

2010年03月10日
市场数据(人民币)

市价(元)	26.29
已上市流通A股(百万股)	50.00
总市值(百万元)	5,258.00
年内股价最高最低(元)	39.80/18.90
沪深300指数	3305.86
中小板指数	5924.10
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《集五州大地之美食,执中式连锁餐饮之牛耳》, 2009.11.3

毛峥嵘

(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

联系人:朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

湘鄂情 (002306.SZ)

——年报业绩低于预期,资本升值“内外兼修”


公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.390	0.425	0.384	0.570	0.710	0.848
净利润增长率	261.09%	9.03%	20.27%	48.63%	24.47%	19.44%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.529	N/A	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	86.95	46.11	37.04	31.01
行业优化市盈率(倍)	60.46	21.02	49.18	49.18	49.18	49.18
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
PE/G(倍)	N/A	N/A	4.29	0.95	1.51	1.59
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	40.00	50.00	50.00	50.00
总股本(百万股)	150.00	150.00	200.00	200.00	200.00	200.00

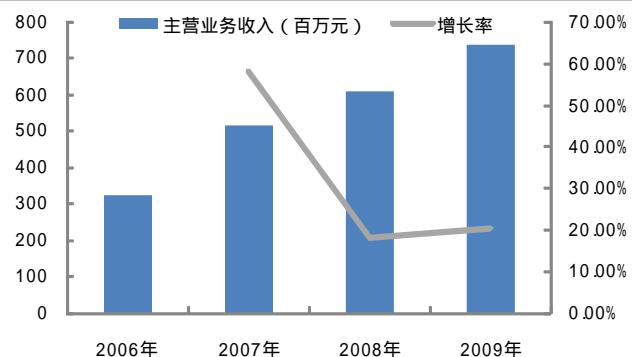
来源:公司年报、国金证券研究所 注:“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

■ 收入结构有所调整,年报业绩低于预期

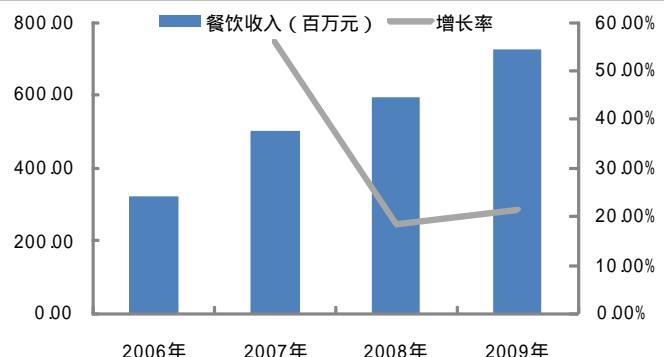
- ◆ 公司 2009 年年报显示,09 年实现营业收入 7.378 亿元,同比增长 20.6%;实现营业利润 1.12 亿元,同比增长 26.79%;实现利润总额 1.11 亿元,其中归属于上市公司股东的净利润为 7673 万元,同比增长 20.27%;基本每股收益为 0.50 元,按照 09 年底 IPO 后总股本计算,完全摊薄后每股收益为 0.38 元,低于我们此前的预期。
- ◆ 由于雪灾及奥运会影响,08 年主营业务收入增长放缓,报告期内主营业务收入增速有所回升(见图 1)。其中,餐饮服务仍然为公司的核心业务,收入占比为 98.06%。09 年餐饮服务收入为 7.23 亿元,增长 21.33% (见图 2)。商标许可使用及服务费收入下降 22.57%,为 1174 万元。收入结构的调整变化体现了公司战略选择的倾向性。由于新股融资顺利,公司资金充裕,会加大对收益率更高的直营店投资,逐渐减少加盟店的比例。
- ◆ 公司不断完善集中询价、集中采购模式,同时取消促销服务费,将其转换为采购商品折让优惠。2009 年整体毛利率维持 06 年以来的增长态势,提高约 3.67 个百分点,达到 68%。其中餐饮服务毛利率为 67.37% (见图 3)。
- ◆ 公司扩张步伐加大,储备大批人才,人工成本有所上升,各项费用率持续增长。其中销售费用率为 32.21%,管理费用率为 14.62%,财务费用率为 0.77% (见图 4)。各项期间费用的增加抵消了毛利率上升带来的利润增长,致使业绩表现低于预期。

图表1：公司主营业务收入及增长情况

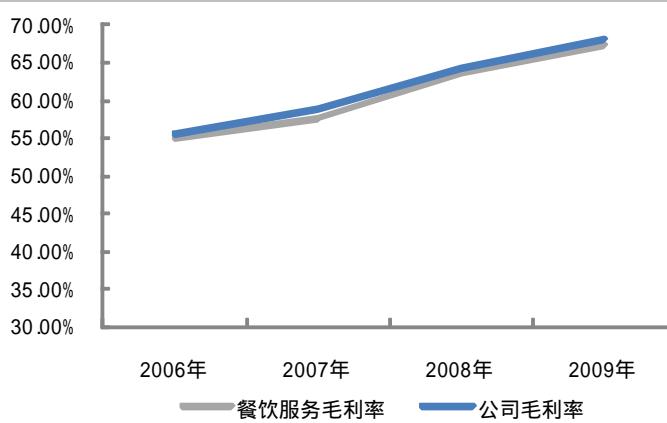


来源：公司年报, 国金证券研究所

图表2：公司餐饮服务收入及增长情况

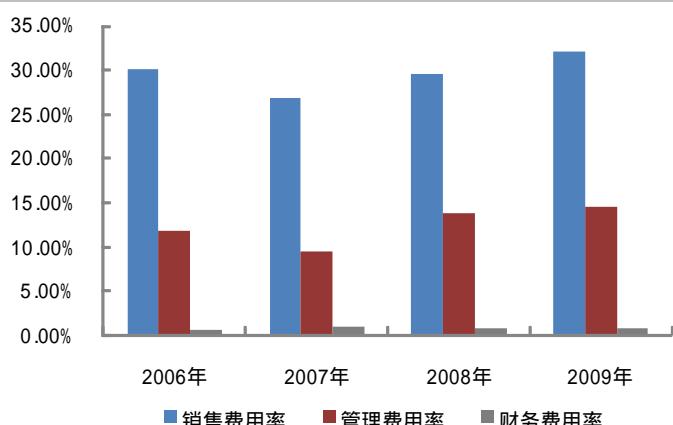


图表3：公司毛利率及餐饮服务毛利率情况



来源：公司年报, 国金证券研究所

图表4：公司历年各项费用率情况



■ 新设店铺开始盈利，原有商铺稳定增长

- ◆ 2009年14家子公司共创造净利润9623.74万元，增长29.64%（见图5）。其中9家在08年以前开业的子公司净利润合计为8686.43万元，稳步增长4.71%。08年开业的4家子公司净利润由08年的-872.79万元扭亏为1041.29万元，占比10.82%（见图6）。此外，09年4月开业的国宾店尚未进入盈利期，当年亏损103.98万元。
- ◆ 从单位营业面积的利润贡献看，原有商铺依然是利润稳定增长的保障，结合各新设商铺的区域消费水平，我们认为新设商铺单位营业面积利润率尚有较大的提升空间。

图表5：子公司餐饮服务盈利情况（万元）

	净利润		同比增长	开业时间
	2009年	2008年		
定慧寺店	2,200.83	1,999.08	10.09%	1999.9
西单店	1,676.41	1,640.60	2.18%	2003.11
西南四环店	565.28	355.27	59.11%	2004.11
中轴路店	1,369.40	1,116.51	22.65%	2006.9
志新桥店	459.87	368.46	24.81%	2006.3
北四环店	1,226.66	1,140.05	7.60%	2007.9
武汉店	752.72	1,218.13	-38.21%	2006.3
长沙店	161.74	130.74	23.71%	2002.9
株洲店	273.52	327.13	-16.39%	2007.3
原有店铺合计	8,686.43	8,295.97	4.71%	
太原店	391.8	-140.64	-	2008.5
大成路店	347.51	-114.79	-	2008.8
朝阳门店	206.95	-533.85	-	2008.8
雨花店	95.03	-83.51	-	2008.9
新店合计	1,041.29	-872.79		
国宾店	-103.98	-	-	2009.4
合计	9,623.74	7,423.18	29.64%	

来源：公司年报，国金证券研究所

图表6：新老店利润占比及单位面积利润贡献

	净利润(万元)	利润占比	租赁面积(平方米)	单位面积利润贡献
定慧寺店	2,200.83	22.87%	8503	0.26
西单店	1,676.41	17.42%	6714.25	0.25
西南四环店	565.28	5.87%	3045.42	0.19
中轴路店	1,369.40	14.23%	6033	0.23
志新桥店	459.87	4.78%	2740	0.17
北四环店	1,226.66	12.75%	3290.2	0.37
武汉店	752.72	7.82%	10000	0.08
长沙店	161.74	1.68%	5250	0.03
株洲店	273.52	2.84%	3955	0.07
原有店铺合计	8,686.43	90.26%	49530.87	0.18
太原店	391.8	4.07%	2500	0.16
大成路店	347.51	3.61%	2098	0.17
朝阳门店	206.95	2.15%	4924.99	0.04
雨花店	95.03	0.99%	3700	0.03
新店合计	1,041.29	10.82%	13222.99	0.08
国宾店	-103.98	-1.08%	10359.25	-0.01
合计	9,623.74	100.00%	62753.86	0.15

■ 加盟店比例下降，商标许可使用及服务费减少

- ◆ 报告期内公司仅增加深圳新洲湘鄂情一家加盟店，并且不收取服务费，免收第一年许可费用，该项目09年并没有贡献利润。
- ◆ 2009年9月12日提前终止与深圳华南湘鄂情的合同，并在09年底收购上海湘鄂情与西藏湘鄂情。大幅减少了当年的商标许可及服务费收入。

■ 以北京为中心，展开全国业务战略布局

- ◆ 2009年公司北京市场稳步增长的同时，继续推进全国业务战略布局，其它地区中太原2008年开业，2009年进入成熟期取得了较好的经营业绩。

图表7：分区域收入情况

地区	营业收入(万元)	营业收入比上年增减(%)
北京区域	56,015.04	24.19%
湖北区域	7,836.06	-5.44%
湖南区域	7,055.18	4.78%
其他区域	2,874.48	173.31%
合计	73,780.75	20.60%

来源：公司年报，国金证券研究所

盈利预测及投资建议

■ 资产增长“内外兼修”，超募资金支撑再扩张

- ◆ 目前公司还处于扩张初期，外延式扩张将是盈利增长的一大动力。09年公司新股发行超募资金为42588.37万元，2009年12月，董事会临时会议通过决议，同意新增5个募集资金使用项目，分别是：新建北京广渠门项目，新建西单店二期项目，新建南京项目，收购上海湘鄂情股权项目，及新建海运仓店项目。我们预计，2010年公司将延续08年以来的扩张势头，并在IPO巨额募股资金的有力支持下将有所提速，直营门店的增加将成为公司外延式扩张的重中之重。

- ◆ 正如我们在新股研究报告中提到，公司良好的成本控制能力、有效的门店管理机制将能够保证公司在快速扩张的同时，实现资产盈利能力的稳步提升，形成新的盈利增长点。
- 按照发行新股后 2 亿股本计算，我们预计未来三年 EPS 分别为 0.57 元，0.71 元，0.85 元。动态市盈率分别为 46.1 倍、37 倍和 31 倍。我们给予公司“买入”的评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	517	612	738	1,167	1,509	1,777							
增长率		18.4%	20.6%	58.2%	29.3%	17.8%	货币资金	114	66	901	799	690	692
主营业务成本	-213	-218	-236	-377	-484	-567	应收款项	45	46	41	63	81	96
%销售收入	41.2%	35.7%	32.0%	32.3%	32.1%	31.9%	存货	30	43	39	62	80	93
毛利	304	394	502	790	1,024	1,210	其他流动资产	24	85	87	141	180	211
%销售收入	58.8%	64.3%	68.0%	67.7%	67.9%	68.1%	流动资产	213	240	1,068	1,064	1,031	1,092
营业税金及附加	-26	-34	-41	-65	-84	-99	%总资产	64.9%	58.2%	80.4%	69.8%	60.5%	57.3%
%销售收入	5.0%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	长期投资	2	1	0	1	0	0
营业费用	-139	-181	-238	-388	-504	-590	固定资产	28	60	148	345	556	699
%销售收入	26.8%	29.6%	32.2%	33.3%	33.4%	33.2%	%总资产	8.5%	14.7%	11.2%	22.6%	32.6%	36.6%
管理费用	-49	-84	-108	-173	-230	-273	无形资产	81	106	108	113	115	115
%销售收入	9.6%	13.8%	14.6%	14.9%	15.3%	15.4%	非流动资产	115	172	261	461	672	815
息税前利润(EBIT)	90	94	115	164	206	248	%总资产	35.1%	41.8%	19.6%	30.2%	39.5%	42.7%
%销售收入	17.4%	15.4%	15.6%	14.0%	13.7%	13.9%	资产总计	329	412	1,329	1,525	1,703	1,908
财务费用	-5	-5	-6	4	1	0	短期借款	0	10	0	0	0	0
%销售收入	1.0%	0.7%	0.8%	-0.3%	-0.1%	0.0%	应付款项	93	123	141	208	269	316
资产减值损失	2	-1	0	0	0	0	其他流动负债	19	16	19	49	63	70
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	112	150	160	257	332	385
投资收益	4	0	3	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%税前利润	4.1%	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
营业利润	90	89	112	167	207	248	负债	112	150	160	257	332	386
营业利润率	17.5%	14.5%	15.2%	14.3%	13.7%	13.9%	普通股股东权益	218	258	1,165	1,260	1,358	1,501
营业外收支	1	1	-1	-1	-1	-1	少数股东权益	3	5	4	9	14	20
税前利润	91	90	111	166	206	247	负债股东权益合计	333	412	1,329	1,525	1,703	1,908
利润率	17.7%	14.7%	15.1%	14.3%	13.7%	13.9%							
所得税	-27	-23	-30	-47	-59	-71							
所得税率	29.9%	25.3%	27.3%	28.5%	28.5%	28.8%							
净利润	64	67	81	119	148	176							
少数股东损益	5	3	4	5	6	6							
归属于母公司的净利润	59	64	77	114	142	170							
净利率	11.3%	10.4%	10.4%	9.8%	9.4%	9.5%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	64	67	81	119	148	176							
经营活动现金净流	90	122	142	210	354	496							
资本开支	-40	-146	-106	-305	-419	-461							
投资	-14	-10	-11	-1	0	0							
其他	0	-1	-11	0	0	0							
投资活动现金净流	-53	-157	-127	-306	-419	-461							
股权募资	93	0	910	0	-18	0							
债权募资	-25	10	-10	0	0	1							
其他	-9	-24	-78	-7	-26	-33							
筹资活动现金净流	59	-14	821	-7	-44	-32							
现金净流量	96	-49	835	-103	-109	3							
每股指标							每股指标						
每股收益	0.390	0.425	0.384	0.570	0.710	0.848	每股收益	0.390	0.425	0.384	0.570	0.710	0.848
每股净资产	1.450	1.718	5.827	6.298	6.788	7.505	每股净资产	1.450	1.718	5.827	6.298	6.788	7.505
每股经营现金净流	0.603	0.812	0.709	1.052	1.772	2.478	每股经营现金净流	0.603	0.812	0.709	1.052	1.772	2.478
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.130	0.130	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.130	0.130
回报率							回报率						
净资产收益率	26.90%	24.76%	6.58%	9.05%	10.46%	11.29%	净资产收益率	26.90%	24.76%	6.58%	9.05%	10.46%	11.29%
总资产收益率	17.58%	15.49%	5.77%	7.48%	8.33%	8.89%	总资产收益率	17.58%	15.49%	5.77%	7.48%	8.33%	8.89%
投入资本收益率	28.56%	25.83%	7.15%	9.23%	10.74%	11.60%	投入资本收益率	28.56%	25.83%	7.15%	9.23%	10.74%	11.60%
增长率							增长率						
主营业务收入增长率	58.20%	18.37%	20.60%	58.16%	29.29%	17.81%	主营业务收入增长率	58.20%	18.37%	20.60%	58.16%	29.29%	17.81%
EBIT增长率	226.96%	4.68%	22.18%	42.36%	25.85%	20.29%	EBIT增长率	226.96%	4.68%	22.18%	42.36%	25.85%	20.29%
净利润增长率	261.09%	9.03%	20.27%	48.63%	24.47%	19.44%	净利润增长率	261.09%	9.03%	20.27%	48.63%	24.47%	19.44%
总资产增长率	33.52%	23.78%	222.56%	14.77%	11.70%	11.99%	总资产增长率	33.52%	23.78%	222.56%	14.77%	11.70%	11.99%
资产管理能力							资产管理能力						
应收账款周转天数	10.8	11.0	7.8	7.8	7.8	7.8	应收账款周转天数	10.8	11.0	7.8	7.8	7.8	7.8
存货周转天数	57.4	60.5	62.9	60.0	60.0	60.0	存货周转天数	57.4	60.5	62.9	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	72.5	76.0	88.6	75.0	75.0	75.0	应付账款周转天数	72.5	76.0	88.6	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	17.8	30.3	30.8	74.8	99.1	109.3	固定资产周转天数	17.8	30.3	30.8	74.8	99.1	109.3
偿债能力							偿债能力						
净负债/股东权益	-51.88%	-21.28%	-77.09%	-62.97%	-50.29%	-45.44%	净负债/股东权益	-51.88%	-21.28%	-77.09%	-62.97%	-50.29%	-45.44%
EBIT利息保障倍数	18.2	20.8	20.2	-40.9	-142.9	2,076.0	EBIT利息保障倍数	18.2	20.8	20.2	-40.9	-142.9	2,076.0
资产负债率	33.71%	36.35%	12.02%	16.85%	19.48%	20.26%	资产负债率	33.71%	36.35%	12.02%	16.85%	19.48%	20.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

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 2009-11-03	减持	18.90	18.90

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

**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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。