

分析师: 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040003

联系人: 史恒辉 (8627)65799539 Shihh2@cjsc.com.cn

扩张带来收入稳定增长, 关店对当期业绩影响较大

事件描述

人人乐今日发布 2011 年中报:

- 1) 2011 年上半年公司实现营业总收入 60.96 亿元, 同比增长 22.45%; 实现营业利润 1.92 亿元, 同比增长 9.17%;
- 2) 2011 年上半年公司实现归属于上市公司股东的净利润为 1.53 亿元, 同比增长 1.07%; 扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 1.56 亿元, 同比增长 7.19%, 每股收益为 0.38 元。

事件评论

第一, 公司 2011 年上半年收入同比增长 22.45%, 净利润同比增长 1.07%, EPS 为 0.38 元

人人乐今日发布 2011 年中报: 1) 2011 年上半年公司实现营业总收入 60.96 亿元, 同比增长 22.45%, 实现营业利润 1.92 亿元, 同比增长 9.17%; 2) 2011 年上半年公司实现归属于上市公司股东的净利润为 1.53 亿元, 同比增长 1.07%; 扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 1.56 亿元, 同比增长 7.19%, 每股收益为 0.38 元, 略低于预期。

2011 年上半年, 公司新开门店 13 家, 其中第一季度新开 9 家, 第二季度新开 4 家, 合计新增经营面积约为 22.83 万平方米, 截至 2011 年上半年, 公司目前共有门店 115 家, 经营面积合计超过 130 万平方米, 其中 2011 年上半年门店面积新增比例为 12.75%, 经营规模仍保持较为稳定的扩张速度; 除此之外, 2011 年上半年 CPI 一直维持在高位运行, 得益于 CPI 对收入带来的正面推动, 公司上半年的同店增速约为 8-9%。

我们认为, 2011 年上半年公司仍保持了较为稳定的收入增速, 一方面是由于内生增长带来, 另一方面则是由于较快的规模扩张带来了外生收入贡献。目前, 公司的储备门店资源仍较为充裕, 预计 2011-2012 年公司仍将保持较快的开店速度, 未来门店的外生扩张将使得收入继续保持较快的增长速度。

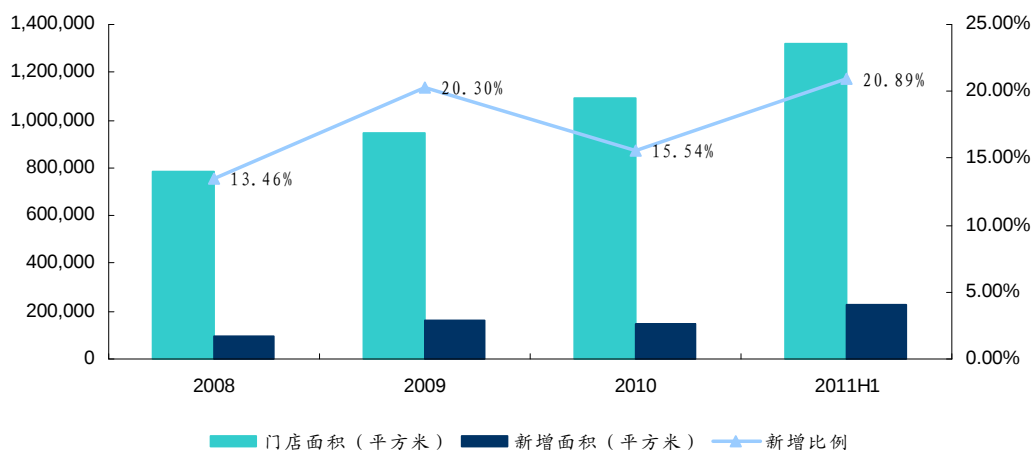
表 1: 2011 年上半年公司的开店情况

门店名称	所属区域	开业时间	经营面积 (平方米)
廊坊市人人乐商业有限公司新源天街购物广场	河北	2011 年 1 月 15 日	15137.16
重庆市崇尚百货有限公司	重庆	2011 年 5 月 27 日	27025
成都市人人乐商业有限公司先锋购物广场	成都	2011 年 1 月 20 日	12800
长沙市人人乐商业有限公司时代城购物广场	长沙	2011 年 1 月 20 日	17135
茂名市人人乐商业有限公司华侨城购物广场	广东茂名	2011 年 1 月 21 日	12086
惠州市人人乐商业有限公司陈江购物广场	广东惠州	2011 年 1 月 26 日	18929.78
西安市人人乐超市有限公司紫薇尚层购物广场	西安	2011 年 1 月 27 日	12034.8

重庆市人人乐商业有限公司锦绣城购物广场	重庆	2011 年 1 月 27 日	18372
桂林市人人乐商业有限公司富豪兴城购物广场	广西桂林	2011 年 1 月 27 日	15782.22
厦门市人人乐商业有限公司汇景新城中心购物广场	福建厦门	2011 年 4 月 29 日	15157.41
成都市人人乐商业有限公司双流夏纳印象购物广场	成都	2011 年 5 月 31 日	10000
佛山市人人乐商业有限公司南海西樵购物广场	广东佛山	2011 年 6 月 3 日	25797
深圳市崇尚百货有限公司东华明珠商场	深圳	2011 年 6 月 11 日	28077.27

资料来源：长江证券研究部

图 1：近年来公司经营规模扩张情况



资料来源：长江证券研究部

表 2：公司部分储备项目情况

项目名称	面积 (平方米)	物业情况	拟开业时间	拟投资额 (万元)
成都华宇蓉国府店	20,584	租赁	2012 年 1 月	3,046
眉山万景国际店	28,460	租赁	2011 年 12 月	4,212
四川攀枝花市财富中心店	30,000	租赁	2011 年 12 月	4,440
宁乡水晶郦城店	37,500	租赁	2011 年 12 月	5,550
常德金城店	17,500	租赁	2011 年 10 月	2,590
红桥人防店	19,070	租赁	2012 年 5 月	2,822
河北迁安店	32,600	租赁	2011 年 10 月	4,825
柳州金绿洲店	26,000	租赁	2012 年 10 月	3,848
广州花都狮岭店	17,290	租赁	2011 年 11 月	2,558.92
深圳沙井店	11,433.88	租赁	2011 年 9 月	1,692.21
西安明宫新城店	22,000	租赁	2011 年 12 月	3,256
柳州润和时代广场店	13,297.56	租赁	2011 年 10 月	1,968.04
蓝岸广场店	16,000	租赁	2011 年 11 月	2,368
海天馨苑店	17,831.60	租赁	2011 年 9 月	2,639.08
富贵嘉园店	9,619.70	租赁	2011 年 12 月	1,423.72

资料来源：长江证券研究部

第二，百货家电业务收入占比有所提高，毛利水平略有下降的同时费用率也开始回落

从综合毛利率来看，公司 2011 年上半年的综合毛利率同比下降了 0.58 个百分点至 20.40%，分品类来看，毛利水平下降较为明显的主要是百货以及家电，百货业务毛利水平同比下降 2.32 个百分点至 14.63%，同时家电业务的毛利水平同比下降 2.14 个百分点至 3.46%。但是同时，百货与家电业务的收入占比在 2011 年上半年同比也出现了不同程度

的提高，百货及家电业务的收入占比分别提高了 0.35 及 0.26 个百分点至 11.52% 及 7.88%。

我们认为公司的百货及家电业务的收入比重有望进一步提升，报告期内公司加大百货及家电的促销力度使得两项业务的毛利水平出现下降，是导致毛利水平下降的主要原因。但是未来随着百货及家电业务的规模逐渐扩大，毛利水平有望出现回升，公司的整体毛利水平也将有望得到改善。

表 3：各品类商品的毛利及收入占比变化情况

毛利率	2010H1	2011H1	变化情况
食品类(%)	9.89%	10.18%	0.30%
生鲜类(%)	5.87%	5.97%	0.10%
洗化类(%)	10.66%	8.86%	-1.80%
百货专柜类(%)	16.95%	14.63%	-2.32%
家电类(%)	5.60%	3.46%	-2.14%
针纺类(%)	20.57%	21.49%	0.92%
日杂文体类(%)	22.53%	23.00%	0.46%
收入构成	2010H1	2011H1	变化情况
食品类(%)	36.67%	37.22%	0.55%
生鲜类(%)	19.60%	18.32%	-1.28%
洗化类(%)	14.74%	14.55%	-0.19%
百货专柜类(%)	11.17%	11.52%	0.35%
家电类(%)	7.62%	7.88%	0.26%
针纺类(%)	5.34%	5.57%	0.23%
日杂文体类(%)	4.85%	4.94%	0.09%

资料来源：长江证券研究部

2011 年上半年，公司的销售费用及管理费用分别为 8.25 亿元和 1.88 亿元，分别同比增长 20.06% 及 20.82%，由于收入在报告期内保持了较高的增速，从而使得销售费用率及管理费用率均略有下降。2011 年上半年，公司的销售费用率同比下降 0.27 个百分点至 13.54%，管理费用率同比略降 0.04 个百分点至 3.08%。

2011 年上半年，公司关闭了处于亏损的福建晋江店，报告期内暂时冲回已计提的递延所得税资产 621.25 万，且本次关闭晋江店对报告期的净利润为负 1394.33 万，对当期净利润影响较大。

表 4：人人乐年度及季度财务数据

	单季度财务数据						年度财务数据		
百万元	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2008	2009	2010
营业总收入	2648	2330	2418	2644	3311	2786	7685	8767	10041
同比增长率	11.60%	17.03%	15.54%	14.47%	25.01%	19.54%	24.29%	14.07%	14.53%
营业成本	2117	1817	1926	2092	2659	2193	6110	6943	7951
毛利率	20.05%	22.03%	20.36%	20.89%	19.67%	21.27%	20.50%	20.80%	20.81%
营业税金及附加	20.57	18.72	16.99	19.60	27.29	21.32	51.97	65.78	75.87
销售费用	341	347	373	399	420	405	992	1234	1459
销售费用率	12.87%	14.87%	15.41%	15.10%	12.69%	14.54%	12.91%	14.07%	14.53%
管理费用	74	81	91	64	90	98	230	267	310
管理费用率	2.79%	3.49%	3.77%	2.41%	2.73%	3.50%	3.00%	3.05%	3.09%
财务费用	(6)	(11)	(7)	(10)	(7)	(8)	6	7	(34)
资产减值损失	0	4	1	(5)	5	(0)	0	2	0
营业利润	101.58	73.97	17.98	83.85	115.16	76.49	295.41	247.81	277.38
营业利润率	3.84%	3.17%	0.74%	3.17%	3.48%	2.75%	3.84%	2.83%	2.76%
同比增长率	12.09%	7.67%	-41.97%	45.85%	13.38%	3.39%	-4.49%	-16.11%	11.94%

营业外收入	4.14	5.02	6.26	6.81	6.93	5.92	19.12	17.36	22.23
营业外支出	1.06	1.08	16.65	2.08	1.32	6.36	4.35	5.96	20.86
利润总额	104.66	77.91	7.60	88.58	120.77	76.06	310.17	259.20	278.75
税前利润率	3.95%	3.34%	0.31%	3.35%	3.65%	2.73%	4.04%	2.96%	2.78%
同比增长率	12.70%	13.31%	-77.97%	40.39%	15.39%	-2.38%	-2.28%	-16.43%	7.54%
所得税	19.05	11.76	1.88	9.05	31.57	11.87	56.84	29.59	41.74
有效税率	18.20%	15.09%	24.77%	10.21%	26.14%	15.61%	18.33%	11.42%	14.97%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	22.07	0.00	0.00
净利润	85.61	66.16	5.72	79.53	89.20	64.19	231.27	229.61	237.01
净利率	3.23%	2.84%	0.24%	3.01%	2.69%	2.30%	3.01%	2.62%	2.36%
同比增长率	14.01%	15.22%	-80.88%	18.35%	4.20%	-2.98%	5.46%	-0.72%	3.22%
总股本	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00	0.00	300.00	400.00
每股收益	0.21	0.17	0.01	0.20	0.22	0.16		0.77	0.59

资料来源：长江证券研究部

第三，预计 2011-2012 年每股收益分别为 0.70 元和 0.84 元，给予“谨慎推荐”评级

我们认为，人人乐 2011-2012 年的利润增长看点主要来源于以下几个方面：

- 1) 公司未来两年内的开店数量平均每年约为 25 家，开店速度在同类型公司中属于较高水平，高速的门店扩张、次新店的收入的进一步释放，以及百货业务以及家电业务的开展，各因素的综合作用有望使得公司在近两年内仍保持较高的收入增速；
- 2) 公司未来将在华南、西北、西南以及华北四大区域自购土地自建配送中心，目标是使得未来的自有配送比例达到 90% 以上，配送中心的扩建将使得配送比例有效提高，同时减少供应商的直接配送比例，有效压缩物流费用，从而提高公司各区域的经营性毛利水平；
- 3) 随着工业区的发展与改造，华南地区选址较为偏僻的老店收入将有望得到较大改善，同店增长有望出现较大的增幅，且华南地区目前的收入接近 50%，因此华南地区的坪销改善将使得公司的收入增速随之提高；

我们预计人人乐 2011-2012 年每股收益分别为 0.70 元和 0.84 元，公司目前仍处于高速扩张期，公司的新店以及次新店占比较高，收入释放目前暂不充分，目前公司新店的培育期由于竞争情况也略高于预期，培育期中的新店亏损将对公司业绩带来一定负面影响。但未来占比较高的新店收入持续扩大将使公司收入增长较快，考虑到公司目前的经营场地大多为租赁物业，未来租金的持续上涨带来的费用压力将在未来一定时间内持续存在，且 2011-2012 年开工建设物流中心也将使得当期费用增加，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：处于亏损期的门店未来可能关闭对利润带来的负面影响。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10041	11924	14247	17024	货币资金	3144	3418	3711	4115
营业成本	7951	9408	11241	13431	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2089	2516	3007	3593	应收账款	328	382	456	545
% 营业收入	20.8%	21.1%	21.1%	21.1%	存货	1198	1430	1708	2041
营业税金及附加	76	90	108	129	预付账款	200	233	278	333
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	461	546	652	779
销售费用	1459	1729	2066	2468	流动资产合计	5330	6007	6805	7812
% 营业收入	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	310	370	442	528	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-34	-12	-13	-14	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	629	812	960	1081
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	61	58	55	52
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	88	0	0	0
营业利润	277	339	404	483	其他非流动资产	337	337	337	337
% 营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	资产总计	6446	7214	8157	9283
营业外收支	1	3	3	3	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	279	342	407	486	应付款项	1788	2121	2534	3027
% 营业收入	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	预收账款	704	835	997	1192
所得税费用	42	62	73	87	应付职工薪酬	25	28	33	40
净利润	237	280	334	398	应交税费	54	70	83	99
归属于母公司所有者					其他流动负债	283	331	396	473
的净利润	237.0	280.4	334.0	398.2	流动负债合计	2854	3384	4043	4831
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.59	0.70	0.84	1.00	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	391	623	673	820	负债合计	2854	3384	4043	4831
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	3591	3830	4114	4452
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3591	3830	4114	4452
固定资产投资	-507	-319	-342	-370	负债及股东权益	6446	7214	8157	9283
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-507	-319	-342	-370		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.593	0.701	0.835	0.996
股权融资	2582	0	0	0	BVPS	8.98	9.57	10.28	11.13
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	30.19	25.52	21.42	17.97
筹资成本	200	-30	-37	-46	PEG	1.60	1.35	1.13	0.95
其他	-403	0	0	0	PB	1.99	1.87	1.74	1.61
筹资活动现金流净额	2379	-30	-37	-46	EV/EBITDA	13.10	8.00	5.85	4.22
现金净流量	2264	274	293	405	ROE	6.6%	7.3%	8.1%	8.9%

分析师介绍

童兰，上海财经大学经济学硕士，从事商业零售行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。