

严控成本协同规模扩张，后续增长可期

增持维持

投资要点：

- 营收增长 33.75%、净利润同比增长 60.15%
- 毛利率上升 2.85 个百分点，费用率增长 1.6 个百分点
- 横、纵两条主线协同发展，打造中国领先的综合餐饮服务提供商

报告摘要：

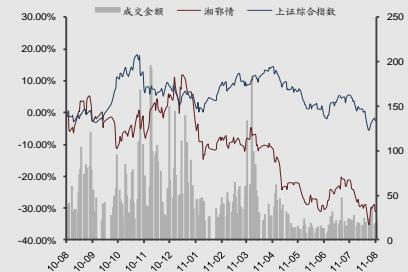
- **营业收入同比增长 33.75%，实现每股收益 0.46 元。**2011 年全年公司完成营业收入 12.35 亿元，同比增长 31157 万元，增长 33.75%；营业利润 1.34 亿元，比上年增长 4476 万元，增长 49.91%；经营活动产生的现金流量净额为 2.88 亿元，同比增长 16836 万元，增长 140.81%；年内每股收益同比增长 0.17 元。去年新增店面在 2011 年内较迅速进入成熟期，使得营业收入增长较快。
- **餐饮毛利率上涨 2.85 个百分点、三项费用增长适度。**年内公司投入使用的中央厨房项目使得为公司保证原材料采购成本合理可控起到了关键的作用。2011 年公司总体费用增长 38.68%，其中销售费用增长 30.46%，管理费用增长 54.71%，财务费用增长 942.03%。费用增长主要是由于年内新开门店增加，业务规模扩大所致；而从费用占比情况看，销售费用相比去年降低 0.91 个百分点，管理费用增加 1.67 个百分点，财务费用上涨 0.96 个百分点，总体费用增加适合于营业收入增长，公司控制较为良好。
- **持续推进“横纵两条线发展”，加强整合和多元化服务。**2012 年公司计划直营拓展与加盟发展并重，使得加盟门店数量相比去年有较大增幅；加快企业并购步伐、审慎选择并购对象；择机发展新业态结合公司已有的中央厨房等采购加工优势配送优势，依托公司雄厚的出品研发水平，选择好新业态，释放公司现有产能。我们维持增持评级，预计 2012-2014 年每股收益 0.63 元、0.88 元、1.04 元，对应 PE33 倍、23 倍、20 倍。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入/万元	92,317	123,474	160,063	207,964	245,347
y o y / %	25.12%	33.75%	29.63%	29.93%	17.98%
净利润/万元	5,802	9,313	12,518	17,529	20,734
y o y / %	-24.38%	60.51%	34.42%	40.03%	18.29%
每股收益/元	0.29	0.47	0.63	0.88	1.04
PE	70.7	44.0	32.8	23.4	19.8

服务业研究组

分析师：
陈旭 (S1180511080001)
联系人：
孙妍
电话：010-88085720
Email：sunyan@hysec.com

市场表现



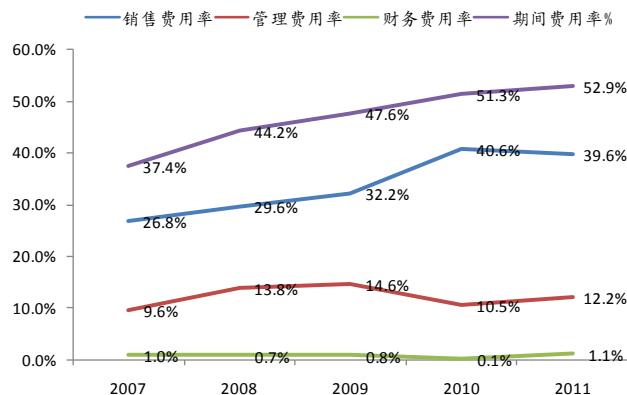
公司数据

总股本 (亿股)	2.00
总市值 (亿元)	41.00
流通比例	44.78%
12 个月最高 /	29.2 /
最低 (元)	15.78
主要股东	孟凯

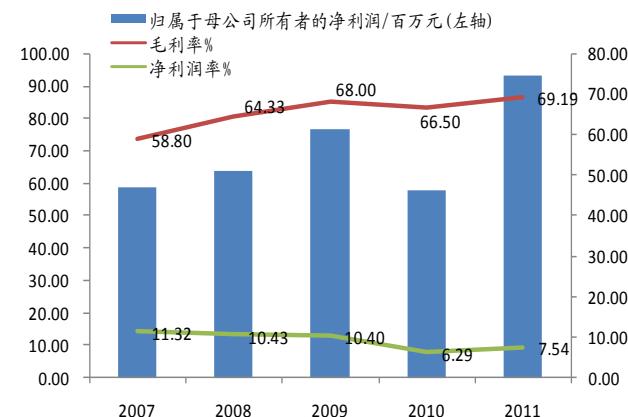
数据来源：港澳资讯

相关研究

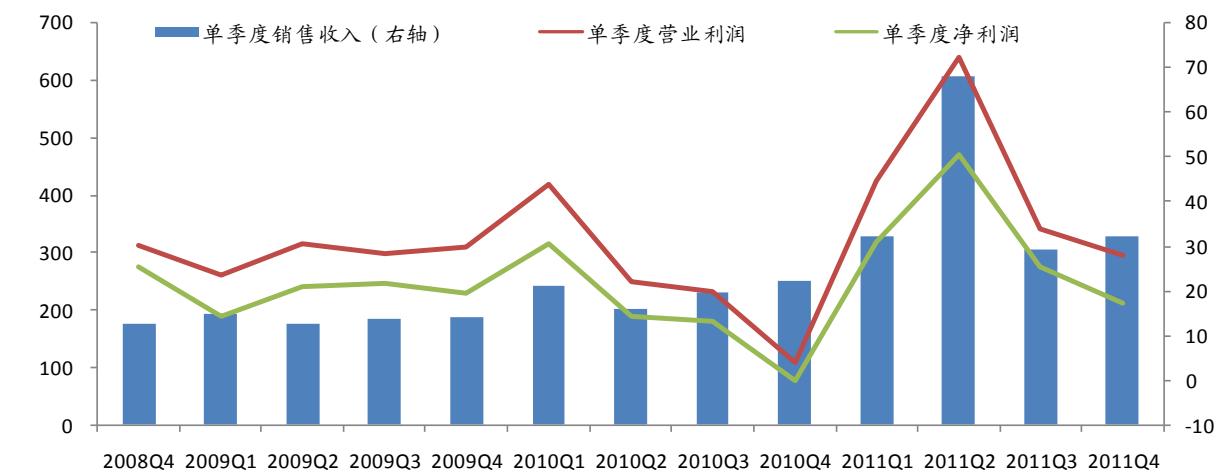
- 1、《宏源证券 * 行业研究 * 旅游酒店行业：“十二五”期间旅游消费迎来黄金五年 * 旅游酒店行业 * 孙妍》，2010.10
- 2、《宏源证券 * 2011 年年度策略报告 * 旅游酒店行业：关注西部旅游资源+东部休闲业态 * 旅游酒店行业 * 孙妍》，2010.11
- 3、《宏源证券 * 2011 年二季度投资策略 * 旅游酒店行业：关注具备高成长性的小景区 * 旅游酒店行业 * 孙妍》，2011.04

图 1：公司费用率变化/%


资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司盈利能力情况/百万元


资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：公司分季度营业收入及利润/百万元


资料来源：公司公告，宏源证券

表 1：主营业务区域数据

地区	2006营业收入	2007营业收入	2008营业收入	2009营业收入	2010营业收入	2011营业收入	2011营业收入比 上年增减 (%)
北京区域	24,314	37,870	45,105	56,015	67,519	79,740	19
湖北区域	3,789	7,025	8,287	7,836	7,597	11,288	49
湖南区域	4,566	6,788	6,734	7,055	7,074	8,422	19
上海区域					6,165		20
陕西区域					6,922		3,202
其他区域			1,052	2,874	10,127	10,669	127
合计	32,669	51,682	61,177	73,781	92,317	123,207	33

资料来源：公司公告，宏源证券

表 2：分店营业数据/万元

项目	持股比例	净利润						2011同比增长
		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	
定慧寺店	公司之分公	906	1,394	1,999	2,201	2,424	2,822	16.41%
西单店	公司之分公	772	1,458	1,641	1,676	1,370	2,720	98.54%
西南四环店	100%	397	735	355	565	202	484	139.32%
中轴路店	70%	-166	902	1,117	1,369	1,387	1,741	25.91%
志新桥店	100%	-136	147	368	460	228	493	116.50%
北四环店	100%		455	1,140	1,227	981	1,547	57.78%
武汉店	100%	-159	771	1,218	753	266	911	242.79%
长沙店	100%	305	184	131	162	69	-49	-171.12%
株洲店	子公司之分公司		117	327	274	297		
华侨村店		-110	-37					
太原店	100%		-141	392	271	187	-30.80%	
大成路店	100%		-115	348	644	1,087	68.70%	
朝阳门店	100%		-534	207	743	339	-54.43%	
雨花店	公司之全资子公司		-84	95	41	697	1500.86%	
海运仓店	子公司之分公司			-583				
西宫店（国宾）	100%		-104	2,109	3,106	47.30%		
郑州店	100%			-94	-518	-453.68%		
呼市店	100%			-564	-463	17.88%		
西安湘鄂情店	100%			-58	184	418.29%		
西安青英汇店	公司之全资	-120	3		-217	346	104.89%	
上海店	100%			264	411	55.58%		
拉萨店	100%			266	234	-12.14%		
南京店	100%			-1,143	-986	13.77%		
广渠门店	100%			-181	644	456.65%		
合计		1690.31	6129.27	6715	9623.74	7351.72	15936.2	116.77%

资料来源：公司公告，宏源证券

湘鄂情财务报表及财务指标预测

2012年4月10日

股价: 20.5

	2010	2011	2012E	2013E	2014E 财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表					成长性					
营业收入	92,317	123,474	160,063	207,964	289,452	营业收入增长率	25.1%	33.7%	29.6%	29.9%
减: 营业成本	30,927	38,042	52,821	68,628	95,519	营业利润增长率	-20.1%	49.9%	37.7%	31.8%
营业税费	5,155	6,890	8,003	10,398	14,473	净利润增长率	-24.4%	60.5%	34.4%	40.0%
销售费用	37,502	48,924	60,824	79,026	109,992	EBITDA增长率	-16.8%	61.6%	42.8%	30.0%
管理费用	9,699	15,005	19,208	24,956	34,734	EBIT增长率	-22.9%	62.6%	26.7%	32.8%
财务费用	130	1,353	239	495	691	NOPLAT增长率	-26.6%	69.2%	22.7%	40.5%
资产减值损失	-62	31	560	168	-	投资资本增长率	88.4%	151.3%	-23.8%	20.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	0.1%	5.0%	14.3%	9.2%
投资和汇兑收益	-	213	100	100	-	-	-	-	9.9%	-
营业利润	8,967	13,443	18,508	24,393	33,988	利润率				
加: 营业外净收支	156	326	330	474	718	毛利率	66.5%	69.2%	67.0%	67.0%
利润总额	9,123	13,768	18,838	24,867	34,707	营业利润率	9.7%	10.9%	11.6%	11.7%
减: 所得税	2,904	4,383	5,840	6,714	9,371	净利润率	6.3%	7.5%	7.8%	8.4%
净利润	5,802.2	9,312.9	12,518.3	17,528.7	24,467.6	EBITDA/营业收入	11.7%	14.1%	15.5%	15.5%
资产负债表	2008	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	9.9%	12.0%	11.7%	12.0%
货币资金	61,985	28,781	56,166	62,389	86,836	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	54	67	58
应收帐款	4,790	17,860	10,644	13,830	19,249	流动营业资本周转天数	11	45	39	17
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	382	256	210	191
预付帐款	17,498	32,665	24,009	31,195	43,418	应收帐款周转天数	7	8	9	10
存货	4,996	6,847	9,604	12,478	17,367	存货周转天数	17	17	18	19
其他流动资产	0	-0	-0	0	0	总资产周转天数	531	455	401	345
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	101	173	168	123
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	-	20,112	-	-	-	ROE	5.3%	7.6%	9.3%	11.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	5.4%	7.1%	8.5%
固定资产	8,581	28,569	31,422	36,119	37,773	ROIC	35.4%	31.8%	15.5%	28.6%
在建工程	15,465	5,638	19,208	24,956	34,734	费用率				
无形资产	651	572	1,281	1,664	2,316	销售费用率	40.6%	39.6%	38.0%	38.0%
其他非流动资产	25,549	31,815	31,815	31,815	31,815	管理费用率	10.5%	12.2%	12.0%	12.0%
资产总额	139,515	172,860	184,149	214,445	273,508	财务费用率	0.1%	1.1%	0.1%	0.2%
短期债务	-	10,400	-	6,385	13,459	三费/营业收入	51.3%	52.9%	50.1%	50.2%
应付帐款	10,405	14,027	16,807	21,836	30,392	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	16.2%	28.9%	23.7%	28.5%
其他流动负债	12,065	16,799	29,187	34,456	43,420	负债权益比	19.3%	40.7%	31.1%	39.9%
长期借款	-	8,000	8,000	8,000	8,000	流动比率	3.97	2.05	2.81	2.26
其他非流动负债	70	-	-	-	-	速动比率	3.75	1.89	2.54	2.02
负债总额	22,540	49,998	43,734	61,137	86,953	利息保障倍数	70.06	10.94	78.38	50.24
少数股东权益	324	-19	461	1,085	2,689	分红指标				
股本	20,000	20,000	28,310	28,310	28,310	DPS(元)	2.85	-	0.13	0.19
留存收益	96,651	102,881	111,644	123,914	155,555	分红比率	98.2%	0.0%	30.0%	30.0%
股东权益	116,975	122,862	140,415	153,309	186,555	股息收益率	13.9%	0.0%	0.6%	0.9%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E
净利润	6,218	9,385	12,998	18,153	25,336	EPS(元)	0.29	0.47	0.63	0.88
加: 折旧和摊销	6,449	10,221	6,088	7,390	10,285	BVPS(元)	5.85	6.14	4.96	5.42
资产减值准备	-62	31	560	168	154	PE(X)	70.7	44.0	32.8	23.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	3.3	4.1	3.8
财务费用	83	-	564	239	585	P/FCF	-40.8	-17.5	26.0	53.4
投资收益	-	-213	-100	-100	-100	P/S	4.4	3.3	3.6	2.4
少数股东损益	416	73	480	624	868	EV/EBITDA	30.4	21.4	20.3	15.7
营运资金的变动	-816	9,490	28,271	-2,395	-2,205	CAGR(%)	0.0%	11.8%	17.2%	42.9%
经营活动产生现金流量	11,956	28,792	48,537	24,334	35,030	PEG	-	3.7	1.9	0.5
投资活动产生现金流量	-33,525	-79,978	10,648	-12,259	-11,279	ROIC/WACC	3.0	2.7	1.3	2.5
融资活动产生现金流量	-6,566	17,981	-6,085	631	-4,204	REP	3.2	1.6	5.9	2.6

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798	010-88085111	010-88085756	010-88085230
	guozhenju@hysec.com	muxiaofeng@hysec.com	sunliqun@hysec.com	zhaoyin@hysec.com
	张珺	赵佳	奚曦	王燕妮
华东区域	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085993
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	wangyanni@hysec.com
	曾利洁	贾浩森	罗云	孙婉莹
华南区域	010-88085991	010-88085279	010-88085760	0755-82934785
	zenglijie@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	sunwanying@hysec.com
	方芳	胡玉峰		
QFII	010-88085842	010-88085843		
	fangfang@hysec.com	huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5 %
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。