.19	43,665.40
财务费用	102.00	-74.95	562.11	1,256.29	-1,092.85	-955.18
资产减值损失	481.34	369.97	9.52	0.00	0.00	0.00
加：投资净收益	214.78	1,883.47	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	10,533.81	30,930.12	29,540.68	27,728.22	36,938.32	45,712.21
加：营业外收入	1,362.86	1,282.07	1,911.51	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	225.90	470.52	434.87	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	11,670.77	31,741.68	31,017.31	27,728.22	36,938.32	45,712.21
减：所得税	2,179.72	5,375.65	5,684.17	5,545.64	7,387.66	9,142.44
四、净利润	9,491.04	26,366.03	25,333.14	22,182.57	29,550.66	36,569.77
减：少数股东损益	1,504.78	4,437.48	2,206.61	0.00	0.00	0.00
五、归属于母公司所有者的净利润	7,986.26	21,928.55	23,126.54	22,182.57	29,550.66	36,569.77
六、全面摊薄每股收益 (元)	0.20	0.55	0.58	0.55	0.74	0.91

资料来源：世纪证券研究所

我们预测 2009~2011 年，公司实现营业收入分别为 89.74 亿元、109.28 亿元、136.45 亿元，同比分别增长 16.76%、21.79%、24.86%；实现净利润分别为 2.22 亿元、2.96 亿元、3.66 亿元，同比分别增长 -4.08%、33.22%、23.75%；实现每股收益（全面摊薄）分别为 0.55 元、0.74 元、0.91 元。

估值分析

目前 A 股超市上市公司在 2010 年的动态 PE 为 28~36 倍，平均 PE 为 31.9 倍，结合公司未来的成长性，我们认为给予公司 2010 年 35~40 倍的估值区间较为合理，上市后的合理价格区间为 25.9~29.6 元。

Figure 43 A 股超市上市公司水平

公司简称	1 月 6 日收盘价 (元)	EPS			PE		
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
武汉中百	12.7	0.31	0.37	0.46	40.97	34.32	27.61
华联综超	9.91	0.24	0.21	0.3	41.29	47.19	33.03
新华都	34.73	0.6	0.74	0.99	57.88	46.93	35.08
步步高	27.73	0.6	0.69	0.87	46.22	40.19	31.87
平均值					46.59	42.16	31.90

资料来源：世纪证券研究所

上市首日表现预测

从 12 月份以来上市的 16 只中小板新股的上市首日表现来看，上市首日涨幅呈现逐只降低的态势，仅电子和信息技术板块的股票涨幅较好，若剔除涨幅超过 100% 的股票，则上市首日平均涨幅为 57.1%；若仅考虑 12 月中旬上市以来的 8 只股票，则上市首日平均涨幅为 41.81%。因此，我们判断，人人乐上市首日破发的可能性极小，首日定价可能高于合理估值区间 30% 以上。

Figure 44 2009 年 12 月份以来上市的中小板股票上市首日表现

证券代码	证券简称	首发上市日期	发行价 (元)	上市首日涨跌幅 (%)	上市首日换手率 (%)
002312.SZ	三泰电子	2009-12-03	28.60	130.77	84.00
002313.SZ	日海通讯	2009-12-03	24.80	114.92	83.02
002314.SZ	雅致股份	2009-12-03	16.82	90.07	79.06
002315.SZ	焦点科技	2009-12-09	42.00	71.86	69.80
002316.SZ	键桥通讯	2009-12-09	18.80	91.49	73.44
002317.SZ	众生药业	2009-12-11	55.00	63.98	77.33
002318.SZ	久立特材	2009-12-11	23.00	90.43	84.66
002319.SZ	乐通股份	2009-12-11	13.70	206.93	91.19
002320.SZ	海峡股份	2009-12-16	33.60	43.84	65.39
002321.SZ	华英农业	2009-12-16	16.98	79.86	70.55
002322.SZ	理工监测	2009-12-18	40.00	37.53	72.35
002323.SZ	中联电气	2009-12-18	30.00	38.00	71.11
002324.SZ	普利特	2009-12-18	22.50	36.89	67.87
002325.SZ	洪涛股份	2009-12-22	27.00	25.85	64.14
002326.SZ	永太科技	2009-12-22	20.00	37.50	67.19
002328.SZ	新朋股份	2009-12-30	19.38	34.98	74.18

002327.SZ	富安娜	2009-12-30	30.00	35.30	76.67
002329.SZ	皇氏乳业	2010-01-06	20.10	43.08	72.66
002330.SZ	得利斯	2010-01-06	13.18	81.94	82.89
002331.SZ	皖通科技	2010-01-06	27.00	60.11	74.61
算术平均			26.12	70.77	75.11

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

风险因素分析

日趋激烈的市场竞争风险

目前全球 50 家最大零售企业, 有 40 余家已经进入我国, 其凭借其雄厚的资金实力、完善的配售系统、先进的管理经验和营运模式, 利用新设和并购方式, 加速整个内地市场的战略布局, 在调整巩固一二线城市网点的同时逐步向三四线城市延伸。优秀外资零售巨头的强势进入给内资企业带来了很大的市场冲击, 使得内资零售企业面临更为激烈的市场竞争。

部分经营场所租赁期满不能续租的风险

截至 2009 年 6 月末, 公司在华南、西南、西北和华北等地区共经营 82 家门店和 4 个配送中心, 主要是通过租赁方式获得各地门店和配送中心物业的使用权。公司在与出租人签订租约时租期一般为 15~20 年, 而且在同等条件下有优先续租权, 这些措施可在很大程度上减少经营场所租赁期满不能续租的经营风险。但当部分经营场所的租赁到期后, 公司仍有可能面临因租赁期满而不能续租所带来的经营风险。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.