

强化管控促使公司扭亏， 继续调整巩固现有门店

投资要点：

1. 事件

2013年，公司实现营业收入1,271,645.68万元，比去年同期减少1.53%，实现营业利润7,451.92万元，较去年同期增长200.90%，归属于上市公司股东的净利润2,366.93万元，比去年同期增长126.41%。每股收益0.0592元。

2. 我们的分析与判断

■ **加强毛利率管控、强化成本控制促使公司扭亏：**2013年度营业收入同比减少了1.53%，主营业务收入下降的主要原因是部分区域可比老店的销售收入下降，新店培育期间销售增长缓慢，其中华南区域门店销售收入同比出现较大幅度下滑。公司通过不断深化品类管理改革，改善商品结构；优化海报的选品，提升促销商品毛利率；优化采购渠道，降低了商品采购成本等措施提升毛利水平，报告期内综合毛利率同比增长了0.69个百分点。通过优化组织架构和人员定编、流程优化、节能降耗、降低租金成本、创新损耗防控等措施继续强化成本控制，提升劳效，销售费用率较上年下降了0.3个百分点。管理费用率和财务费用率基本持平，销售净利率同比提升了0.9个百分点至0.2%。公司2014年度经营计划：开设新店10家左右，力争实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润平稳增长。

■ **开店速度放缓，持续调整巩固现有门店。**公司2013年执行“减速、调整、巩固、提高”的经营策略，继续保持适度放缓的新店拓展速度，持续优化门店网络，报告期内新开10家门店，总面积20.06万平方米；因业主方解约及门店长期亏损原因，关闭了深圳海滨店和平湖店两家门店。截至报告期末公司已进驻全国10个省（自治区/直辖市）30余个城市，开设门店128家，面积190余万平方米。

■ **强化生鲜商品经营，家电、针纺品类受电商冲击的影响较大：**报告期内各品类销售占比未发生重大变化，食品和生鲜两个品类的销售占比较上年略有增长，达到54.58%；家电、针纺品类受电商冲击的影响较大，销售收入同比出现了较大的下滑。2013年度，公司在前期对蔬菜类商品经营实行改革的基础上，继续全面推进生鲜商品经营改革，扩大生鲜自营范围，加强基地开发与农超对接，推动熟食中心店集中加工与统一配送以及中央厨房建设，以提升生鲜商品竞争优势，发挥生鲜商品的聚客功能。同时为强化生鲜商品经营，实现生鲜商品的集中分拣、加工和配送，启动西安和天津配送中心常温仓（2号库）及生鲜库的建设。

人人乐 (002336.SZ)

中性 首次评级

分析师

郭怡娴

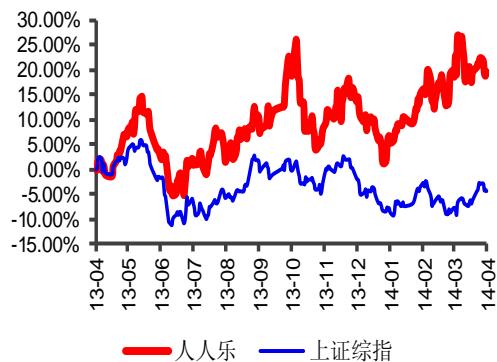
电话：(8610) 66568229

邮箱：guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512030001

市场数据	时间	2013.4.18
A股收盘价(元)		10.17
A股一年内最高价(元)		14.49
A股一年内最低价(元)		7.7
上证指数		2,098.89
总股本 (万股)		40000
实际流通 A股 (万股)		40000
总市值 (亿元)		40.68

股价走势图



资料来源：中国银河证券研究部，Wind

■ **加快配送中心建设。**公司有华南、西北、西南、华北四个营运区域，为配合区域的发展需求，投入建设了四大物流配送中心：广州、成都、西安、天津。目前广州配送中心已投入使用，其余三个配送中心均在建设过程中，预计成都14年投入，西安明年，天津稍后。物流配送中心的投入使用有助于公司解决缺货率，降低损耗和成本，提升经营效率。

■ **西安、南宁、成都依然是公司的主要赢利子公司：**报告期内，西安、南宁、成都子公司合计销售收入57.12亿元，占总营业收入的45%，净利润合计3.1亿元，合计营业收入和净利润同比增长4.82%和13.6%。其他子公司除了咸阳子公司，都处于亏损状况。

3. 投资建议

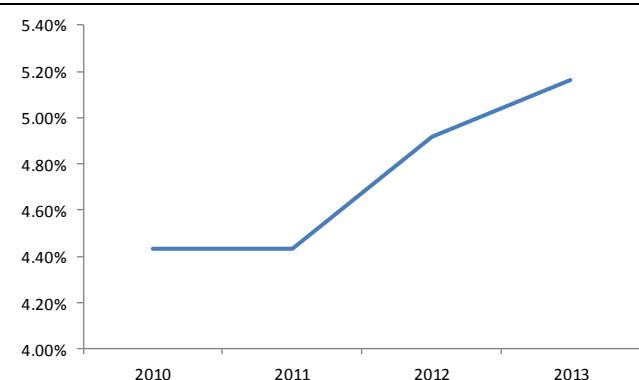
商业连锁经营的两个原则为密集开店提升规模效益和完善物流配送仓储降低成本。公司华南片区近2年受产业转移外来务工人数减少以及行业饱和竞争激烈的影响大幅脱离公司业绩，同时华南、西北、西南、华北战线过长，短期内尚未形成规模和品牌优势。

公司一方面强化生鲜商品经营，推进农产品基地直采，提升生鲜商品的竞争优势，增加聚客效应；另一方面，优化商品结构与品类管理，进行更有针对性的成本管控等措施，提升毛利率降低费用率实现扭亏。

公司下一步应巩固和提升西安、南宁、成都区域的优势地位，同时对于无改善的长期亏损门店，应关闭以止住出血点。公司仍采取“减速、调整、巩固、提高”的经营策略，14年预计开店数量与13年相同为10家。

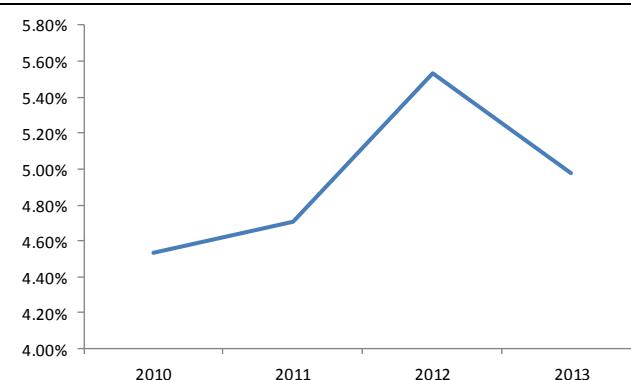
预计公司14-16年的EPS分别为0.13、0.21元、0.27元，对于PE为79.9、48.6、37.8倍。我们给予公司中性评级。

图1：2010-2013租金/营业收入



数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

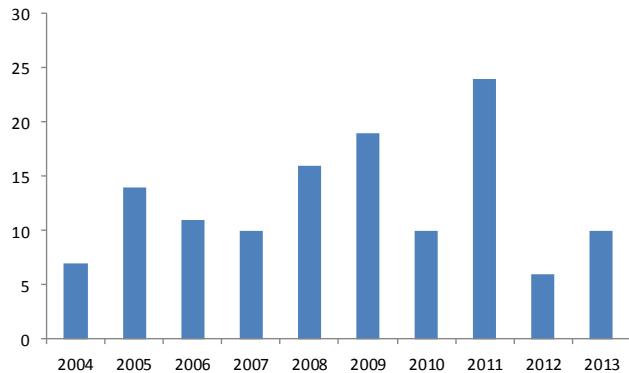
图2：2010-2013工资及福利费/营业收入



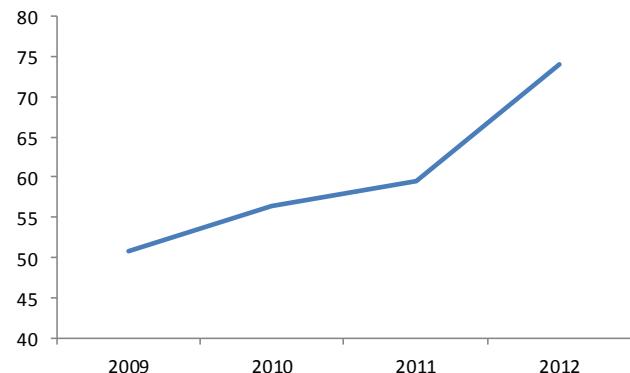
数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

图3：2004-2013新开店铺数

图4：2009-2013人效情况（万元/人）



数据来源：公司资料，中国银河证券研究部



数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

表1：可比门店经营情况

主要指标	主营业务收入	主营业务成本	主营业务毛利率(%)	主营业务收入比上年同期增减(%)	主营业务成本比上年同期增减(%)	主营业务毛利率比上年同期增减(%)
华南区	478,209.28	425,678.19	10.98%	-6.12%	-7.46%	1.29%
其中：广东省	329,426.44	294,684.52	10.55%	-8.68%	-9.76%	1.07%
西北区	310,544.91	269,960.11	0.13	6.00%	4.35%	1.37%
西南区	172,379.69	152,793.12	0.11	-0.01	-0.03	1.23%
华北区	10414765.00%	9189921.00%	11.76%	-6.21%	-9.33%	3.04%
可比门店合计	1,065,281.53	940,330.63	11.73%	-2.08%	-3.74%	1.53%

注：可比门店是指 2011 年 12 月 31 日以前开业的门店；华南地区含：广东省、广西壮族自治区、福建省、湖南省、江西省；西北地区含：陕西省；西南地区含：四川省、重庆市；华北地区含：天津市、河北省。

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

表2：分品类占比情况

	2009 年报	2010 年报	2011 年报	2012 年报	2013 年报
食品类	35.90%	35.97%	36.12%	35.86%	36.06%
生鲜类	20.32%	19.51%	18.58%	18.40%	18.52%
洗化类	14.97%	14.93%	14.85%	15.17%	15.30%
百货专柜类	11.10%	11.16%	11.81%	12.51%	12.88%
家电类	7.29%	7.74%	7.83%	7.34%	7.02%
针纺类	5.66%	5.79%	5.79%	5.52%	5.05%
日杂文体类	4.76%	4.89%	5.01%	5.19%	5.17%

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

表3：主要盈利子公司情况

	2013				2012				2011			
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
西安市人人乐	356,384	6.70%	22,838	19.16%	334,005	18.82%	19,166	-2.25%	281,100	18.11%	19,607	37.61%

超市有限公司												
南宁市人人乐商业有限公司	67,486	9.15%	3,798	-17.3%	61,831	8.93%	4,592	49.89%	56,761	17.28%	3,064	30.59%
成都市人人乐商业有限公司	147,371	-1.19%	4,343	23.63%	149,143	0.90%	3,513	-9.92%	147,816	12.87%	3,900	-11.58%

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

表 4：人人乐关键财务数据及预测

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	主要财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	1271646	1378860	1465785	1605100	成长性				
营业总成本	1265981	1370587	1453619	1590654	营业收入增长	-1.5%	8.4%	6.3%	9.5%
营业成本	1004745	1087921	1156065	1264819	营业成本增长	-2.4%	8.3%	6.3%	9.4%
财务费用	-827	-1512	-1544	-1705	营业利润增长	-200.9%	11.0%	47.1%	18.7%
销售费用	200450	216481	227197	248791	利润总额增长	-189.3%	30.2%	53.5%	20.4%
管理费用	50850	55154	58631	64204	净利润增长	-126.4%	115.1%	64.5%	28.4%
投资净收益	1787	0	0	0	盈利能力				
营业利润	7452	8273	12166	14446	毛利率	21.0%	21.1%	21.1%	21.2%
营业外收支	-1865	-1000	-1000	-1000	销售净利率	0.2%	0.4%	0.6%	0.7%
利润总额	5587	7273	11166	13446	ROE	0.7%	1.5%	2.4%	3.0%
所得税	3220	2182	2792	2689	ROIC	1.8%	4.1%	6.5%	9.0%
少数股东损益	0	0	0	0	营运效率				
净利润	2367	5091	8375	10757	销售费用/营业收入	15.8%	15.7%	15.5%	15.5%
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
货币资金	198021	190842	206345	232310	投资收益/营业利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	1121	1379	1466	1605	所得税/利润总额	57.6%	30.0%	25.0%	20.0%
应收票据	0	0	0	0	应收帐款周转率	1606.16	1103.25	1030.56	1045.37
存货	159916	163188	173410	189723	存货周转率	6.66	6.73	6.87	6.97
流动资产合计	558887	572358	611821	676088	流动资产周转率	2.33	2.44	2.48	2.49
固定资产	105021	120258	131806	145294	总资产周转率	1.75	1.83	1.89	1.94
资产总计	744003	759225	794948	855617	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	55.7%	55.9%	56.9%	58.7%
应付款项	221486	238261	246726	275252	流动比率	1.36	1.35	1.35	1.35
流动负债合计	410456	424643	451991	501903	速动比率	0.97	0.96	0.97	0.97
长期借款	0	0	0	0	每股指标(元)				
负债合计	414515	424643	451991	501903	摊薄EPS	0.06	0.13	0.21	0.27
股本	40000	40000	40000	40000	每股净资产	8.24	8.36	8.57	8.84
留存收益	289491	294582	302957	313713	每股经营现金流	0.00	0.72	1.29	1.70
少数股东权益	0	0	0	0	每股经营现金/EPS	0.0	5.7	6.2	6.3
权益合计	329491	334582	342957	353713	估值	2013A	2014E	2015E	2016E
负债和股东权益总计	744006	759225	794948	855617	PE	171.9	79.9	48.6	37.8
现金流量表 (万元)					PEG	2.62	1.76	1.71	1.33
经营活动现金流	0	28821	51504	67965	PB	1.2	1.2	1.2	1.2
其中营运资本减少	-9408	-6461	3390	11610	EV/EBITDA	74.48	9.57	7.84	6.78
投资活动现金流	-62755	-36000	-36000	-42000	EV/SALES	0.32	0.30	0.28	0.25
其中资本支出	-33186	-36000	-36000	-42000	EV/IC	3.03	2.83	2.98	3.35
融资活动现金流	0	0	0	0	ROIC/WACC	0.17	0.40	0.62	0.85
净现金总变化	-62755	-7179	15504	25965	REP	17.43	7.16	4.80	3.92

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

郭怡娴，商业零售证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址： www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高 兴	010-83574017	gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕	010- 83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn