

湘鄂情 (002306.SZ)

酒店餐饮行业

评级: 持有 维持评级

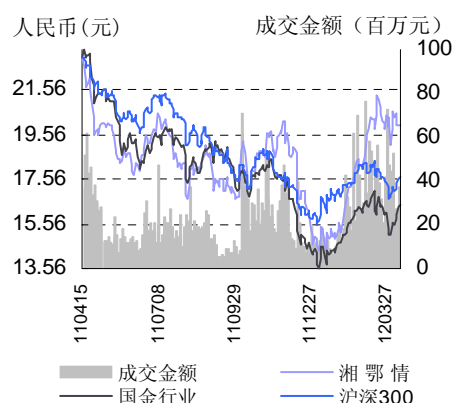
公司研究简报

市价(人民币): 19.98 元
目标(人民币): 22.40-24.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 89.56
总市值(百万元) 3,996.00
年内股价最高最低(元) 22.67/14.35
沪深 300 指数 2901.22
中小板指数 6641.82



相关报告

1. 《费用大幅提高,多业态架构初现端倪》, 2011.8.23
2. 《净利润率有望回升,多品牌定位细分市场》, 2011.6.1

苏超 联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

收购扩张符合预期, 整合效应尚需观察

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.290 | 0.466 | 0.821 | 0.962 | 1.124 |
| 每股净资产(元) | 5.83 | 6.14 | 6.92 | 7.78 | 8.90 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.60 | 1.44 | 2.37 | 2.74 | 3.27 |
| 市盈率(倍) | 98.93 | 32.21 | 24.33 | 20.76 | 17.77 |
| 行业优化市盈率(倍) | 50.67 | 42.15 | 42.15 | 42.15 | 42.15 |
| 净利润增长率(%) | -24.38% | 60.51% | 76.38% | 17.18% | 16.80% |
| 净资产收益率(%) | 4.97% | 7.58% | 11.88% | 12.37% | 12.63% |
| 总股本(百万股) | 200.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布公告称, 于 4 月 12 日签署股权转让协议, 分别收购齐大伟、齐春生所持上海齐鼎餐饮发展有限公司(以下简称“齐鼎餐饮”)87%和 3%股权, 收购完成后公司将持有齐鼎餐饮 90%的股权, 收购价格不超过 1.35 亿元(最终结果需经审计确认), 此次收购将动用剩余的募股资金。

投资观点

- 并购方式进军中式快餐业符合预期, 迅速实现多个领域的品牌突破: 公司在基本完成湘鄂情门店的扩张布局和原有门店的改造后, 便计划向连锁中式快餐业、团餐等领域延伸, 而并购一个已初具规模和市场影响力的连锁品牌无疑是公司最为现实的选择, 此次收购的齐鼎餐饮主打“味之都”中式连锁餐饮, 并已具有一定规模(收购完成时门店数不少于 62 家)。近几年还发展起来“鼎中鼎”豆捞和“伊莎贝拉”比萨等品牌, 跟随战略的特点十分明显。公司通过此次收购迅速在中式快餐、火锅、西式快餐等多个领域实现品牌, 在此基础上再行调整各领域的发展策略, 实现规模化的发展。
- 收购定价相对合理, 将显著增厚今年 EPS: 齐鼎餐饮截至 2011 年 12 月 31 日未经审计的总资产为 1.18 亿元, 净资产为 4722 万元, 当年实现收入 1.4 亿元, 净利润为 1796 万元。收购定价为审计后净利润的 10 倍 PE, 但价格不超过 1.5 亿元, 即收购 90%股权的价格不超过 1.35 亿元。鉴于协议中要求齐大伟在转让后一年主持经营管理, 并保持利润增长不低于 20%, 则据以上收购价格、盈利测算的当年动态 PE 仅为 6.95 倍, 市净率在 3 倍左右, 收购完成后将增厚今年 EPS0.08 元(考虑并表时间和淡旺季影响)。
- 长期整合效应还尚需观察: 公司此次收购以味之都为主的快餐品牌, 初期仍依靠原有的经营团队, 但仅锁定一年, 长远还需有赖自身的经营能力, 后续各品牌的市场定位、扩张策略、持续盈利能力尚有待观察。

投资建议

- 近两年内, 此前新开及改造的门店逐步完成市场培育, 进入盈利释放期, 公司业绩将实现较快增长。此次收购后, 公司将在中式快餐业拓展新的扩张领域, 收购也将显著增厚业绩。据此, 我们上调公司 2012~2013 年 EPS 至 0.82 元和 0.96 元, 但认为长期整合效应还需观察, 维持“持有”评级。

估值

- 给予公司 6-12 个月 22.9~24.6 元目标价位, 相当于 2012 年 28~30xPE。

风险

- 收购后长期整合效应有待观察; 大非 11 月 11 日解禁。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 738 | 923 | 1,235 | 1,574 | 1,771 | 1,957 |
| 增长率 | | 25.1% | 33.7% | 27.5% | 12.5% | 10.5% |
| 主营业务成本 | -236 | -309 | -380 | -471 | -526 | -571 |
| %销售收入 | 32.0% | 33.5% | 30.8% | 29.9% | 29.7% | 29.2% |
| 毛利 | 502 | 614 | 854 | 1,103 | 1,245 | 1,386 |
| %销售收入 | 68.0% | 66.5% | 69.2% | 70.1% | 70.3% | 70.8% |
| 营业税金及附加 | -41 | -52 | -69 | -88 | -99 | -110 |
| %销售收入 | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.6% |
| 营业费用 | -238 | -375 | -489 | -596 | -668 | -738 |
| %销售收入 | 32.2% | 40.6% | 39.6% | 37.9% | 37.8% | 37.7% |
| 管理费用 | -108 | -97 | -150 | -173 | -193 | -212 |
| %销售收入 | 14.6% | 10.5% | 12.2% | 11.0% | 10.9% | 10.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 115 | 90 | 146 | 246 | 285 | 326 |
| %销售收入 | 15.6% | 9.8% | 11.8% | 15.6% | 16.1% | 16.7% |
| 财务费用 | -6 | -1 | -14 | -14 | -13 | -10 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.1% | 1.1% | 0.9% | 0.7% | 0.5% |
| 资产减值损失 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 3 | 0 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| %税前利润 | 2.6% | 0.0% | 1.5% | 1.2% | 1.1% | 1.2% |
| 营业利润 | 112 | 90 | 134 | 235 | 274 | 320 |
| 营业利润率 | 15.2% | 9.7% | 10.9% | 14.9% | 15.5% | 16.3% |
| 营业外收支 | -1 | 2 | 3 | -1 | -1 | 1 |
| 税前利润 | 111 | 91 | 138 | 234 | 273 | 320 |
| 利润率 | 15.1% | 9.9% | 11.2% | 14.8% | 15.4% | 16.4% |
| 所得税 | -30 | -29 | -44 | -67 | -78 | -92 |
| 所得税率 | 27.3% | 31.8% | 31.8% | 28.5% | 28.5% | 28.8% |
| 净利润 | 81 | 62 | 94 | 167 | 195 | 228 |
| 少数股东损益 | 4 | 4 | 1 | 3 | 3 | 3 |
| 归属于母公司的净利润 | 77 | 58 | 93 | 164 | 192 | 225 |
| 净利率 | 10.4% | 6.3% | 7.5% | 10.4% | 10.9% | 11.5% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 81 | 62 | 94 | 167 | 195 | 228 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 43 | 64 | 103 | 199 | 325 | 431 |
| 非经营收益 | -2 | 0 | 5 | 14 | 14 | 8 |
| 营运资金变动 | 19 | -7 | 87 | 95 | 13 | -13 |
| 经营活动现金净流 | 142 | 120 | 288 | 474 | 548 | 654 |
| 资本开支 | -106 | -310 | -438 | -451 | -464 | -520 |
| 投资 | -11 | -25 | -361 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | -11 | 0 | 0 | 3 | 3 | 4 |
| 投资活动现金净流 | -127 | -335 | -800 | -449 | -461 | -516 |
| 股权募资 | 910 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -10 | 0 | 184 | 16 | -85 | -36 |
| 其他 | -78 | -66 | -5 | -17 | -26 | -32 |
| 筹资活动现金净流 | 821 | -66 | 180 | 0 | -111 | -68 |
| 现金净流量 | 835 | -281 | -332 | 25 | -24 | 70 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 901 | 620 | 288 | 313 | 289 | 359 |
| 应收款项 | 41 | 48 | 179 | 125 | 136 | 139 |
| 存货 | 39 | 50 | 68 | 65 | 69 | 69 |
| 其他流动资产 | 87 | 175 | 327 | 285 | 265 | 279 |
| 流动资产 | 1,068 | 893 | 862 | 787 | 759 | 847 |
| %总资产 | 80.4% | 64.0% | 49.8% | 41.3% | 37.6% | 38.6% |
| 长期投资 | 2 | 0 | 201 | 202 | 201 | 201 |
| 固定资产 | 146 | 240 | 342 | 784 | 924 | 1,013 |
| %总资产 | 11.0% | 17.2% | 19.8% | 41.1% | 45.8% | 46.2% |
| 无形资产 | 108 | 258 | 321 | 128 | 127 | 127 |
| 非流动资产 | 261 | 502 | 867 | 1,119 | 1,257 | 1,346 |
| %总资产 | 19.6% | 36.0% | 50.2% | 58.7% | 62.4% | 61.4% |
| 资产总计 | 1,329 | 1,395 | 1,729 | 1,907 | 2,016 | 2,193 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 104 | 120 | 36 | 0 |
| 应付款项 | 141 | 210 | 277 | 274 | 278 | 279 |
| 其他流动负债 | 19 | 15 | 39 | 46 | 61 | 45 |
| 流动负债 | 160 | 225 | 420 | 441 | 375 | 324 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 160 | 225 | 500 | 521 | 455 | 404 |
| 普通股股东权益 | 1,165 | 1,167 | 1,229 | 1,383 | 1,556 | 1,780 |
| 少数股东权益 | 4 | 3 | 0 | 3 | 6 | 9 |
| 负债股东权益合计 | 1,329 | 1,395 | 1,729 | 1,907 | 2,016 | 2,193 |

比率分析

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.384 | 0.290 | 0.466 | 0.821 | 0.962 | 1.124 |
| 每股净资产 | 5.827 | 5.833 | 6.144 | 6.915 | 7.778 | 8.902 |
| 每股经营现金净流 | 0.709 | 0.598 | 1.440 | 2.371 | 2.739 | 3.268 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.285 | 0.050 | 0.100 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 6.58% | 4.97% | 7.58% | 11.88% | 12.37% | 12.63% |
| 总资产收益率 | 5.77% | 4.16% | 5.39% | 8.61% | 9.55% | 10.25% |
| 投入资本收益率 | 7.15% | 5.26% | 7.05% | 11.08% | 12.13% | 12.44% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 20.60% | 25.12% | 33.75% | 27.51% | 12.47% | 10.51% |
| EBIT增长率 | 22.18% | -21.42% | 61.75% | 68.22% | 15.75% | 14.70% |
| 净利润增长率 | 20.27% | -24.38% | 60.51% | 76.38% | 17.18% | 16.80% |
| 总资产增长率 | 222.56% | 5.00% | 23.90% | 10.31% | 5.73% | 8.77% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 7.8 | 6.9 | 8.1 | 9.0 | 9.0 | 9.0 |
| 存货周转天数 | 62.9 | 52.3 | 56.8 | 50.0 | 48.0 | 44.0 |
| 应付账款周转天数 | 88.6 | 87.1 | 92.6 | 74.0 | 66.0 | 59.0 |
| 固定资产周转天数 | 12.5 | 33.9 | 84.5 | 130.8 | 126.5 | 114.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -77.09% | -52.99% | -8.45% | -8.12% | -11.09% | -15.61% |
| EBIT利息保障倍数 | 20.2 | 69.6 | 10.8 | 17.9 | 21.6 | 31.3 |
| 资产负债率 | 12.02% | 16.16% | 28.92% | 27.33% | 22.56% | 18.41% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 1 | 1 | 2 | 2 | 6 |
| 买入 | 2 | 2 | 2 | 2 | 6 |
| 持有 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 2.20 | 2.20 | 2.13 | 2.09 | 1.97 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|-----|
| 1 2010-08-24 | 买入 | 24.50 | N/A |
| 2 2010-10-28 | 持有 | 23.79 | N/A |
| 3 2011-01-12 | 持有 | 26.96 | N/A |
| 4 2011-02-01 | 持有 | 22.84 | N/A |
| 5 2011-03-15 | 持有 | 22.58 | N/A |
| 6 2011-03-24 | 持有 | 23.83 | N/A |
| 7 2011-06-01 | 持有 | 19.05 | N/A |
| 8 2011-08-23 | 持有 | 18.31 | N/A |

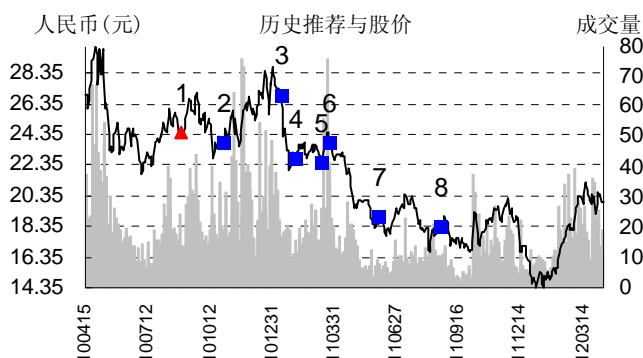
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B