

评级: 持有 维持评级

公司点评

毛峰嵘

分析师 SAC 执业编号: S1130208070237

(8621)61038317

maozhr@gjzq.com.cn

业绩预告略低于预期, 关注内生、外延式增长

事件

湘鄂情 31 日发布 2010 年业绩预告修正公告, 称预计 2010 年归属上市公司股东的净利润为 5754~8056 万元, 同比增幅为 -25%~5%, 折算每股收益为 0.288~0.403 元。

公告称今年业绩下降的原因主要有:

1. 在报告期内, 公司因物业方等综合因素的影响, 新开门店大部分延迟至下半年甚至年底开业, 开办费和物料低值等费用一次性摊销, 导致新开店当期巨额亏损抵减利润; 而去年新开门店基本都在上半年开业, 下半年迅速成长, 年底微亏或扭亏为盈, 影响利润很小。
2. 在报告期内, 公司为了应对人力供应紧张的矛盾, 先后于年初和十月份调整工薪制度, 提高工资标准导致工资及社保福利等人工费用较大幅度增长。
3. 在报告期内, 公司因贵重原材料和酒水等价格较快增长, 致使营业成本上升, 也是减利的重要原因。
4. 在报告期内, 公司对十家门店进行了翻修, 不可避免的对日常营业造成一定影响, 也是减利的重要原因。

评论

业绩低于预期虽事出有因, 然股权激励方案确定业绩基数或为原因之一: 公司今年 1 月份公布其股权激励计划草案, 计划首次授予的 990 万份股票期权将分四期行权, 公司业绩考核相应按会计年度分四期进行, 申请行权应分别达到相应各期公司业绩考核条件。根据以往经验, 股票期权授予日落在 2011 年内是大概率事件, 则 2010 年的净利润即成为业绩考核的主要参照标准, 因此, 此亦可能成为影响 2010 年业绩表现的原因之一。

对于公告所提及的几个影响业绩的原因, 我们对其未来发展趋势的观点如下:

股权激励将稳定经营团队, 提高管理效率, 保障竞争力: 公司今年 1 月份宣布的股权激励不仅针对高管, 也涉及大批中层管理和核心技术人员。我们认为本次股权激励旨在稳定经营团队, 提高运营效率, 在一定程度上缓解了人力供应紧张的局面。

对公司内生、外延式成长持正面评价, 净利率、毛利率具有提升空间: 我们一直对公司所采用的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的运营模式持正面评价, 认为随着新店扩张、老店改造这一营收“青黄不接”时期的过去, 公司扩张步伐逐渐稳定后, 有望进入盈利全面释放期。公司 2011 年即可能迎来净利润率的恢复性增长。此外, 目前菜品尚具有提价空间, 有望在通胀中转嫁成本压力, 毛利率亦有望得到恢复及提升。

投资建议

基于该业绩预告公告内容, 我们下调对公司的盈利预测, 预计 2010~2012 年每股收益分别为 0.387 元、0.478 元和 0.601 元, 下调幅度为 4.3%、8.4%、8.1%, 对应市盈率为 74.24、48.49、38.54 倍。目前估值水平高于行业均值, 我们维持对公司的“持有”评级。

图表1：盈利预测详表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业收入	516.82	611.77	737.8	915.4	1,145.2	1,363.2
增长	58.20%	18.37%	20.60%	24.06%	25.11%	19.03%
餐饮	503.24	596.29	723.49	904.98	1147.76	1356.77
商标许可使用及服务费	8.06	15.16	11.74	10.38	7.48	6.41
营业成本	212.95	218.20	236.11	300.90	373.02	439.59
毛利率	58.80%	64.33%	68.00%	67.13%	67.43%	67.75%
营业税金及附加	25.89	33.66	41.26	51.26	64.13	76.34
营业税率	5.01%	5.50%	5.59%	5.60%	5.60%	5.60%
销售费用	138.63	181.37	237.63	304.81	379.65	445.62
销售费用率	26.82%	29.65%	32.21%	33.30%	33.15%	32.69%
管理费用	49.46	84.44	107.84	142.25	177.43	210.53
管理费用率	9.57%	13.80%	14.62%	15.54%	15.49%	15.44%
财务费用	4.95	4.53	5.68	-2.00	1.33	3.20
资产减值损失	-1.69	1.04	-0.04	0.25	0.35	0.20
投资收益	3.70	0.00	2.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	90.34	88.53	112.25	117.88	149.33	187.70
营业外收入	1.18	1.70	1.98	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.21	0.35	3.00	1.00	2.00	1.00
利润总额	91.32	89.88	111.23	117.88	148.33	187.70
减：所得税	27.32	22.74	30.39	33.60	42.27	53.49
所得税率	29.91%	25.30%	27.33%	29%	29%	29%
净利润	64.00	67.15	80.84	84.29	106.05	134.20
减：少数股东权益	5.49	3.35	4.11	6.97	10.49	13.95
归属于母公司股东净利润	58.51	63.80	76.73	77.32	95.56	120.25
增长率		9.03%	20.27%	0.76%	23.60%	25.84%
净利润率	11.32%	10.43%	10.40%	8.45%	8.34%	8.82%
每股收益	0.790	0.425	0.384	0.387	0.478	0.601

来源：国金证券研究所

图表2：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	915	1,145	1,363							
增长率	18.4%	20.6%	24.1%	25.1%	19.0%		货币资金	114	66	901	524	489	415
主营业务成本	-213	-218	-236	-301	-373	-440	应收款项	45	46	41	75	85	90
%销售收入	41.2%	35.7%	32.0%	32.9%	32.6%	32.2%	存货	30	43	39	41	49	53
毛利	304	394	502	614	772	924	其他流动资产	24	85	87	183	189	215
%销售收入	58.8%	64.3%	68.0%	67.1%	67.4%	67.8%	流动资产	213	240	1,068	823	811	773
营业税金及附加	-26	-34	-41	-51	-64	-76	%总资产	64.9%	58.2%	80.4%	57.9%	49.4%	42.6%
%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	-305	-380	-446	固定资产	28	60	148	418	651	860
%销售收入	26.8%	29.6%	32.2%	33.3%	33.2%	32.7%	%总资产	8.5%	14.7%	11.2%	29.4%	39.6%	47.4%
管理费用	-49	-84	-108	-142	-177	-211	无形资产	81	106	108	174	176	176
%销售收入	9.6%	13.8%	14.6%	15.5%	15.5%	15.4%	非流动资产	115	172	261	598	832	1,041
息税前利润 (EBIT)	90	94	115	116	151	191	%总资产	35.1%	41.8%	19.6%	42.1%	50.6%	57.4%
%销售收入	17.4%	15.4%	15.6%	12.7%	13.2%	14.0%	资产总计	329	412	1,329	1,421	1,644	1,814
财务费用	-5	-5	-6	2	-1	-3	短期借款	0	10	0	0	107	151
%销售收入	1.0%	0.7%	0.8%	-0.2%	0.1%	0.2%	应付款项	93	123	141	152	168	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	178	314	350
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	118	149	188	负债	112	150	160	178	314	351
营业利润率	17.5%	14.5%	15.2%	12.9%	13.0%	13.8%	普通股股东权益	218	258	1,165	1,233	1,308	1,429
营业外收支	1	1	-1	0	-1	0	少数股东权益	3	5	4	11	21	35
税前利润	91	90	111	118	148	负债股东权益合计	333	412	1,329	1,421	1,644	1,814	
利润率	17.7%	14.7%	15.1%	12.9%	13.0%	比率分析							
所得税	-27	-23	-30	-34	-42								
所得税率	29.9%	25.3%	27.3%	28.5%	28.5%								
净利润	64	67	81	84	106								
少数股东损益	5	3	4	7	10								
归属于母公司的净利润	59	64	77	77	96	120							
净利率	11.3%	10.4%	10.4%	8.4%	8.3%	8.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							每股市指标						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金净流	90	122	142	68	313	432	每股收益	0.390	0.425	0.384	0.387	0.478	0.601
资本开支	-40	-146	-106	-438	-439	-523	每股净资产	1.450	1.718	5.827	6.164	6.542	7.143
投资	-14	-10	-11	-1	0	0	每股经营现金净流	0.603	0.812	0.709	0.341	1.566	2.162
其他	0	-1	-11	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.285	0.050	0.100	0.000
投资活动现金净流	-53	-157	-127	-439	-439	-523	回报率						
股权募资	93	0	910	0	0	0	净资产收益率	26.90%	24.76%	6.58%	6.27%	7.30%	8.42%
债权募资	-25	10	-10	0	107	44	总资产收益率	17.58%	15.49%	5.77%	5.44%	5.81%	6.63%
其他	-9	-24	-78	-6	-16	-28	投入资本收益率	28.56%	25.83%	7.15%	6.68%	7.52%	8.46%
筹资活动现金净流	59	-14	821	-6	91	17	增长率						
现金净流量	96	-49	835	-377	-35	-74	主营业务收入增长率	58.20%	18.37%	20.60%	24.06%	25.11%	19.03%
							EBIT增长率	226.96%	4.68%	22.18%	1.01%	30.03%	26.55%
							净利润增长率	261.09%	9.03%	20.27%	0.76%	23.61%	25.83%
							总资产增长率	33.52%	23.78%	222.56%	6.98%	15.63%	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	91.9	128.7	141.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-51.88%	-21.28%	-77.09%	-42.16%	-28.72%	-18.00%
							EBIT利息保障倍数	18.2	20.8	20.2	-58.2	113.8	59.7
							资产负债率	33.71%	36.35%	12.02%	12.53%	19.12%	19.33%

来源：国金证券研究所

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
6	2010-10-28	持有	23.79	N/A
7	2011-01-12	持有	26.96	N/A

来源：国金证券研究所



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