

2011-01-11

批发和零售贸易

人人乐 002336-SZ

购置自有物业，有利于湖南地区业务扩张

◇ 事件：公司公告全资子公司长沙市人人乐收购湖南一处资产

◆公告概要：

公司全资子公司长沙人人乐以现金 1.38 亿元收购湖南天骄福邸 B1-4F 楼层，面积 29111.87 平米，该门店评估价值 16919.43 万元。该资产原为人人乐租赁物业，不属于关联交易，但隶属募投项目。本次交易及募投项目实施方式变更还需股东大会批准。

◆购置原租赁物业属一箭双雕之举：

公司选择此时收购原租赁门店，我们认为意义有二：第一，从长远发展战略角度来看，公司通过收购该门店项目，有利于未来门店在湖南地区的迅速扩张。从地区数据来看，截至 1H2010 公司湖南三家门店皆为租赁，收购此门店后，岳麓店将作为未来拓展湖南地区的桥头堡。我们在 IPO 说明书看到，该门店的培育期预计仅为 6 个月，预计 1H2011 年即能盈利。由此我们推断该门店的盈利情况或符合原有公司预期（该门店在湖南地区面积最大，若迅速盈利则能为公司在湖南地区迅速扩张打下较好业绩基础），也是公司选择此时收购该门店的主要原因。乐观推测，公司湖南地区很可能在 1H2011 即突破盈亏平衡线，实现正盈利。第二，短期来看，本次收购资产交付使用后，预计每月新增利润 24 万元以上（原租金减去折旧后剩余金额的税后值），预计全年将节约近 300 万元，能提升 EPS0.0075 元/年。

◆异地拓展道路虽艰难，宝贵地域经验是最大实战财富：

我们在 10 年 9 月 20 日报告中曾经指出，未来公司湖南地区二线城市强攻战略及天津地区加密布局成功概率较大，而上述两地区若能“蜂窝式”加密布局成功，公司未来则在深圳、西安、成都、湖南、天津五个地区站稳脚跟。而成熟门店区域蜂窝式扩张，由于前期成本投入较为固定，因此毛利转化为净利润的边际效用也更明显。我们的观点是超市业态异地扩张道路在短期诚然比较痛苦，但在盈利可控范围内，若不去攻占新地域、抢占市场份额做一个“吃螃蟹”的人，我们认为不利于公司长远外延扩张。鉴于目前中国超市业态竞争差异化较小的特点，我们认为零售业态加强市场份额及规模效应的提升，不失为一种较为积极进取的战略方针。

◆略上调盈利预测，维持增持评级：

我们调整公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.61/0.84/1.06 元（原先为 0.61/0.82/1.02 元）的预测，以 2009 年为基期未来三年 CAGR22.7%，认为公司合理价值在 25.20 元，对应 2011 年 30 倍市盈率。我们认为人人乐此次全资子公司收购一处自有物业，彰显了公司对未来湖南地区开拓以及该地区业绩提升的信心。我们相对看好公司盈利模式趋同于外资超市的毛利率管理能力和未来异地二线城市外延扩张以及成熟地区加密布局的策略，维持增持评级。

◆风险分析：

异地扩张受阻拖累公司整体业绩，公司内生增长复苏低于预期。

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	8,767	10,237	12,372	14,651
营业收入增长率	24.29%	14.07%	16.77%	20.87%	18.41%
净利润（百万元）	231	230	242	335	424
净利润增长率	5.46%	-0.72%	5.45%	38.28%	26.74%
EPS（元）	0.58	0.57	0.61	0.84	1.06
ROE（归属母公司）	30.81%	23.42%	6.42%	8.30%	9.74%
P/E	41	41	39	28	22
P/B	13	10	3	2	2
EV/EBITDA	13	23	22	17	13

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	23.73 元
目标价格	25.20 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

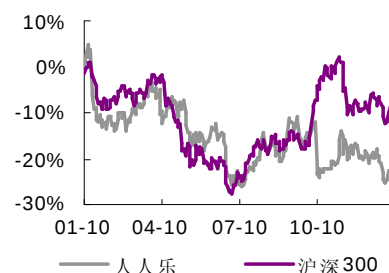
tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	400
总市值(百万元)	9,492
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	35.31/23.20
近 3 月日均成交量(百万股)	3.37

主要股东	深圳市浩明投资管理有限公司
------	---------------

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.90	-16.06	0.00
绝对收益	-6.39	-13.96	0.00

相关报告：

外延门店培育期较长拖累整体业绩——人人乐 2010 年 3 季报点评
 2010-10-26
 内生增长放缓导致 3Q 业绩略有下滑——人人乐业绩预告修正公告点评
 2010-10-14
 变更部分募集项目，不改长期向上趋势——人人乐公告点评
 2010-09-20

图表 1：截至 1H2010 湖南地区门店情况

长沙子公司	公司/门店	成立时间	店龄（年）	面积（平米）	物业	经营期限
1	浏阳店	2009 年 9 月	1.33	11512	租赁	2029 年 9 月
2	马王堆店	2009 年 12 月	1.08	14446	租赁	2029 年 12 月
3	崇尚百货长沙店	2010 年 4 月	0.75	23917.18	租赁	2030 年 4 月

资料来源：公司 IPO 说明书、公司公告、光大证券研究所

图表 2：岳麓店属于湖南地区最大门店

公司招募说明书中湖南募投项目四家门店情况一览

区域	序号	门店	地址	面积 平米	门店进 度	拟投资 额 万元	开业/预 计开业 时间	估计培 育期	计划年 销售额 万元/年
湖南地区	1	衡阳崇业店	衡阳解放东路与蒸湘南路交汇处的崇业广场	12,668	已签约	2,230	2010 年 10 月	18 个月	10768
	2	浏阳香山店	浏阳市劳动中路 19 号香山国际名苑	11,512	已签约	2,026	2009 年 8 月	18 个月	9785
	3	长沙马王堆店	长沙芙蓉区荷花路与马王堆路交汇处东玺门	14,446	已签约	1,589	2009 年 11 月	12 个月	13724
	4	长沙岳麓店	长沙市岳麓区杜鹃路 2 号天骄福邸	24,900	已签约	2,739	2010 年 8 月	6 个月	23655
		合计		63,526		8,584			57931

资料来源：公司 IPO 说明书、光大证券研究所

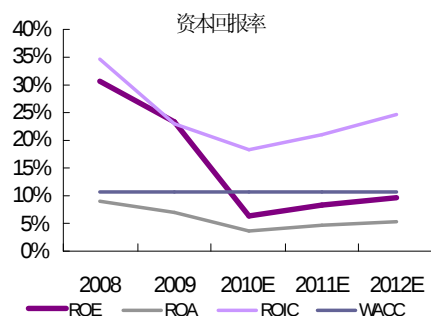
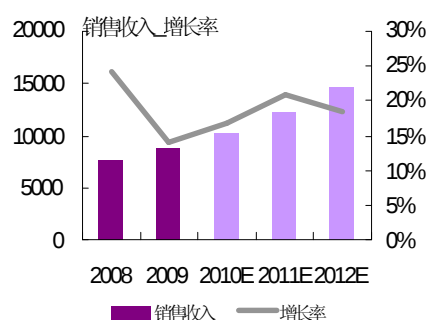
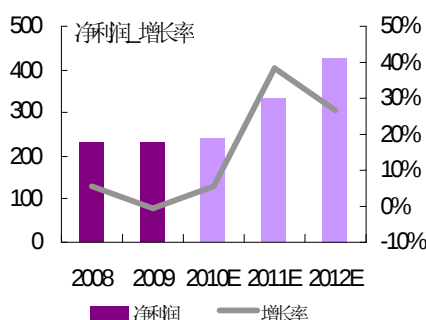
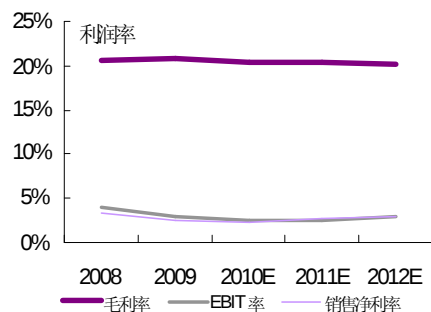
图表 3：公司近期内涵数据增长放缓是 2010 年业绩较弱的主要原因

2006-1H2010 人人乐外延、内涵主要数据情况一览

	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
单店收入 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

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,685	8,767	10,237	12,372	14,651
营业成本	6,110	6,943	8,140	9,855	11,687
折旧和摊销	241	55	70	81	91
营业税费	52	66	82	99	117
销售费用	992	1,234	1,438	1,717	2,004
管理费用	230	267	328	384	425
财务费用	6	7	-29	-45	-46
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	295	248	277	361	462
利润总额	310	259	272	376	477
少数股东损益	22	0	0	0	0
归属母公司净利润	231.27	229.61	242.11	334.80	424.32

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,799	3,311	6,378	7,181	8,064
流动资产	2,177	2,500	5,538	6,322	7,195
货币资金	811	880	3,590	3,924	4,317
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1	1	1	2	2
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	211	289	348	421	498
存货	795	880	1,050	1,273	1,511
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	347	367	416	450	470
无形资产	25	24	24	23	23
总负债	2,049	2,330	2,608	3,148	3,707
无息负债	2,049	2,330	2,608	3,148	3,707
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	751	980	3,770	4,033	4,356
股本	300	300	400	400	400
公积金	5	27	2,662	2,712	2,776
未分配利润	445	653	709	921	1,181
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	352	391	231	458	545
净利润	231	230	242	335	424
折旧摊销	241	55	70	81	91
净营运资金增加	190	82	200	126	153
其他	-310	25	-282	-84	-124
投资活动产生现金流	-549	-322	-100	-100	-100
净资本支出	-25	-24	100	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-525	-298	-200	-200	-200
融资活动现金流	-38	0	2,579	-24	-51
股本变化	0	0	100	0	0
债务净变化	-35	0	0	0	0
无息负债变化	433	282	277	541	559
净现金流	-235	69	2,710	334	393

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.29%	14.07%	16.77%	20.87%	18.41%
净利润增长率	5.46%	-0.72%	5.45%	38.28%	26.74%
EBITDA 增长率	86.98%	-42.86%	2.83%	24.81%	27.67%
EBIT 增长率	3.90%	-15.34%	-2.62%	27.54%	31.51%
估值指标					
PE	41	41	39	28	22
PB	13	10	3	2	2
EV/EBITDA	13	23	22	17	13
EV/EBIT	24	28	28	22	16
EV/NOPLAT	29	32	31	24	18
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	10	7	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	20.50%	20.80%	20.48%	20.35%	20.23%
EBITDA 率	7.05%	3.53%	3.11%	3.21%	3.46%
EBIT 率	3.92%	2.91%	2.42%	2.56%	2.84%
税前净利润率	4.04%	2.96%	2.66%	3.04%	3.25%
税后净利润率 (归属母公司)	3.01%	2.62%	2.37%	2.71%	2.90%
ROA	9.05%	6.94%	3.80%	4.66%	5.26%
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.81%	23.42%	6.42%	8.30%	9.74%
经营性 ROIC	34.72%	23.10%	18.34%	20.93%	24.63%
偿债能力					
流动比率	1.06	1.07	2.13	2.01	1.95
速动比率	67.49%	69.58%	172.37%	160.75%	153.80%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.58	0.57	0.61	0.84	1.06
每股红利	0.00	0.38	0.18	0.25	0.32
每股经营现金流	0.88	0.98	0.58	1.15	1.36
每股自由现金流(FCFF)	0.20	0.46	-0.02	0.34	0.52
每股净资产	1.88	2.45	9.43	10.08	10.89
每股销售收入	19.21	21.92	25.59	30.93	36.63

资料来源：光大证券、上市公司

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。

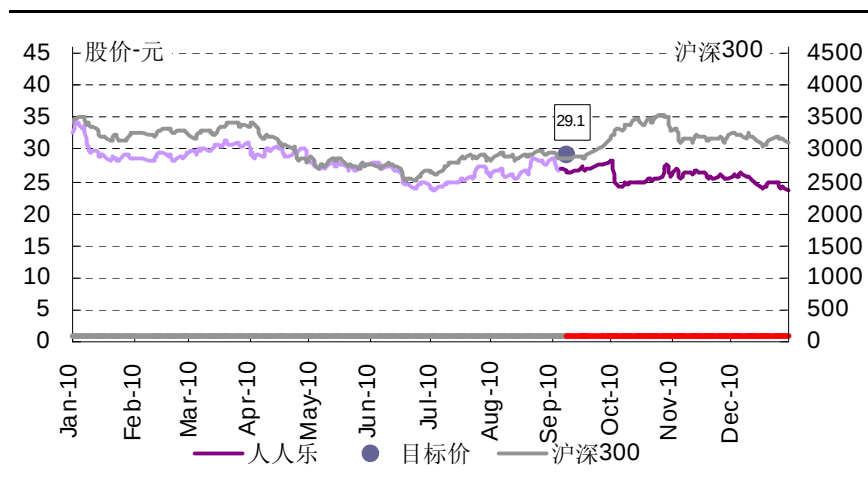
分析师声明

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
2010-10-14	28.15	26.70	增持
2010-10-26	24.88	24.60	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。

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
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@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

风险提示及免责声明

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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。