

2010-10-14
大卖场与超市

人人乐 002336.SZ

内生增长放缓导致 3Q 业绩略有下滑

分析师:唐佳睿(执业证书编号: S0930210060002)

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

◇事件: 公司公布 2010 年 3Q 业绩预告修正公告

◆公告简述:

公司修正2010年三季度业绩预告, 1Q-3Q业绩从原有预计归属母公司净利润同比0%-30%增长下调至同比下降0%-5%。2009年1Q-3Q归属母公司净利润16241.30万元(以最新股本全面摊薄后约0.406元), 业绩预告出现差异的原因主要为1) 由于部分新开门店周边商圈培育相对缓慢, 导致该部分门店销售坪效低于预期, 影响整体利润的增长。2) 公司在报告期内关闭了西安解放路店、东莞寮步店, 依据租赁合同及与供应商签订的合作合同, 公司一次性支付1470万元的违约补偿, 导致本期营业外支出大幅增加。

◆原因 1 分析: 内生增长略低于预期, 坪效提升有待加强

我们在之前的报告中曾指出公司短期因跑马圈地导致内涵数据有所下滑¹, 而三季报修正公告的确验证了之前的一丝担忧。公司在外延扩张的同时, 内生坪效发生了一定程度的下降, 内生增长方面略低于我们的预期。但我们认为, 超市行业的现状同质化现象仍然十分严重, 因此通过外延扩张抢占市场份额的策略仍然是主基调, 不能单凭一时的坪效下降“因噎废食”地放弃超市行业最具生命力的外延扩张, 我们坚信外延连锁复制才是超市行业成长期的原动力。单从数据方面来看2008年和2009年公司分别新净增门店16和20家, 较2006和2007年有较大幅度上升, 是导致公司坪效下滑的直接原因。细分新门店布局(见下一页图表2)我们认为由于新开门店基本仍在公司之前具有较大优势的深圳、西安、成都、天津、南宁五大地区, 因此未来如何提高优势地区的坪效, 通过门店之间的协同效应解决目前内涵增长的瓶颈是公司需解决的当务之急。

图表 1: 公司外延扩张有序, 但内涵增长有所退步

2006-1H2010 人人乐外延、内涵主要数据情况一览 (灰色部分为我们关注的的数据)

	2006	2007	2008	1H2009	2009	1H2010
门店总数	47	57	73	82	93	97
当年新净增门店数	11	10	16	9	20	4
营业面积 万平米	62.74	74.82	95.56	107.03	122.24	128.74
营业面积同比增速%	16.92%	19.24%	27.73%	N.A.	27.92%	20.29%
当年新增面积 平米	90816	120727	207443	114674	152144	64999.32
当年新增单店面积 平米	8256.00	12072.70	12965.19	12741.56	7607.20	16249.83
单店面积 平米	13349.94	13125.86	13090.64	13052.33	13144.46	13272.52
营业收入 万元	473030.18	618346.05	768547.44	436412.44	876662.97	497859.38
单店坪效 万元/店	10064.47	10848.18	10528.05	5322.10	9426.48	5132.57
面积坪效 元/平米	7538.97	8264.74	8042.42	4077.51	7171.45	3867.07

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

¹ 参见 20100920 变更部分募集项目, 不改长期向上趋势---公司变更部分募集项目公告点评

图表 2：人人乐门店布局策略均衡

2006-2012 人人乐门店分布情况（红色部分为新门店中较为优势地区门店）

人人乐门店布局情况	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
门店数	47	57	73	93	111	131	151
净增门店数	11	10	16	20	18 ²	20	20
深圳人人乐							
门店数	17	20	25	28	32	35	38
净增门店数	3	5	3	5	4	3	3
广州人人乐							
门店数	2	2	2	3	4	5	6
净增门店数	1	0	0	1	1	1	1
惠州人人乐							
门店数	3	4	4	4	4	5	6
净增门店数	0	1	0	0	0	1	1
西安人人乐							
门店数	5	7	13	15	17	19	21
净增门店数	0	2	6	2	2	2	2
咸阳人人乐							
门店数	3	3	3	3	3	3	4
净增门店数	1	0	0	0	0	0	1
成都人人乐							
门店数	8	9	10	13	15	17	18
净增门店数	4	1	1	3	2	2	1
天津人人乐							
门店数	4	4	6	8	9	11	13
净增门店数	0	0	2	2	1	2	2
南宁人人乐							
门店数	2	2	4	6	7	9	11
净增门店数	1	0	2	2	1	2	2
重庆人人乐							
门店数	3	3	3	5	7	9	11
净增门店数	0	0	0	2	2	2	2
厦门人人乐							
门店数	0	0	0	2	3	5	7
净增门店数	0	0	0	2	1	2	2
长沙人人乐							
门店数	0	0	0	2	5	7	9
净增门店数	0	0	0	2	3	2	2
其他人人乐							

² 根据今日公告，我们下调公司 2010 年门店外延情况，从原有 20 家下调至 18 家，分别在深圳和其他地区各减少一家门店。

门店数	3	4	5	4	5	6	7
净增门店数	2	1	1	-1	1	1	1

资料来源：公司公告、光大证券研究所

◆原因 2 分析：关闭门店仍在可控范围内

公司在报告期内关闭了西安解放路店、东莞寮步店两家门店，其中西安解放一店为2002年开的老门店，而寮步店为2008年11月在东莞开设的培育门店。我们认为西安地区人人乐经营情况仍属正常，由于异地扩张的先发优势，公司在西安以及咸阳仍具竞争能力。在公司招募说明书（截至1H2009）已披露的14家门店数据中仅5家（包含关闭的解放一店）仍亏损，因此西安一家门店的关闭不代表公司西安地区经营出现问题。而东莞地区是人人乐竞争能力较弱的地区，因此尚不具备优势地区的协同效应，我们相信未来门店选址将对弱势地区产生较为重大的影响。

图表 3：西安门店经营情况总体良好

截至 1H2010 人人乐西安 16 家门店经营情况数据一览（灰色部分为我们关注的的数据）

编号	门店	成立时间	店龄 (年)	面积(平 米)	物 业	经营期 限	单 位 万	2006	2007	2008	1H2009
1	南郊店	2007 年 8 月	3.17	22835.01	租 赁	2026 年 12 月	营业收 入	N.A.	5202.44	15551.07	9398.71
							净利润	N.A.	174.87	843.92	461.66
2	赛高一 店	2007 年 1 月	3.75	27278.2	自 有	2050 年 12 月	营业收 入	N.A.	21198.28	31014.31	18403.57
							净利润	N.A.	1184.34	2620.14	1832.53
3	解 放 一 店	2002 年 9 月	8.00	10450	租 赁	2022 年 3 月	营业收 入	14663.2	16788.48	11113.39	408.09
							净利润	530.44	763.61	340.69	-259.82
4	友 谊 购 物店	2005 年 9 月	5.08	27649	租 赁	2025 年 4 月	营业收 入	14986.24	17402.7	20018.67	11403.54
							净利润	231.87	511.01	795.27	599.14
5	西关店	2000 年 12 月	9.75	20442	租 赁	2020 年 9 月	营业收 入	21722.4	25823.02	26686.92	13657.68
							净利润	918.54	1716.94	1627.12	1040.32
6	高新店	2003 年 7 月	7.25	21412.35	租 赁	2028 年 3 月	营业收 入	20062.22	23833.58	26444.62	14904.62
							净利润	1065.46	1284.8	1862.21	1231.35
7	北关店	2004 年 7 月	6.25	17958	租 赁	2022 年 3 月	营业收 入	18926.67	20664.17	22338.23	11246.06
							净利润	923.66	934.27	1226.58	637.39
8	丰庆店	2008 年 1 月	2.75	8430	租 赁	2027 年 7 月	营业收 入	N.A.	N.A.	4910.5	2833.82

							净利润	N.A.	N.A.	59.21	61.52
9	东门店	2008年1月	2.75	16367	租赁	2027年6月	营业收入	N.A.	N.A.	11614.73	7690.41
							净利润	N.A.	N.A.	59.27	137.22
10	景泽店	2008年9月	2.08	6022.79	租赁	2029年1月	营业收入	N.A.	N.A.	1287.51	2019.42
							净利润	N.A.	N.A.	-122.75	-80.01
11	阎良店	2008年9月	2.08	16650.62	租赁	2028年5月	营业收入	N.A.	N.A.	2784.92	4413.16
							净利润	N.A.	N.A.	-171.16	-47.54
12	解放二店	2008年9月	2.08	15200	租赁	2027年2月	营业收入	N.A.	N.A.	6041.67	9178.02
							净利润	N.A.	N.A.	133.3	373.81
13	玉祥门店	2008年9月	2.08	14887.03	租赁	2028年1月	营业收入	N.A.	N.A.	2774.57	4907.22
							净利润	N.A.	N.A.	-56.56	-49.93
14	沣镐店	2009年1月	1.75	7828	租赁	2027年2月	营业收入	N.A.	N.A.	N.A.	1602.93
							净利润	N.A.	N.A.	N.A.	-124.71
15	户县店	2009年12月	0.75	10963	租赁	2029年12月	营业收入	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
							净利润	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
16	赛高二店	2010年2月	0.67	9025.58	租赁	2030年2月	营业收入	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
							净利润	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.

资料来源：公司 IPO 说明书、光大证券研究所

◆盈利预测和投资评级：

我们调整公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.67/0.89/1.09 元（原先为 0.75/0.97/1.18 元）的预测，以 2009 年为基期未来三年 CAGR23.8%，认为公司合理价值在 26.70 元，对应 2011 年 30 倍市盈率，六个月目标价 26.70 元。我们认为未来六个月内，超市板块无论在估值上还是外延拓展方面，较其他零售子行业仍有一定吸引力，而人人乐目前短期盈利出现瓶颈阶段并不能否定其在异地扩张方面拥有一定成熟经验的先发优势，维持增持评级。

◆风险分析：

内生坪效增长低于预期拖累公司整体业绩，宏观经济下滑导致外延扩张进程放缓。

业绩预测和估值指标					
指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	7,685.47	8,766.63	10,236.53	12,372.48	14,650.69
营业收入增长率	24.29%	14.07%	16.77%	20.87%	18.41%

净利润（百万元）	231.27	229.61	269.63	354.98	436.12
净利润增长率	5.46%	-0.72%	17.43%	31.65%	22.86%
EPS（元）	0.58	0.57	0.67	0.89	1.09
ROE（归属母公司）	30.81%	23.42%	7.10%	8.72%	9.91%
P/E	49	49	42	32	26
P/B	15	11	3	3	3
EV/EBITDA	16	27	26	20	16

相关报告

20100920 变更部分募集项目，不改长期向上趋势---公司变更部分募集项目公告点评

分析师介绍

唐佳睿, CAIA, FRM, CFA Charter pending candidate, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

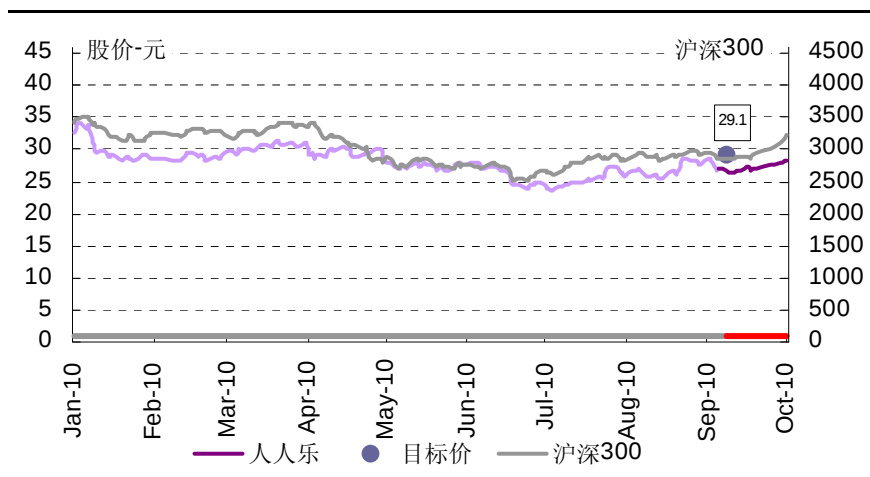
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

人人乐 (002336)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标	评级
2010-09-19	26.90	29.10	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源: 光大证券研究所

行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下, 光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易, 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。因此, 投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。