

人人乐 (002336.SZ) 批发和零售贸易

购置物业开拓新区域，购物中心业态新尝试

公司研究简报

◆公告梗概:

公司以自有资金出资 6000 万元，设立全资子公司新余市大欢乐购物中心有限公司，该六千万元将作早期工程建设资金使用。设立该子公司目的在于公司于 2011 年 8 月 29 日成功竞得江西省新余市国土资源交易中心 1-21-1-1 号宗地后，为了承担后续购物中心建设及运营工作。该项目正在前期方案设计中，一旦获得相关政府机关批准，将编制投资预算并提交董事会。

◆以购物中心策略开拓新地区，缓和竞争格局:

公司目前在江西地区尚无正式零售业务，而此次公告以购物中心的形式开拓新区域，我们认为有利于避免直接和目前江西已占领先机的洪客隆（2011 年 7 月 29 日被华润创业以 36.9 亿元人民币全资收购）以及步步高直接碰撞。随着江西外来零售企业的不断进入，未来零售业态竞争格局将越发激烈，未来走大型化以及一站式购物的购物中心能在最大程度上避开大卖场超市争夺的格局。我们预计在该购物中心逐渐站稳脚跟后，公司将在江西地区以成熟购物中心门店为基础，逐渐加强超市大卖场布局。

◆短期业绩压力仍较大，百货开拓仍较积极:

目前公司百货业态已有深圳、重庆、成都、岳阳、衡阳和宁乡等崇尚百货布局，此次新余地区的购物中心业态，符合公司将超市、百货、家电、餐饮有机组合，实施业态创新的大思路，加快百货及购物中心经营拓展，能提升百货事业部对公司盈利的贡献度。但从目前公司经营情况来看，1H2011 和 2H2010 分别净增 12 家和 6 家门店，占有门店比重的 15.6%，因此短期较多新门店将对业绩造成一定压力。

◆维持中性评级，全国扩张时的业绩蛰伏期:

我们以未来三年税率 22% 为假设，维持公司 2011-2013 年 EPS 分别至 0.65/0.81/1.06 元，以 2010 年为基期未来三年 CAGR 21.3%。我们认为人人乐目前盈利模式趋同于外资超市，较强的毛利率管理能力以及在深圳、西安、成都、湖南、天津五个地区区域蜂窝式扩张的策略和其他本土超市相比，仍具有一定异地扩张的优势和宝贵经验，但目前连续加大的跨区域扩张导致目前业绩短期无法释放，也是严峻的现实问题，维持中性评级，6 个月目标价 18 元，对应 2011 年 27.7X 市盈率。

◆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	260	325	423
净利润增长率	-0.72%	3.22%	9.49%	25.27%	30.19%
EPS(元)	0.57	0.59	0.65	0.81	1.06
ROE(归属母公司)	23.42%	6.60%	7.11%	8.18%	9.62%
P/E	30	29	27	21	16

中性(维持)

当前价/目标价: 17.36/18.00 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

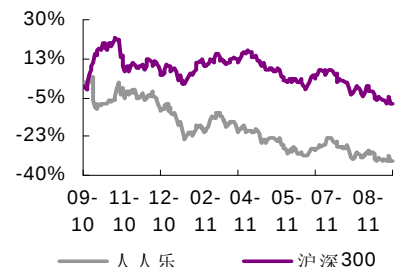
总股本(亿股): 4.00

总市值(亿元): 69.44

一年最低/最高(元): 17.12/28.65

近 3 月换手率: 16.70%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.20	5.60	-24.24
绝对	-6.89	-8.16	-32.86

相关研报

人人乐: 业绩略低于预期，所得税调整是主因
---1H2011 中报点评

.....2011-08-09

人人乐: 受让国有建设用地使用权，加强后台物流建设---公司公告点评

.....2011-07-27

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

图表 1：人人乐 1H2011 期间内生坪效增速放缓

2007-1H2011 人人乐外延、内涵主要数据情况一览（2011 年 8 月 9 日更新）

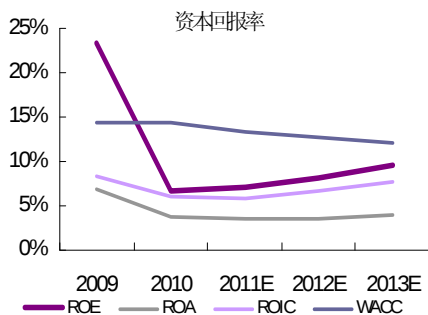
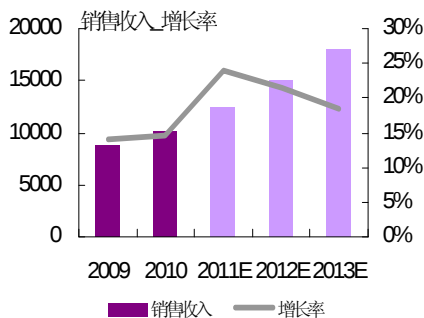
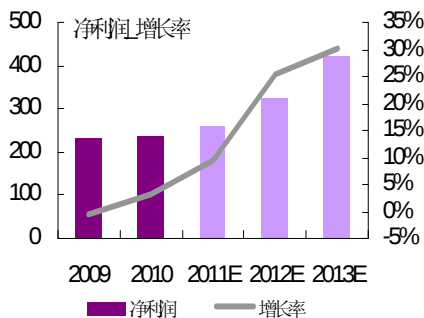
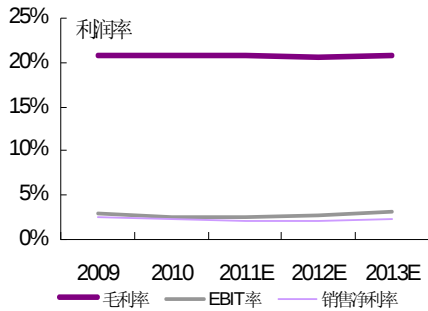
	2007	2008	1H2009	2009	1H2010	2010	1H2011
门店总数	57	73	82	93	97	103	115
当年新净增门店数	10	16	9	20	4	10	12 ¹
营业面积 万平米	74.82	95.56	107.03	122.24	128.74	138.19	159.11
营业面积同比增速%	19.24%	27.73%	N.A.	27.92%	20.29%	13.04%	23.59%
当期新增面积 平米	120727	207443	114674	152144	64999.32	94465.1	209199 ²
当期新增单店面积 平米	12072.70	12965.19	12741.56	7607.20	16249.83	9446.51	17433.25
单店面积 平米	13125.86	13090.64	13052.33	13144.46	13272.52	13416.50	13835.64
营业收入 万元	618346.05	768547.44	436412.44	876662.97	497859.38	1004050.07	609621.09
单店收入 万元/店	10848.18	10528.05	5322.10	9426.48	5132.57	9748.06	5301.05
单店收入增长%	7.79%	-2.95%	N.A.	-10.46%	-3.56%	3.41%	3.28%
面积坪效 元/平米	8264.74	8042.42	4077.51	7171.45	3867.07	7265.72	3831.45
面积坪效增长%	9.63%	-2.69%	N.A.	-10.83%	-5.16%	1.31%	-0.92%

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
- 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
- 20110727 人人乐：受让国有建设用地使用权，加强后台物流建设---公司公告点评
- 20110809 人人乐：业绩略低于预期，所得税调整是主因---1H2011 中报点评

¹ 1H2011 期间新增 13 家门店，但关闭晋江店一家门店，净增 12 家门店。² 已考虑关闭门店晋江店 19134.65 平米的面积。



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	9,871	11,999	14,205
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	1,774	2,132	2,510
管理费用	165	172	386	446	502
财务费用	7	-34	-21	4	22
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	333	417	543
利润总额	259	279	333	417	543
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	229.61	237.01	259.50	325.08	423.22

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,311	6,446	7,504	8,961	10,459
流动资产	2,500	5,330	6,209	7,581	9,017
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	1,275	1,552	1,839
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	3,853	4,985	6,060
无息负债	2,330	2,854	3,334	4,025	4,740
有息负债	0	0	519	960	1,320
股东权益	980	3,591	3,651	3,976	4,399
股本	300	400	400	400	400
公积金	27	2,532	2,558	2,591	2,633
未分配利润	653	659	693	985	1,366
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	548	560	698
净利润	230	237	260	325	423
折旧摊销	55	45	87	115	138
净营运资金增加	298	423	534	686	727
其他	-192	-314	-334	-566	-590
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	344	441	344
股本变化	0	100	0	0	0
债务净变化	0	0	519	441	361
无息负债变化	282	524	480	691	714
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%	9.49%	25.27%	30.19%
EBITDA 增长率	-0.49%	-1.18%	-6.52%	34.35%	30.95%
EBIT 增长率	-15.34%	-4.45%	-18.29%	34.95%	34.05%
估值指标					
PE	30	29	27	21	16
PB	7	2	2	2	2
EV/EBITDA	17	16	19	15	12
EV/EBIT	20	18	24	19	15
EV/NOPLAT	31	33	31	24	19
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	3	2	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	20.80%	20.81%	20.71%	20.64%	20.76%
EBITDA 率	4.79%	4.14%	3.21%	3.55%	3.92%
EBIT 率	2.91%	2.43%	2.51%	2.78%	3.15%
税前净利润率	2.96%	2.78%	2.67%	2.76%	3.03%
税后净利润率 (归属母公	2.62%	2.36%	2.08%	2.15%	2.36%
ROA	6.94%	3.68%	3.46%	3.63%	4.05%
ROE (归属母公司) (摊	23.42%	6.60%	7.11%	8.18%	9.62%
经营性 ROIC	8.27%	5.98%	5.84%	6.65%	7.70%
偿债能力					
流动比率	1.07	1.87	1.61	1.52	1.49
速动比率	0.70	1.45	1.28	1.21	1.19
归属母公司权益/有息债务	-	-	7.04	4.14	3.33
有形资产/有息债务	-	-	13.59	8.87	7.58
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.57	0.59	0.65	0.81	1.06
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	1.37	1.40	1.74
每股自由现金流(FCFF)	-0.51	-1.38	-1.24	-1.10	-0.87
每股净资产	2.45	8.98	9.13	9.94	11.00
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

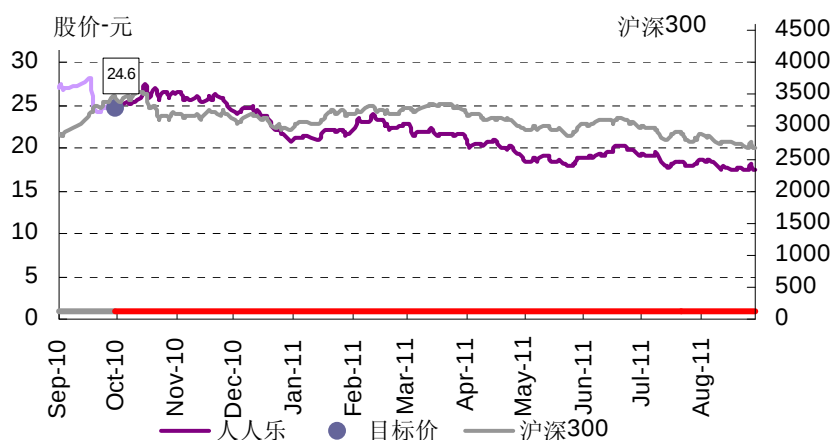
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，CFA CAIA FRM，德国波恩大学国民经济学硕士，同济大学高分子材料与工程系工学学士。现主要负责零售行业研究。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
2010-10-26	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
2011-07-27	19.13	20.00	增持
2011-08-09	17.89	18.00	中性

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