

评级: 持有 下调评级

业绩点评

市价(人民币): 23.79元

大幅扩张抑制盈利释放, 业绩表现低于预期

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)	50.00
总市值(百万元)	4,758.00
年内股价最高最低(元)	39.40/18.71
沪深300指数	3481.08
中小板指数	7227.43



相关报告

- 《餐饮主业稳步增长,首轮扩张继续推进》, 2010.8.24
- 《业绩增长符合预期,外延扩张又迈一步》, 2010.4.22
- 《改造上海、武汉分店,2010扩张拉开序幕》, 2010.4.1

毛峰嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237
 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.425	0.384	0.405	0.512	0.615
每股净资产(元)	1.72	5.83	6.18	6.59	7.21
每股经营性现金流(元)	0.81	0.71	0.42	1.55	2.19
市盈率(倍)	N/A	86.95	58.81	46.46	38.65
行业优化市盈率(倍)	21.02	49.18	49.18	49.18	49.18
净利润增长率(%)	9.03%	20.27%	5.44%	26.59%	20.19%
净资产收益率(%)	24.76%	6.58%	6.54%	7.77%	8.54%
总股本(百万股)	150.00	200.00	200.00	200.00	200.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 湘鄂情今年三季度实现营业收入2.3亿元, 同比增长24.13%。前三季度共实现归属于母公司所有者权益5811万元, 同比增长1.63%, 实现每股收益0.29元, 低于我们的预期。

经营分析

- **有效税率增加是业绩表现低于预期的主要原因:** 三季度有效税率从去年同期的21.1%上升为31.43%, 我们认为, 这很可能是老店改造期间所产生的固定资产大修理支出在会计核算和税法处理上存在差异所致。
- **原材料及人工成本价格上涨, 毛利率降低:** 从去年四季度开始公司没有对菜品进行提价, 虽然去年通过大规模采购、严格把控采购质量、提高物料利用率、将绩效考核与成本节约关联起来等方法对成本进行了有效控制, 但受今年CPI过快上涨以及折旧成本上升的影响, 三季度综合毛利率从去年同期的67.29%下降为66.27%。
- **老店改造、新店建设, 营收“青黄不接”, 盈利释放尚需时日:** 三季度, 武汉洪山店婚宴厅、南京店及北京海运仓店均开业, 呼和浩特、西安、郑州店还在建设, 预计全年新开业酒店数有望达到十家。开办费及摊销费用将有所增加。同时, 九家旧门店翻新改造, 在一定程度上对收入和成本均产生负面影响, 压缩了利润空间。

盈利调整

- 考虑到今年扩张步伐较大, 盈利无法完全释放, 我们下调对公司的盈利预测, 未来三年基本每股收益预计分别为0.405元、0.512元和0.615元。

投资建议

- 公司通过开办新店迅速提高市场占有率, 同时改造老店以再次提升盈利能力。我们认为, 当公司的扩张步伐稳定后, 有望进入盈利释放期。
- 目前盈利预测对应的市盈率分别为58.81倍、46.46倍和38.65倍。公司估值处于行业较高水平, 我们下调公司评级至“持有”。
- 特别提醒, 2010年11月11日, 公司将有3956万股限售股解禁, 目前公司可流通股数为5000万股, 此次解禁对股价具有一定压力。

图表1：季度累计利润简表及相关比率

单位 (百万元)	1H09	2H09	1H10	2009 1-9	2010 1-9	同比
营业收入	367.54	370.26	443.76	552.37	673.17	21.87%
营业总成本	316.30	312.17	377.90	472.78	587.54	24.27%
营业成本	120.18	115.93	147.30	180.64	224.68	24.38%
销售费用	115.85	121.78	142.23	172.38	220.95	28.18%
管理费用	56.43	51.41	61.05	83.94	100.46	19.69%
财务费用	3.46	2.22	2.59	5.30	4.04	-23.70%
营业税费营业税金及附加	20.37	20.88	24.73	30.53	37.41	22.55%
营业利润	54.16	58.09	65.86	82.50	85.63	3.79%
加：营业外收入	1.02	0.96	0.88	1.55	1.31	-15.47%
减：营业外支出	0.28	2.72	0.73	0.29	0.71	143.82%
利润总额	54.90	56.34	66.01	83.76	86.23	2.95%
减：所得税费用	17.28	13.12	18.60	23.37	24.96	6.81%
净利润	37.62	43.22	47.40	60.40	61.27	1.45%
归属于母公司所有者的净利润	35.40	41.33	45.00	57.18	58.11	1.63%
少数股东损益	2.22	1.89	2.41	3.22	3.16	-1.79%
每股收益 (元)	0.2360	0.2635	0.2250	0.3812	0.2905	-23.78%
毛利率	67.30%	68.69%	66.81%	67.30%	66.62%	-0.67%
销售费用率	31.52%	32.89%	32.05%	31.21%	32.82%	1.61%
管理费用率	15.35%	13.89%	13.76%	15.20%	14.92%	-0.27%
财务费用率	0.94%	0.60%	0.58%	0.96%	0.60%	-0.36%
有效税率	31.47%	23.28%	28.18%	27.90%	28.95%	1.05%
净利润率	10.24%	11.67%	10.68%	10.93%	9.10%	-1.83%

来源：国金证券研究所

图表2：季度利润简表及相关比率

单位 (百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q 10	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	192.79	174.75	184.83	185.44	242.34	201.41	229.42	24.13%	13.90%
营业总成本	169.26	147.04	156.48	155.69	198.47	179.42	209.64	33.97%	16.84%
营业成本	65.46	54.73	60.46	55.47	80.75	66.55	77.38	27.99%	16.27%
销售费用	57.40	58.45	56.53	65.25	67.07	75.16	78.72	39.25%	4.73%
管理费用	33.57	22.86	27.50	23.91	34.69	26.37	39.41	43.29%	49.46%
财务费用	1.79	1.67	1.84	0.38	2.48	0.11	1.45	-20.92%	1275.87%
营业税费营业税金及附加	10.69	9.69	10.15	10.73	13.49	11.24	12.68	24.92%	12.86%
营业利润	23.54	30.62	28.35	29.74	43.87	21.99	19.77	-30.24%	-10.08%
加：营业外收入	0.26	0.76	0.53	0.43	0.25	0.63	0.43	-18.41%	-31.54%
减：营业外支出	0.08	0.21	0.01	2.71	0.22	0.52	-0.02	-346.05%	-103.86%
利润总额	23.72	31.18	28.87	27.47	43.90	22.11	20.23	-29.93%	-8.50%
减：所得税费用	8.17	9.11	6.09	7.03	11.58	7.02	6.36	4.38%	-9.48%
净利润	15.55	22.07	22.78	20.44	32.32	15.08	13.87	-39.11%	-8.05%
归属于母公司所有者的净利润	14.28	21.12	21.77	19.56	30.53	14.46	13.11	-39.77%	-9.32%
少数股东损益	1.27	0.95	1.00	0.89	1.79	0.62	0.76	-24.78%	21.47%
每股收益 (元)	0.0952	0.1408	0.1452	0.2399	0.1527	0.0723	0.0656	-54.83%	-9.32%
毛利率	66.05%	68.68%	67.29%	70.09%	66.68%	66.96%	66.27%	-1.02%	-0.69%
销售费用率	29.77%	33.45%	30.58%	35.19%	27.68%	37.32%	34.31%	3.73%	-3.00%
管理费用率	17.41%	13.08%	14.88%	12.89%	14.31%	13.09%	17.18%	2.30%	4.09%
财务费用率	0.93%	0.96%	0.99%	0.21%	1.02%	0.05%	0.63%	-0.36%	0.58%
有效税率	34.43%	29.22%	21.10%	25.58%	26.38%	31.77%	31.43%	10.33%	-0.34%
净利润率	8.07%	12.63%	12.32%	11.02%	13.34%	7.49%	6.05%	-6.28%	-1.44%

来源：国金证券研究所

图表3：盈利预测详表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F
营业收入	326.69	516.82	611.77	737.8	934.5	1,170.7	1,376.9
增长		58.20%	18.37%	20.60%	26.65%	25.29%	17.60%
餐饮	323.12	503.24	596.29	723.49	929.08	1173.27	1376.44
商标许可使用及服务费		8.06	15.16	11.74	10.38	7.48	6.41
促销服务费	3.57	5.52	0.32	0.00	0.00	0.00	0
绿色食品配送基地收入					30.00	48.00	61
中央厨房收入					40.00	62.00	93
人力资源培训中心							
内部抵消					75.00	120.00	160
营业成本	145.33	212.95	218.20	236.11	307.99	375.45	433.58
毛利率	55.52%	58.80%	64.33%	68.00%	67.04%	67.93%	68.51%
营业税金及附加	16.40	25.89	33.66	41.26	52.33	65.56	77.10
营业税率	5.02%	5.01%	5.50%	5.59%	5.60%	5.60%	5.60%
销售费用	98.71	138.63	181.37	237.63	310.71	392.20	462.62
销售费用率	30.22%	26.82%	29.65%	32.21%	33.25%	33.50%	33.60%
管理费用	38.76	49.46	84.44	107.84	139.23	176.78	209.28
管理费用率	11.87%	9.57%	13.80%	14.62%	14.90%	15.10%	15.20%
财务费用	2.28	4.95	4.53	5.68	-2.00	1.20	3.20
资产减值损失	1.66	-1.69	1.04	-0.04	0.25	0.07	0.06
投资收益	-0.18	3.70	0.00	2.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	23.38	90.34	88.53	112.25	125.95	159.48	191.01
营业外收入	0.14	1.18	1.70	1.98	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.19	0.21	0.35	3.00	2.00	2.00	0.30
利润总额	23.33	91.32	89.88	111.23	124.95	158.48	191.71
减：所得税	8.07	27.32	22.74	30.39	35.61	45.17	55.12
所得税率	34.60%	29.91%	25.30%	27.33%	29%	29%	29%
净利润	15.26	64.00	67.15	80.84	89.34	113.32	136.59
减：少数股东权益	-0.95	5.49	3.35	4.11	8.40	10.90	13.5
归属于母公司股东净利润	16.20	58.51	63.80	76.73	80.94	102.42	123.09
净利润率	4.96%	11.32%	10.43%	10.40%	8.66%	8.75%	8.94%
每股收益	0.280	0.790	0.425	0.384	0.405	0.512	0.615

来源：国金证券研究所

图表4：三张报表预测摘要

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	935	1,171	1,377							
增长率	18.4%	20.6%	26.7%	25.3%	17.6%		货币资金	114	66	901	599	489	415
主营业务成本	-213	-218	-236	-308	-375	-434	应收款项	45	46	41	77	87	91
%销售收入	41.2%	35.7%	32.0%	33.0%	32.1%	31.5%	存货	30	43	39	42	49	52
毛利	304	394	502	626	795	943	其他流动资产	24	85	87	173	190	213
%销售收入	58.8%	64.3%	68.0%	67.0%	67.9%	68.5%	流动资产	213	240	1,068	892	815	770
营业税金及附加	-26	-34	-41	-52	-66	-77	%总资产	64.9%	58.2%	80.4%	62.4%	51.4%	44.0%
%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	-311	-392	-463	固定资产	28	60	148	418	652	860
%销售收入	26.8%	29.6%	32.2%	33.3%	33.5%	33.6%	%总资产	8.5%	14.7%	11.2%	29.3%	41.1%	49.2%
管理费用	-49	-84	-108	-139	-177	-209	无形资产	81	106	108	113	115	115
%销售收入	9.6%	13.8%	14.6%	14.9%	15.1%	15.2%	非流动资产	115	172	261	537	771	980
息税前利润 (EBIT)	90	94	115	124	161	194	%总资产	35.1%	41.8%	19.6%	37.6%	48.6%	56.0%
%销售收入	17.4%	15.4%	15.6%	13.3%	13.7%	14.1%	资产总计	329	412	1,329	1,429	1,586	1,750
财务费用	-5	-5	-6	2	-1	-3	短期借款	0	10	0	0	35	72
%销售收入	1.0%	0.7%	0.8%	-0.2%	0.1%	0.2%	应付款项	93	123	141	154	170	178
资产减值损失	2	-1	0	0	0	0	其他流动负债	19	16	19	26	39	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	112	150	160	180	244	271
投资收益	4	0	3	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%销售收入	4.1%	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
税前利润	4.1%	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	112	150	160	180	244	272
营业利润	90	89	112	126	159	191	普通股股东权益	218	258	1,165	1,236	1,319	1,442
营业利润率	17.5%	14.5%	15.2%	13.5%	13.6%	13.9%	少数股东权益	3	5	4	12	23	36
营业外收支	1	1	-1	-1	-1	1	负债股东权益合计	333	412	1,329	1,429	1,586	1,750
税前利润	91	90	111	125	158	192							
利润率	17.7%	14.7%	15.1%	13.4%	13.5%	13.9%							
所得税	-27	-23	-30	-36	-45	-55							
所得税率	29.9%	25.3%	27.3%	28.5%	28.5%	28.7%							
净利润	64	67	81	89	113	137							
少数股东损益	5	3	4	8	11	14							
归属于母公司的净利润	59	64	77	81	102	123							
净利率	11.3%	10.4%	10.4%	8.7%	8.7%	8.9%							
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
经营活动现金净流	90	122	142	83	310	438	每股指标						
资本开支	-40	-146	-106	-377	-439	-522	每股收益	0.390	0.425	0.384	0.405	0.512	0.615
投资	-14	-10	-11	-1	0	0	每股净资产	1.450	1.718	5.827	6.182	6.594	7.210
其他	0	-1	-11	0	0	0	每股经营现金净流	0.603	0.812	0.709	0.417	1.551	2.191
投资活动现金净流	-53	-157	-127	-378	-439	-522	每股股利	0.000	0.000	0.285	0.050	0.100	0.000
股权募资	93	0	910	0	0	0							
债权募资	-25	10	-10	0	35	38							
其他	-9	-24	-78	-7	-17	-28							
筹资活动现金净流	59	-14	821	-7	19	10							
现金净流量	96	-49	835	-302	-110	-74							
来源：国金证券研究所							回报率						
							净资产收益率	26.90%	24.76%	6.58%	6.54%	7.77%	8.54%
							总资产收益率	17.58%	15.49%	5.77%	5.66%	6.46%	7.03%
							投入资本收益率	28.56%	25.83%	7.15%	7.11%	8.35%	8.92%
							增长率						
							主营业务收入增长率	58.20%	18.37%	20.60%	26.67%	25.27%	17.60%
							EBIT增长率	226.96%	4.68%	22.18%	7.98%	29.49%	20.84%
							净利润增长率	261.09%	9.03%	20.27%	5.44%	26.59%	20.19%
							总资产增长率	33.52%	23.78%	222.56%	7.52%	11.01%	10.37%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	10.8	11.0	7.8	12.0	11.0	10.0
							存货周转天数	57.4	60.5	62.9	50.0	48.0	44.0
							应付账款周转天数	72.5	76.0	88.6	74.0	66.0	59.0
							固定资产周转天数	17.8	30.3	30.8	90.0	125.9	140.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-51.88%	-21.28%	-77.09%	-48.02%	-33.82%	-23.13%
							EBIT利息保障倍数	18.2	20.8	20.2	-62.0	134.6	60.8
							资产负债率	33.71%	36.35%	12.02%	12.62%	15.40%	15.55%

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	1	2	2
买入	0	0	1	5	6
持有	0	0	0	2	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.91	2.08

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	18.71	18.90
2 2010-03-10	买入	25.31	N/A
3 2010-04-01	买入	29.50	N/A
4 2010-04-22	买入	27.85	N/A
5 2010-08-24	买入	24.50	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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 200011
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: (8610)-66215599-8832
传真: (8610)-61038200
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: (86755)-82805115
传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室