

战略调整，看好明年公司业绩 ——给予公司股票“买入”评级

湘鄂情
002306

未来发展战略调整，剑指中低端餐饮

2010 年公司的发展重点放在湘鄂情品牌的拓展，全年公司完成 2 家加盟店的收购，8 家直营店的开设，2 家店面的装修，共十二个项目。今年公司提出在大力发展公司主打品牌“湘鄂情”的同时，大力拓展公司其他品牌，如“湘鄂情·源”、“晶殿”宴会厅，多管齐下，全面开花。我们认为公司未来湘鄂情品牌的开店速度会有所放缓，转向开店相对容易且前期资金需求不大的“源”，这样既培育未来业绩增长点，也减小了中短期的盈利压力，双赢。

购买*ST 中农 10%股权，向上游拓展

公司与新华信托股份有限公司签订《股份转让协议》，公司以 6.53 元/股的价格收购新华信托持有的“*ST 中农”3042 万股股份，收购总金额总计 19,864.26 万元，占该公司总股本的 10%。上半年公司因收购该项股份实现投资收益 7,049.53 元，目前对公司的盈利影响不大。

股权激励对公司中长期发展影响正面

公司授予 169 名激励对象合计 948 万份股票期权，授予日为 2011 年 7 月 13 日，行权价格为 27.35 元，2012-2015 年每年可行权四分之一，若当年未行权，则相应权证自动作废，激励对象主要为公司高管和核心业务人员（厨师、门店经理等）。我们认为股权激励若成功行权，可以增强公司的整个凝聚力，调动管理层和业务骨干的积极性，从中长期来看对公司影响正面。

我们看好公司未来发展，今年下半年是公司较好的投资机会。我们预计公司 2011-2012 年的每股收益为 0.54、0.79，给予买入评级，目标价 22.2 元。

投资风险：食品安全风险、新店业绩增速不达预期。

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E
每股净资产	5.83	6.38	7.17
ROE	5%	9%	11%
收入增长	25%	38%	40%
净利润增长	--	88%	45%
EV/EBITDA	53.6	23.3	15.0

维持 买入

分析师：徐玲玲

投资咨询执业证书编号：

S0630511010004

联系信息：

021-50586660-8634

x11@longone.com.cn

日期

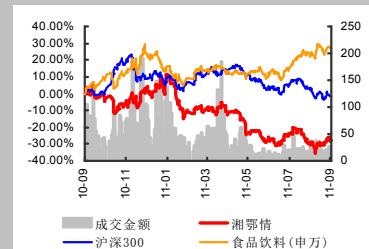
分析：2011 年 08 月 31 日

调研：有

价格

当前市价：18.5 元

股价表现

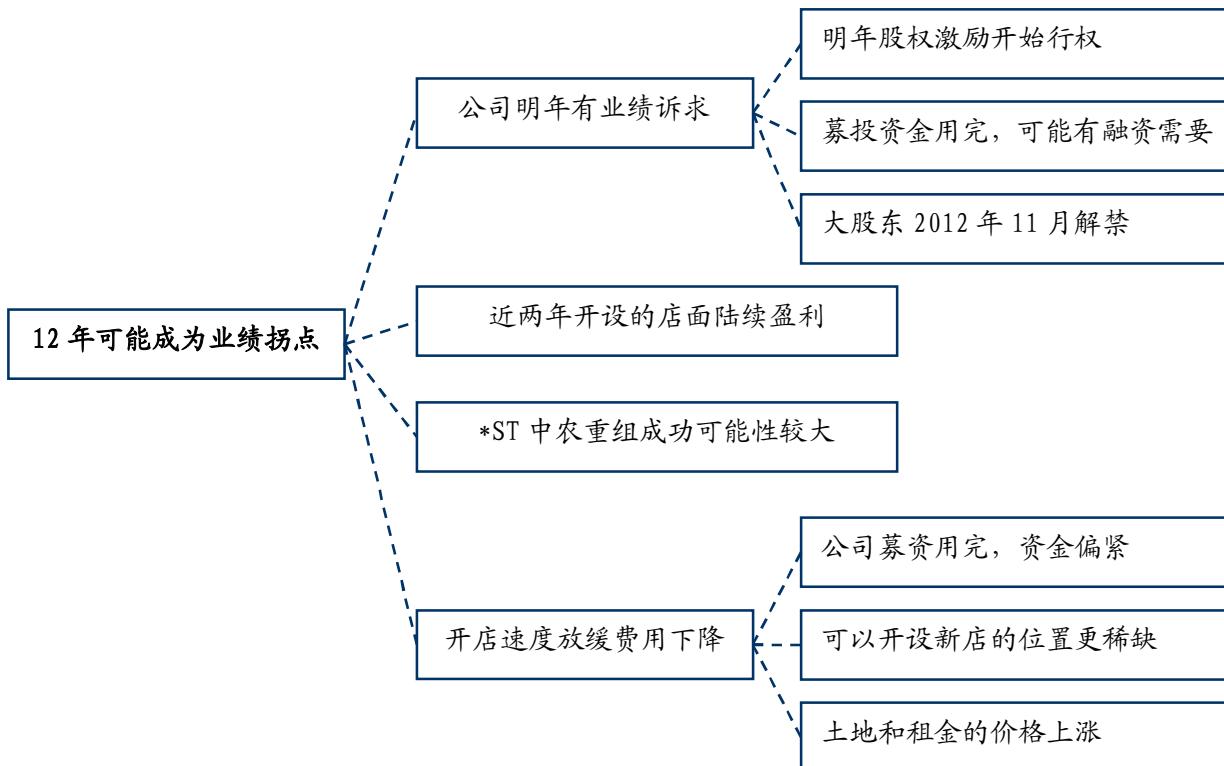


公司估值

	A-1	A	A+1
EPS	0.29	0.54	0.79
PE	98.9	34.0	23.5
PB	4.9	2.9	2.6

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

一、投资逻辑：



二、未来战略调整，剑指中下端餐饮

2010年公司的发展重点放在湘鄂情品牌的拓展，全年公司完成2家加盟店的收购，8家直营店的开设，2家店面的装修，共十二个项目。今年公司提出在大力发展公司主打品牌“湘鄂情”的同时，大力拓展公司其他品牌，如“湘鄂情·源”、“晶殿”宴会厅，多管齐下，全面开花。

之前公司一直坚持稳步扩张湘鄂情直营店为主，但由于湘鄂情单店面积大，前期资金铺垫多，如停车位等配套资源不能满足开店需求，而且随着地价房价的上升，可供开店的地址也变得愈加稀缺，所以公司开始加快湘鄂情·源品牌的发展。

“源”为公司时尚品牌，相对于“湘鄂情”品牌，“源”的单店面积和装修费用都较小，开店比较容易，并且面向中低端客户前景广阔，回收期短，盈利能力较强。

我们认为公司外向扩张战略对公司的盈利有一定负面作用。一是新店需要1年左右培育期，因此新店大多数在第一年为亏损状态；二是开设新店需要一次性计提几百万到上千万不等的开办费。这两个原因造成公司业绩增长被新店蚕食的现状。

同时是否扩张这个问题也是困扰很多企业的命题。但若不扩张，未来增长动力不足；若扩张，短期盈利不好，二级市场压力较大。我们认为公司未来湘鄂情品牌的开店速度会有所放缓，转向开店相对容易且前期资金需求不大的“源”，这样既培育未来业绩增长点，也减小了中短期的盈利压力，双赢。（公司今年有8个新签的租赁合同，其中2个用来新建“源”店。）

表 1、今年投资情况

序号	项目名称	投资金额：万元
1	收购控股子公司中轴路店 30% 股权项目	4159.8
2	新建合肥湘鄂情天鹅湖项目	2600

资料来源：上市公司公告、东海证券研究所

表 2、今年租赁房产情况

序号	新店名称	面积：m ²
1	湘鄂情源北京金源时代店	1106.58
2	湘鄂情源上海江桥店	860.57
3	武汉经开店	3039.19
4	广州天河店	6166.3
5	海口湘鄂情店	4387
6	武汉汉街店	12924
7	合肥天鹅湖店	7206.2
8	南京北京东路店	5000

资料来源：上市公司公告、东海证券研究所

三、购买*ST 中农 10%股权，向上游拓展

公司与新华信托股份有限公司签订《股份转让协议》，公司以 6.53 元/股的价格收购新华信托持有的“*ST 中农”3042 万股股份，收购总金额总计 19,864.26 万元，占该公司总股本的 10%。上半年公司因收购该项股份实现投资收益 7,049.53 元，目前对公司的盈利影响不大。

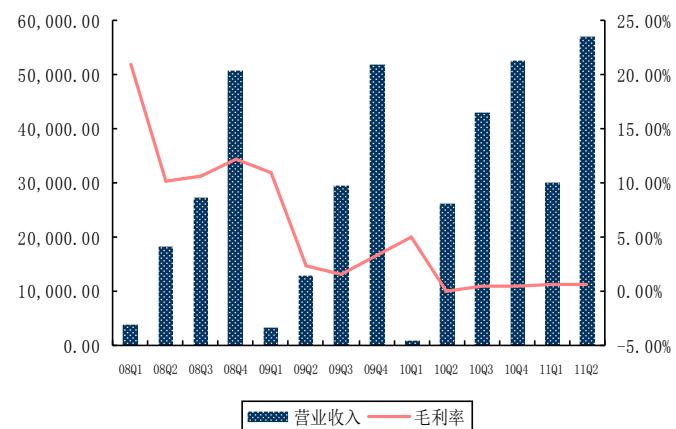
公司收购股权的用意有二：一是看好*ST 中农通过资产重组获得新生机，期待能够尽快顺利复牌；二是看好经营能够步入正轨，充分利用资源、发挥优势，这样中农可成为公司的战略合作伙伴，形成与公司的长期供应关系，降低公司食品安全的风险。

在公司收购股权之前, *ST 中农没有控股股东, 发展过程中内耗比较严重, 业务拓展缓慢, 账面有四个多亿的现金, 公司收购之后秉着合作的态度, 携手大股东一起重造中农的辉煌。

图 1、*ST 中农的货币资金情况



图 2、*ST 中农营业收入与毛利率情况



资料来源: wind 资讯、东海证券研究所

四、股权激励事项

公司授予 169 名激励对象合计 948 万份股票期权, 授予日为 2011 年 7 月 13 日, 行权价格为 27.35 元, 2012-2015 年每年可行权四分之一, 若当年未行权, 则相应权证自动作废, 激励对象主要为公司高管和核心业务人员 (厨师、门店经理等)。我们认为股权激励若成功行权, 可以增强公司的整个凝聚力, 调动管理层和业务骨干的积极性, 从中长期来看对公司影响正面。

值得注意的是公司现价仅 18.5 元, 与行权价格有较大的距离, 明年行权有一定的不确定性。

表 1、股权激励对象情况表

序号	姓名	职 务	本次获授股票期权 数量: 万份	占授予股票期权 总量的比例	占公司总 股本比例
1	阎肃	总经理 (CEO)	55	5.24%	0.28%
2	夏桐	副总经理	25	2.38%	0.13%
3	万钧	副总经理	25	2.38%	0.13%
4	熊国胜	董事会秘书	25	2.38%	0.13%
5	顾强	人力资源部总监	5	0.48%	0.03%
6	朱珍明	副总经理、总监	15	1.43%	0.08%
7	兰国光	审计部总监	15	1.43%	0.08%
8	陈景俊	出品研发部总监	5	0.48%	0.03%
9	核心业务人员 (161 人)		778	74.10%	3.89%
10	预留股份		102	9.71%	0.51%
合计			1050	100.00%	5.25%

资料来源: 上市公司公告、东海证券研究所

表 2、股票期权成本摊销情况

行权期	行权比例	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	合计
第一期	25%	184.3	184.3	-	-	-	368.61
第二期	25%	146.41	292.82	146.41	-	-	585.64
第三期	25%	131.44	262.87	262.87	131.44	-	788.62
第四期	25%	122.3	244.61	244.61	244.61	122.3	978.44
总计	100%	584.46	984.61	653.89	376.05	122.3	2721.31

资料来源：上市公司公告、东海证券研究所

我们看好公司未来发展，今年下半年是公司较好的投资机会。我们预计公司 2011-2012 年的每股收益为 0.54、0.79，给予买入评级，目标价 22.2 元。

投资风险：食品安全风险、新店业绩增速不达预期。

盈利预测:

资产负债表	2010	2011E	2012E	利润表	2010	2011E	2012E
	现金及现金等价物	386	442		营业收入	923	1269
应收款项	48	70	97	营业成本	309	406	578
存货净额	50	63	85	营业税金及附加	52	70	99
其他流动资产	175	241	337	销售费用	375	482	658
流动资产合计	893	760	961	管理费用	97	155	213
固定资产	240	621	765	财务费用	1	0	6
无形资产及其他	7	5	4	投资收益	0	0	0
投资性房地产	255	255	255	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	其他收入	1	0	0
资产总计	1395	1641	1985	营业利润	90	155	224
短期借款及交易性金融							
负债	0	0	0	营业外净收支	2	0	0
应付款项	90	95	127	利润总额	91	155	224
其他流动负债	135	180	244	所得税费用	29	39	56
流动负债合计	225	275	371	少数股东损益	4	7	10
长期借款及应付债券	0	80	160	归属于母公司净利润	58	109	158
其他长期负债	1	1	1				
长期负债合计	1	81	161				
负债合计	225	355	532				
少数股东权益	3	10	20				
股东权益	1167	1276	1433				
负债和股东权益总计	1395	1641	1985				
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E		2010	2011E	2012E
每股收益	0.29	0.54	0.79	净利润	58	109	158
每股红利	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	(1)	1	0
每股净资产	5.83	6.38	7.17	折旧摊销	17	23	63
ROS	6%	9%	9%	公允价值变动损失	1	1	1
ROE	5%	9%	11%	财务费用	1	0	6
毛利率	66%	68%	68%	营运资本变动	(190)	(50)	(49)
EBIT Margin	10%	12%	13%	其它	5	6	10
EBITDA Margin	12%	14%	16%	经营活动现金流	(110)	89	182
收入增长	25%	38%	40%	资本开支	(107)	(403)	(207)
净利润增长	--	88%	45%	其它投资现金流	0	0	0
资产负债率	16%	22%	28%	投资活动现金流	(107)	(403)	(207)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	负债净变化	0	80	80
P/E	98.9	34.0	23.5	支付股利、利息	0	0	0
P/B	4.9	2.9	2.6	其它融资现金流	(64)	0	0
EV/EBITDA	53.6	23.3	15.0	融资活动现金流	(64)	80	80
				现金净变动	(281)	(233)	55
				货币资金的期初余额	901	620	386
				货币资金的期末余额	620	386	442
				企业自由现金流	(196)	(314)	(21)
				权益自由现金流	(259)	(234)	55

作者简介

徐玲玲: 经济学硕士, 2008 年加入东海证券研究所, 主要负责食品饮料和餐饮旅游行业的研究
重点跟踪公司——五粮液、泸州老窖、张裕、三全食品、南宁糖业、湘鄂情、首旅股份、等。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660