

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

湘鄂情

002306

中性

业绩实现平稳较快增长 超额募资保障扩张规划

2009年全年，公司实现营业总收入7.38亿元，同比增长20.60%；实现归属于母公司所有者的净利润7673万元，同比增长20.27%；09年实现基本每股收益0.50元（全面摊薄后的EPS为0.38元）。

投资要点：

6-12个月目标价：25.00元

当前股价：26.29元

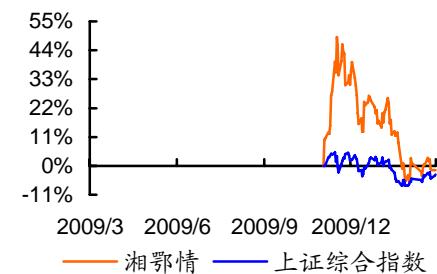
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3069.14
总股本(百万)	200
流通股本(百万)	50
流通市值(亿)	13
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	5.85
资产负债率	12.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
湘鄂情	4.33	-24.84	0.00
上证综合指数	4.08	-5.26	4.17



相关报告

《湘鄂情-拥有成熟复制模式的民营连锁餐饮第一股》2009-11-10

- 公司营业收入增长主要来自于新开店面进入成熟期带来的拉动效应。**从06-08年的经营情况来看，虽然公司成熟老店保持稳健经营，但公司营业收入的大幅增长更主要来自于连锁扩张带来的外延式增长。09年情况也大致相同。根据公司年报披露，截至09年底公司一共有14家直营店，其中9家08年以前开业老店的经营相对平稳，营业收入主要来自于08年开业的朝阳门店、太原店、大成路店、雨花店以及09年3月开业的西宫店，这5家新店的营收增量贡献率在80%以上。
- 新开店进入成熟期也是净利润较快增长的动力所在。**公司财报显示，成熟老店的净利润增速各有高低，但净利润增量贡献都相对较低。08年开业的四家新店08年的权益利润为-872.79万元，09年权益利润则达1041.29万元，这种次新店进入成熟期推动公司业绩增长的特征较为显著。
- 公司09年IPO超额募集4.26亿将为公司2011年连锁店增至36家以上提供保障。**公司IPO募投项目资金总额为4.60亿元，实际募集资金净额8.86亿元。对于这部分超募资金，公司已有的投资计划包括新建广渠门店、西单二期、南京店、海运仓库、朝外店之外，还签约收购了原作为加盟店的上海湘鄂情店和西藏湘鄂情店。仅按目前情况，至2011年，公司就将拥有25家直营店、7家加盟店。公司仍有约2亿元资金尚处于闲置状态。我们认为扩张速度的加快必将带来未来业绩的加速增长。2010年，公司将迎来至少8家新店的开业。
- 未来以北京为核心，向中心省会城市延伸的连锁网络更为清晰。**北京是公司业务的重中之重，在截至09年年底的23家门店中，12家位于北京。截至2011年已知的32家门店（25家直营，7家加盟）中，17家位于北京（14家直营，3家加盟）。但同时新增省会城市越来越多。
- 给予“中性”投资评级。**我们预测湘鄂情2010-2012年全面摊薄后的EPS分别为0.48、0.71、0.85元。公司外延式扩张能力强劲，成长性较好。但目前公司股价所对应2010-2011年的PE分别达55倍和37倍，仍处于较高位置，因此我们短期内给予“中性”投资评级。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	738	1044	1551	1879
同比(%)	21%	41%	49%	21%
归属母公司净利润(百万元)	77	96	141	170
同比(%)	20%	25%	47%	21%
毛利率(%)	68.0%	62.6%	63.1%	62.9%
ROE(%)	6.6%	9.6%	15.3%	19.0%
每股收益(元)	0.38	0.48	0.71	0.85
P/E	68.53	54.77	37.19	30.84
P/B	4.51	5.23	5.70	5.87
EV/EBITDA	27	30	19	15

资料来源：中投证券研究所

表 1：湘鄂情 07-09 年各主要财务指标变化情况

指标 (单位: 百万元)	09 年	08 年	07 年	09/08	08/07
营业总收入	737.81	611.77	516.82	20.60%	18.37%
营业总成本	628.47	523.24	430.18	20.11%	21.63%
营业成本	236.11	218.20	212.95	8.21%	2.46%
营业税金及附加	41.26	33.66	25.89	22.58%	30.01%
销售费用	237.63	181.37	138.63	31.02%	30.83%
管理费用	107.84	84.44	49.46	27.71%	70.73%
财务费用	5.68	4.53	4.95	25.37%	-8.40%
资产减值损失	-0.04	1.04	-1.69	-104.13%	161.36%
投资收益	2.91	0.00	3.70	—	-100.00%
营业利润	112.25	88.53	90.34	26.79%	-2.01%
营业外收入	1.98	1.70	1.18	16.57%	44.47%
营业外支出	3.00	0.35	0.21	752.06%	69.61%
利润总额	111.23	89.88	91.32	23.75%	-1.57%
所得税费用	30.39	22.74	27.32	33.67%	-16.76%
净利润	80.84	67.15	64.00	20.39%	4.92%
少数股东损益	4.11	3.35	5.49	22.65%	-38.94%
归属于母公司所有者的净利润	76.73	63.80	58.51	20.27%	9.03%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2：湘鄂情 07-09 年重要财务比率的同比变化

指标	09 年	08 年	07 年	09 - 08
综合毛利率	68.00%	64.33%	58.80%	3.67%
销售费用率	32.21%	29.65%	26.82%	2.56%
管理费用率	14.62%	13.80%	9.57%	0.82%
财务费用率	0.77%	0.74%	0.96%	0.03%
期间费用率	47.59%	44.19%	37.35%	3.40%
净资产收益率	6.58%	24.76%	26.90%	-18.18%

资料来源：中投证券研究所

表 3：湘鄂情各主营业务增长预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)				
餐饮服务费	723.49	962.24	1385.63	1662.75
商标许可使用及服务费	11.74	13.50	15.53	17.86
绿色食品配送基地	0.00	20.00	45.00	70.00
食品加工配送工厂	0.00	35.00	79.00	95.00
人力资源培训基地	0.00	10.00	22.00	28.00
其它	2.58	3.00	4.00	5.00
合计:	737.81	1043.74	1551.15	1878.61
营业成本 (百万元)				
餐饮服务费	236.11	307.92	443.40	532.08
商标许可使用及服务费	0.00	0.00	0.00	0.00

绿色食品配送基地	0.00	30.60	40.00	58.80
食品加工配送工厂	0.00	45.00	76.50	90.25
人力资源培训基地	0.00	7.00	13.20	16.24
其它	0.00	0.00	0.00	0.00
合计:	236.11	390.52	573.10	697.37

资料来源：中投证券研究所

表 4：公司属下分公司、子公司、加盟店情况

公司名称	所属门店	成立时间	09 年净利润(万元)
分公司 (4 家):			
定慧寺餐饮分公司	定慧寺店	2007.10.30	2200.83
西单餐饮分公司	西单店	2003.11.26	1676.41
湖南湘鄂情餐饮投资有限公司株洲分公司	株洲店	2007. 1.9	273.52
湘鄂情海运仓餐饮分公司	海运仓店	2010 年上半年	—
全资子公司 (20 家):			
北京志新桥湘鄂情餐饮有限公司	志新桥店	2006.3.6	459.87
北京西南四环湘鄂情餐饮有限公司	西南四环店	2004.8.30	565.28
北京北四环湘鄂情餐饮有限公司	北四环店	2002.10.29	1226.66
北京大成路湘鄂情餐饮有限公司	大成路店	2008.7.17	347.51
北京朝阳门湘鄂情餐饮有限公司	朝阳门店	2008.8.8	206.95
北京西宫湘鄂情餐饮有限公司	国宾店	2009.3.18	-103.98
湖南湘鄂情餐饮投资有限公司	长沙店	2002.4.20	161.74
长沙湘鄂情餐饮有限公司	雨花店	2008.7.18	95.03
湖北湘鄂情餐饮投资有限公司	武汉店	2005.12.1	752.72
山西湘鄂情餐饮投资有限公司	太原店	2007.12.25	391.80
陕西湘鄂情餐饮投资有限公司	西安南二环店	2010.12.31	—
河南湘鄂情餐饮投资有限公司	郑州店	2010.12.1	—
内蒙古湘鄂情餐饮投资有限公司	呼和浩特店	2010.12.1	—
北京湘鄂情南三环店项目	南三环店	2010.12.1	—
武汉湘鄂情三阳路店项目	三阳路店	2011.6.30	—
	广渠门店	2010 年上半年	—
	西单二期	2010 年上半年	—
	南京店	2010 年上半年	—
	海运仓店	2010 年上半年	—
	朝外店	洽谈中	—
控股子公司 (1 家):			
北京中轴路湘鄂情餐饮有限公司 (70% 股权)	中轴路店	2006.3.29	1369.40
加盟公司 (9 家):			
北京三里河湘鄂情餐饮有限公司		2003.3.21	—
北京世纪城湘鄂情源餐饮有限公司		2004.10.9	—
深圳市上林苑店		2009 年	—
深圳市中港城酒楼有限公司		2005.7.25	—
上海湘鄂情酒楼有限公司		2004.7.1	—
成都湘鄂情寒舍餐饮有限公司		2004.10.18	—

北京湘鄂春酒楼有限公司		2002.7.31	—
深圳市新洲湘鄂情酒楼有限公司	2010 年将成直营店	2009.1.7	—
西藏湘鄂情餐饮有限责任公司	2010 年将成直营店	2009.1.13	—

注释：2007 年公司购买湘鄂情志新桥店 40%出资使之成为全资子公司；2007 年购买湘鄂情西南四环店 35%出资使之成为全资子公司；2007 年购买湘鄂情长沙店 10.71%出资使之成为全资子公司；2007 年购买湘鄂情武汉店 26.5%出资使之成为全资子公司；2007 年购买湘鄂情北四环店 100%出资使之成为全资子公司；2007 年购买湘鄂情中轴路店 10%出资

资料来源：招股意向书、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	1068	641	471	474
应收账款	901	389	69	0
其它应收款	14	29	39	45
预付账款	27	44	63	77
存货	87	113	200	234
其他	39	65	100	117
非流动资产				
长期投资	261	621	795	967
固定资产	0	0	0	0
无形资产	62	345	543	720
其他	6	6	6	5
资产总计	192	270	246	242
流动负债	1329	1262	1267	1440
短期借款	160	249	328	519
应付账款	0	0	0	129
其他	58	86	139	164
非流动负债	102	163	189	226
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	160	249	328	519
少数股东权益	1329	1262	1267	1440
股本	4	9	16	25
资本公积	200	200	200	200
留存收益	865	665	465	315
归属母公司股东权益	100	139	257	381
负债和股东权益	1165	1004	922	896
	1329	1262	1267	1440

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流				
净利润	142	91	100	203
折旧摊销	81	101	149	180
财务费用	44	11	24	34
投资损失	6	-6	-2	4
营运资金变动	-3	0	0	0
其它	19	1	-81	-15
投资活动现金流	-5	-15	11	-0
资本支出	-127	-353	-199	-200
长期投资	106	350	200	200
其他	-11	3	-1	-0
筹资活动现金流	-32	0	0	0
短期借款	821	-251	-221	-72
长期借款	0	0	0	129
普通股增加	50	0	0	0
资本公积增加	835	-200	-200	-150
其他	-54	-51	-21	-51
现金净增加额	835	-512	-320	-69

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	738	1044	1551	1879
营业成本	236	391	573	697
营业税金及附加	41	56	85	103
营业费用	238	318	473	573
管理费用	108	146	217	254
财务费用	6	-6	-2	4
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	112	139	205	247
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	111	139	205	247
所得税	30	38	56	68
净利润	81	101	149	180
少数股东损益	4	5	8	9
归属母公司净利润	77	96	141	170
EBITDA	161	143	226	286
EPS (元)	0.38	0.48	0.71	0.85

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	20.6%	41.5%	48.6%	21.1%
营业利润	26.8%	24.0%	47.3%	20.6%
归属于母公司净利润	20.3%	25.1%	47.3%	20.6%
获利能力				
毛利率	68.0%	62.6%	63.1%	62.9%
净利率	10.4%	9.2%	9.1%	9.1%
ROE	6.6%	9.6%	15.3%	19.0%
ROIC	24.2%	13.8%	15.3%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	12.0%	19.7%	25.9%	36.0%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	24.81%
流动比率	6.69	2.57	1.44	0.91
速动比率	6.45	2.31	1.13	0.69
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.81	1.23	1.39
应收账款周转率	46	48	45	44
应付账款周转率	4.12	5.42	5.09	4.60
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.48	0.71	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.46	0.50	1.02
每股净资产(最新摊薄)	5.83	5.02	4.61	4.48
估值比率				
P/E	68.53	54.77	37.19	30.84
P/B	4.51	5.23	5.70	5.87
EV/EBITDA	27	30	19	15

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光：中投证券研究所旅游行业研究员，浙江大学经济学硕士，2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司：中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编：100031
传真：(010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434