



上市公司年报点评

研究报告
批发和零售贸易-超市

中性 维持

人人乐 (002336)

2010 年 4 月 13 日

09 年扣除非经常性损益后净利润同比下降 6.55%

2010 年 4 月 12 日收盘于 30.99 元
6 个月目标价: 29.01 元

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖
luying@htsec.com
SAC 执业证书编号: S0850203100078
021-23219403

潘鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

年报概述。公司今日 (2010 年 4 月 13 日) 发布 2009 年报, 实现营业收入 87.67 亿元, 同比增长 14.07%; 实现利润总额 2.59 亿元, 同比下降 16.43%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.30 亿元, 同比减少 0.72%, 扣除非经常性损益的净利润 2.05 亿元, 同比减少 6.55%; 公司分配预案为每 10 股派发现金红利 5 元 (含税)。

2009 年公司全面摊薄每股收益为 0.57 元, 基本符合我们之前的预期; 净资产收益率 26.53%, 较去年同期减少 9.87 个百分点, 主要是由于归属于上市公司股东所有者权益增加所致; 公司 09 年归属于上市公司股东的每股净资产为 3.27 元, 较去年同期增长 30.80%; 此外, 公司报告期每股经营性现金流 1.30 元, 同比增长 11.11%。

此外, 公司另公告了 2010 年度高级管理人员 (不含担任董事职务的高级管理人员) 薪酬方案。2010 年 1 月 1 日至 12 月 31 日, 公司高级管理人员将采用 “年薪=基本年薪+效益年薪” 的制度, 其中基本年薪如下: 余忠慧 (董事会秘书、副总裁) 和李宽森 (连锁超市营运管理中心总经理) 分别为 78 万元、曾凡宏 (投资发展部总经理)、宋涛 (采购中心总经理) 以及那璜懿 (信息中心总经理) 分别为 65 万元; 效益年薪则根据业绩考核, 只有 100% 或超额完成预算目标 (含本级) 时, 才能得到效益年薪, 其计算方法为: 效益年薪=税前目标利润×完成率%×系数, 其中系数标准为董事会秘书、副总裁预约完成率 100% 以下 (含) 为 0.30%、100% 以上为 1%, 其余人员则为 0.27% 和 1%。

公告简评和投资建议。公司 09 年营业收入同比增长 14.07% 主要得益于其全国性的持续外延扩张; 其他业务收入占比的提升也拉动了公司综合毛利率同比提升上升 0.3 个百分点; 而大幅上升的期间费用率却侵蚀了公司收入和毛利率双升所带来的利润, 营业利润反而同比下降了 16.11%; 但大幅下降的所得税费用以及 08 年收购子公司少数股权后少收股东损益的减少使得最终公司归属于母公司的净利润同比仅下降 0.72%。

我们仍维持对公司的原有看法, 认为其主要看点在于目前已有在异地成功拓展门店的经验、较多的自建配送中心, 以及未来 2-3 年门店的持续外延高速扩张对业绩增长可能起到的保障作用, 而 CPI 的回升也将使今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; 此外, 公司作为全国性扩张的超市企业受宏观经济影响的弹性会相对更大, 这也为其未来的业绩增加了不确定性。而从长远来看, 公司异地展店的成功经验能否在未来得到复制以及其后台收入占比较高从而拉升整体综合毛利率的状态是否能持续维持也值得我们继续跟踪关注。

根据公司 09 年最新的经营情况, 我们略微调整对其 2010-11 年的盈利预测, 预计公司 2010-11 年营业收入分别增长 23.28% 和 22.33%, 归属于母公司净利润分别增长 26.35% 和 26.18%, 预计公司 2010-11 年 EPS 分别为 0.725 元和 0.915 元 (参见表 4), 目前公司的 30.99 元的股价对应其 2010-11 年 PE 分别为 42.7 倍和 33.9 倍, 估值在国内目前连锁超市企业中处于较高的水平, 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 25.39-27.46 元, 但考虑到公司成功的异地拓展经验、超市行业今年受益于 CPI 持续上升而可能带来的超预期以及公司作为全国性扩张的超市企业受宏观经济影响弹性较大, 我们给予公司 29.01 元 (对应 2010 年 40 倍 PE) 六个月目标价, 维持“中性”的投资评级。

年报点评及分析:

1. 09 年营业收入同比增长 14.07% 主要得益于公司全国性的持续外延扩张；主营业务毛利率同比下降 0.72 个百分点，但其他业务收入占比及毛利率的增加拉动公司 09 年综合毛利率同比提升。

2009 年公司持续全国性扩张战略，共新开门店 20 家（华南区、西北区、西南区、广西区、华北区、福建区、湖南区分别新开门店 5 家、2 家、4 家、2 家、2 家、3 家、2 家），关闭门店 1 家，净增经营面积 24.55 万平米；09 年末，公司门店数达到 92 家，经营面积达到 120.11 万平米，同比增长 25.69%；持续的高速扩张缓解了公司年内（尤其是上半年）由于金融危机以及 CPI 下降对同店收入增速的负面影响，并使得其 09 年营业收入实现了 87.67 亿元，同比增长 14.07%。

从公司各品类收入情况看（参见表 1），日杂文体类、洗化类和百货类收入增速较快，在总收入中的占比也有所提升；而食品类和生鲜类收入增速明显放缓（08 年两者分别增长了 25.04% 和 21.84%），占比也略有下降（均在一个百分点左右）；家电类和纺织类的收入占比则较为平稳。

从公司各经营区域情况看（参见表 2），华南地区仍是公司销售收入的主要来源，但从公司在该地区 09 年净增 11 家门店而收入仅增长 7.39% 的数据看，公司在广东、福建等地的门店 09 年受金融危机的负面影响较大；西北地区作为公司销售收入第二大来源，09 年在仅新增 2 家门店（其中 1 家门店在 12 月 29 日开业，贡献收入较小）的背景下收入同比增长 15.31%，这一方面说明公司在西安地区的门店所受经济危机影响较小，另一方面也说明公司在该地区具有较强的竞争实力；09 年公司在西南、华北地区分别新开了 4 家和 2 家门店，其中华北地区由于原先基数较低（仅有 08 年新开的 2 家门店），因此增速达到 34.72%。

2009 年，由于在金融危机的背景下，公司受到国际卖场的竞争压力加大，打折促销力度加剧，从而导致公司主营业务毛利率同比下降 0.72 个百分点，其中公司各个品类的毛利率均有不同程度的下降（参见表 1）；但由于公司毛利率较高的其他业务收入（很大一部分是后台收入）占比在 09 年进一步提升了 1.05 个百分点，因此最终拉动了公司综合毛利率同比上升了 0.3 个百分点，达到 20.80%。

表 1 人人乐各品类营业收入及毛利率情况

	营业收入（万元）	同比增长	占比	毛利率	毛利率变动情况
食品类	280255	10.01%	35.90%	9.67%	-0.20%
生鲜类	158601	6.14%	20.32%	6.85%	-2.27%
洗化类	116855	19.90%	14.97%	11.01%	-0.16%
家电类	56910	13.34%	7.29%	5.76%	-1.34%
针纺类	44209	16.12%	5.66%	22.14%	-0.33%
日杂文体类	37157	31.80%	4.76%	22.56%	-0.63%
百货专柜类	86681	16.62%	11.10%	16.78%	-1.66%
合计	780668	12.74%	100.00%	11.12%	-0.72%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 人人乐各地区营业收入情况

	营业收入（万元）	同比增长	占比
华南区	352276	7.39%	45.12%
西北区	218670	15.31%	28.01%
西南区	125624	11.81%	16.09%
华北区	84098	34.72%	10.77%
合计	780668	12.74%	100.00%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 09 年公司销售和管理费用率分别提升了 1.16 和 0.05 个百分点，销售费用的大幅提升主要来自租金的上升、人工成本的提升以及金融危机下同店收入无法释放、新开门店培育期延长等因素；此外，公司财务费用略升了 142 万元；大幅上升的期间费用率导致公司在收入和毛利率均有上升的情况下，营业利润反而同比下降了 16.11%。

3. 09 年公司所得税费用同比大幅下降，有效所得税率下降了 6.91 个百分点，公司对此的解释是：1）2010 年 1 月公司发行 10000 万股人民币普通股后，预期募集资金产生的利息收入可以弥补以前年度未予弥补的亏损额而确认的递延所得税资产，计入 2009 年度递延所得税费用的金额为 -1479 万元；2）新进入的福建、湖南两个新区尚处于战略性市场培育

期, 出现亏损, 形成递延所得税资产, 产生递延所得税费用。此外, 公司在 08 年 6 月收购子公司的少数股权后使得 09 年的少收股东损益同比减少了 2000 多万元, 因此最终公司归属于母公司的净利润同比仅下降 0.72%, 而扣除非经常性损益 (包括政府补助、所得税影响等) 后净利润同比减少 6.55%。

4. 从公司季度分拆数据看 (参见表 3), 公司四季度收入同比增长 15.59%, 较上半年 12.88% 和三季度 14.92% 的增速进一步提升; 四季度公司毛利率为 21.31%, 同比下降 0.25 个百分点, 我们认为这可能与新开门店低毛利的影响有关, 也可能与其他业务收入的确认时点有关; 另外, 公司四季度销售费用率和管理费用率分别上升 0.18 和 0.26 个百分点; 低毛利和高费用的影响导致公司营业利润同比下降 10.12%; 但是受益于前面所分析的较大的所得税影响 (四季度所得税为 -411 万元), 使得四季度归属于母公司的净利润最终实现 12.89% 的正增长。

表 3 人人乐季度合并损益表分析 (2008-2009)

	1H2008	1H2009	1-3Q2008	1-3Q2009	3Q2008	3Q2009	4Q2008	4Q2009
营业总收入(万元)	386616	436412	568726	645687	182110	209274	199821	230976
同比增长 (%)		12.88		13.53		14.92		15.59
营业总成本(万元)	367289	420480	545582	626655	178293	206175	193425	225228
营业成本(万元)	307877	345302	454242	512572	146365	167270	156748	181765
营业成本/营业收入 (%)	79.63	79.12	79.87	79.38	80.37	79.93	78.44	78.69
营业税金及附加(万元)	2468	3161	3673	4692	1205	1530	1524	1886
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.64	0.72	0.65	0.73	0.66	0.73	0.76	0.82
销售费用(万元)	45218	58614	69922	89110	24703	30497	29279	34249
销售费用/营业收入 (%)	11.70	13.43	12.29	13.80	13.57	14.57	14.65	14.83
管理费用(万元)	11582	13071	17502	19720	5920	6649	5546	7015
管理费用/营业收入 (%)	3.00	3.00	3.08	3.05	3.25	3.18	2.78	3.04
财务费用(万元)	391	465	490	693	99	228	72	11
资产减值损失(万元)	-247	-133	-247	-133	0	0	257	303
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润(万元)	19327	15932	23144	19032	3817	3099	6396	5749
同比增长 (%)		-17.57		-17.77		-18.80		-10.12
营业外收入(万元)	644	472	771	836	127	364	1141	900
营业外支出(万元)	264	242	271	257	7	14	163	339
利润总额(万元)	19707	16162	23643	19611	3937	3449	7374	6309
同比增长 (%)		-17.99		-17.05		-12.39		-14.44
所得税费用(万元)	3875	2912	4263	3370	387	458	1421	-411
有效所得税率 (%)		18.01	18.03	17.18	9.84	13.29	19.28	-6.51
净利润(万元)	15832	13251	19382	16241	3549	2990	5952	6720
同比增长 (%)		-16.31		-16.20		-15.74		12.90
净利润率 (%)	4.10	3.04	3.41	2.52	1.95	1.43	2.98	2.91
归属于母公司所有者的净利润(万元)	13625	13251	17174	16241	3549	2990	5953	6720
同比增长 (%)		-2.74		-5.43		-15.74		12.89
少数股东损益(万元)	2207	0	2207	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.341	0.331	0.429	0.406	0.089	0.075	0.149	0.168

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

5. 盈利预测和投资建议。根据公司 09 年最新的经营情况, 我们略微调整对其 2010-11 年的盈利预测, 预计公司 2010-11 年营业收入分别增长 23.28% 和 22.33%, 归属于母公司净利润分别增长 26.35% 和 26.18%, 预计公司 2010-11 年 EPS 分别为 0.725 元和 0.915 元 (参见表 4), 目前公司的 30.99 元的股价对应其 2010-11 年 PE 分别为 42.7 倍和 33.9 倍, 估值在国内目前连锁超市企业中处于较高的水平, 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 25.39-27.46 元, 但考虑到公司成功的异地拓展经验、超市行业今年受益于 CPI 持续上升而可能带来的超预期以及公司作为全国性扩张的超市企业受宏观经济影响弹性较大, 我们给予公司 29.01 元 (对应 2010 年 40 倍 PE) 六个月目标价, 维持 “中性” 的投资评级。

表 4 人人乐合并损益表及预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	473030	618346	768547	876663	1080788	1322119
同比增长 (%)		30.72	24.29	14.07	23.28	22.33
营业总成本(万元)	462711	589299	739007	851882	1045023	1275187
营业成本(万元)	376028	493778	610990	694337	855119	1045135
营业成本/营业收入 (%)	79.49	79.85	79.50	79.20	79.12	79.05
营业税金及附加(万元)	2822	3910	5197	6578	7782	9519
营业税金及附加/营业收入(%)	0.60	0.63	0.68	0.75	0.72	0.72
销售费用(万元)	64810	79698	99200	123359	149149	181130
销售费用/营业收入(%)	13.70	12.89	12.91	14.07	13.80	13.70
管理费用(万元)	18468	11618	23048	26735	32424	39002
管理费用/营业收入(%)	3.90	1.88	3.00	3.05	3.00	2.95
财务费用(万元)	102	-75	562	704	550	400
资产减值损失(万元)	481	370	10	169	0	0
非经营性净收益(万元)	215	1883	0		0	0
营业利润(万元)	10534	30930	29541	24781	35764	46932
同比增长 (%)		193.63	-4.49	-16.11	44.32	31.22
营业外收入(万元)	1363	1282	1912	1736	500	0
营业外支出(万元)	226	471	435	596	0	0
利润总额(万元)	11671	31742	31017	25920	36264	46932
同比增长 (%)		171.98	-2.28	-16.43	39.91	29.42
所得税费用(万元)	2180	5376	5684	2959	7253	10325
有效所得税率 (%)	18.68	16.94	18.33	11.42	20.00	22.00
净利润(万元)	9491	26366	25333	22961	29012	36607
同比增长 (%)		177.80	-3.92	-9.36	26.35	26.18
净利润率 (%)	2.01	4.26	3.30	2.62	2.68	2.77
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7986	21929	23127	22961	29012	36607
同比增长 (%)		174.58	5.46	-0.72	26.35	26.18
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	0.574	0.725	0.915

资料来源：海通证券研究所

相关报告：

人人乐业绩快报点评：09 年归属母公司净利润正增长主要得益于 08 年 6 月对少数股东权益的收购(中性,首次)20100224

人人乐跟踪报告：公司上市或使 A 股超市类企业高估值得以延续（暂无评级）20100113

人人乐新股询价建议：拥有异地成功展店经验的全国布局连锁超市企业 20091225

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、海宁皮城。

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。