

受让国有建设用地使用权，加强后台物流建设

公司研究简报

◆公告梗概:

公司决定新设立全资子公司天津人人乐商品配销有限公司，由其竞买天津新技术产业园区武清开发区内配送中心用地。天津配送公司受让国有建设用地面积 199519 平米，出让年限 50 年，出让价格 5490 万元，目的用于建设华北配送中心。

◆加强后台物流建设，为华北地区扩张奠定基础:

公司天津地区属于盈利能力较为成功的区域，2010 年天津地区实现净利润 3989 万元，占当年公司净利润的 16.83%，是目前仅次于西安、深圳、成都区域后，盈利能力排名第四的区域。我们认为未来公司在华北地区将延续之前的加密布局策略，而未来渤海湾大区的扩张，仍然需要较为夯实的物流后台作为后盾，此次受让配送中心，有助于解决目前因为配送能力瓶颈制约老店经营和公司华北地区发展的问题，有效提升公司在华北地区的商品配送、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。

◆全国扩张已迈出一步，规模效应尚需一定时日:

公司在全国连锁发展上，具有一定的先发优势，目前在西安、成都、天津地区的均取得了较好的盈利水平，但公司在目前大本营华南地区的经营情况差强人意，我们认为一方面和华南地区超市业态竞争过于激烈有关，既有海外军团冲击，又有华润万家、新一佳等本土超市夹击，另一方面，华南地区的“民工红利”减少，消费需求下降也是不可忽视的一大因素。短期我们认为公司华南地区复苏情况仍然需要一定时日，而只有将大本营的经营情况有较为确立的业绩提升，全国范围的异地扩张才能更加游刃有余。我们预计在华南地区业绩逐渐有起色之后，公司将继续在新的省份进行扩张之路。

◆维持增持评级，短期业绩仍有一定压力:

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 CAGR27.0%，鉴于目前超市普遍承受较大的费用开支压力，未来成长性可能将受到一定影响，我们略下调公司六个月目标价至 20 元，对应 2011 年 28 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。

◆风险提示:

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

增持(维持)

当前价/目标价: 19.26/20.00 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

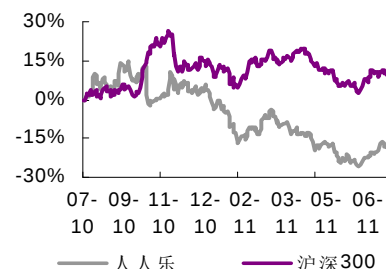
总股本(亿股): 4.00

总市值(亿元): 77.04

一年最低/最高(元): 17.86/28.98

近 3 月换手率: 15.36%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.78	-0.06	-27.53
绝对	1.88	-7.20	-20.80

相关研报

人人乐: 扩张是最好的防御, 巩固经营优势地区---公司公告点评

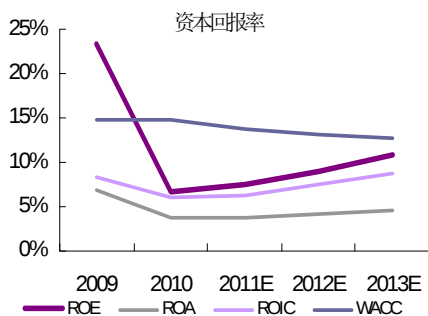
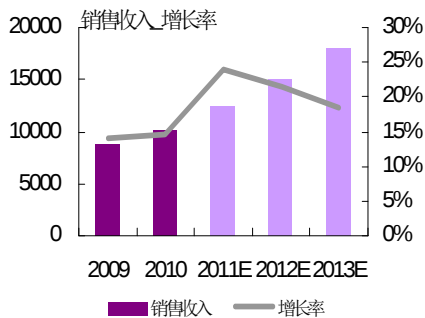
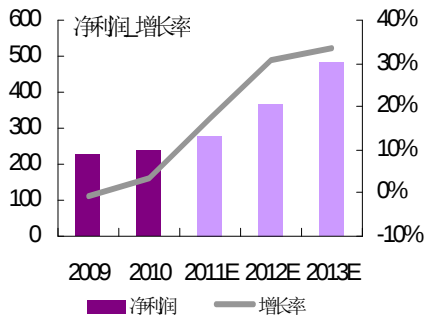
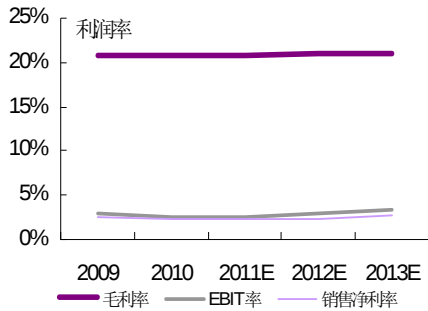
..... 2011-05-24
人人乐: 业绩略低于预期, 税率变动和资产减值调整是主因---1Q2011 季报点评

..... 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

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
- 20110524 人人乐：扩张是最好的防御，巩固经营优势地区---公司公告点评



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	33	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	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	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	0.70	1.45	1.29	1.23	1.21
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					
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

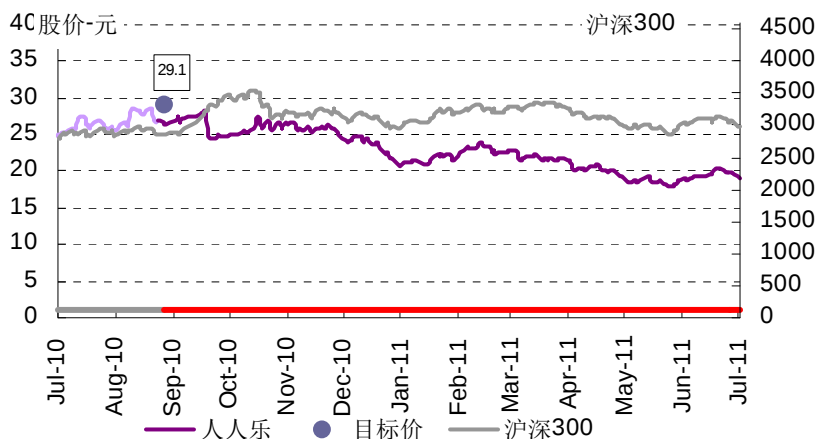
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

投资建议历史表现图

人人乐（002336）



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
2011-05-24	19.39	21.00	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。

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。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。

本证券研究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，仅供本公司的客户使用。

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。

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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com