

调研报告

商业贸易

零售

人人乐 (002336)

谨慎推荐

调研纪要

2010年6月30日

养精蓄锐 厚积薄发

分析师: 孙菲菲 sunff@guosen.com.cn 0755-82133400

SAC 执业证书编号: S0980209070360

联系人: 祝彬 zhubin@guosen.com.cn 0755-82132518

事项:

近期我们前往人人乐, 与公司领导进行交流了解。我们认为公司的投资要点: 1) 公司已有异地成功拓展门店的经验、在内资超市中属于相当优秀的, 在中国的城镇化的浪潮中、08年农村居民与99年时的城镇居民基本类似, 但能够统计到的人均拥有的空调、冰箱、洗衣机数量还少得可怜, 我们相信其他生活用品也如此, 因此超市仍然有着相当广阔的增长市场及空间; 2) 公司未来2-3年门店仍将继续扩张, 业绩增长有持续的支撑; 3) 公司的股权激励如果适时推出, 结合激进的管理层薪酬激励, 将有利于减少大股东集中持股的影响。预计公司2010-12年EPS分别为0.83元和1.06元及1.34元, 目前公司的25元的股价对应其2010-11年PE分别为30.1倍和23.6倍, 估值已经在国内目前连锁超市企业中, 已经由前期相对较高的水平下降至中等水平略高, 给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

评论:

- **店面扩张计划有所变化, 华南区门店扩张计划将减少:** 公司的滚动式的开店策略不变, 但公司认为华南地区受金融危机的冲击不但较大, 且在较长时期内无法恢复, 因此招股书中的华南地区21家门店计划, 可能大幅减少, 增加外区门店。我们对此表示认同, 从公司09年年报中也可以发现, 09年门店数净增19家至92家, 公司的经营面积增长25.7%、营业收入增长14.1%。其中华南地区虽然仍是公司销售收入的主要来源, 但09年华南区净增11家门店而收入却仅增长7.4%; 西北地区新增2家门店(其中1家在12月29日开业)但收入同比增长15.3%, 显著地说明了华南地区及西安受经济危机影响的不同。
- **公告的高管薪酬方案较为激进:** 公司前期公告了今年的高管薪酬方案, “年薪=基本年薪+效益年薪”, 基本年薪(68~75万元), 效益年薪的计算方法为: 效益年薪=税前目标利润×完成率%×系数, 只有100%或超额完成预算目标时, 才能得到效益年薪。我们注意到系数标准为预约完成率100%以下(含)为0.30%, 100%以上的部分为1% (董秘及副总裁), 或者100%以下为0.27%, 100%以上为1% (其余人员), 这样的设置意味着完成目标与否, 对个人收入的影响不是渐进式的, 而是0和1的关系, 属于相当激进的方式。
- **股权激励可能适时推出:** 公司上市时曾经表示, 成功上市之后会考虑对高层管理人员进行股权激励。公司上市至今已有半年时间, 我们认为近期可能推出股权激励方案; 作为大股东控股比例非常高的私营公司, 公司如果适时推出股权激励方案, 将有利于将管理层的利益与股东利益长期地捆绑一致, 提高管理层业绩、改善管理、控制费用的动力, 提高盈利空间。
- **工资上调加快, 华南区薪酬普调10%以上:** 公司表示受富士康等企业调薪影响, 公司今年工资上调的幅度可能略微加大, 其中华南区的员工已经加薪10%以上。考虑到今年公司仍将扩张13家新店, 而且华南的配送中心土建部分已经完工, 投入使用后可以减少后台操作人员的数量, 我们认为未来公司的管理费用率应该较为稳定。同时我们在

中期策略中也分析了，过去13年中国财政收入增长18倍，但居民和农村收入仅增长了2.7倍及2倍。因此居民收入的增长应该是长时期的持续事件，特别是公司未来主要发展西南、西北、华北等欠发达地区的收入提升，将有利公司的市场培育及客单价的上升。

- **我们维持对公司的乐观看法**，理由在于：1）公司已有异地成功拓展门店的经验、在内资超市中属于相当优秀的，在中国的城镇化的浪潮中、08年农村居民与99年时的城镇居民基本类似，但能够统计到的人均拥有的空调、冰箱、洗衣机数量仅是当时城镇居民的1/2~1/3，我们相信其他生活用品也如此，因此超市仍然有着相当广阔的增长市场及空间；2）是公司未来**2-3年**门店的仍将继续扩张，业绩增长有持续支撑；3）公司的股权激励如果推出，结合激进的管理层薪酬激励，将有利于减少大股东集中持股的影响。预计公司**2010-12年EPS**分别为**0.83元**和**1.06元**及**1.34元**，目前公司的**25元**的股价对应其**2010-11年PE**分别为**30.1倍**和**23.6倍**，估值已经在国内目前连锁超市企业中，已经由前期相对较高的水平下降至中等水平略高，考虑到公司成功的异地拓展经验、以及股权激励可能推出的刺激影响，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测简表

公司	收盘价	总市值	09PE	10PE	11PE	PB
人人乐	25.00	10,000	43.6	30.1	23.6	2.9
步步高	21.95	5,934	35.9	28.9	22.3	4.0
武汉中百	10.74	7,314	34.3	28.2	23.7	3.1
华联综超	7.87	3,815	62.8	28.7	22.0	2.1
均值			44.1	29.0	22.9	3.0

资料来源：WIND 国信证券经济研究所整理

- **风险因素**：公司异地展店的成功经验能否在未来得到复制需要跟踪。

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	880	3880	4425	5023	营业收入	8767	10769	12859	15381
应收款项	290	357	426	509	营业成本	6943	8486	10159	12151
存货净额	880	1048	1254	1500	营业税金及附加	66	81	96	115
其他流动资产	450	553	661	790	销售费用	1234	1463	1708	2006
流动资产合计	2500	5838	6765	7822	管理费用	267	379	442	520
固定资产	471	503	482	479	财务费用	7	(5)	(16)	(10)
无形资产及其他	24	23	22	21	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	56	56	56	56	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3311	6694	7532	8600	营业利润	248	365	470	599
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	40	营业外净收支	11	10	8	5
应付款项	1469	1862	2229	2666	利润总额	259	375	478	604
其他流动负债	860	919	1094	1311	所得税费用	30	43	55	69
流动负债合计	2329	2782	3323	4017	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	230	332	423	535
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	2	2	2	2	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	2330	2783	3325	4019	净利润	230	332	423	535
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	2	(2)	0	0
股东权益	980	3911	4207	4582	折旧摊销	60	196	245	229
负债和股东权益总计	3311	6694	7532	8600	公允价值变动损失	2	0	0	0
					财务费用	7	(5)	(16)	(10)
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	(6)	114	159	195
每股收益	0.77	0.83	1.06	1.34	其它	(2)	2	0	0
每股红利	0.00	0.25	0.32	0.40	经营活动现金流	285	642	828	958
每股净资产	3.27	9.78	10.52	11.45	资本开支	0	(240)	(156)	(240)
ROIC	36%	58%	76%	100%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	23%	8%	10%	12%	投资活动现金流	0	(240)	(156)	(240)
毛利率	21%	21%	21%	21%	权益性融资	0	2698	0	0
EBIT Margin	3%	3%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	5%	5%	支付股利、利息	0	(100)	(127)	(160)
收入增长	14%	23%	19%	20%	其它融资现金流	(217)	0	0	40
净利润增长率	-1%	45%	27%	26%	融资活动现金流	(217)	2598	(127)	(120)
资产负债率	70%	42%	44%	47%	现金净变动	69	3001	545	598
息率	0.0%	1.2%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	811	880	3880	4425
P/E	35.0	32.2	25.3	20.0	货币资金的期末余额	880	3880	4425	5023
P/B	8.2	2.7	2.5	2.3	企业自由现金流	281	389	650	705
EV/EBITDA	32.7	24.2	20.1	18.0	权益自由现金流	65	410	687	786

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。