

人人乐 002336-SZ

扩张是最好的防御，巩固经营优势地区

◇ 事件：公司公告变更部分募投项目及使用超募资金建设一配送中心公告

◆公告梗概：

1) 董事会通过公司将以广东花都狮岭、深圳沙井等 7 家门店替代 IPO 披露的广东深圳吉祥店等 7 家门店，本次变更将导致连锁超市发展项目面积增加 4.28 万平米，投资规模增加 7190 万元，超额部分由公司自有资金解决。2) 董事会通过公司计划使用 7981 万元超募资金投资建设西安配送中心常温仓（1 号库）的决议，项目实际投资如不足将使用自有资金补足。上述两方案待临时股东大会批准后实施。

◆变更募投项目：扩张是最好的防御

正如我们之前点评所述，目前中国 A 股超市板块仍然处于跑马圈地以规模优势取胜的初级阶段，因此公司七家门店因出租人未能按期交付租赁房产及租赁合同条款不一致原因选择变更募投项目持续扩张，通过“蜂窝式”策略加强外延门店建设，一方面避免了 IPO 项目实施进度的拖延，同时也提高了募集资金的使用效率。我们认为目前中国各超市公司的版图扩张意愿均较为强烈，而鉴于超市业态净利率较低的现状，通过规模优势积累一定的上下游议价能力，以毛利润/净利润的绝对值上升扩大利润是较为行之有效的方式之一。扩张就是最好的防御，在和同行业竞争的策略上，鉴于公司在传统深圳、西安、成都和天津地区的跨区域经营已经取得较为成熟的经验，我们认为未来如何将异地扩张的成功经验复制其他区域是决定未来公司成长性的关键因素。

◆加大后台物流建设，巩固经营优势地区：

公司目前在西北区域已开业 21 家门店，盈利能力居所有区域之冠（2010 年不含咸阳地区 3 家门店，西安地区 17 家门店净利润 1.42 亿，占公司净利润 60.12%）。我们认为未来西北地区仍是公司经营的重点加密布局的区域。未来西安配送中心计划 60 个出货口，每个出货口每天将拣出 2 至 2.5 个货柜，满足 50 家门店的常温商品配送工作，有助于解决目前因为配送能力瓶颈制约老店经营和公司西北地区发展的问题，有效提升公司在西北地区的商品配送、资源整合能力和议价能力，从而提高公司的盈利水平和综合竞争实力。我们认为未来超市全行业都将加大后台的物流配送建设，配送中心项目虽有一定的超前性（50 家门店容量），短期可能造成资产使用效率下滑，但从长期来看有利于公司在西北地区继续保持较强的竞争力。

◆维持增持评级，6 个月目标价 21 元：

我们维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.70/0.91/1.21 元的预测，以 2010 年为基期未来三年 CAGR26.8%，鉴于目前 A 股市场的估值水平，我们略下调公司 6 个月目标价至 21 元，对应 2011 年 30 倍市盈率。公司短期业绩反转是否形成，需要通过目前异地西北、西南、华北等地区销售盈利能力复苏的确认，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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	8,767	10,041	12,450	15,121	17,926
营业收入增长率	14.07%	14.53%	23.99%	21.46%	18.55%
净利润（百万元）	230	237	278	364	486
净利润增长率	-0.72%	3.22%	17.37%	30.81%	33.49%
EPS（元）	0.57	0.59	0.70	0.91	1.21
ROE（归属母公司）	23.42%	6.60%	7.58%	9.02%	10.75%
P/E	34	33	28	21	16
P/B	8	2	2	2	2
EV/EBITDA	18	18	21	16	12

维持

增持

当前价格	19.39 元
目标价格	21.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

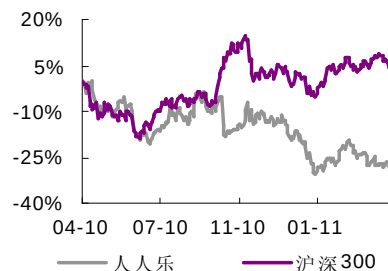
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	400
总市值(百万元)	7,756
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	28.98/19.21
近 3 月日均成交量(百万股)	2.11
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	-0.31	-3.05	-34.93
绝对收益	-8.71	-7.50	-25.75

相关报告：

人人乐：业绩略低于预期，税率变动和资产减值调整是主因——1Q2011 季报点评

..... 2011-04-20

人人乐：业绩符合预期，经营走出谷底——2010 年年报点评

..... 2011-04-11

人人乐：业绩符合预期，期待来年大展宏“兔”——2010 年业绩快报点评

..... 2011-02-01

图表 1：此次公司变更募投项目门店情况一览表

区域	原计划 门店	原计划 面积 平米	原定拟 投资额 万元	替代门店	替代计划 面积 平米	替代拟投 资额 万元	替代租 赁期	替代店开业时 间
广东 地区	廉江店	8,307	1,427	花都狮岭 店	17290	2558.92	20 年	2011 年 11 月
	深圳吉 祥店		880	深圳沙井 店	11433.88	1692.21	20 年	2011 年 9 月
陕西 地区	西安自 强中菲	10,800	1,901	西安明宫 新城店	22000	3256	20 年	2011 年 12 月
广西 地区	柳州胜 利店	5,674	999	柳州时代 广场店	13297.56	1968.04	15 年	2011 年 10 月
天津 地区	保山店	13,000	1,430	蓝岸广场 店	16000	2368	20 年	2011 年 11 月
	宁河店	13,000	1,430	海天馨苑 店	17831.6	2639.08	18 年	2011 年 9 月
	虹畔大 厦	5,903	649	富贵嘉园 店	9619.7	1423.72	18 年	2011 年 12 月
合计		64,684	8,716		107472.7	15905.97		

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 2：西安配送中心常温仓（1 号库）具体费用明细

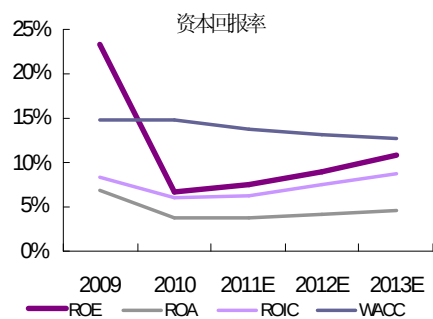
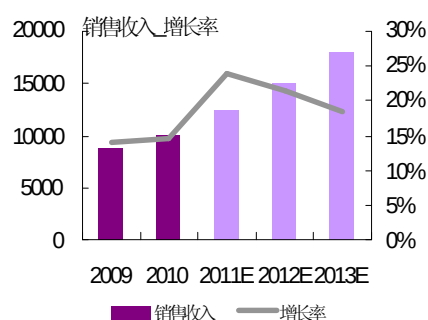
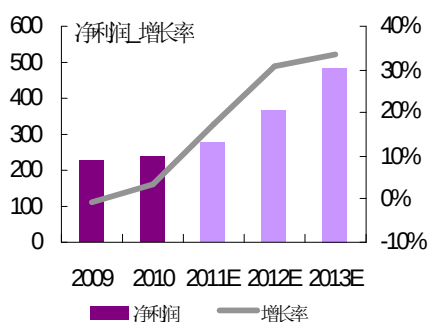
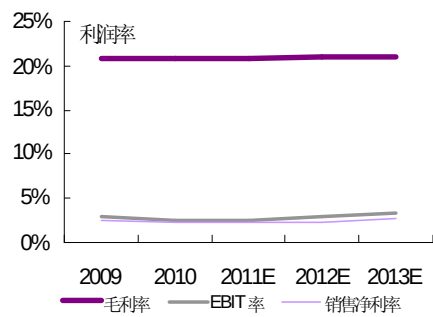
序号	项目名称	计价标准		计划金额 (单位: 万元)
		建 设 规 模 (平方米)	单 位 造 价 (元/平方米)	
1	配套用房工程	1868	1365	255
2	仓库工程基础及室内地面工程	19500	480	936
3	仓库钢结构工程	19500	430	839
4	室内水电安装工程	21368	168	359
5	室外水电安装工程	55338	136.5	755
6	室外道路工程	30731	315	968
7	消防工程及消防卷帘门工程	21368	380	812
8	围墙大门等配套工程	4750	590	280
9	绿化工程	55338	30	166
10	环保工程			60
11	高低压及进户电缆工程			550
12	配送设备			2000.88
	合 计			7980.88

资料来源：公司公告、光大证券研究所

相关报告:

- 20100920 变更部分募集项目，不改长期向上趋势--人人乐公告点评
- 20101014 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
- 20101026 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
- 20110111 人人乐：购置自有物业，有利于湖南地区业务扩张--公司公告点评
- 20110201 人人乐：业绩符合预期，期待来年大展宏“兔”----公司 2010 年业绩快报点评
- 20110411 人人乐：业绩符合预期，经营走出谷底---2010 年年报点评
- 20110420 人人乐：业绩略低于预期，税率变动和资产减值调整是主因---1Q2011 季报点评

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,767	10,041	12,450	15,121	17,926
营业成本	6,943	7,951	9,852	11,960	14,154
折旧和摊销	55	45	87	115	138
营业税费	66	76	100	121	143
销售费用	1,234	1,459	1,799	2,162	2,536
管理费用	165	172	386	446	502
财务费用	7	-34	-21	2	17
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	248	277	327	428	572
利润总额	259	279	327	428	572
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	229.61	237.01	278.18	363.89	485.78

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,311	6,446	7,501	8,955	10,452
流动资产	2,500	5,330	6,206	7,575	9,010
货币资金	880	3,144	3,735	4,536	5,378
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1	6	2	2	3
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	289	322	423	514	609
存货	880	1,198	1,273	1,547	1,832
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	367	375	630	755	847
无形资产	24	61	60	58	57
总负债	2,330	2,854	3,832	4,922	5,932
无息负债	2,330	2,854	3,330	4,016	4,728
有息负债	0	0	502	905	1,204
股东权益	980	3,591	3,670	4,034	4,519
股本	300	400	400	400	400
公积金	27	2,532	2,560	2,596	2,645
未分配利润	653	659	710	1,037	1,474
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	391	391	564	595	754
净利润	230	237	278	364	486
折旧摊销	55	45	87	115	138
净营运资金增加	298	423	536	687	728
其他	-192	-314	-337	-571	-597
投资活动产生现金流	-322	-507	-300	-200	-200
净资本支出	299	507	300	200	200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-622	-1,013	-600	-400	-400
融资活动现金流	0	2,379	327	406	287
股本变化	0	100	0	0	0
债务净变化	0	0	502	404	299
无息负债变化	282	524	476	686	712
净现金流	69	2,264	591	801	841

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.07%	14.53%	23.99%	21.46%	18.55%
净利润增长率	-0.72%	3.22%	17.37%	30.81%	33.49%
EBITDA 增长率	-0.49%	-1.18%	-7.92%	38.69%	33.09%
EBIT 增长率	-15.34%	-4.45%	-19.85%	40.55%	36.69%
估值指标					
PE	34	33	28	21	16
PB	8	2	2	2	2
EV/EBITDA	18	18	21	16	12
EV/EBIT	21	20	27	20	15
EV/NOPLAT	34	37	32	24	18
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	20.80%	20.81%	20.87%	20.90%	21.04%
EBITDA 率	4.79%	4.14%	3.16%	3.61%	4.05%
EBIT 率	2.91%	2.43%	2.46%	2.84%	3.28%
税前净利润率	2.96%	2.78%	2.63%	2.83%	3.19%
税后净利润率 (归属母公司)	2.62%	2.36%	2.23%	2.41%	2.71%
ROA	6.94%	3.68%	3.71%	4.06%	4.65%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.42%	6.60%	7.58%	9.02%	10.75%
经营性 ROIC	8.27%	5.98%	6.24%	7.40%	8.73%
偿债能力					
流动比率	1.07	1.87	1.62	1.54	1.52
速动比率	69.58%	144.79%	128.89%	122.70%	121.26%
归属母公司权益/有息债务	-	-	7.32	4.46	3.75
有形资产/有息债务	-	-	14.06	9.40	8.31
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.57	0.59	0.70	0.91	1.21
每股红利	0.38	0.50	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.98	0.98	1.41	1.49	1.89
每股自由现金流(FCFF)	-0.51	-1.38	-1.20	-1.01	-0.72
每股净资产	2.45	8.98	9.17	10.08	11.30
每股销售收入	21.92	25.10	31.12	37.80	44.81

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 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。

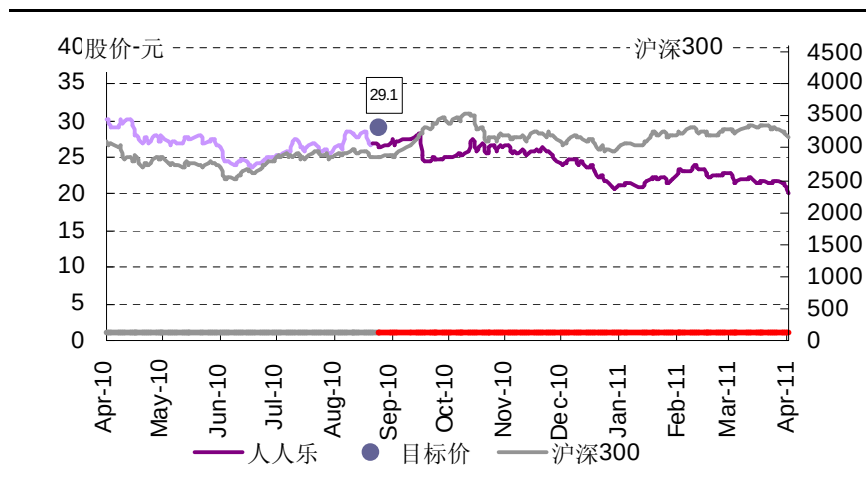
分析师声明

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, 本证券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
2011-01-11	23.73	25.20	增持
2011-01-31	21.32	25.20	增持
2011-04-11	22.28	24.00	增持
2011-04-20	21.37	24.00	增持

资料来源: 光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

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
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@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

本证券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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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（以下简称“本公司”）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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。