

餐饮

署名人: 曾光

执业证书编号: S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 24.43元

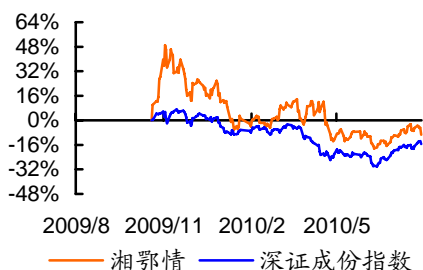
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11078.86
总股本(百万)	200
流通股本(百万)	50
流通市值(亿)	12
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	1.24	4.71	-3.91
深证成份指数	5.23	8.52	-8.21



相关报告

《湘鄂情-新店成熟导致净利润较快增长 IPO 资金继续提供扩张动能》2010-4-21
《湘鄂情-业绩实现平稳较快增长 超额募资保障扩张规划》2010-3-10
《湘鄂情-拥有成熟复制模式的民营连锁餐饮第一股》2009-11-10

湘鄂情

002306

中性

成本上升影响利润增速 下半年可能迎来新店开业潮

2010年上半年,公司实现营业收入4.44亿元,同比增长20.74%;实现归属于母公司的净利润4499.53万元,同比增长27.10%;基本每股收益0.22元。同时公司预计三季报业绩同比增长5%-25%。

投资要点:

- **收入增长主要来自08-09年次新店进入成熟期。**09年3月开业的西宫店迅速进入成熟期,今年上半年,新增营业收入3741.3万元,占本期总营收增加额的49%。此外,今年上半年公司新增5家直营店(其中2家由加盟店收购而来),广渠门店和上海店新增营业收入781.9万元,占公司总营收增加额的10%。此外,08年开业的朝阳门店、太原店、大成路店、雨花店以及其它老店的稳定增长也贡献了不到40%的增量。
- **公司利润增长也主要来自次新店进入成熟期。**在上半年新增的5家直营店中,西单二期店实现收益263万元,广渠门店亏损260万,上海店和西藏店因是收购成熟加盟店,本期实现收益分别为36万和58万,南京店上半年无收益。因此5家新增门店上半年公司的权益利润贡献不足100万。根据报表,第二季度公司净利润同比下滑666万,而一季度利润增长主要来自西宫店,因此西宫店仍是上半年业绩增长动力。
- **原材料成本上升导致成熟老店盈利增长不足,成本转移能力带来定价权问题。**根据财报,上半年,餐饮业务毛利率同比下滑1.06%,导致公司综合毛利率下滑1.37%。而餐饮业务毛利率下滑主要来自原材料价格小幅上涨,未来公司保持毛利率稳定将依赖于产品定价权带来的成本转移能力。当然,除了毛利率下降外,老店装修和冲销新店筹建期费用也影响了成熟门店反映在账面上的权益利润贡献。
- **下半年公司可能迎来新店开业潮。**截至报告期末,公司已开和筹建门店共31家,其中加盟店5家。在26家直营店中,已开业19家,下半年计划开业5家,明年2家。但其中4家IPO募投项目店计划在12月开业,今年能否开业具有不确定性。这将影响公司全年业绩增速。招股意向书中公司计划2011年连锁店达36家,公司正在湖北、天津、云南等地考察新的投资机会。
- **给予“中性”投资评级。**我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.46、0.60、0.79元。我们认为,公司具有较强的外延式扩张能力,目前公司正在从北京向全国重点城市延伸。从过去业绩表现来看,利润增长主要来自外延式扩张,但公司以直营为导向、高单店投入的特色酒楼异地扩张能否取得成功目前仍有待观察。目前公司股价所对应2010-2011年的PE分别达53倍和41倍,维持“中性”评级。
- **风险提示:**内生性增长不足问题;外延式扩张能否带来业绩持续增长的问题;市场竞争加剧问题;食品安全问题。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	738	945	1334	1619
同比(%)	21%	28%	41%	21%
归属母公司净利润(百万元)	77	92	121	157
同比(%)	20%	20%	30%	31%
毛利率(%)	68.0%	64.7%	60.5%	60.3%
ROE(%)	6.6%	9.2%	13.4%	18.2%
每股收益(元)	0.38	0.46	0.60	0.79
P/E	63.68	52.85	40.53	31.04
P/B	4.19	4.88	5.44	5.64
EV/EBITDA	25	28	20	15

资料来源:中投证券研究所

表 1: 湘鄂情 2010 年中报各主要财务指标同比变化情况

指标 (单位: 百万元)	2010H1	2009H1	同比增加 (%)
餐饮收入	439.26	360.28	21.92%
营业总收入	443.76	367.54	20.74%
营业总成本	377.90	316.30	19.47%
营业成本	147.30	120.18	22.56%
营业税金及附加	24.73	20.37	21.37%
销售费用	142.23	115.85	22.77%
管理费用	61.05	56.43	8.19%
财务费用	2.59	3.46	-25.18%
资产减值损失	0.00	0.00	-124.22%
投资收益	0.00	2.91	-100.00%
营业利润	65.86	54.16	21.60%
营业外收入	0.88	1.02	-13.95%
营业外支出	0.73	0.28	157.78%
利润总额	66.01	54.90	20.24%
所得税费用	18.60	17.28	7.67%
净利润	47.40	37.62	26.01%
少数股东损益	2.41	2.22	8.63%
归属于母公司所有者的净利润	45.00	35.40	27.10%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 湘鄂情 2010 年中报重要财务比率的同比变化

指标	2010H1	2009H1	同比增减
餐饮业务毛利率	65.59%	66.64%	-1.06%
综合毛利率	66.81%	67.30%	-0.49%
销售费用率	32.05%	31.52%	0.53%
管理费用率	13.76%	15.35%	-1.60%
财务费用率	0.58%	0.94%	-0.36%
期间费用率	46.39%	47.81%	-1.42%
净资产收益率	3.88%	14.81%	-10.93%

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	904.36	1175.67	1410.81
商标许可使用及服务费	11.74	7.63	8.78	10.09
绿色食品配送基地	0.00	10.00	45.00	70.00
食品加工配送工厂	0.00	10.00	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	944.99	1334.45	1618.90
营业成本 (百万元)				
餐饮服务费	236.11	307.48	397.38	476.85

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	9.20	40.00	58.80
食品加工配送工厂	0.00	9.80	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	333.48	527.08	642.14

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 (5 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
	西单二期	2010.4.30	—
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	2010.8.31	—
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
北京广渠门湘鄂情餐饮有限公司	广渠门店	2010.4	—
江苏湘鄂情酒楼有限公司	南京店	2010.6.30	—
上海湘鄂情酒楼有限公司	徐汇店	2010.4	—
西藏湘鄂情餐饮有限责任公司	拉萨店	2010.5	—
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	—
湖北孝感湘鄂情项目	孝感店	2011.5.1	—
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 (5 家):			
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		2009.7.1	—
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

2009.1.7

—

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；2010 年公司完成了对上海店和西藏店 2 个加盟店的收购。加盟店深圳市中港城酒楼有限公司、北京三里河湘鄂情餐饮有限公司 2010 年 6 月 30 到期后不再续签

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	1068	616	415	429
现金	901	397	51	0
应收账款	14	27	34	39
其它应收款	27	40	54	66
预付账款	87	97	184	216
存货	39	55	92	108
其他	0	0	0	0
非流动资产	261	621	795	967
长期投资	0	0	0	0
固定资产	62	345	543	720
无形资产	6	6	6	5
其他	192	270	246	242
资产总计	1329	1237	1210	1396
流动负债	160	227	296	506
短期借款	0	0	0	154
应付账款	58	74	128	151
其他	102	153	169	201
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	160	227	296	506
少数股东权益	4	9	15	23
股本	200	200	200	200
资本公积	865	665	465	315
留存收益	100	136	233	351
归属母公司股东权益	1165	1001	899	866
负债和股东权益	1329	1237	1210	1396

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	142	102	74	189
净利润	81	97	127	166
折旧摊销	44	11	24	34
财务费用	6	-3	-1	4
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	19	13	-86	-15
其它	-5	-15	10	-0
投资活动现金流	-127	-353	-199	-200
资本支出	106	350	200	200
长期投资	-11	3	-1	-0
其他	-32	0	0	0
筹资活动现金流	821	-254	-222	-40
短期借款	-10	0	0	154
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	50	0	0	0
资本公积增加	835	-200	-200	-150
其他	-54	-54	-22	-44
现金净增加额	835	-504	-346	-51

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	738	945	1334	1619
营业成本	236	333	527	642
营业税金及附加	41	51	73	89
营业费用	238	302	407	478
管理费用	108	128	153	178
财务费用	6	-3	-1	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	134	175	228
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	111	134	175	228
所得税	30	37	48	62
净利润	81	97	127	166
少数股东损益	4	5	6	8
归属母公司净利润	77	92	121	157
EBITDA	161	141	197	267
EPS (元)	0.38	0.46	0.60	0.79

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	20.6%	28.1%	41.2%	21.3%
营业利润	26.8%	19.4%	30.4%	30.6%
归属于母公司净利润	20.3%	20.5%	30.4%	30.6%
获利能力				
毛利率	68.0%	64.7%	60.5%	60.3%
净利率	10.4%	9.8%	9.0%	9.7%
ROE	6.6%	9.2%	13.4%	18.2%
ROIC	24.2%	13.8%	13.2%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	12.0%	18.4%	24.5%	36.3%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	30.39%
流动比率	6.69	2.71	1.40	0.85
速动比率	6.45	2.46	1.09	0.63
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.74	1.09	1.24
应收账款周转率	46	46	44	44
应付账款周转率	4.12	5.08	5.23	4.60
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.46	0.60	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.51	0.37	0.95
每股净资产(最新摊薄)	5.83	5.00	4.49	4.33
估值比率				
P/E	63.68	52.85	40.53	31.04
P/B	4.19	4.88	5.44	5.64
EV/EBITDA	25	28	20	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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。

免责声明

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