

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

湘鄂情

002306

推荐

股权激励方案推出将强化公司未来两年业绩释放预期

1月12日,公司公告股票期权激励计划草案。公司拟授予部分公司高管以及核心业务人员1100万份股票期权(其中预留110万份),行权价格27.35元,有效期为自授权之日起不超过六年。公司因实施本计划发行人民币普通股所筹集的资金用于补充公司流动资金(共计3.00亿元)。该草案须经证监会无异议以及股东大会批准后实施。

投资要点:

■ **股权激励方案的推出有利于增强经营管理团队的凝聚力和人才队伍建设,对公司长期稳定发展有积极意义。**在成功上市之前,公司已对部分高管和核心业务人员进行了相应的持股部署。本次股权激励草案不仅加大了对之前未持股人员的覆盖范围,而且还对一些持股数相对较少的人员加大了激励力度,为公司实现成为中国著名餐饮集团的企业愿景提供了人才保障。

■ **行权所需业绩考核条件较为宽松,但行权价具有一定的看点。**乐观预期股权激励计划授权日将在2011年上半年。按相关制度安排,首次授予990万份股票期权将在2012-2016年分4年每年25%的比例行权。而激励对象行权的业绩考核条件即为2011-2014年的净利润年均增长率20%,且加权平均净资产收益率从6%逐年提升到9%。2010年公司因快速扩张而造成业绩短期低潮,从我们盈利预测来看,未来几年公司业绩表现达到行权条件基本无疑义。但另一方面,如果激励对象在2012年首个行权期愿意以27.35元/股的价格行权,则意味着届时二级市场价一般高于行权价,而这将建立在对当年业绩的乐观预测上。我们认为,2012年公司EPS至少在0.70-0.90元(对应动态PE在30-40倍,这建立在乐观预期市场认可该估值基准上)区间时,才可有效保障行权的可行性,当然悲观情形也可是激励对象选择放弃行权。

■ **预期公司最迟2012年进入新一轮业绩释放期,股权激励草案强化了这一预期。**2010年公司扩张迈出了历史最快步伐,全年共计新开门店6家(外加一个婚宴厅),收购加盟店2家。若2011年保持这种开店速度,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。若公司2011年放缓开店节奏,则公司有望2011年下半年开始实现业绩的较快增长。至于招股意向书中的门店承诺,公司也可通过兼并收购和增开加盟店实现。

■ **维持“推荐”评级。**在不考虑未公告的新增门店基础上,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。以未来1-2年为投资周期,我们预期能获取较好的稳定收益,给予“推荐”评级。

■ **风险提示:**未来细分市场竞争加剧;异地扩张效果低于预期风险。

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	71.29	65.17	45.31	30.99
P/B	4.69	5.51	5.51	4.84
EV/EBITDA	28	35	23	16

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

《湘鄂情-春播秋收 快速扩张带来未来业绩释放预期》2010-12-28

《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

表 1: 湘鄂情高管持股情况表

参与本次股权激励与否	姓名	职务	之前持股情况(万股)	本次获授的股票期权份数(万份)	合计持股	占本次授予股票期权总数的比例	占目前公司总股本的比例	合计占目前公司总股本的比例
1	閻肃	董事、总经理(CEO)	280.4	55	335.4	5.00%	0.28%	1.68%
2	熊国胜	董事、董事会秘书		25	25.0	2.27%	0.13%	0.13%
3	万钧	董事、副总经理		25	25.0	2.27%	0.13%	0.13%
4	朱珍明	董事、财务总监	10.0	15	25.0	1.36%	0.08%	0.13%
5	夏桐	副总经理		25	25.0	2.27%	0.13%	0.13%
6	陈景俊	出品研发部总监	35.0	5	40.0	0.46%	0.03%	0.20%
7	顾强	人力资源部总监	20.0	5	25.0	0.46%	0.03%	0.13%
8	兰国光	审计部总监		15	15.0	1.36%	0.08%	0.08%
	孟辉	监事会主席	20.0		20.0			0.10%
	刘小麟	监事	14.0		14.0			0.07%
	罗水莲	监事	2.0		2.0			0.01%
9	核心业务人员(共计 167 人)		820	820.0	74.55%	4.10%	4.10%	
10	预留股票期权		110	110.0	10.00%	0.55%	0.55%	
	合计		431.4	1100	1,531.4	100.00%	5.50%	7.66%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2: 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 3: 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
	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	—
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	徐江店	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	2011.1	—
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。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

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	1068	607	508	538
应收账款	901	388	144	110
其它应收款	14	27	34	39
预付账款	27	40	54	66
存货	87	97	184	216
其他	39	55	92	108
非流动资产				
长期投资	261	621	795	967
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	1228	1303	1505
流动负债				
短期借款	160	227	296	352
应付账款	0	0	0	0
其他	58	74	128	151
非流动负债				
长期借款	102	153	169	201
其他	0	0	0	0
负债合计	160	227	296	352
少数股东权益	4	8	15	24
股本	200	200	200	200
资本公积	865	665	565	565
留存收益	100	127	227	364
归属母公司股东权益	1165	992	992	1129
负债和股东权益	1329	1228	1303	1505

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流				
净利润	142	95	74	203
折旧摊销	81	88	127	186
财务费用	44	11	24	34
投资损失	6	-1	-1	-3
营运资金变动	-3	0	0	0
其它	19	13	-86	-15
投资活动现金流	-5	-15	10	-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	-256	-119	-37
长期借款	-10	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	50	0	0	0
其他	835	-200	-100	0
现金净增加额	-54	-56	-19	-37
	835	-513	-244	-34

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	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	473
管理费用	108	138	153	162
财务费用	6	-1	-1	-3
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	122	175	256
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	111	122	175	256
所得税	30	33	48	70
净利润	81	88	127	186
少数股东损益	4	5	6	9
归属母公司净利润	77	84	121	177
EBITDA	161	131	197	288
EPS（元）	0.38	0.42	0.60	0.88

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%	8.4%	43.8%	46.2%
归属于母公司净利润	20.3%	9.4%	43.8%	46.2%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标（元）				
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
估值比率				
P/E	71.29	65.17	45.31	30.99
P/B	4.69	5.51	5.51	4.84
EV/EBITDA	28	35	23	16

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，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