

人人乐 (002336.SZ) 批发和零售贸易

业绩低于预期，4Q2011 单季业绩大幅下挫

公司研究简报

◆公告梗概:

公司今日发布公告,对 2011 年全年净利润预增情况作出修正。修正后的净利润预期为 1.66 亿元~1.89 亿元(折合 EPS0.415-0.473 元),相较于去年 2.37 亿元的净利润水平下降 20%-30%,亦低于 2011 年 10 月份预计的净利润增速 0%~10%的水平。

◆内忧外患困扰公司,4Q2011 单季度业绩同比大幅下挫:

我们认为新门店处于培育期、老店销售增速放缓、促销力度加大是造成业绩跳水的三大原因:1) 公司 2011 新增门店 14 家,面积增加 29.62 万平米(同比增长 22%),新开门店前期投入较大,均处于市场培育期,对当期业绩产生较大影响。2) 4Q2011 零售行业受到宏观经济影响,整体销售增速放缓,而对于 CPI 较为敏感的超市行业更是同店增速下滑明显,导致可比门店(SSS)增速放缓(我们估计 4Q2011 单季度应为负增长,而 1-3Q2011SSS 应在 2-4%左右)。3) 四季度应季商品的销售明显低于预期,公司加大促销力度,造成销售毛利率下降(促销费用增长),从而导致 4Q2011 业绩同比显著下降(我们初步预测公司 4Q2011 单季度净利润同比应下降 70-80%)。

◆子行业处于下降通道,不排除业绩“洗澡”可能性:

公司的业绩快报符合我们之前对于人人乐业绩乃至整个超市行业趋势的预判。但尽管我们之前给了市场较低的 2011 年 0.65 元每股收益,公司业绩快报的业绩情况仍然远低于市场预期,随着 CPI 的如期下降,在政府整顿违规收取后台费用的大环境下,整个超市板块都会有不同程度的经营压力(SSS 增速放缓以及费用持续攀升)。我们推测公司大幅低于预期也可能是在超市板块处于经营下滑通道情况下的某种“业绩”洗澡和平滑。

◆下调至“减持”评级,短期业绩释放有难度:

我们调整公司 2011-2013 年 EPS 分别至 0.44/0.48/0.54 元(之前为 0.65/0.78/0.96 元),以 2010 年为基期未来三年 CAGR-3.1%,下调公司六个月目标价至 9.60 元,对应 2012 年 20 倍市盈率。我们认为公司目前老门店同店增速仍然处于较低增速,营业收入增速基本依靠外延扩张,而短期新门店尚无法贡献较多业绩,从而导致整体业绩增速放缓。此外近期公司高管及人员变动较为频繁,为公司经营发展增加了一定的不确定性。综上,我们下调至减持评级,认为短期公司业绩释放有一定难度。

◆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	11,500	13,699	16,010
营业收入增长率	14.07%	14.53%	14.53%	19.13%	16.86%
净利润(百万元)	230	237	176	192	216
净利润增长率	-0.72%	3.22%	-25.60%	8.63%	12.54%
EPS(元)	0.57	0.59	0.44	0.48	0.54
ROE(归属母公司)	23.42%	6.60%	4.94%	5.10%	5.42%
P/E	26	25	34	31	28

减持(调降)

当前价/目标价: 14.86/9.60 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

特别感谢李坤对本报告的贡献

市场数据

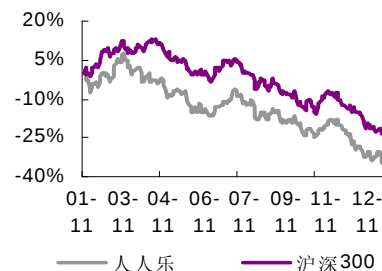
总股本(亿股): 4.00

总市值(亿元): 59.44

一年最低/最高(元): 13.89/24.36

近 3 月换手率: 13.30%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.97	-5.63	-13.97
绝对	-1.02	-12.91	-34.39

相关研报

人人乐:竞拍仅为完善土地使用权手续,对运营层面并无重大影响---公司公告点评

.....2011-12-25

人人乐:业绩符合预期,外延扩张后业绩承压---3Q2011 季报点评

.....2011-10-23

人人乐:购置物业开拓新区域,购物中心业态新尝试---公司公告点评

.....2011-09-26

图：人人乐 2011 年门店扩张积极，拖累整体业绩

2005-2011 年人人乐门店展店情况一览（2012/01/17 更新）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
门店总数	36	47	57	73	93	103	117
当年新净增门店数	14	11	10	16	20	10	14
营业面积 万平米	53.66	62.74	74.82	95.56	122.24	136.89	166.51
营业面积增速%	53.06%	16.92%	19.24%	27.73%	27.92%	11.98%	21.64%
单店面积 平米	14906.42	13349.94	13125.86	13090.64	13144.46	13290.29	14231.61

资料来源：公司公告、光大证券

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

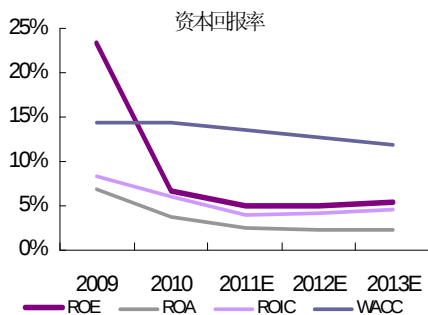
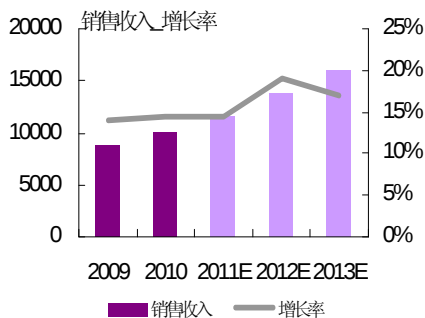
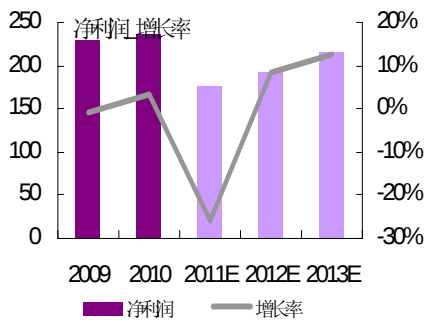
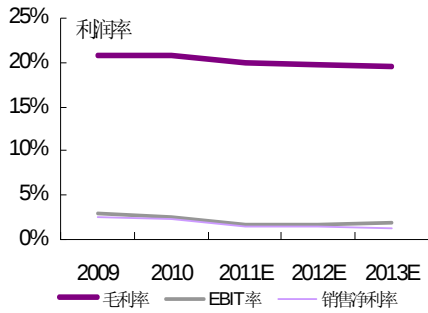
20110727 人人乐：受让国有建设用地使用权，加强后台物流建设---公司公告点评

20110809 人人乐：业绩略低于预期，所得税调整是主因---1H2011 中报点评

20110926 人人乐：购置物业开拓新区域，购物中心业态新尝试---公司公告点评

20111023 人人乐：业绩符合预期，外延扩张后业绩承压---3Q2011 季报点评

20111225 人人乐：竞拍仅为完善土地使用权手续，对运营层面并无重大影响---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	11,500	13,699	16,010
营业成本	6,943	7,951	9,206	11,006	12,874
折旧和摊销	55	45	87	115	138
营业税费	66	76	92	110	128
销售费用	1,234	1,459	1,639	1,932	2,241
管理费用	165	172	356	411	464
财务费用	7	-34	-26	-6	24
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	226	246	276
利润总额	259	279	226	246	276
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	229.61	237.01	176.33	191.55	215.57

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,311	6,446	7,030	8,252	9,504
流动资产	2,500	5,330	5,735	6,872	8,063
货币资金	880	3,144	3,450	4,110	4,803
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1	6	2	2	2
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	289	322	391	466	544
存货	880	1,198	1,189	1,423	1,666
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	3,462	4,492	5,530
无息负债	2,330	2,854	3,111	3,692	4,292
有息负债	0	0	351	800	1,238
股东权益	980	3,591	3,568	3,759	3,975
股本	300	400	400	400	400
公积金	27	2,532	2,550	2,569	2,590
未分配利润	653	659	618	790	984
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	427	401	476
净利润	230	237	176	192	216
折旧摊销	55	45	87	115	138
净营运资金增加	298	423	282	560	595
其他	-192	-314	-119	-466	-472
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	179	459	417
股本变化	0	100	0	0	0
债务净变化	0	0	351	450	437
无息负债变化	282	524	257	581	600
净现金流	69	2,264	306	660	693

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%	14.53%	19.13%	16.86%
净利润增长率	-0.72%	3.22%	-25.60%	8.63%	12.54%
EBITDA 增长率	-0.49%	-1.18%	-32.73%	23.51%	23.58%
EBIT 增长率	-15.34%	-4.45%	-47.60%	19.73%	25.48%
估值指标					
PE	26	25	34	31	28
PB	6	2	2	2	1
EV/EBITDA	15	14	22	19	16
EV/EBIT	17	15	31	28	24
EV/NOPLAT	28	28	40	36	31
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	2	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	20.80%	20.81%	19.95%	19.66%	19.59%
EBITDA 率	4.79%	4.14%	2.50%	2.59%	2.74%
EBIT 率	2.91%	2.43%	1.74%	1.75%	1.88%
税前净利润率	2.96%	2.78%	1.97%	1.79%	1.73%
税后净利润率 (归属母公	2.62%	2.36%	1.53%	1.40%	1.35%
ROA	6.94%	3.68%	2.51%	2.32%	2.27%
ROE (归属母公司) (摊	23.42%	6.60%	4.94%	5.10%	5.42%
经营性 ROIC	8.27%	5.98%	3.98%	4.10%	4.50%
偿债能力					
流动比率	1.07	1.87	1.66	1.53	1.46
速动比率	0.70	1.45	1.31	1.21	1.16
归属母公司权益/有息债务	-	-	10.17	4.70	3.21
有形资产/有息债务	-	-	18.75	9.75	7.32
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.57	0.59	0.44	0.48	0.54
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	1.07	1.00	1.19
每股自由现金流(FCFF)	-0.51	-1.38	-0.83	-1.14	-1.05
每股净资产	2.45	8.98	8.92	9.40	9.94
每股销售收入	21.92	25.10	28.75	34.25	40.02

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

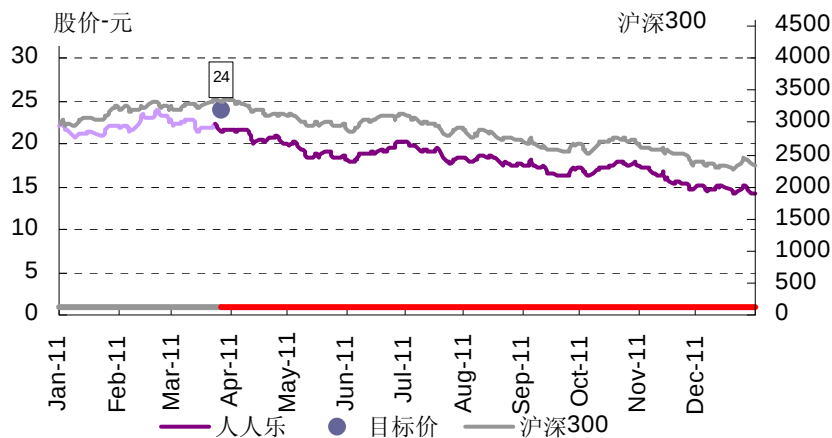
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，毕业于德国波恩大学国民经济学，获得 CFA CAIA FRM 证书，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。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名，“金牛奖”第五名，2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。

投资建议历史表现图

人人乐 (002336)



日期	股价	目标价	评级
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
2011-09-26	17.36	18.00	中性
2011-10-23	16.43	17.00	中性
2011-12-25	14.57	15.60	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	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com