

林周勇 86-755-82943201
 linzy@cmschina.com.cn
 苏平 86-755-82943252
 suping@cmschina.com.cn

2010年4月13日

湘鄂情(002306.SZ)/30.40元

扩张步伐提速，业绩高增长可期

可选消费·旅游

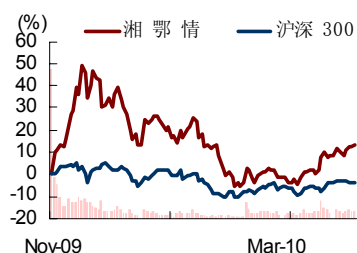
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3129
总股本(万股)	20000
已上市流通股(万股)	5000
总市值(亿元)	61
流通市值(亿元)	15
每股净资产(MRQ)	5.8
ROE(TTM)	6.5
资产负债率	12.0%
主要股东	孟凯
主要股东持股比例	27.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	61	61
相对表现	13	54	27



相关报告

1、《湘鄂情-快速成长的民营餐饮企业龙头》091013

作为面向中高端餐饮业务的优质公司，竞争力和扩张能力突出，在餐饮行业快速增长的背景下，发展空间巨大；IPO后，资金实力增强，品牌影响力提升，扩张步伐提速，将带动业绩快速增长。我们预计 10-12 EPS 0.59、0.86、1.08 元，目前股价对应 10 PE 51 倍，短期估值有压力，但中长期发展空间巨大，首次给予审慎推荐 A 的投资评级。

- **竞争力突出，扩张能力强。**（1）复合菜系（以湘、鄂、粤为主），菜品比较丰富，更能满足顾客的多样化需求，异地适应能力强；（2）管理规范，质量控制到位，品牌形象良好，尊贵的消费体验，忠实的客户群体；（3）IPO 后，资金实力增强，品牌影响力提升，与外界的合作的议价能力提升；（4）人员储备充足，员工稳定性较好；（5）中央厨房等配套到位，进一步保障持续扩张能力；（6）从过往经验看，新开店半年-1 年，可实现盈利。
- **积极的扩张战略：**（1）公司扩张有明确的布局思路：北京为中心的华北地区，上海、南京为中心的长三角地区，成都、西安为核心的西南地区；（2）10 年总体目标“保 5 争 10”，即保证开 5 家，争取开 10 家；（3）择机收购加盟店。
- **未来三年业绩有望快速增长。**随着新开门店的快速增加，公司盈利增长点将大幅增加，未来三年业绩将快速增长；我们预计 10-12 EPS 分别为 0.59、0.86、1.08 元（09 EPS 0.38 元）。
- **首次给予审慎推荐 A 的投资评级。**公司目前股价对应 10 PE 51 倍，短期内估值存在压力；但作为面向中高端的连锁餐饮公司，竞争力和连锁扩张能力突出，在餐饮业快速发展的背景下，发展空间巨大，是中长期良好的配置品种，首次给予审慎推荐 A 的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	612	738	1124	1505	1881
同比增长	18%	21%	52%	34%	25%
营业利润(百万元)	89	112	169	240	299
同比增长	-2%	27%	50%	42%	25%
净利润(百万元)	64	77	119	173	215
同比增长	9%	20%	55%	45%	25%
每股收益(元)	0.43	0.38	0.59	0.86	1.08
PE	71.5	79.2	51.1	35.2	28.2
PB	17.7	5.2	4.9	4.5	4.1

资料来源：招商证券

1、竞争优势突出，扩张能力强

（1）公司竞争优势突出，扩张能力强

菜品适应能力强。复合菜系（以湘、鄂、粤为主），菜品比较丰富，更能满足顾客的多样化需求，菜品的异地适应能力强；

管理、品牌和顾客体验良好。管理规范，质量控制到位，品牌形象良好，尊贵的消费体验，忠实的客户群体；

上市后，资金实力提升，议价能力增强。资金实力进一步增强，品牌影响力也进一步提升，后续扩张实力增强（一是解决扩张的资金需求，二是提升公司对外合作的议价能力：上市后，主动邀请公司）。

人员储备充足，员工稳定性较好：（1）公司目前人员编制以充分考虑扩张的需要，超编储备约 20%，为后续扩张奠定了人力资源保障；（2）员工稳定，流失率低，有助于持续扩张：由于公司为员工提供比较优厚的薪酬待遇，还有较多的晋升机会，以及很多的人文关怀，员工稳定性较高，月流失率不到 2%，远低于餐饮业平均水平。

中央厨房等配套到位，进一步保障持续扩张能力：（1）中央厨房一方面可以把高端食品标准化（如鲍鱼等）；此外，还可以完成其他菜的粗加工（如青菜洗涤等），以达到精简人员、保证品质的目的；（2）中央厨房项目已完成土地和厂房购置、前期设计、土建工程，目前正与相关科研食品安全机构接触，以高规格、高起点建设中央厨房。

（2）过往经验：拓展基本成功

（1）从过往经验看，在资金到位的情况下，门店建设周期 3-6 个月；（2）开业后 6-12 个月，便可盈利；（3）过往经验看，跨区域扩张挑战比较大，但基本都成功。

（3）积极的扩张战略

扩张思路：以北京为中心，拓展郑州、呼和浩特等市场；以上海、南京为重点，拓展长三角市场；以成都、西安为重点，拓展西部市场，如太原、西藏等。

具体项目：首先确保募投项目的落实；其次，在人力、资金、管理、资源配备等方面允许的条件下，争取多开店。除了内部因素外，对开店形成约束的有：合适的物业较难找（地理位置好、停车场、面积足够大、价格合适等）。

2010 年总体计划“保 5 争 10”：（1）保证新开业 5 家：北京广渠门店已开业，西单二期正在试营业，此外，南京店、呼和店、海运仓店正在装修，8 月份之前开业问题不大；（2）此外，郑州店房产证已拿到，西安店预计 5 月份可拿到，上海店改造也正筹划中，这些门店 2010 年有望开业。

北京的拓展空间仍较大：目前北京门店 13 家，主要分布在中西部、四环内三环外，二环内只有 2 家（西单和广渠门店）；现计划往东边布局，此外，南边尚待开拓。

择机收购加盟店：本着自愿的原则，对于合适的加盟店，可考虑收购事宜。

2、业绩有望较快增长

(1) 10 年业绩有望较快增长，增长动力来源

国宾店：国宾店收入全年有望突破 1 亿元，成为北京三大旗舰店之一（西单店、定慧寺店、国宾店），我们预计全年净利润 1200-1500 万元（09 年亏损 104 万）；

新收购的上海店、拉萨店，以及拟从新装修的武汉店也很可能带来惊喜；

成熟门店收入将保持约 10% 的平稳增长，净利润增长约 20%。

(2) 随着门店的大幅增加，在未来的三年内，业绩也将较快增长

目前公司开业“湘鄂情”直营店 14 家，预计 10 年新增 5-10 家，由于新开门店半年-1 年便可实现盈利，因此，2011 年盈利增长点将显著增加；

到了 2012 年，10 年新开的门店便逐渐进入成熟期，盈利能力进一步增强，再加上 11 年新开的门店保守也在 5 家以上，因此 2012 年，业绩也将有较快的增长。

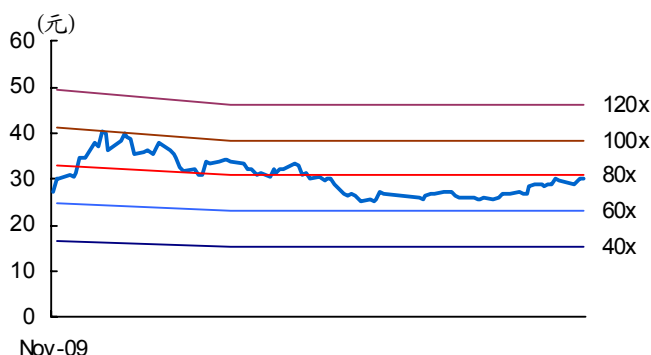
(3) 维持 10-12 EPS 0.59、0.86、1.08 元的预测

我们预计 10-12 总收入分别为 11.2、15.1、18.8 亿元，净利润分别为 1.19 亿、1.73 亿、2.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.86、1.08 元。

3、首次给予审慎推荐-A 的投资评级

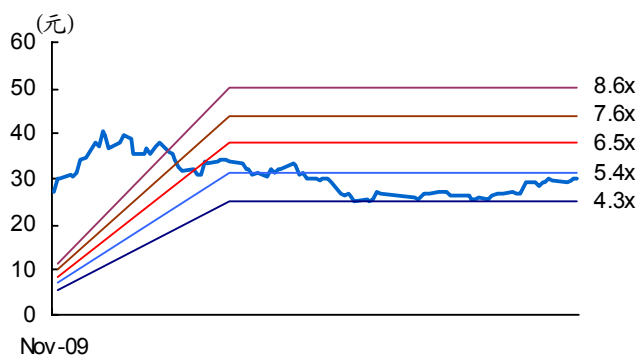
公司目前股价对应 10 PE 51 倍，短期内估值存在压力；但作为面向中高端的连锁餐饮公司，竞争力和连锁扩张能力突出，在餐饮业快速发展的背景下，发展空间巨大，是中长期良好的配置品种，首次给予审慎推荐 A 的投资评级。

图 1：湘鄂情历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：湘鄂情历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

1、《湘鄂情-快速成长的民营餐饮企业龙头》091013

报告指出：公司作为面向中高端的连锁餐饮公司，竞争力和连锁扩张能力突出，在餐饮业快速发展的背景下，公司通过连锁经营模式迅速扩张，发展空间广阔。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	240	1068	559	449	396
现金	66	901	324	173	67
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	18	14	24	32	40
其它应收款	29	27	38	44	47
存货	43	39	61	80	100
其他	85	87	112	120	141
非流动资产	172	261	873	1126	1344
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	51	62	143	691	904
无形资产	5	6	6	5	5
其他	116	192	725	431	435
资产总计	412	1329	1433	1576	1740
流动负债	150	160	188	223	252
短期借款	10	0	10	10	10
应付账款	57	58	67	78	86
预收账款	58	75	85	108	129
其他	25	28	26	27	28
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	150	160	188	223	252
股本	150	200	200	200	200
资本公积金	30	865	865	865	865
留存收益	69	82	172	275	405
少数股东权益	5	4	8	13	18
母公司所有者权益	258	1165	1237	1340	1470
负债及权益合计	412	1329	1433	1576	1740

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	122	142	107	257	326
净利润			119	173	215
折旧摊销			31	76	123
财务费用			(2)	(1)	(0)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(47)	(6)	(22)
其它			6	15	9
投资活动现金流	(157)	(127)	(647)	(340)	(345)
资本支出			(660)	(340)	(345)
其他投资			13	0	0
筹资活动现金流	(14)	821	(38)	(68)	(86)
借款变动			8	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(48)	(69)	(86)
其他			2	1	0
现金净增加额	(49)	835	(577)	(151)	(105)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	612	738	1124	1505	1881
营业成本	218	236	371	490	612
营业税金及附加	34	41	63	84	105
营业费用	181	238	355	466	583
管理费用	84	108	169	226	282
财务费用	5	6	(2)	(1)	(0)
资产减值损失	1	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	0	0	0
营业利润	89	112	169	240	299
营业外收入	2	2	0	0	0
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	90	111	169	240	299
所得税	23	30	46	62	78
净利润	67	81	123	178	221
少数股东损益	3	4	4	5	6
母公司所有者净利润	64	77	119	173	215
EPS (元)	0.43	0.38	0.59	0.86	1.08

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	18%	21%	52%	34%	25%
营业利润	-2%	27%	50%	42%	25%
净利润	9%	20%	55%	45%	25%
获利能力					
毛利率	64.3%	68.0%	67.0%	67.5%	67.5%
净利率	10.4%	10.4%	10.6%	11.5%	11.5%
ROE	24.8%	6.6%	9.6%	12.9%	14.7%
ROIC	25.5%	7.3%	9.7%	13.0%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	36.3%	12.0%	13.1%	14.1%	14.5%
净负债比率	2.4%	0.2%	0.7%	0.6%	0.6%
流动比率	1.6	6.7	3.0	2.0	1.6
速动比率	1.3	6.4	2.7	1.7	1.2
营运能力					
资产周转率	1.5	0.6	0.8	1.0	1.1
存货周转率	6.0	5.8	7.5	7.0	6.8
应收帐款周转率	33.3	46.8	59.5	53.7	52.1
应付帐款周转率	4.8	4.1	6.0	6.8	7.5
每股资料(元)					
每股收益	0.43	0.38	0.59	0.86	1.08
每股经营现金	0.81	0.71	0.54	1.28	1.63
每股净资产	1.72	5.83	6.18	6.70	7.35
每股股利	0.00	0.29	0.24	0.35	0.43
估值比率					
PE	71.5	79.2	51.1	35.2	28.2
PB	17.7	5.2	4.9	4.5	4.1
EV/EBITDA	19.5	15.2	12.4	7.8	5.8

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，8 年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07-09 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07-09 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。