

分析师:	邵稳重	(8627)65799539	shaowz@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490200010031
联系人:	代薇	(8627)65799539	daiwei@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490210070002

费用过快增长导致业绩低于预期

事件描述

人人乐 10 月 26 日发布 2010 年三季报:

- 1) 2010 年 1-3 季度实现营业收入 73.96 亿元, 同比增长 14.55%;
- 2) 2010 年 1-3 季度实现归属于上市公司股东的净利润为 1.57 亿元, 同比下降 3.04%, 每股收益为 0.39 元 (按 4 亿股全面摊薄)。

事件评论

第一, 2010 年中期公司营业收入增长 14.55% 净利润下降 3.04%

人人乐 10 月 26 日发布 2010 年三季报:

- 1) 2010 年 1-3 季度实现营业收入 73.96 亿元, 同比增长 14.55%;
- 2) 2010 年 1-3 季度实现归属于上市公司股东的净利润为 1.57 亿元, 同比下降 3.04%, 每股收益为 0.39 元 (按 4 亿股全面摊薄)。

公司近年来一直保持着较快的展店速度, 2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年上半年每期净增门店数分别为 10 家、16 家、19 家和 4 家。我们认为新店和次新店的增长以及老店的内生增长恢复是人人乐 2010 年前三季度收入增长 14.55% 的主要原因。

从增速上看, 人人乐的销售增速低于社零总额 18.3% 的行业平均水平, 我们判断, 主要原因在于: 1) 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, 影响整体销售的增长; 2) 部分区域老店同店增速仍旧没有完全恢复。

表 1: 人人乐财务数据比较

	2010Q1-Q3	2009Q1-Q3	yoy	2010Q3	2009Q3	yoy
营业总收入	7396.48	6456.87	14.55%	2417.88	2092.74	15.54%
营业成本	5859.79	5125.72	14.32%	1925.55	1672.70	15.12%
营业税金及附加	56.27	46.92	19.94%	16.99	15.30	11.00%
销售费用	1060.04	891.10	18.96%	372.59	304.97	22.17%
管理费用	246.51	197.20	25.00%	91.08	66.49	36.98%
财务费用	-24.30	6.93	-450.64%	-7.26	2.28	-417.95%
资产减值损失	4.63	-1.33	-447.54%	0.95	0.00	
营业利润	193.54	190.32	1.69%	17.98	30.99	-41.97%

营业外收入	15.42	8.36	84.46%	6.26	3.64	72.18%
营业外支出	18.79	2.57	632.18%	16.65	0.14	11534.27%
非流动资产处置损益	1.24	0.72	72.08%	0.84	0.00	19482.79%
利润总额	190.17	196.11	-3.03%	7.60	34.49	-77.97%
所得税费用	32.69	33.70	-2.99%	1.88	4.58	-58.95%
净利润	157.48	162.41	-3.04%	5.72	29.90	-80.88%
归属于母公司所有者的净利润	157.48	162.41	-3.04%	5.72	29.90	-80.88%

资料来源：长江证券研究部，公司公告

第二，2010年前三季度综合毛利率小幅上升，受快速展店影响费用率水平上升

公司 2010 年前三季度综合毛利率小幅提升了 0.16 个百分点至 20.78%，我们认为综合毛利率的提升反映了随着公司规模扩大，返利等后台收入占比继续提升。

2010 年前三季度公司销售费用率较上年增加 0.53% 至 14.33%，而管理费用 2010 年上半年小幅提升 0.28 个百分点至 3.33%。其中，第三季度费用率水平大幅上升，销售费用和管理费用增速分别高达 22.17% 和 36.98%。我们认为主要因为快速展店带来租金、人工、以及摊销的大幅提升快于同期收入增幅使得费用率出现上升。

同时财务费用 2010 年前三季度为 -2430 万元，主要由于 2009 年下半年 IPO 收到募资款项使得利息收入增加。

此外，因西安解放路店、东莞寮步店经营持续亏损，且在未来合理的期限内难以转为盈利，公司在报告期内关闭了西安解放路店、东莞寮步店，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，这也是三季度单季度净利润出现较大幅度下降的原因。

第三，我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.59、0.71 元。给予“谨慎推荐”评级

我们认为，成功实现跨区域扩张是人人乐最大的亮点，而区域集中发展和物流体系支撑是人人乐跨区域成功发展的关键，同时，公司民营的体制也使得人人乐能够创建合乎市场规律的全新经营模式和管理体制，使公司在激烈的市场竞争中保持了较强的竞争力。

我们认为，公司未来 2-3 年的业绩增长点来自：（1）公司 68 家连锁超市发展项目完成后带来的外延性增长；（2）公司前两年新开店培育期过后形成的增长以及行业复苏带来的内生增长提速。

我们预计人人乐 2010-11 年 EPS 分别为 0.59、0.71 元，但考虑到人人乐未来几年的增长情况以及成功实现跨区域扩张这一亮点，我们给予人人乐谨慎推荐评级。

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业首席分析师。

代薇，长江证券零售行业分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。