

人人乐 (002336.sz)

2011 调整之年重点关注费用率变动与华南区改善

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-641

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020002

2010 年业绩回顾

报告期内公司实现营业收入 100.41 亿, 同比增长 14.53%; 实现利润总额 2.79 亿, 同比增长 7.54%; 归属于上市公司股东净利润 2.37 亿, 同比增长 3.22%; 期末摊薄每股收益 0.59 元。报告期内公司新设门店 10 家, 截止到 2010 年底, 公司持续经营门店数量到达 103 家, 经营面积共计 138.19 万平米。

2011 年经营展望

我们预计 2011 年公司经营重点集中在以下三方面: 1、加大百货投入力度, 在公司超市业务已经成功渗透的地区辅以百货业态, 充分利用超市揽客能力发展百货; 2、着力提升门店形象和商品品类组合管理, 以适应不断升级的消费群体; 3、家电业务作出调整, 超市内开家电专卖店, 并配合家电网购共同推进。

投资建议

公司作为全国扩张有成功经验的连锁超市企, 尽管目前面临华南大本营平销过低, 现有团队无法适应新的市场竞争环境等困难, 但公司目前资金优势明显, 如果能顺利实现华南地区改善和内部转型仍有望成为行业领先者, 但考虑到扩张阶段过程中成本费用和今明两年将面临亏损门店处理, 我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 119 亿、154 亿和 196 亿, 分别增长 19.1%、29.4%和 27.3%, EPS 分别为 0.72 元、0.91 元和 1.19 元。给予 30XPE, 对应 12 个月目标价 22 元, 持有评级。

风险提示

亏损门店处置产生的一次性费用; 二三线城市渠道下沉所需培育期过长

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8767	10041	11900	15405	19679
增长率(%)	14.1%	14.5%	18.5%	29.5%	27.7%
EBITDA(百万元)	422	415	375	501	672
净利润(百万元)	230	237	288	365	477
增长率(%)	-0.7%	3.2%	21.7%	26.6%	30.6%
每股收益(元)	0.77	0.59	0.72	0.91	1.19
市盈率	0.0	41.8	30.9	24.4	18.7
市净率	0.0	2.8	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	-2.1	16.3	14.5	10.1	6.6

数据来源: 人人乐连锁商业集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	22.28
目标价格(元)	22.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-4.50%	-5.87%	-25.68%
沪深 300	3.26%	7.31%	-0.76%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	400.00/100.00
主要股东:	
深圳市浩明投资管理有限公司	
主要股东持股比例	48.75%

财务比率

ROE	6.60%
ROA	5.02%
资产负债率	44.28%
每股净资产(元)	8.98
2010 年报数据	

2010年业绩回顾

近日（2011年4月10日）人人乐公布了公司2010年度报告，报告期内公司实现营业收入100.41亿，同比增长14.53%；实现利润总额2.79亿，同比增长7.54%；归属于上市公司股东净利润2.37亿，同比增长3.22%；期末摊薄每股收益0.59元。

门店数量拓展放缓、尝试业务组合创新

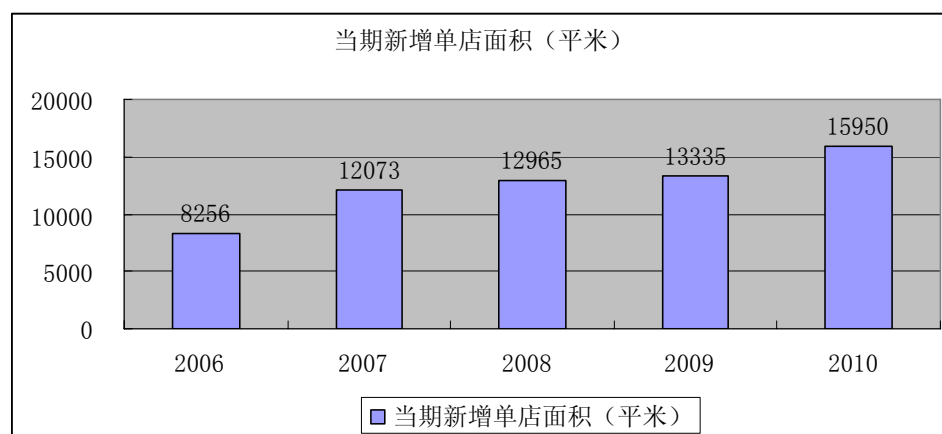
报告期内公司新设门店10家，截止到2010年底，公司持续经营门店数量到达103家，经营面积共计138.19万平米，平均单店面积1.34万平米/店。另有9家新店由于工程交付等原因推迟到2011年初开出。虽然公司当年新开门店数量较之前有所放缓，但新开单店面积提升至1.59万平米/每店，为公司组合业态的尝试提供了基础。

表 1：公司报告期末门店分布

战略区域	进入时间	城市	2010 年末门店数
华南	1994	深圳	27
		其他	24
西北	2000	西安	19
		其他	3
西南	2003	成都	13
		其他	8
华北	2003	天津	9
		其他	0
合计			103

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图1：人人乐2006年-2010年新增单店面积统计



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

由于省级中心城市的优质物业越来越稀缺，公司未来会适当提高渠道下沉比例，在省级二三线城市以城市综合体模式进行扩张，进一步加大百货的投入力度，充分发挥超市业态的揽客能力，实行多业态配合发展。报告期内新开10家门店中，大百货与大超市业态组合2家，大超市与大租赁百货组合有2家，专业百货1家。渠道下沉和业态组合不会改变公司超市业务全国性扩张的基本战略部署。

表 2：公司 2010-2011Q1 业态创新和渠道下沉门店例举

门店	地区	物业情况	面积(万平方米)	开业时间
乐山嘉定购物广场	四川乐山	租赁	1.29	2010.2.5
高新购物广场	陕西宝鸡	租赁	0.95	2010.8.18
长鸿花园购物广场	广东河源	租赁	2.08	2010.10.22
郴州购物广场	湖南郴州	租赁	1.85	2010.12.8
新源天街购物广场	河北廊坊	租赁	1.52	2011.1.15
陈江购物广场	广东惠州	租赁	1.89	2011.1.26
富豪兴城购物广场	广西桂林	租赁	1.58	2011.1.27

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

毛利率稳中微升、费用率再创新高

公司报告期内综合毛利率 20.81%，较去年小幅上升 0.01 个百分点，通过考察分品类数据，食品类和日杂文体类，毛利率水平得益于 2010 年温和通胀分别上升 0.59 和 0.47 个百分点，而百货专柜类、家电类由于扩大经营规模，公司在毛利率方面进行了一定程度折让，使得该两类品类主营毛利率水平分别下降 0.92、0.74 个百分点。

表 3：分业务毛利率分拆

类别	主营业务收入	主营业务成本	主营业务毛利率	主营毛利率比上年变动
食品类	321648	288625	10.27%	0.59%
生鲜类	174480	163419	6.34%	-0.51%
洗化类	133532	118968	10.91%	-0.10%
家电类	69199	65724	5.02%	-0.74%
针纺类	51797	40321	22.16%	0.02%
日杂文体类	43762	33628	23.16%	0.47%
百货专柜类	99767	83947	15.86%	-0.92%
合计	894188	794691	11.13%	0.01%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2010 年公司销售费用和管理费用在扩张背景下迅速增长，其中超过收入增长的主要项目有人力成本、物业租金折旧和广告宣传费用。报告期人力成本已经占到营业收入的 4.6%，位于行业中等偏上水平，公司 2010 年租售比达到 4.9%，已经对利润产生很大折损，同时对公司布局一线城市优质物业的战略也产生一定消极影响。我们将重点关注公司在今后一段时间内该数值的变化。

表 4：期间费用重要项目分拆

	2010	2009	增长率
人力成本	45541	38538	18.17%
租金+折旧	49121	41723	17.73%
长期待摊费用	10923	10518	3.85%
水电费	21157	20588	2.76%
广告策划	14775	9536	54.94%
招待+差旅等	4076	3195	27.57%
合计	145593	124098	17.32%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

建设四大配送中心，为全国布局奠定物流基础

公司目前在天津、成都以及西安均设有配送中心，但规模有限且均为租赁。广州新建配送中心目前已基本完成。完成后，将把深圳目前正在使用的配送中心迁移到广州，深圳原址新建大卖场。未来天津、西安以及成都的配送中心也均将采用自购土地自建配送中心的方式运作。管理层预计届时四大配送中心（广州、西安、成都、天津）可以完成全国门店的配送任务。

公司目前自有后台配送比例约为40%，未来几年随着物流体系建设，逐步将这一数据提升至90%，同时公司未来也将依托这四大配送中心进行网点扩张，形成后台供应与前台扩展的良性配合。自建物流中心的投入与成熟，不仅有助于公司摆脱供应商物流缺货的制约，还能通过更低的商品进价提升综合毛利水平。

2011年经营展望

加大百货投入力度

截至到2010年底，公司共有专业百货业态3家，其余百货业态都是通过嵌入超市业态物业来寻求发展，这种已有的发展模式阻碍了百货业态的升级。2011年公司计划加大百货投入力度，在一线城市以“大卖场+大百货”形式发展，表现形式为在公司超市卖场旁边寻找物业进行专业百货门店拓展，这样既能发挥超市的集客能力，充分利用客流的消费潜力，也能通过百货业务来降低公司的费用水平，提升业绩，平衡中短期股东利益。但我们认为公司的百货战略需要以在一线城市寻找到合适物业为基础，在一线城市优质物业日益稀缺的背景下实行难度较大，或将进一步拉高公司租售比，该战略的实施效果有待观察。公司在二三线城市的百货业务主要考虑以城市综合体模式进行扩张，由于二三线城市居民消费能力低，公司尽量通过组合业态来最大程度发挥商业体的影响力和辐射程度。

积极提升门店形象

公司2011年的另一重点规划为积极改善门店形象，着力改变之前门店形象定位稍低的问题。公司管理层每个季度会就门店整体装修、店内品类配置等涉及到消费者印象的问题开专题会议来探讨改善和解决，如店内动线设计、生鲜卖相保障和周边出租业态的商铺选择，都尽量和公司已有的超市定位配合，共同锁定目标人群，已经取得了良好效果。

家电业务作出调整

2010年公司家电业务收入约为5-6亿，在大卖场内主要以联营形式来收取扣点。2011年公司将对大家电品类作出适当调整，管理层表示将尝试在超市大卖场内开设家电专卖店，以出租店面形式在不同超市内设立不同品牌家电专卖店，同时公司积极展开网上家电经营业务，以门店库存作为客户实地取货（或物流上门运送）之用，网上的销售份额公司赚取进销差价，实体店则收取供应商租金。公司计划以这两种模式扩大家电业务收入比重。公司在前海的一个专营家电的卖场已经开业，经营面积7000多平米，是原有超市店面拓展而得。该店面主要作为公司培训家电业务销售人员的实验性门店，未来不会大规模开设家电卖场，避免和国内已有的家电零售商构成直接竞争。

盈利预测与投资建议

盈利预测

假设：

(1)、公司2011-2013年新开门店数分别为22家、23家和24家，新开单店面积位于1.42-1.51万平米/店之间；

(2)、公司未来三年综合毛利率分别为20.85%、20.90%和20.95%，规模优势随着收入的提升而进一步显现；

(3)、由于公司尚处于快速扩张期和超市行业国内激烈的竞争环境，未来期间费用率仍处于较高水平；

表 5：公司盈利预测主要假设

项目	2011	2012	2013
未来新开门店数量	22	23	24
当年新开门店单店面积（万m ² ）	1.42	1.45	1.51
综合毛利率	20.85%	20.90%	20.95%
销售费用率	14.50%	14.45%	14.40%
管理费用率	3.05%	3.05%	3.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

投资建议

公司作为全国扩张有成功经验的连锁超市企，尽管目前面临华南大本营平销过低，现有团队无法适应新的市场竞争环境等困难，但公司目前资金优势明显，如果能顺利实现华南地区改善和内部转型仍有望成为行业领先者，但考虑到扩张阶段过程中成本费用和今明两年将面临亏损门店处理，我们预计公司2011-2013年营业收入分别为119亿、154亿和196亿，分别增长19.1%、29.4%和27.3%，EPS分别为0.72元、0.91元和1.19元。给予30XPE，对应12个月目标价22元，持有评级。

风险提示

亏损门店处置产生的一次性费用；二三线城市渠道下沉所需培育期过长

资产负债表

单位：百万元

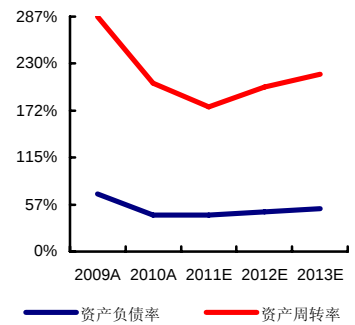
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,500	5,330	5,568	6,461	7,732
货币资金	880	3,144	3,489	3,867	4,503
应收及预付	402	528	547	708	904
存货	880	1,198	1,032	1,335	1,705
其他流动资产	338	461	500	550	620
非流动资产	811	1,116	1,455	1,833	2,141
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	367	375	402	459	518
在建工程	104	255	355	475	575
无形资产	284	398	608	804	949
其他长期资产	56	88	90	95	100
资产总计	3,311	6,446	7,024	8,294	9,874
流动负债	2,329	2,854	3,142	4,047	5,150
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,269	2,778	3,062	3,962	5,058
其他流动负债	60	76	80	85	92
非流动负债	2	0	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	0	2	2	2
负债合计	2,330	2,854	3,144	4,049	5,152
股本	300	400	400	400	400
资本公积	2	2,476	2,476	2,476	2,476
留存收益	679	716	1,004	1,369	1,846
归属母公司股东权益	980	3,591	3,880	4,245	4,722
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3,311	6,446	7,024	8,294	9,874

利润表

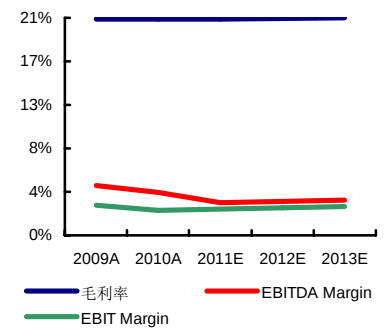
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8767	10041	11900	15405	19679
营业成本	6943	7951	9419	12185	15556
营业税金及附加	66	76	93	120	153
销售费用	1234	1459	1726	2226	2834
管理费用	267	310	363	470	590
财务费用	7	-34	-31	-35	-39
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	248	277	331	438	584
营业外收入	17	22	18	19	21
营业外支出	6	21	6	7	8
利润总额	259	279	343	451	596
所得税	30	42	55	86	119
净利润	230	237	288	365	477
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	230	237	288	365	477
EBITDA	422	415	375	501	672
EPS (元)	0.77	0.59	0.72	0.91	1.19

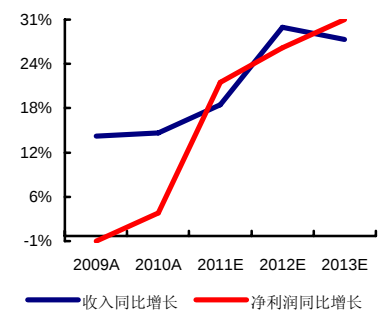
资产负债率趋势



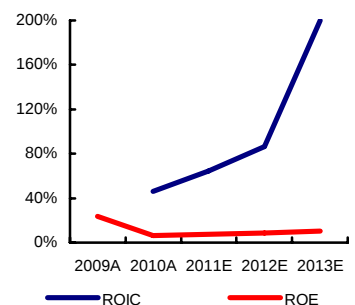
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

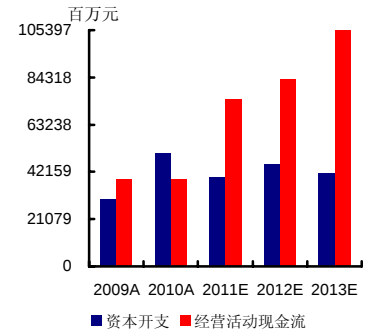
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	391	391	744	836	1,054
净利润	230	237	288	365	477
折旧摊销	165	172	75	97	127
营运资金变动	29	13	395	391	468
其它	-33	-31	-14	-17	-17
投资活动现金流	-322	-507	-401	-458	-418
资本支出	-299	-507	-401	-458	-418
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-23	0	0	0	0
筹资活动现金流	0	2,379	2	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	2	0	0
股权融资	0	2,582	0	0	0
其他	0	-203	0	0	0
现金净增加额	69	2,264	345	378	636
期初现金余额	811	880	3,144	3,489	3,867
期末现金余额	880	3,144	3,489	3,867	4,503

主要财务比率

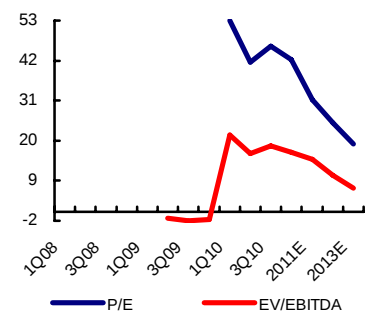
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	14.1%	14.5%	18.5%	29.5%	27.7%
营业利润	-16.1%	11.9%	19.4%	32.4%	33.1%
归属于母公司净利润	-0.7%	3.2%	21.7%	26.6%	30.6%
获利能力					
毛利率	20.8%	20.8%	20.9%	20.9%	21.0%
净利率	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
ROE	23.4%	6.6%	7.4%	8.6%	10.1%
ROIC	—	46.3%	64.4%	86.6%	199.7%
偿债能力					
资产负债率	70.4%	44.3%	44.8%	48.8%	52.2%
净负债比率	-89.8%	-87.5%	-89.9%	-91.1%	-95.4%
流动比率	1.07	1.87	1.77	1.60	1.50
速动比率	0.65	1.38	1.38	1.21	1.11
营运能力					
总资产周转率	2.87	2.06	1.77	2.01	2.17
应收账款周转率	8814.71	2871.19	365.00	365.00	365.00
存货周转率	8.29	7.66	9.13	9.13	9.13
每股指标 (元)					
每股收益	0.77	0.59	0.72	0.91	1.19
每股经营现金流	1.30	0.98	1.86	2.09	2.63
每股净资产	3.27	8.98	9.70	10.61	11.80
估值比率					
P/E	0.0	41.8	30.9	24.4	18.7
P/B	0.0	2.8	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	-2.1	16.3	14.5	10.1	6.6

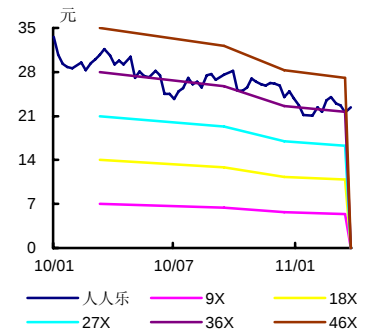
资本支出与经营活动现金流



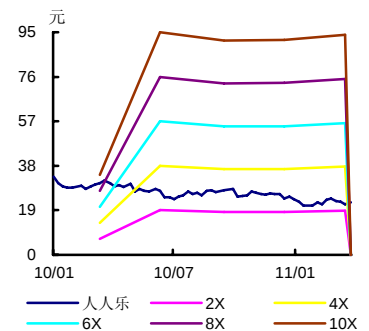
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，研究助理，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zimeng@gf.com.cn，021-68825985。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-423。

相关研究报告

2011 年仍是调整年,华南区能否改善是业绩好转的根本_公司调研简报	刘旭	2011-03-21
人人乐 (002336.sz)_新股发行与上市定价报告	欧亚菲	2009-12-29

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。