

湘鄂情 (002306.SZ) 酒店餐饮行业
评级: 持有 维持评级
业绩点评

市价(人民币): 22.94元

经营或迎来良性循环, 区域战略扩张拉开帷幕

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)	89.56
总市值(百万元)	4,588.00
年内股价最高最低(元)	30.10/21.80
沪深 300 指数	3262.92
中小板指数	7471.86


相关报告

- 《业绩预告略低于预期,关注内生、外延式增长》, 2011.2.1
- 《股权激励保障业绩信心,盈利能力进入释放期》, 2011.1.12

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.384	0.290	0.489	0.627	0.763
每股净资产(元)	5.83	5.83	6.27	6.80	7.56
每股经营性现金流(元)	0.71	0.60	1.01	1.85	2.44
市盈率(倍)	86.95	98.93	46.87	36.58	30.07
行业优化市盈率(倍)	49.18	49.18	49.18	49.18	49.18
净利润增长率(%)	20.27%	-24.38%	68.72%	28.13%	21.65%
净资产收益率(%)	6.58%	4.97%	7.80%	9.22%	10.09%
总股本(百万股)	200.00	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

- 公司实现营业收入 9.23 亿元, 同比增长 25.12%; 实现营业利润 8967 万元, 同比下降 20.12%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 5802 万元, 同比下降 24.38%; 基本每股收益为 0.29 元, 低于我们的预期。

经营分析

- **利润增长“青黄不接”:** 公司业绩低于预期的主要原因是新开业门店一次性摊销费用及市场培育期所产生的大量亏损, 同时公司对原有门店改造装修局部或全部停业, 亦引起营业利润的减少。新店培育、老店改造造成的“青黄不接”的局面是去年业绩表现不佳的主要原因。
- **成本压力促使毛利率下滑, 新店开业提升期间费用:** 受到原材料、人工成长上升的压力, 公司 2010 年餐饮业务毛利率出现下降。期间费用方面, 报告期内新开门店较多, 新增员工致使人工成本上升, 而新增物业及装修支出等提高了当期的长期待摊费用摊销额和折旧费用, 致使当期期间费用率创下历史新高。
- **区域战略提高标准化和产品质量:** 2 月公司在南京召开区域战略扩张新闻发布会, 称未来将以上海、南京为中心, 发展长三角市场; 以北京为中心, 拓展北方市场, 通过区域集中化的物流和配送, 提高运营流程的标准化并稳定产品质量。我们认为公司有望通过今年“标准年”的建设, 巩固和加强自身的品牌优势, 在快速实现外延扩张的同时能够保证已有盈利能力的提升。

盈利调整及投资建议

- 大部分老店完成装修改造, 将为短期业绩提供支撑力, 而新店的培育期一般在 1 至 1 年半, 我们预计未来公司将保持每年 5-10 家新店的扩张速度, 在此背景下, 公司的整体运营有望进入一个良性循环, 中长期的发展空间较大。
- 随着利润增长“青黄不接”时期的过去, 公司的净利润率迎来恢复性增长。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。鉴于此, 我们预计 2011~2013 年每股收益分别为: 0.489 元、0.627 元和 0.763 元。目前股价对应市盈率分别为 46.87、36.58、30.07 倍, 处于行业高位, 继续给予“持有”评级。
- 菜品提价或将成为公司股价的催化剂。

利润增长“青黄不接”，业绩表现低于预期

- 公司 2010 年年报显示，全年实现营业收入 9.23 亿元，同比增长 25.12%；实现营业利润 8967 万元，同比下降 20.12%；实现利润总额 9123 万元，其中归属于上市公司股东的净利润为 5802 万元，同比下降 24.38%；基本每股收益为 0.29 元，低于我们的预期。
- 公司业绩低于预期的主要原因是低估了新开业门店一次性摊销费用及市场培育期所产生的亏损。同时公司对原有门店改造装修局部或全部停业，亦引起营业利润减少约 1800 万元（见图表 1）。仅有西宫店实现扭亏为盈的大幅增长。新店培育、老店改造造成的“青黄不接”的局面是去年业绩表现不佳的主要原因。

图表1：新老店盈利增长情况

	净利润 2010年	净利润 2009年	同比增长	开业时间
定慧寺店	2,423.93	2,200.83	10.14%	1999.9
西单店	1,369.84	1,676.41	-18.29%	2003.11
西南四环店	202.11	565.28	-64.25%	2004.11
中轴路店	1,386.68	1,369.40	1.26%	2006.9
志新桥店	227.75	459.87	-50.48%	2006.3
北四环店	980.53	1,226.66	-20.07%	2007.9
武汉店	265.77	752.72	-64.69%	2006.3
长沙店	68.63	161.74	-57.57%	2002.9
株洲店	297.34	273.52	8.71%	2007.3
太原店	270.86	391.8	-30.87%	2008.5
大成路店	644.18	347.51	85.37%	2008.8
朝阳门店	742.85	206.95	258.95%	2008.8
雨花店	41.36	95.03	-56.48%	2008.9
原有店铺合计	8,921.83	9,727.72	-8.28%	
西宫店（国宾）	2108.6	-103.98	-	2009.4
海运仓店	-582.67			2010.8.31
郑州店	-93.55			2011.1.8
呼市店	-564.1			2010
西安湘鄂情店	-57.75			2010
西安菁英汇店	-217.06			2010
上海店	264.12			2010.6重新开业
拉萨店	265.96			2010.5
南京店	-1143.26			2010.7.8
广渠门店	-180.56			2010.6.30
新店亏损	-2,308.87			

来源：国金证券研究所

图表2：新老店单位面积盈利情况

	净利润(万元)	利润占比	租赁面积(㎡)	单位面积利润
定慧寺店	2,423.93	27.79%	8503	0.29
西单店	1,369.84	15.71%	6714.25	0.20
西南四环店	202.11	2.32%	3045.42	0.07
中轴路店	1,386.68	15.90%	6033	0.23
志新桥店	227.75	2.61%	2740	0.08
北四环店	980.53	11.24%	3290.2	0.30
武汉店	265.77	3.05%	10000	0.03
长沙店	68.63	0.79%	5250	0.01
株洲店	297.34	3.41%	3955	0.08
太原店	270.86	3.11%	2500	0.11
大成路店	644.18	7.39%	2098	0.31
朝阳门店	742.85	8.52%	4924.99	0.15
雨花店	41.36	0.47%	3700	0.01
原有店铺合计	8,921.83	102.30%	62753.86	0.14
西宫店（国宾）	2108.6	24.18%	10359.25	0.20
海运仓店	-582.67	-6.68%	1973.6	-0.30
郑州店	-93.55	-1.07%		
呼市店	-564.1	-6.47%		
西安湘鄂情店	-57.75	-0.66%		
西安菁英汇店	-217.06	-2.49%		
上海店	264.12	3.03%	1600	0.17
拉萨店	265.96	3.05%	5516	0.05
南京店	-1143.26	-13.11%	8420	-0.14
广渠门店	-180.56	-2.07%	3205.48	-0.06
合计	8,721.56	100.00%	100,325.24	0.09

- 从单位营业面积的利润贡献看，原有商铺依然是利润稳定增长的保障（见图表 2），但其盈利能力与 09 年相比有所降低。
- 公司主要业务收入来自餐饮收入，报告期内实现餐饮收入 9.12 亿元，收入占比为 98.84%，同比增长 26.12%。实现商标许可使用及服务费收入 713 万元，同比减少 39.23%。目前公司有效的商标许可及加盟合同仅剩 5 份，其中 2 份在今年 6 月 30 日到期（见图表 3），公司倾向直接租赁或者收购物业经营，因此我们预计商标许可使用及服务费收入将持续下降。

图表3: 公司商标许可及加盟合同一览

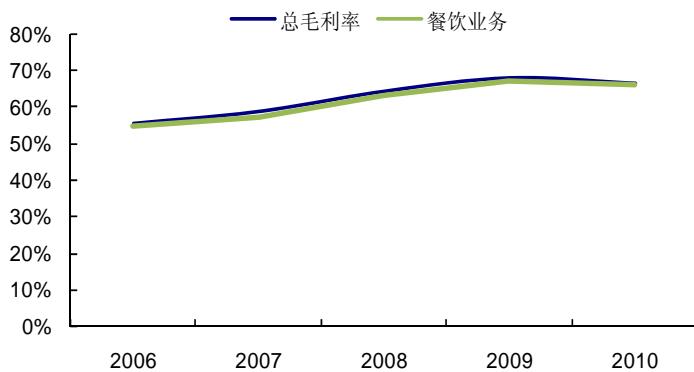
	许可年限	许可费用	加盟期限	服务费
北京世纪城湘鄂情源餐饮	2007年7月1日至2011年6月30日	按年营业额3%收取	2007年7月1日至2011年6月30日	按年营业额3%收取
北京航天桥湘鄂春酒楼	2010年1月1日至2012年12月31日	5万元/月	2010年1月1日至2012年12月31日	前三年不收取, 以后按营业情况定
深圳市新洲湘鄂情酒楼	2007年7月1日至2014年6月30日	按年营业额1%收取	2007年7月8日至2014年6月30日	免收
成都湘鄂情寒舍餐饮	2007年7月1日至2011年6月30日	按年营业额3%收取	2007年7月1日至2011年6月30日	按年营业额3%收取
深圳市上林苑湘鄂情酒楼	2009年7月1日至2012年6月30日	按年营业额1%收取	2009年7月1日至2012年6月30日	前一年不收取, 以后按营业额情况定, 最高不超过年度总营业额3%

来源: 国金证券研究所

成本压力促使毛利率下滑, 新店开业提升期间费用

- 受到原材料、人工成本上升的压力, 公司 2010 年餐饮业务毛利率出现下降。由 2009 年的 67.37% 下降至 66.21%。公司总毛利率则由 68% 下降至 66.5% (见图表 4)。
- 期间费用方面, 报告期内新开门店较多, 新增员工致使人工成本上升, 而新增物业及装修支出等提高了当期的长期待摊费用摊销额和折旧费用。最终导致公司 2010 年销售费用较上年度增加 34.77%, 管理费用则增加 44.34%。报告期内, 公司的期间费用率达到历史新高 51.27% (见图表 5)。

图表4: 总毛利率及餐饮业务毛利率



来源: 聚源数据库国金证券研究所

图表5: 公司期间费用率 (季度数据)



募集资金继续支撑快速扩张, 区域战略提高标准化和产品质量

- 报告期内, 由于项目所在地的预期商圈效应、配套设施一直达不到经济规模, 公司放弃了北京南三环店项目, 用募投资金收购中轴路剩余 30% 的少数股东股权; 此外, 朝阳门外新建门店项目由于房屋租赁投标报价过高, 湖北孝感项目则由于土地出让程序未按照计划进行, 最终均无法实施。
- 而食品加工配送中心项目、新建绿色食品配送基地项目、人力资源培训基地项目、西安南二环店、郑州黄河路店、西单店一起装修改造项目建设低于预期。
- 目前公司通过新增募集资金使用项目和扩大原有募投项目规模等方式充分利用超募资金, 继续支撑其快速扩张成长。今年 2 月 28 日, 公司在南京召开区域战略扩张新闻发布会, 称未来将以上海、南京为中心, 发展长三角

角市场；以北京为中心，拓展北方市场，通过区域集中化的物流和配送，提高运营流程的标准化并稳定产品质量。我们认为公司有望通过今年“标准年”的建设，巩固和加强自身的品牌优势，在快速实现外延扩张的同时能够保证已有盈利能力的提升。

盈利预测及投资建议

- 我们认为随着新店扩张、老店改造这一利润增长“青黄不接”时期的过去，公司的净利润率迎来恢复性增长，盈利能力进一步释放。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。
- 今年1月份公司宣布的股权激励针对高管及大批中层管理和核心技术人员，我们认为本次股权激励在稳定管理团队的同时，也将进一步刺激经营效率的提升。
- 大部分老店完成装修改造，将为短期业绩提供支撑力，而新店的培育期一般在1至1年半，我们预计未来公司将保持每年5-10家新店的扩张速度，在此背景下，公司的整体运营有望进入一个良性循环，中长期的发展空间较大。
- 鉴于此，我们预计2011~2013年每股收益分别为：0.489元、0.627元和0.763元。目前股价对应市盈率分别为46.87、36.58、30.07倍，处于行业高位，继续给予“持有”评级。

图表6：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	612	738	923	1,146	1,363	1,431							
增长率	20.6%	25.1%	24.2%	18.9%	5.0%		货币资金	66	901	620	558	495	455
主营业务成本	-218	-236	-309	-377	-440	-468	应收款项	46	41	48	50	52	54
% 销售收入	35.7%	32.0%	33.5%	32.9%	32.2%	32.7%	存货	43	39	50	52	57	58
毛利	394	502	614	769	924	963	其他流动资产	85	87	175	175	178	175
% 销售收入	64.3%	68.0%	66.5%	67.1%	67.8%	67.3%	流动资产	240	1,068	893	835	782	742
营业税金及附加	-34	-41	-52	-64	-76	-80	% 总资产	61.9%	80.4%	64.0%	55.0%	45.0%	40.9%
% 销售收入	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	长期投资	2	0	0	1	0	0
营业费用	-181	-238	-375	-430	-504	-501	固定资产	35	148	240	505	773	891
% 销售收入	29.6%	32.2%	40.6%	37.5%	37.0%	35.0%	% 总资产	9.0%	11.2%	17.2%	33.2%	44.5%	49.2%
管理费用	-84	-108	-97	-118	-139	-143	无形资产	106	108	258	172	176	174
% 销售收入	13.8%	14.6%	10.5%	10.3%	10.2%	10.0%	非流动资产	148	261	502	683	954	1,070
息税前利润 (EBIT)	94	115	90	157	204	239	% 总资产	38.1%	19.6%	36.0%	45.0%	55.0%	59.1%
% 销售收入	15.4%	15.6%	9.8%	13.7%	15.0%	16.7%	资产总计	387	1,329	1,395	1,518	1,735	1,812
财务费用	-5	-6	-1	-5	-4	0	短期借款	10	0	0	35	111	49
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.1%	0.4%	0.3%	0.0%	应付款项	123	141	210	191	199	188
资产减值损失	-1	0	1	0	0	0	其他流动负债	16	19	15	24	36	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	150	160	225	250	346	253
投资收益	0	3	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
营业利润	89	112	90	153	199	239	负债	150	160	225	250	346	253
营业利润率	14.5%	15.2%	9.7%	13.3%	14.6%	16.7%	普通股股东权益	258	1,165	1,167	1,254	1,360	1,512
营业外收支	1	-1	2	-1	-1	1	少数股东权益	5	4	3	14	29	47
税前利润	90	111	91	152	198	240	负债股东权益合计	412	1,329	1,395	1,518	1,735	1,812
利润率	14.7%	15.1%	9.9%	13.2%	14.6%	16.8%							
所得税	-23	-30	-29	-43	-58	-70							
所得税率	25.3%	27.3%	31.8%	28.5%	29.0%	29.0%							
净利润	67	81	62	108	141	171							
少数股东损益	3	4	4	10	15	18							
归属于母公司的净利润	64	77	58	98	125	153							
净利率	10.4%	10.4%	6.3%	8.5%	9.2%	10.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	67	81	62	108	141	171	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.425	0.384	0.290	0.489	0.627	0.763
非现金支出	34	43	64	110	217	326	每股净资产	1.718	5.827	5.833	6.272	6.799	7.562
非经营收益	1	-2	0	8	10	4	每股经营现金净流	0.812	0.709	0.598	1.013	1.848	2.442
营运资金变动	20	19	-7	-24	1	-12	每股股利	0.000	0.000	0.285	0.050	0.100	0.000
经营活动现金净流	122	142	120	203	370	488	回报率						
资本开支	-146	-106	-310	-291	-489	-442	净资产收益率	24.76%	6.58%	4.97%	7.80%	9.22%	10.09%
投资	-10	-11	-25	-1	0	0	总资产收益率	15.49%	5.77%	4.16%	6.45%	7.23%	8.42%
其他	-1	-11	0	0	0	0	投入资本收益率	25.83%	7.15%	5.26%	8.63%	9.66%	10.56%
投资活动现金净流	-157	-127	-335	-292	-489	-442	增长率						
股权募资	0	910	0	0	0	0	主营业务收入增长率	18.37%	20.60%	25.12%	24.16%	18.93%	5.00%
债权募资	10	-10	0	35	76	-62	EBIT增长率	4.68%	22.18%	-21.42%	74.16%	29.71%	17.20%
其他	-24	-78	-66	-8	-20	-24	净利润增长率	9.03%	20.27%	-24.38%	68.72%	28.13%	21.65%
筹资活动现金净流	-14	821	-66	27	57	-86	总资产增长率	23.78%	222.56%	5.00%	8.79%	14.33%	4.44%
现金净流量	-49	835	-281	-62	-63	-40	资产管理能力						

来源：国金证券研究所

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	5	5
买入	0	0	1	4	7
持有	0	0	1	3	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.87	1.97

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
6 2010-10-28	持有	23.79	N/A
7 2011-01-12	持有	26.96	N/A
8 2011-02-01	持有	22.84	N/A

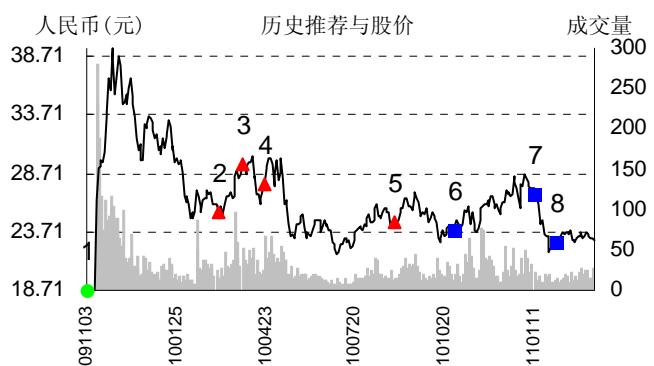
来源：国金证券研究所

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)-61356534
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
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)-66215599-8792
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)-33089915
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 921 室