

零售行业

姓名 兰飞燕

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

人人乐

002336

多区域发展的优秀连锁超市

投资要点:

- **公司主要业务。**公司主要经营业态为大卖场, 平均单店面积约 13000 m²; 近 4 年来规模发展迅速, 门店年均增速约 31%, 经营面积年均增速约 33%; 截止 2009 年中期, 公司门店总数 82 家, 经营面积 1070291 m², 网点覆盖深圳、西安、成都等 18 个城市; 从收入的地区分布看, 主要来自华南区 (主要为深圳)、占 45%, 其次西北 (主要为西安)、占 30%, 西南区 (主要为成都)、占 15%。
- **投资亮点及竞争优势。**(1) 成功实现跨区域扩张。由于超市经营品类繁多、供应商的区域分割、地方保护主义等原因, 内资超市中跨区域扩张较为成功的是华润万家及人人乐, 其余成功案例并不多, 这体现公司较强的门店复制能力、超前的战略规划、管理规范、执行力强, 而多区域的发展使公司具备更强的抗风险能力、在配送和品类组合上更具优势。(2) 公司在深圳、西安、成都等地的竞争优势明显。按开业一年及经营面积 6000 m² 以上规模门店计算, 公司在三地的占有率分别达 18%、22%、24%, 规模优势明显, 公司具备与外资超市巨头直接抗衡的能力。(3) 物流配送及信息系统优势。公司物流信息系统处于较先进水平, 同时公司门店呈区域性集中、“蜂窝式”发展模式, 有利于公司大大提高物流配送效率。(4) 门店位置优越及大店优势。(5) 稳定的管理团队。
- **主要财务指标分析。**公司综合毛利率高于行业平均 1-2 个百分点, 缘于通过返利、服务促销等获得的其他业务毛利率远高于行业平均, 体现公司较强的规模优势和议价能力; 销售费用率与步步高、华联综超接近; 管理费用率较高, 存在较大改善空间; 2007、2008 年扣除非经常性损益后的净利率 2.97%、3.14%, 居国内超市前列, 体现良好的盈利能力。
- **募投项目分析。**68 家连锁超市发展项目投产成熟后预计年营业额 90.28 亿, 年利润额 3.51 亿 (净利率约 2.9%); 广州增城配送中心项目将有效提升公司在华南地区的营运效率与降低物流配送成本; 西安赛高店经营态势良好, 收购其物业有利于公司长远持续发展。
- **盈利预测及估值。**预计未来 3 年公司 EPS0.57、0.76、1.01 元, 公司拥有跨区域发展的实力与成功经验, 相对于区域性超市而言, 未来发展空间更大, 应享有一定溢价。综合考虑公司的基本面、中小盘、新股等因素, 给予相对于同行业 30-50% 的溢价水平, 公司上市后合理定价为 32.00-36.50 元, 相当于 2010 年 42-48 倍 PE。
- **风险因素。**门店选址、物业支付所导致的开店进展延缓风险; 规模扩大后的管理滞后风险; 外资在内地加强渗透的竞争风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7685	9086	10981	13406
同比(%)	24%	18%	21%	22%
归属母公司净利润(百万元)	231	226	305	403
同比(%)	5%	-2%	35%	32%
毛利率(%)	20.5%	20.7%	21.0%	21.2%
ROE(%)	30.8%	23.1%	22.1%	22.6%
每股收益(元)	0.58	0.57	0.76	1.01

资料来源: 中投证券研究所 EPS 按摊薄总股本计算

发行价: 26.98
二级市场合理定价: 32-36.50

基本资料

本次发行股份(百万) 100
发行后总股本(百万) 400

目 录

一、公司主要业务情况	3
1.1 公司近几年规模发展迅速	3
1.2 公司门店分布、竞争对手	3
1.3 公司主营业务情况	4
1.4 公司发展战略	5
二、公司投资亮点和竞争优势	5
2.1 成功实施了跨区域扩张	5
2.2 公司在深圳、西安、成都等地的竞争优势明显	5
2.3 大店优势及门店位置优势	6
2.4 物流配送及信息系统优势	6
2.5 稳定的优秀管理团队	6
三、主要财务指标对比分析	7
3.1 综合毛利率	7
3.2 费用	7
3.3 净利润率高于行业平均	8
四、募集资金运用	8
4.1 投资项目概况	8
4.2 68家连锁超市发展项目分析	9
4.3 广州新建配送中心项目分析	9
4.4 西安赛高店物业产权购置项目分析	9
五、盈利预测及估值	10
五、风险因素	11

图 表

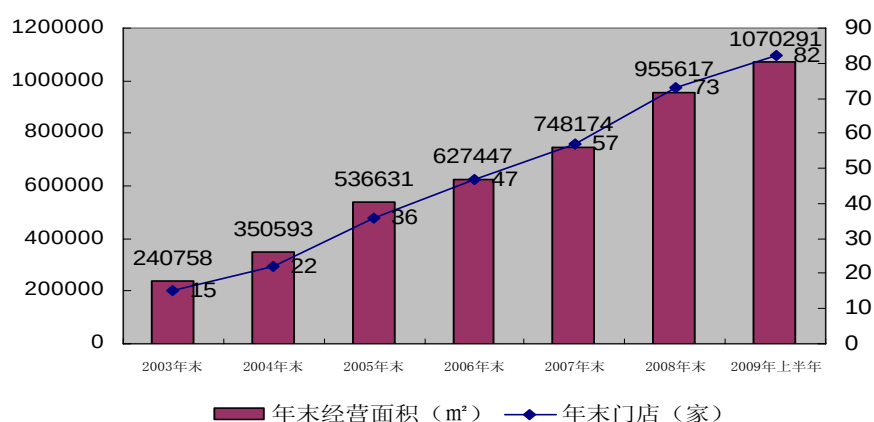
图表 1: 公司门店拓展情况	3
图表 2: 公司门店分布、竞争对手情况	3
图表 3: 按业务分类的营业收入	4
图表 4: 按商品类别列示的主营收入	4
图表 5: 按业务地区列示的主营收入	4
图表 6: 公司近三年毛利率情况 (%)	7
图表 7: 综合毛利率的同行对比 (%)	7
图表 8: 销售费用率的同行对比 (%)	7
图表 9: 管理费用率的同行对比 (%)	8
图表 10: 销售净利率的同行对比 (%)	8
图表 11: 投资项目概况	8
图表 12: 营业收入 (万元) 预测表	10
图表 13: 盈利预测表	10
图表 14: 相对估值	11

一、公司主要业务情况

1.1 公司近几年规模发展迅速

近年来公司规模保持迅速发展态势，2004-2008 及 2009 年上半年新增门店 7、14、11、10、19、9 家，年均增速约 31%，净增经营面积分别为 109834、186038、90816、120506、207443、114674 平方米，年均增速约 33%。公司门店拓展情况如下图表 1:

图表 1: 公司门店拓展情况



资料来源: 公司报表

1.2 公司门店分布、竞争对手

截止 2009 年中期，公司门店分布华南 42 家（广东、广西、福建）、西北 17 家（陕西）、西南地区 15 家（四川、重庆）、华北 8 家（天津），公司主要竞争对手因地区不同而有所不同。公司主营业务为大卖场、综合超市及百货连锁经营。

图表 2: 公司门店分布、竞争对手情况

	深圳	西安	成都	天津	重庆
门店 (家)	23	14	10	8	3
总经营面积 (m²)	233536	233181	108841	129984	54011
平均单店面积 (m²)	10154	16656	10884	16230	18004
在当地市场占比	18%	22%	24%	10%	10%
08 年单店营业收入 (万元)	11364	14045	9898	11695	10565
主要竞争对手	沃尔玛、家乐福	华润、易初莲花	家乐福、沃尔玛	华润、家乐福	新世纪、沃尔玛

资料来源: 公司报表

从上表中可以看到，公司的主要业态为大卖场，平均门店面积约为 13000 平方米，远高于新华都、步步高的单店经营面积。

同时，公司为跨区域发展的大卖场公司，网点覆盖深圳、西安、成都、重庆、天津、厦门、南宁、桂林等 18 个城市。

1.3 公司主营业务情况

目前公司只通过直营门店开展连锁经营和服务，没有通过加盟方式经营。

图表 3: 按业务分类的营业收入

	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度	
	金额(万元)	比例 (%)	金额(万元)	比例 (%)	金额(万元)	比例 (%)
主营收入	387739	88.85	692454	90.10	560979	90.72
其中: 商品购销	306036	70.13	527297	68.61	431349	69.76
联销专柜	81702	18.72	165157	21.49	129630	20.96
其他业务收入	48674	11.15	76093	9.90	57367	9.28
合计	436412	100	768547	100	618346	100

资料来源: 公司报表 注: 其他业务收入包括向供应商收取促销服务费、销售返利、物业出租收入等。

图表 4: 按商品类别列示的主营收入

	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度	
	金额(万元)	比例 (%)	金额(万元)	比例 (%)	金额(万元)	比例 (%)
食品	144477	37.26	254760	36.79	203742	36.32
生鲜	78448	20.23	149425	21.58	122645	21.86
家电	27423	7.07	50210	7.25	43873	7.82
针纺	20353	5.25	28072	5.50	31690	5.65
日用	74908	19.32	125655	18.15	99955	17.82
百货	42128	10.87	74329	10.73	59071	10.53
合计	387739	100	692454	100	560979	100

资料来源: 公司报表

上表显示公司主营业收入主要来自于食品、生鲜、日用品，占比近 80%，CPI 的走势与公司门店的内生增长密切相关。

图表 5: 按业务地区列示的主营收入

	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度	
	金额(万元)	比例 (%)	金额(万元)	比例 (%)	金额(万元)	比例 (%)
华南区	172061	44.38	328031	47.37	280601	50.02
西北区	113858	29.36	189638	27.39	141370	25.20
西南区	59954	15.46	112359	16.23	96965	17.28
华北区	41865	10.80	62426	9.01	42043	7.50
合计	387739	100	692454	100	560979	100

资料来源: 公司报表

公司近 3 年的收入地区分布格局未发生大的变化，主要来自华南区，西北、西南区次之，但西北和华北区的份额呈逐年上升趋势。同时，各区的绝对收入均在稳步增长。

1.4 公司发展战略

公司总体发展战略是：做强做大，要规模更要效益；通过实现区域数一数二，实现全国数一数二的发展战略。

在未来 2-3 年，借助本次资本市场融资契机，公司收入、利润实现持续快速增长，公司销售规模达 133 亿、门店总数达 130 家、总经营面积超过 160 万平方米。

在市场开发方面，利用已进入的六大省市场地位优势，加快这些地区的拓展速度，进一步提升和强化区域市场地位和优势；同时，进入相邻省区市场，逐步由大区域优势发展和演变成全国统一的市场网点和商品采集配送优势。

二、公司投资亮点和竞争优势

2.1 成功实施了跨区域扩张

连锁超市经营的绝大多数商品（其特点是品类繁多、上游供应商分散）的供应是按照区域划分的，在区域上实现的采购规模往往最容易获取供应商的支持。这点与家电连锁有着明显区别：家电连锁商的上游供应商垄断程度及集中度高，供应商采取全国供货模式，这决定了家电连锁商的全国连锁更容易获得成功。

因此国内超市企业大部分均为区域性的，成功实施跨区域扩张的并不多，内资企业中较为成功的是华润及人人乐。步步高在江西门店、武汉中百在重庆门店仍未扭亏；盘踞上海的联华超市由于异地门店亏损严重、重新退守长三角地区；华联综超一开始就走上全国布点的道路，但其经营能力、物流配送、资金实力并不支持这种全国布点格局，正因如此，公司的综合毛利率近年来呈下滑趋势，连锁经营所应体现的规模优势并未在华联综超公司上体现。

人人乐成功实现了多区域的扩张，目前公司门店覆盖 18 个城市，深圳、西安的收入在 10 亿元以上，天津、成都、惠州、南宁等地区的收入在亿元以上。

公司能成功实施多区域扩张的原因，一方面得益于公司较强的门店复制能力、管理规范、执行力强；另外得益于公司对物流、信息、人才等支持配套系统的建设；同时，公司异地扩张的方向也具针对性、回避竞争激烈的华东地区，实行强区域发展战略。

多区域的成功发展，使公司具更强的抗风险能力，同时协同优势明显、在配送和品类组合上更具优势。譬如，金融危机使公司 2009 年上半年华南地区、西南地区的收入分别降低 8.6%、5.11%，而西北地区（指陕西）几乎不受金融危机影响，仍保持了 6.98% 的收入增长。因此，公司多区域布点，有效降低了本次金融危机对公司的收入不利影响，2009 年上半年收入同比仅下降了 3.41%。

2.2 公司在深圳、西安、成都等地的竞争优势明显

截止 2009 年中期，深圳开业一年以上及经营面积 6000 m² 以上规模超市门店 102 家，公司为 18 家，占比约 18%；公司在深圳总营业面积 233536 m²，高于主要竞争对手沃尔玛（约 189000 m²）、新一佳（约 213400 m²）。

西安市开业一年以上及经营面积 6000 m²以上规模超市门店 41 家，公司 9 家，占比约 22%，公司平均单店面积 16656 m²、总营业面积 233181 m²，远高于主要竞争对手华润万家（平均单店面积约 9500 m²、总营业面积约 80500 m²），公司在西安具较大的规模和竞争优势。

成都市开业一年以上及经营面积 6000 m²以上规模超市门店 34 家，公司 8 家，占比约 24%，公司平均单店面积 10884 m²、总营业面积 108841 m²，主要竞争对手是家乐福，多数店与家乐福同处一商圈直接竞争、单店面积与总经营面积也较为接近。

2.3 大店优势及门店位置优势

公司主要业态为大卖场，平均单店面积约 13000 m²，远高于武汉中百、步步高、新华都等区域超市的平均单店面积。

大店相对而言，其资源的稀缺性更强；同时，大卖场能提供更丰富的商品、满足多方面需求、集客力更强；大店需更多的资金投入、管理技术，经营风险也更大，随着公司管理的提升、及资本市场的融资便利，公司面临更大的发展机遇。

公司目前大部分门店位于各城市主要商圈或主要社区的黄金地段，优越的门店位置是一种稀缺资源，后进入者将面临更大的进入成本。

2.4 物流配送及信息系统优势

公司目前 4 个经营大区均建立了配送中心，合计面积近 60000 m²（华南配送中心 32000 m²、西安 13000 m²、成都 10000 m²、天津 5000 m²）。目前公司自配比例达到近 50%，处于同行业的较高水平。

另外，公司门店呈区域性集中，这有利于提高物流配送效率。公司门店呈“蜂窝式”发展模式，即在某一区域集中开店，这种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。

公司信息系统为自主开发，涉及零售、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，公司在该领域的应用系统和技术在国内处于较先进地位。

2.5 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着公司一起成长的，具备极高的忠诚度和丰富的管理经验。同时，公司具备完善的考核制度和晋升激励制度，店长流失率在 5%左右，处于较低水平。

三、主要财务指标对比分析

3.1 综合毛利率

如下表 6，公司 2009 年上半年受金融危机影响、加大促销力度，主营业务毛利率出现微幅下降；但由于公司具有规模优势、较强的议价能力，因此可以获得较为有利的返利及促销服务收入，从而，综合毛利率仍呈稳步上升趋势。

图表 6: 公司近三年毛利率情况 (%)

	2009. 1-6	2008 年度	2007 年度
食品	9.35	9.87	10.20
生鲜	7.18	9.12	9.61
家电	5.68	7.10	7.59
针纺	22.33	22.46	23.51
日用	13.70	13.87	13.91
百货	16.95	18.44	17.86
主营业务毛利率	11.00	11.84	12.08
综合毛利率	20.88	20.50	20.15

资料来源：公司报表

图表 7: 综合毛利率的同行对比 (%)

	步步高	武汉中百	物美商业	联华超市	京客隆	华联综超	平均	人人乐
2008 年	19.73	18.23	18.08	23.86	16.70	19.54	19.36	20.50
2007 年	19.50	17.35	16.33	20.14	16.39	20.52	18.37	20.15
2006 年	18.51	17.07	16.02	20.34	16.59	18.38	17.82	20.51

资料来源：公司报表

从上表 7 可以看到，公司综合毛利率高于上市公司的平均值（主要是由于公司返利等获得的其他业务利润率要高于行业平均，体现公司较强的规模效应和议价能力）。

同时，超市的不同业态、不同经营模式会体现出不同的综合毛利率水平：武汉中百主要业态为仓储式超市（占其主营收入的 70% 以上），其毛利率较低；公司的所有门店均为直营，物美商业连锁经营中包括特许经营加盟店，因此毛利率较低；京客隆的批发业务占比近一半，批发业务的毛利率仅有 10% 左右，因此其综合毛利率较低。

3.2 费用

图表 8: 销售费用率的同行对比 (%)

	步步高	武汉中百	物美商业	联华超市	京客隆	华联综超	平均	人人乐
2008 年	13.92	10.64	11.45	19.66	10.16	14.94	13.46	12.91
2007 年	13.59	10.38	9.59	19.41	8.87	13.27	12.52	12.89
2006 年	13.41	10.30	8.26	20.09	8.81	12.11	12.16	13.70

资料来源：公司报表

总体看，公司销售费用率与步步高、华联综超较为接近，而其他公司差异较大，这与各公司的经营销售方式的差异有关：武汉中百的仓储式超市单位经营面积所需员工较少、且仓储式超市对门店地理位置要求较低、无须在繁华地段，因此单位租赁面积的租金相对较低；物美商业其营业收入中包含对其加盟店的销售收入，而对加盟店的商品销售几乎不需要销售费用，影响其销售费用率较低；京客隆的批发业务的销售费用率较低；联华超市以超市和便利店为主，其单位门店面积所需的员工数量较多、人工费用增加，因此销售费用率较高。

图表 9：管理费用率的同行对比（%）

	步步高	武汉中百	物美商业	联华超市	京客隆	华联综超	平均	人人乐
2008 年	1.59	3.90	3.12	2.05	2.92	1.90	2.58	3.00
2007 年	1.45	3.68	2.79	1.84	2.33	2.32	2.40	2.98
2006 年	1.35	3.79	3.24	2.12	2.27	2.12	2.48	3.90

资料来源：公司报表

从上表可发现，公司近三年管理费用率不仅高于同期行业平均值，还远高于业态相近的步步高、华联综超，因此公司在管理费用控制方面仍存在较大改善空间。

3.3 净利润率高于行业平均

公司 2006-2008 及 2009 年上半年的扣除非经常性损益后的净利润分别为 1.77%、2.97%、3.14%、2.99%，总体呈稳步上升趋势；同时，2007、2008 年超过同期可比上市公司均值水平、且居首位，说明公司具有良好的盈利能力。

图表 10：销售净利率的同行对比（%）

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

资料来源：公司报表

四、募集资金运用

4.1 投资项目概况

图表 11：投资项目概况

	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
2	陕西地区 17 家连锁超市发展项目	31574
3	四川地区 12 家连锁超市发展项目	19484
4	广西地区 8 家连锁超市发展项目	12024
5	天津 6 家连锁超市发展项目	11465
6	湖南地区 21 家连锁超市发展项目	8584
7	广州新建配送中心项目	18505
8	西安赛高店物业产权购置项目	14128

小计

152240

资料来源：公司报表

4.2 68 家连锁超市发展项目分析

68 家连锁超市发展项目总投资约 119607 万元，总面积为 833989 m²。截止目前，68 家连锁超市发展项目已有 19 家门店开业，面积合计 237637 m²，占比约 28%；27 家签定了物业租赁协议，面积合计 398147 m²，占比约 48%；7 家达成物业租赁意向，面积合计 68593 m²，占比约 8%。

从这些募集资金投向新开门店的区域分布看，大部分门店位于公司具有相对竞争优势的区域，如广东、陕西、四川，这些新开门店可以充分利用公司原有的品牌、物流配送优势，风险相对较小。湖南新开的 4 家店属于新进入地区，预计培育期会相对长些。

根据公司预计，这些门店投产后正常年营业额达 90.28 亿元（其中，广东：287034；陕西 225533 万元；四川：144399 万元；广西：98901 万元；天津：82653 万元；湖南：64304 万元），约相当于每家门店 13276 万元。按照 2008 年底公司 73 家门店、76.85 亿元的收入估算，简单的平均单店收入为 10500 万元。因此，公司对这 68 家连锁超市发展项目的收入估算基本在合理区间。

同时按照公司估算，这些门店成熟后年利润总额 3.51 亿元（其中，广东：11878 万元；陕西 9500 万元；四川：3267 万元；天津 2712 万元；湖南 2472 万元），按照 90.28 亿元的销售计算，净利润率约为 2.9%。

4.3 广州新建配送中心项目分析

根据公司总体规划，未来 10 年公司将在华南地区建 200 多家连锁店，新建的广州增城物流中心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水平的跨区域配送。

规划中的广州增城物流中心将采用全自动、机械化的立体仓储系统，根据公司规划，到 2018 年，需支撑的年周转商品总量将达到 150 亿元左右。

该项目总投资 18504.64 万元，日常配送范围为 500 公里，预计项目建设期约 1 年半，包括土建工程施工、设备采购、设备安装调试、竣工验收等。项目建成后，将有效提升公司在华南地区的营运效率和降低物流配送成本。

4.4 西安赛高店物业产权购置项目分析

赛高店于 2007 年 1 月开业，是公司目前销售最好的门店，经营态势良好。但该店租金较高，目前月租金约 76 万元，租金费用率高达 5.2%，远高于公司平均 4% 的租金率。收购这一收入、利润均很不错的门店物业，有利于公司未来的持续长远发展。

该项目总投资 14128 万元，以现行租金标准及收购后固定资产折旧来测算，收购后每年可新增利润 378 万元。

五、盈利预测及估值

盈利预测基本假设：

1、收入预测。

(1) 门店数。根据公司目前的开店进展，及公司的签约情况及意向情况看，我们认为，2009 年新开店 17 家（其中，上半年已开 9 家，下半年开 8 家），店面总数达 90 家；2010 年新开店 18 家（其中广东 7 家、四川 4 家、广西 3 家、天津、湖南各 2 家），店面总数 108 家；2011 年新开 24 家，店面总数 132 家。

(2) 公司 2006-2008 年新增门店的平销比分别为 3217 元/m²、4528 元/m²、2666 元/m²，2006-2008 年整体的平销比分别为 6824 元/m²、7498 元/m²、7246 元/m²。假设 2009-2011 年新增门店与整体门店的平销比与前 3 年平均数基本持平。

(3) 公司过去 4 年各门店的平均培育期为 9.62 个月。假设 2009-2011 年门店培育期与过去平均数相同。

图表 12: 营业收入（万元）预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务					
门店数量(个)	57	73	90	108	132
营业面积(m ²)	748174	955617	1178158	1376864	1678644
主营业务收入	560979	692454	820332	989853	1206745
增长率	31.02%	23.44%	18.47%	20.66%	21.91%
其他业务					
其他业务收入	57366	76093	88268	108252	133867
增长率	27.81%	32.71%	16.00%	22.64%	23.66%
合计					
营业收入	618346	768547	908602	1098105	1340612
增长率	30.72%	24.29%	18.2%	20.9%	22.1%

资料来源：公司报表

2、综合毛利率预测。鉴于公司规模效应显著、议价能力强，未来综合毛利率将呈稳步上升趋势，2008-2011 年的综合毛利率分别为 20.50%、20.70%、21.00%、21.20%。

3、费用预测。2009 年公司促销费用加大、收入增速下滑，因此费用率将较 2008 年有所上升，2010 年、2011 年呈微幅下滑。2008-2011 年的营业费用+管理费用率分别为 15.90%、16.90%、16.82%、16.68%。

由此，我们预计公司 2009-2011 年归属于母公司净利润分别为 2.26、3.05、4.03 亿元，2010-2011 复合增长率可达 33.54%，按摊薄后的 EPS 分别为 0.565、0.763、1.008 元。

图表 13: 盈利预测表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7685	9086	10981	13406
营业成本	6110	7205	8675	10564

营业税金及附加	52	59	72	88
营业费用	992	1213	1460	1776
管理费用	230	323	384	460
财务费用	6	-12	-16	-22
资产减值损失	0	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	7	6	5
营业利润	295	303	410	543
营业外收入	19	16	17	17
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	310	315	423	556
所得税	57	56	76	100
净利润	253	258	347	456
少数股东损益	22	33	42	53
归属母公司净利	231	226	305	403
EBITDA	301	310	419	552
EPS (元)	0.577	0.565	0.763	1.008

目前国内上市的连锁超市的主要估值情况如下:

图表 14: 相对估值

	EPS (元/股)				PE (倍)			
	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009	2010	2011
武汉中百	0.31	0.38	0.50	0.66	41.90	34.18	25.98	19.68
步步高	0.60	0.69	0.82	1.05	46.62	40.54	34.11	26.64
新华都	0.60	0.78	1.04	1.38	58.83	45.26	33.94	25.58
华联综超	0.24	0.24	0.30	0.40	40.50	40.50	32.40	24.30
平均					46.96	40.12	31.61	24.05
人人乐	0.58	0.57	0.76	1.01				

资料来源: 公司报表

公司拥有跨区域发展的实力与成功经验, 相对于区域性超市而言、未来发展空间更大, 应给予一定溢价。综合考虑公司的基本面、中小盘、新股等因素, 给予相对于同行业 30-50% 的溢价水平, 公司上市后合理定价为 32.00-36.50 元, 相当于 2010 年 42-48 倍 PE。

五、风险因素

门店选址、物业支付所导致的开店进展延缓风险;

规模扩大后的管理滞后风险;

外资在内地加强渗透的竞争风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2177	2616	3300	4167	营业收入	7685	9086	10981	13406
现金	811	1217	1633	2166	营业成本	6110	7205	8675	10564
应收账款	1	4	4	5	营业税金及附加	52	59	72	88
其它应收款	211	227	277	342	营业费用	992	1213	1460	1776
预付账款	80	80	97	121	管理费用	230	323	384	460
存货	795	868	1056	1296	财务费用	6	-12	-16	-22
其他	280	221	234	237	资产减值损失	0	2	2	2
非流动资产	622	730	899	1027	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	1	0	0	投资净收益	0	7	6	5
固定资产	347	395	529	601	营业利润	295	303	410	543
无形资产	25	33	41	47	营业外收入	19	16	17	17
其他	250	302	329	377	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	2799	3346	4199	5193	利润总额	310	315	423	556
流动负债	2049	2338	2743	3282	所得税	57	56	76	100
短期借款	0	12	12	10	净利润	253	258	347	456
应付账款	1364	1606	1938	2358	少数股东损益	22	33	42	53
其他	685	720	794	914	归属母公司净利润	231	226	305	403
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	301	310	419	552
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.77	0.75	0.76	1.01
其他	0	0	0	0					
负债合计	2049	2338	2743	3282	主要财务比率				
少数股东权益	0	33	74	128	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	300	300	400	400	成长能力				
资本公积	2	2	2	2	营业收入	24.3%	18.2%	20.9%	22.1%
留存收益	449	675	980	1382	营业利润	-4.5%	2.4%	35.6%	32.4%
归属母公司股东权益	751	976	1381	1784	归属于母公司净利润	5.5%	-2.4%	35.3%	32.0%
负债和股东权益	2799	3346	4199	5193	获利能力				
					毛利率	20.5%	20.7%	21.0%	21.2%
					净利率	3.0%	2.5%	2.8%	3.0%
					ROE	30.8%	23.1%	22.1%	22.6%
					ROIC	211.1	1454.6	312.4	578.8%
					偿债能力				
					资产负债率	73.2%	69.9%	65.3%	63.2%
					净负债比率	0.00%	0.50%	0.43%	0.30%
					流动比率	1.06	1.12	1.20	1.27
					速动比率	0.67	0.74	0.81	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	3.00	2.96	2.91	2.85
					应收账款周转率	2618	3794	2566	2890
					应付账款周转率	4.93	4.85	4.90	4.92
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.77	0.75	1.02	1.34
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.45	1.50	2.05
					每股净资产(最新摊薄)	2.50	3.25	4.60	5.95
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-3	-3	-2	-1

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 5 年行业经历, 10 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434