

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 26.53元

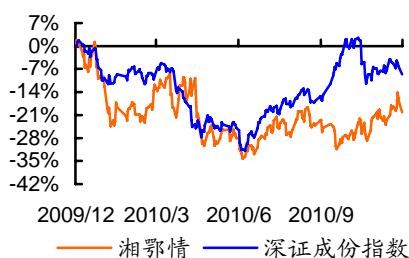
评级调整: 上调

### 基本资料

深证成份指数	12303.19
总股本(百万)	200
流通股本(百万)	90
流通市值(亿)	24
EPS (TTM)	0.39
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	1.53	3.23	11.00
深证成份指数	-1.88	7.83	21.76



### 相关报告

《湘鄂情-新店扩张速度加快带来短期业绩下滑》2010-10-29  
《湘鄂情-成本上升影响利润增速 下半年可能迎来新店开业潮》2010-8-23  
《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

002306

推荐

## 春播秋收 快速扩张带来未来业绩释放预期

### 投资要点:

- **2010年公司扩张迈出了历史最快的步伐。**特色酒楼具有高单店投入特征,且公司在扩张方面又倾向于以直营店为主体,因此在09年上市之前,公司每年新增门店仅约1-3家。IPO的顺利实施为公司外延式扩张提供了强劲动力。公司今年二季度新开业西单二期店、广渠门店,收购上海加盟店并进行装修,收购西藏店;三季度新开业海运仓店、南京店、武汉洪山店婚宴厅;四季度新开业西安南二环店、呼和浩特店公司。全年共计新开门店6家(外加一个婚宴厅),收购加盟店2家。
- **公司收入和利润增长主要得益于次新店进入快速增长期。**从过去几年实际情况来看,进入成熟期的老店经营一般较为平稳(年均增长约10%),公司业绩增长更主要来自于连锁扩张带来的次新门店进入快速增长期带来的井喷推力。据介绍,公司新开门店一般6-12个月可实现单月盈利,3-5年处于快速增长期,之后迈入成熟期。因此,今年新开的6家门店预期将在2011年后成为推动公司业绩增长的重要力量。
- **2011年公司仍有望实现门店较快增加。**在09年的IPO招股意向书中,公司计划未来三年开店16家(加盟店5家),到2011年年底达36家以上。目前已有30家,且其中3家(郑州店、武汉三阳路店、孝感店)预期在2011年开业。公司目前正在湖北、天津、云南等地调研、考察并探讨与知名商业地产集团在城市综合体方面进行合作发展餐饮服务。如果公司按原计划扩张,则2011年将成为公司另一扩张高峰期。
- **公司保持较强的创新能力,有助于品牌影响力的增强和盈利能力的提升。**以武汉洪山店婚宴厅“晶殿”为代表的宴会厅业态,就是在参考国外经验并融合了现代声光电技术,为都市商务会展、庆典,以及个性婚典提供全新服务理念的创新产品。在具体菜品上,公司目前保持每年推出约60道成功的新菜。虽然今年CPI上涨幅度超预期使得公司毛利率略有下降,但食品加工厂(中央厨房)项目今年春节前后投入运营将有效降低公司的原材料成本,稳定公司毛利率,提升复制能力。
- **预期公司最迟2012年进入新一轮业绩释放期。**若公司2011年保持2010年的直营店开店速度,届时新店初期亏损将一定程度上抵消2010年所开新店带来的利润增量,当然这将增强2012年业绩爆发潜力。不过公司也可在多开加盟店的情形下实现既定规模扩张。若公司2011年放缓开店节奏,则公司有望2011年下半年开始出现业绩的较快增长。
- **提高公司评级至“推荐”。**在不考虑其它门店基础上,预测公司10-12年EPS分别为0.42、0.60、0.88元。我们认为个股理想的持有期为公司业绩释放期,理想的投资时点是在业绩释放启动之前。以未来1-2年为投资周期,我们预期能获得较好的稳定收益,给予“推荐”评级。
- **风险提示:**短期业绩具有一定不确定性;未来市场竞争可能加剧。

### 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	84	121	177
同比(%)	20%	9%	44%	46%
毛利率(%)	68.0%	64.7%	60.5%	60.3%
ROE(%)	6.6%	8.5%	12.2%	15.6%
每股收益(元)	0.38	0.42	0.60	0.88
P/E	69.15	63.21	43.96	30.06
P/B	4.55	5.35	5.35	4.70
EV/EBITDA	27	34	22	15

资料来源:中投证券研究所

表 1: 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 2: 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)
<b>分公司 (4 家):</b>			
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	—
湘鄂情海运仓餐饮分公司	海运仓店	2010.8.31	—
<b>全资子公司 (20 家):</b>			
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
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	2010.7.16	—
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	—

内蒙古湘鄂情餐饮投资有限公司	呼和浩特店	2010.12.1	—
河南湘鄂情餐饮投资有限公司	郑州店	2011	—
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	—
北京湘鄂情春酒楼有限公司	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。北京南三环店因停车位问题未解决暂处于搁置状态。

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					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1068	607	508	538	<b>营业收入</b>	738	945	1334	1619
现金	901	388	144	110	营业成本	236	333	527	642
应收账款	14	27	34	39	营业税金及附加	41	51	73	89
其它应收款	27	40	54	66	营业费用	238	302	407	473
预付账款	87	97	184	216	管理费用	108	138	153	162
存货	39	55	92	108	财务费用	6	-1	-1	-3
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	261	621	795	967	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	62	345	543	720	<b>营业利润</b>	112	122	175	256
无形资产	6	6	6	5	营业外收入	2	0	0	0
其他	192	270	246	242	营业外支出	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	1329	1228	1303	1505	<b>利润总额</b>	111	122	175	256
<b>流动负债</b>	160	227	296	352	所得税	30	33	48	70
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	81	88	127	186
应付账款	58	74	128	151	少数股东损益	4	5	6	9
其他	102	153	169	201	<b>归属母公司净利润</b>	77	84	121	177
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	161	131	197	288
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.38	0.42	0.60	0.88
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	160	227	296	352	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	4	8	15	24	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	200	200	200	200	<b>成长能力</b>				
资本公积	865	665	565	565	营业收入	20.6%	28.1%	41.2%	21.3%
留存收益	100	127	227	364	营业利润	26.8%	8.4%	43.8%	46.2%
归属母公司股东权益	1165	992	992	1129	归属于母公司净利润	20.3%	9.4%	43.8%	46.2%
<b>负债和股东权益</b>	1329	1228	1303	1505	<b>获利能力</b>				
					毛利率	68.0%	64.7%	60.5%	60.3%
					净利率	10.4%	8.9%	9.0%	10.9%
					ROE	6.6%	8.5%	12.2%	15.6%
					ROIC	24.2%	12.7%	13.2%	16.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	12.0%	18.5%	22.7%	23.4%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.69	2.67	1.71	1.53
					速动比率	6.45	2.43	1.40	1.22
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.85	0.74	1.05	1.15
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.38	0.42	0.60	0.88
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.47	0.37	1.01
					每股净资产(最新摊薄)	5.83	4.96	4.96	5.65
					<b>估值比率</b>				
					P/E	69.15	63.21	43.96	30.06
					P/B	4.55	5.35	5.35	4.70
					EV/EBITDA	27	34	22	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, 2010 年《新财富》社会服务业最佳分析师第二名。

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、金陵饭店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

陈青青: 中投证券研究所旅游行业助理研究员, 理学、经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

## 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