

人人乐 (002336.sz)

门店及销售稳定扩张、关店或影响中报业绩

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-8641 eMail: oyf@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020002

瞿猛 分析师

电话: 021-68825985 eMail: zimeng@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511050001

2 季度门店稳健扩张、发力综合业态

公司 2 季度分别在福建、广东、重庆、四川新开 5 家门店, 加上一季度新开门店, 上半年总计展店 13 家, 其中多家为百货、超市及家电的综合体, 体现了公司由主营超市业务向运营组合业态综合体方面转变。公司现在仅有赛高店为自有物业, 其余物业均为租赁, 租售比维持在去年 4% 水平, 广州配送中心即将于 10 月份投入营运。

销售增长符合预期、关店影响中报有所体现

公司 2011 年上半年销售整体增长 20 多个点, 其中可比同店增幅 8-9 个点。按区域划分, 同店收入增长最高的为广西, 依次为西北、西南、天津和华南。我们认为上半年销售以外延式增长为主, 量价分析方面, 公司口径下统计客流量保持稳定, 客单价迅猛增长。重庆区域今年可以实现扭亏, 福建地区受关店影响, 或对中报业绩产生折损。我们认为公司持续投入门店经营改造及品类管理成本不断加大, 但效果尚需观察。

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、增长艰难、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及品牌积累优势明显, 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 18%、29% 和 27%, EPS 分别为 0.68 元、0.79 元和 0.99 元。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	368	480	624
净利润(百万元)	230	237	271	316	398
增长率(%)	-0.7%	3.2%	14.5%	16.5%	25.7%
每股收益(元)	0.77	0.59	0.68	0.79	0.99
市盈率	0.0	41.8	32.8	28.2	22.4
市净率	0.0	2.8	2.3	2.1	1.9
BV/EBITDA	-2.1	16.3	16.0	12.4	9.6

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

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

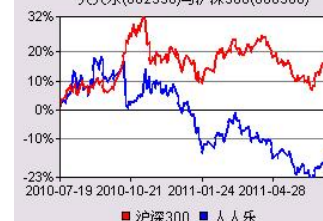
公司评级

持有

当前价格(元)	20.36
目标价格(元)	22.00
前次评级	持有

股价走势

人人乐(002336)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	11.99%	-3.85%	-12.34%
沪深 300	8.19%	-6.85%	19.60%

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

近日我们走访了总部位于深圳的人人乐超市，就投资者关心的公司上半年来经营状况及未来发展战略规划等问题与公司管理层进行了交流，本次调研纪要如下：

上半年稳健推进门店扩展

二季度新开5家门店、发力组合业态综合体

公司2011年2季度新开了5家门店，具体门店分别为：重庆永川1.2万平米超市（1.7万平米专业百货部分1季度已经开出）、厦门翔安1.5万平米超市，成都华阳1.5万平米超市，南海西桥2万多平米超市，深圳龙华1.7万平米专业百货（超市部分将于3季度开出）。

公司今年新开单店体量相对较大，大部分物业是2-3万平米（建筑面积）的体量，体现了公司经营思路有所调整：过去主营超市行业，受制于人力成本上涨和租金压制等因素，利润相对较薄，而且1、2线城市优质物业越来越稀缺，故公司现有战略思路逐步向在3、4线城市投建综合体过度，加大百货投入力度，进行超市、百货、家电的业态组合，依靠超市客流来带动百货销售，故百货也定位中端。从去年以来观察，运作良好。在公司2季度新开的5家门店中，计划设计为百货+超市业态综合体的有重庆永川店和深圳龙华店、下半年即将开出的湖南衡阳店也属此类，都体现了进一步加大渠道下沉及组合业态的发展思路调整。

加上公司1季度开出的9家门店，2011年上半年共计开出13家门店（重庆永川超市+百货算为一家），根据公司门店拓展计划，下半年开店数目预计为20家，实际开店情况还需根据物业交付时间确定，公司在拿到物业后即进店装修。一般来说若需年底前开业，至少要三季度开始进场装修。据统计，公司现在已经或即将进场的门店有10家左右，故我们预计下半年至少可以开出15家门店，即保持全年28家-30家的门店拓展速度。

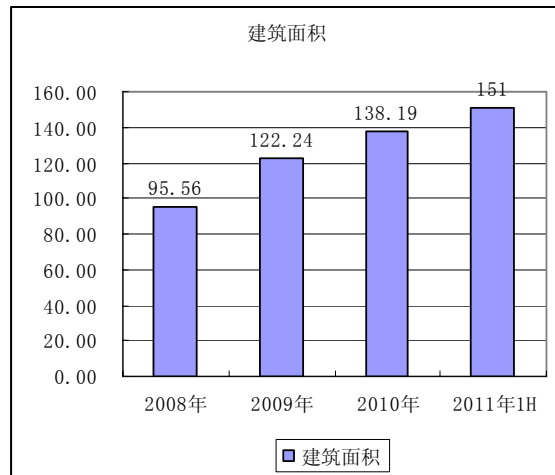
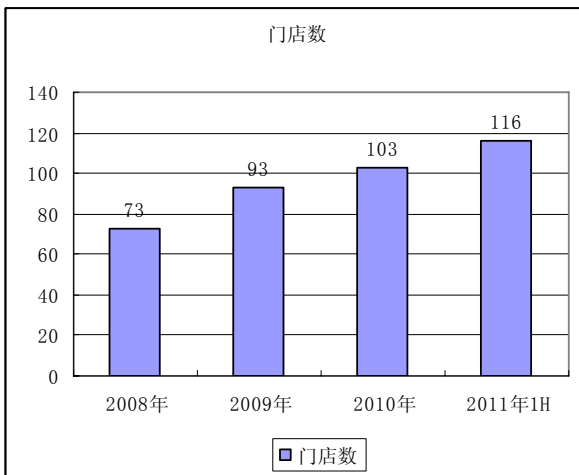
表 1：公司 2 季度新开门店及定位

门店名称	建筑面积（万 m ² ）	定位
重庆永川店	2.9	购物中心
厦门翔安	1.5	大卖场
成都华阳	1.5	大卖场
南海西桥	2	大卖场
深圳龙华	2.8	购物中心

数据来源：公司调研、广发证券发展研究中心

图1：公司2008-2011年上半年门店扩展

图2：公司2008-2011年上半年营运面积统计



数据来源：公司调研、广发证券发展研究中心

租售比仍维持高位、广州配送中心即将运营

公司现在仅有赛高店为自有物业，其余物业均为租赁，与公司对现有中国零售业跑马圈地的判断加速开店扩张的运营思路保持一致。租售比2010年为4.02%，今年一季度维持去年水平，现在新开门店平均租金为1-1.2元/天/平米左右，根据城市不同有所浮动，公司口径综合计算结果为30元/月/平米。现有门店中15年和20年租约居多，租约中规定租金每年平均涨幅3%左右。

公司即将运营的广州物流配送中心和在建的西安、成都配送中心为自有地块，天津物流配送中心已经买下建设用地，即将开建。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。

销售增长符合预期、关店影响中报有所体现

整体销售稳定增长、华南区改善仍有待观察

公司2011年上半年销售整体增长20多个点，其中可比同店增幅8-9个点。按区域划分，同店收入增长最高的为广西（同店接近20个点），依次为西北、西南、天津和华南（华南地区增速为5个点左右，扣除通胀因素实际为下降）。

数据显示上半年可比增长并不高，扣除通胀因素后，有些区域同店出现下降。量价分析方面，公司口径下统计客流量保持稳定，客单价迅猛增长：其中西北、西南区域客单价增长可接近百分之二十；华北区域客流平稳；华南区域客流出现下降，主要因为金融危机导致工厂搬走，附近工商业人气还没有恢复，同时深圳地区竞争激烈，除了传统的沃尔玛、华润，新进入者大润发也加大了在华南地区的投入力度，公司与以上竞争者比起来并无优势。

公司也在不断进行商品结构调整和分析等工作，从细节上着手改变经营管理水平，公司专门成立了一个品类管理部，2010年将深圳和西安的品类管理作了一遍，今年将拓展到整个公司门店中去。近半年来通过数据分析发现非食品类增长较快，其中洗化和休闲食品增速靠前，也证明门店顾客中中高端人群占比在逐渐上升，门店改造等方面努力

初见成效。另外公司在新开店投入也有所增长，现每平米装修成本在500-600元，外在300元/平米左右其他成本，投入较过去明显增加。生鲜在2010年和今年上半年中收入占比有所下降，主要和公司生鲜定位有关。现阶段公司在生鲜方面联营出租为主，聚集客流，辅助其他商品的销售。

我们认为公司在门店购物环境改善及后台管理方面投入上不断增强，但具体效果还需观察，如何增加客流量、突出自身在众多竞争对手的优势所在是未来一段时间管理层需要面对解决的问题，否则随着下半年通胀的走稳回落，客单价的迅猛增长也将告一段落。

重庆湖南扭亏进展顺利、福建关店或影响中报

截止到2010年，公司亏损区域主要有重庆、湖南和福建。重庆今年业绩将全面改善，湖南是今年公司的工作重点，规划每月逐渐减亏，争取今年年底或明年年初做到单月会计盈利，2012年实现湖南区域的全面盈利。

福建方面开业以来一直持续亏损，各种原因所致：（1）福建经济发展不平衡，厦门岛内最发达，但物业稀缺，竞争惨烈。（2）福建省内门店较少，未能形成集群效应。由于子公司晋江人人乐累计亏损较大，公司已于1季度出于谨慎性原则冲回递延所得税资产，相应增加了当期所得税费用621万，并于2季度公司关闭了晋江店，将产生一次性关店费用进中报损益，从而对中报业绩造成影响。预计福建区域的亏损仍将延续一段时间。

关于其他区域的拓展情况，公司正在江西等省份就物业问题进行商谈，预计明年会进行新的省份，重新开始扩张。

超市领导更换为公司带来积极影响

超市事业部主管宋总（宋涛）上任以来，超市事业部独立性更强，从之前的分散化经营向集中化经营转变。由于宋总之前做过采购，了解整个采购进价和营运定价的变动关系，现在事业部更多的从采购与运营的综合角度去做决策判断和营运考核。

公司过去采购和营运两套班子，采购管进价（考核标准也为购进价格的行业比较），营运管售价。和供应商谈判权力及商品定价权主要在店长，单店的竞争策略也主要由店长来定。随着公司近年来规模的快速扩张，管理的流程规范已经逐渐跟不上企业发展，产生了各种利益外流及定价策略盲目等问题。公司现在主抓总部集权，对绝大部分品类统一采购和定价，考核方面也进行了相应改变。虽然在改革过程中伴随着磨合的过程，但公司最高领导态度明确，推行有力。现在门店运营中只有竞争类的单品（顾客消费敏感型）和大部分生鲜价格的定价权下放到店长。

另外公司一直居高不下的其他业务收入比重也将在未来得到一定管控。从财务数据来看，公司综合毛利率一直很高，维持在20个点以上，其中其他业务收入毛利占比总毛利的一半，高于行业平均水平。以上现象主要是由公司会计处理造成的，公司将不同销售数量导致的扣点率不同很多情况下按返利处理（返利放在其他业务收入），使得其他业务收入占比较高。另外之前公司奉行的分权管理也导致采购部门出于考核目的将很多前台收费放到后台。今后公司集权化，会逐渐减少以上现象。综合毛利率的提升也会受到公司业态结构的影响，未来加大百货发展力度，预计综合毛利率仍存一定上升空间。

其他交流的关心问题

成立家电业务部、作为组合业态的有力辅助

公司家电和家居一同经营，主要作为综合体的辅助业态。2011年家电门店打算开到5-6家，都是放在自身百货超市综合体里面，如下半年的衡阳4万平米的综合体，具体分配比例为：超市1万平米、百货1万多平米，餐饮5000平米、影院3000平米、家电家居2000平米，剩下的为商业街租赁。

公司2010年家电收入5-6个亿，近期也成立了家电事业部，现部门主管为原来超市事业部家电采购处主管。

股权激励时点尚不明确、近期没有融资需求

2010年股东大会上股权激励被提上议事日程，但具体时间结点尚不明确。现在公司存在人员流失现象，尽快实现中高层持股，对公司稳定经营都有帮助。

公司2010年初上市超募资金尚未用完，融资需求暂时没有，由于超募资金的使用环节较多，公司在抢物业时很多门店都是使用自有资金。

西部门店所得税优惠存不确定性、近期难以实现可并纳税

公司现在西北地区的门店在享受所得税优惠政策，但在西南地区门店所得税优惠政策已经到期，是否延续具有不确定性，公司在积极申请。

公司在不同省份都是按地级市单位来纳税，以公司目前实力无法享受到超国民待遇。现阶段实现合并纳税的重要前提是成立分公司，但现在受制于当地税局影响，在不同城市注册分公司难度较大。

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、增长艰难、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及品牌积累优势明显，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18%、29%和27%，EPS分别为0.68元、0.79元和0.99元。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

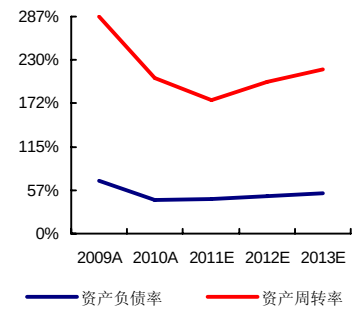
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,500	5,330	5,435	6,189	7,166
货币资金	880	3,144	3,015	2,953	2,945
应收及预付	402	528	627	812	1,037
存货	880	1,198	1,293	1,874	2,564
其他流动资产	338	461	500	550	620
非流动资产	811	1,116	1,644	2,135	2,687
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	367	375	642	783	935
在建工程	104	255	305	475	685
无形资产	284	398	608	783	967
其他长期资产	56	88	90	95	100
资产总计	3,311	6,446	7,080	8,324	9,853
流动负债	2,329	2,854	3,215	4,143	5,274
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,269	2,778	3,135	4,058	5,182
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	3,217	4,144	5,276
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	987	1,303	1,701
归属母公司股东权益	980	3,591	3,863	4,179	4,577
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3,311	6,446	7,080	8,324	9,853

利润表

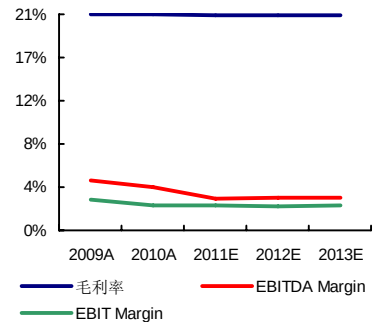
单位：百万元

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	9437	12213	15597
营业税金及附加	66	76	93	123	157
销售费用	1234	1459	1726	2243	2863
管理费用	267	310	363	470	590
财务费用	7	-34	-29	-22	-15
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	311	378	485
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	323	390	497
所得税	30	42	52	74	99
净利润	230	237	271	316	398
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	230	237	271	316	398
EBITDA	422	415	368	480	624
EPS (元)	0.77	0.59	0.68	0.79	0.99

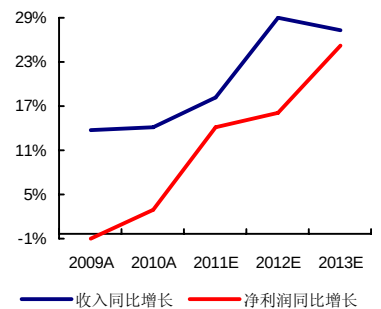
资产负债率趋势



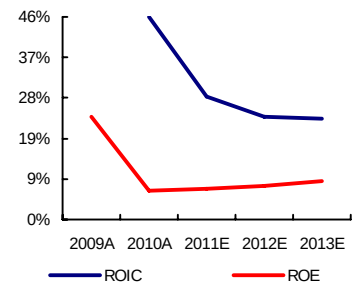
经营利润率趋势



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

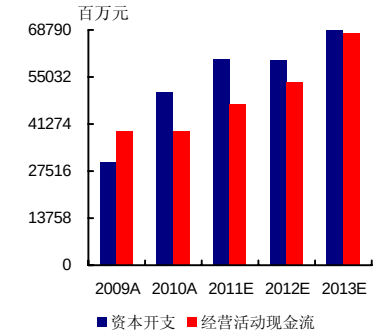
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	391	391	471	535	680
净利润	230	237	271	316	398
折旧摊销	165	172	86	124	153
营运资金变动	29	13	127	112	146
其它	-33	-31	-14	-17	-17
投资活动现金流	-322	-507	-601	-598	-688
资本支出	-299	-507	-601	-598	-688
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-23	0	0	0	0
筹资活动现金流	0	2,379	2	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	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	-128	-62	-8
期初现金余额	811	880	3,144	3,015	2,953
期末现金余额	880	3,144	3,015	2,953	2,945

主要财务比率

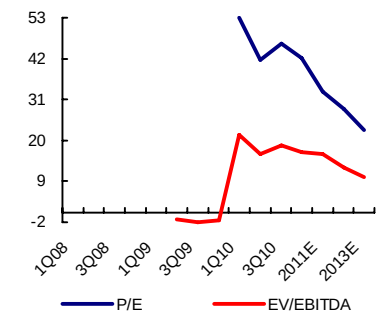
单位：%

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%	12.2%	21.5%	28.2%
归属于母公司净利润	-0.7%	3.2%	14.5%	16.5%	25.7%
获利能力					
毛利率	20.8%	20.8%	20.7%	20.7%	20.7%
净利率	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%
ROE	23.4%	6.6%	7.0%	7.6%	8.7%
ROIC	—	46.3%	28.0%	23.5%	23.1%
偿债能力					
资产负债率	70.4%	44.3%	45.4%	49.8%	53.5%
净负债比率	-89.8%	-87.5%	-78.1%	-70.7%	-64.3%
流动比率	1.07	1.87	1.69	1.49	1.36
速动比率	0.65	1.38	1.22	0.97	0.80
营运能力					
总资产周转率	2.87	2.06	1.76	2.00	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	7.30	6.52	6.08
每股指标 (元)					
每股收益	0.77	0.59	0.68	0.79	0.99
每股经营现金流	1.30	0.98	1.18	1.34	1.70
每股净资产	3.27	8.98	9.66	10.45	11.44
估值比率					
P/E	0.0	41.8	32.8	28.2	22.4
P/B	0.0	2.8	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	-2.1	16.3	16.0	12.4	9.6

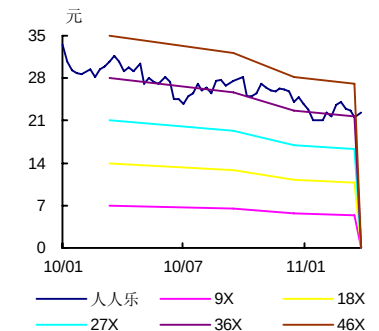
资本支出与经营活动现金流



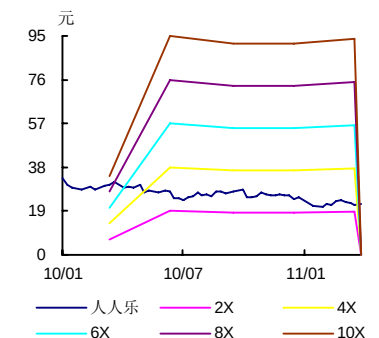
相对估值



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，分析师，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。

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，020-87555888-8423。

相关研究报告

人人乐 2011 年一季报点评_季报点评	刘旭	2011-04-19
2011 调整之年重点关注费用率变动与华南区改善--人人乐 2010 年报点评_年报点评	刘旭	2011-04-11
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

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。