

投资评级：中性（维持评级）

当前价格(元): 10.67
合理价格区间(元): 10.5-11

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

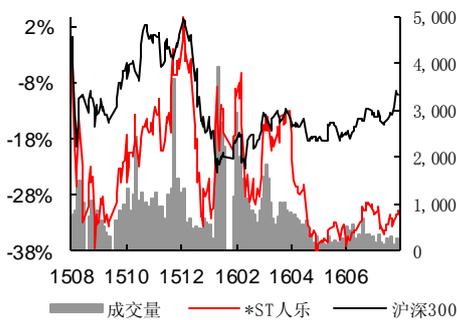
张坚 021-28972091
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《人人乐(002336):收入负增长,但经营调整促使单季度扭亏》2013.04
- 2《人人乐(002336):业绩逐季改善,今年拐点力度有待跟踪》2013.04
- 3《人人乐(002336):营业利润扭亏, PB 已接近1倍》2013.02

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

主营业务持续承压, 生鲜成为亮点

*ST 人乐(002336)

*ST 人乐披露 2016 年中报

公司 2016 年上半年实现营业收入 53.33 亿元, 同比下降 9.72%; 归属于上市公司股东的净利润 1,632.71 万元, 同比下降 63.92%; 基本每股收益 0.04 元; 经营活动产生的现金流为-615.98 万元, 负流出同比减少 94.28%。

主营业务持续承压

公司业绩下滑的主要原因在于公司仍然受到宏观经济增速下行、电商分流的影响, 同时公司在 2015 年下半年集中关闭了 11 家门店, 同比经营规模相对缩小。报告期内公司主营业务商品零售业收入 48.39 亿元, 同比下降 9.87%。细分品类看, 零售业中所有品类营业收入同比均有下降, 其中生鲜类(-0.84%)降幅最小, 针纺类(-22.79%)与百货类(-23.49%)降幅最大。

毛利率同比下降, 生鲜成为亮点

公司 2016 年上半年综合毛利率为 22.86%, 同比下降 1.01 个百分点, 处于同业中游水平。细分品类看, 食品类、洗化类、家电类、针纺类、日杂文体类、百货类毛利率皆有下降, 仅生鲜毛利率有所上升。公司近年来深化生鲜经营变革, 实现了生鲜经营从联营为主模式向自营模式的转变, 生鲜毛利率持续提高。报告期内生鲜类毛利率同比提高 0.92 个百分点, 公司生鲜经营变革已取得较大成效。

期间费用率得到控制

2016 年上半年公司期间费用率为 22.06%, 同比增加 0.05 个百分点, 与去年同期基本持平。其中销售费用率 17.78%, 同比上升 0.33 个百分点; 管理费用率 4.18%, 同比下降 0.31 个百分点; 财务费用率 0.1%, 同比上升 0.03 个百分点。去年公司由于成都、西安配送中心转为固定资产增加折旧、进行品类调整增加商品损耗等原因, 导致期间费用率高达 24.69%, 显著高于同业水平, 这也是公司发生亏损的重要原因。与去年全年相比, 今年上半年公司的费用率得到了控制。

年度存在扭亏为盈可能, 维持“中性”评级

公司连续两年亏损导致公司被实施退市风险警示, 今年有较大盈利动力。去年公司发生亏损的主要原因在于期间费用率高企以及关闭大量门店产生的损失。假设公司全年期间费用率与上半年相比保持相对稳定, 同时不发生大规模关店情况, 则公司存在扭亏为盈的可能。我们预测公司 2016-18 年 EPS 为 0.06/0.26/0.45 元, 暂维持“中性”评级。

风险提示: 宏观经济严重下行; 行业竞争加剧; 公司大规模关闭门店带来一次性损失。

公司基本资料

总股本(百万)	400.00
流通 A 股(百万)	339.25
52 周内股价区间(元)	9.60-16.07
总市值(百万)	4,268
总资产(百万)	5,687
每股净资产(元)	5.66

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	11,218	10,159	9,864	10,159
+/-%	(7.42)	(9.44)	(2.90)	2.99
净利润(百万)	(474.73)	24.77	105.14	181.85
+/-%	(3.09)	105.22	324.50	72.96
EPS(元)	(1.19)	0.06	0.26	0.45
PE	(8.96)	171.67	40.44	23.38

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,030	4,179	4,278	4,889
现金	1,276	1,433	1,637	2,212
应收账款	2.68	4.07	3.44	3.53
其他应收账款	306.48	281.37	274.05	281.26
预付账款	123.18	182.92	149.54	155.38
存货	1,589	1,364	1,331	1,369
其他流动资产	732.93	913.54	882.84	868.09
非流动资产	2,171	1,894	1,605	1,252
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,038	1,170	1,206	1,185
无形资产	147.08	150.48	153.36	153.77
其他非流动资产	985.60	574.03	245.99	(86.71)
资产总计	6,201	6,074	5,884	6,141
流动负债	3,845	3,718	3,416	3,491
短期借款	0.00	220.73	0.00	0.00
应付账款	2,071	1,830	1,777	1,823
其他流动负债	1,775	1,667	1,639	1,668
非流动负债	109.35	85.18	91.22	92.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	109.35	85.18	91.22	92.20
负债合计	3,955	3,803	3,507	3,583
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.00	400.00	400.00	400.00
资本公积	2,476	2,476	2,476	2,476
留存公积	(629.58)	(604.81)	(499.67)	(317.82)
归属母公司股	2,246	2,271	2,376	2,558
负债和股东权益	6,201	6,074	5,884	6,141

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(156.13)	211.49	706.37	825.02
净利润	(474.73)	24.77	105.14	181.85
折旧摊销	316.98	349.38	379.62	404.59
财务费用	8.39	(47.83)	(55.31)	(79.67)
投资损失	(16.59)	(21.62)	(21.51)	(20.73)
营运资金变动	(65.42)	(54.93)	313.79	325.57
其他经营现金	75.24	(38.28)	(15.35)	13.42
投资活动现金	28.91	(322.86)	(336.88)	(330.21)
资本支出	287.69	150.00	150.00	150.00
长期投资	0.00	(10.74)	4.66	(0.54)
其他投资现金	316.60	(183.59)	(182.22)	(180.75)
筹资活动现金	0.00	268.56	(165.42)	79.67
短期借款	0.00	220.73	(220.73)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	0.00	47.83	55.31	79.67
现金净增加额	(127.22)	157.19	204.07	574.49

利润表

单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	11,218	10,159	9,864	10,159
营业成本	8,702	7,853	7,576	7,772
营业税金及附加	74.80	70.16	67.09	69.22
营业费用	2,063	1,808	1,726	1,747
管理费用	698.12	457.14	443.88	457.15
财务费用	8.39	(47.83)	(55.31)	(79.67)
资产减值损失	38.02	31.45	34.05	33.85
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.59	21.62	21.51	20.73
营业利润	(349.83)	8.48	94.06	180.19
营业外收入	47.48	46.95	45.86	46.49
营业外支出	141.07	30.00	40.00	50.00
利润总额	(443.42)	25.43	99.91	176.69
所得税	31.31	0.66	(5.23)	(5.17)
净利润	(474.73)	24.77	105.14	181.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(474.73)	24.77	105.14	181.85
EBITDA	(24.46)	310.03	418.36	505.11
EPS(元)	(1.19)	0.06	0.26	0.45

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	(7.42)	(9.44)	(2.90)	2.99
营业利润	(41.54)	102.42	1,009	91.58
归属母公司净利润	(3.09)	105.22	324.50	72.96
获利能力				
毛利率(%)	22.43	22.70	23.20	23.50
净利率(%)	(4.23)	0.24	1.07	1.79
ROE(%)	(21.13)	1.09	4.42	7.11
ROIC(%)	(37.67)	(4.93)	27.60	(19.83)
偿债能力				
资产负债率(%)	63.77	62.61	59.61	58.35
净负债比率(%)	0	5.80	0	0
流动比率	1.05	1.12	1.25	1.40
速动比率	0.63	0.75	0.86	1.01
营运能力				
总资产周转率	1.71	1.66	1.65	1.69
应收账款周转率	2,610	2,692	2,368	2,617
应付账款周转率	4.07	4.03	4.20	4.32
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	(1.19)	0.06	0.26	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.39)	0.53	1.77	2.06
每股净资产(最新摊薄)	5.62	5.68	5.94	6.40
估值比率				
PE	(8.96)	171.67	40.44	23.38
PB	1.89	1.87	1.79	1.66
EV_EBITDA	(107.61)	8.49	6.29	5.21

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 8625 83389999/传真: 8625 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86755 82493932/传真: 86755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码: 100032

电话: 8610 63211166/传真: 8610 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 8621 28972098/传真: 8621 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com