

审慎推荐-A (维持)

湘鄂情 002306.SZ

目标估值: NA
当前股价: 22.77 元
2010 年 7 月 14 日

准确把握消费心理, 规范管理、优质服务构筑核心竞争力

基础数据

上证综指	2450
总股本(万股)	20000
已上市流通股(万股)	5000
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	6.0
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	13.2%
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	-9	-25	21
相对表现	-2	2	45



相关报告

- 1、《湘鄂情(002306)-扩张步伐提速, 业绩高速增长可期》100413
- 2、《湘鄂情-快速成长的民营餐饮企业龙头》091013

林周勇

86-021-68407302
linzy@cmschina.com.cn
S1090209070289

苏平

86-755-82943252
suping@cmschina.com.cn
S1090208050201

公司对消费心理把握到位, 核心竞争力突出, 扩张空间巨大; 未来三年扩张节奏将提速, 带动业绩高速增长。基于成本上升压力、快速扩张拖累当年业绩等方面的考虑, 小幅下调 10-12EPS 至 0.54、0.77、1.01 元; 我们看好公司中长期投资价值, 短期内估值仍有一定压力, 维持审慎推荐 A 评级。

- **核心竞争力突出。**我们认为, 公司的核心竞争力基于: 对消费心理把握准确, 并在此基础上, 通过规范的管理、不断研制出的优质的菜品(汇合不同菜系), 向消费者提供优质的产品和服务, 为消费者带来尊贵的体验。
- **全国布局从“十字形”向“米字型”转变。**在系统支持、区域中心、直营发展的支持下, 公司将加速全国布局; 在现有的“十字形”布局(纵向沿京广线, 横向沿长江沿岸)基础上, 向东北、西北、西南、东南等方向延伸, 形成“米字型”布局; 未来三年发展节奏将提速。
- **盈利能力强。**公司在系统支持、人才培养、跨区域经营、门店选址、市场定位等方面已形成较完备的体系, 这为公司跨区域扩张奠定坚实的基础; 跨区域扩张的投资回报水平也有望达到或接近北京地区的水平; 扩张将带来较好的经济效益和品牌增值。
- **成本上升压力可以消化。**(1) 公司所签订的租赁合同均在 10 年以上, 租金水平不会因外部环境而变化; (2) 原材料成本上升可通过适当的提价得到缓解; (3) 人工成本合理的上升是必然的, 是公司成长的一个重要组成部分, 良好的经营能够化解人工成本上升的压力。
- **略微下调 10-12EPS 至 0.54、0.77、1.01 元, 维持审慎推荐 A 评级。**(1) 快速的扩张将拖累当年的业绩, 此外, 人工成本上升可能超出我们之前的预期, 我们将 10-12EPS 由 0.59、0.86、1.08 元微调至 0.54、0.77、1.01 元; (2) 公司核心竞争力突出, 是中长期投资的良好标的, 短期的压力在于估值较高, 10PE 42 倍, 我们维持审慎推荐 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	961	1198	1497
同比增长	18%	21%	30%	25%	25%
营业利润(百万元)	89	112	154	214	281
同比增长	-2%	27%	37%	39%	31%
净利润(百万元)	64	77	108	154	203
同比增长	9%	20%	41%	42%	32%
每股收益(元)	0.43	0.38	0.54	0.77	1.01
PE	53.5	59.4	42.1	29.6	22.5
PB	13.3	3.9	3.7	3.4	3.2

资料来源: 招商证券

1、以直营为主，“米字型”全国布局

(1) 产品定位：做中国菜的标杆。公司对“老八大菜系”、“新十大菜系”进行研究，目前在北京已设有 3 个研究中心；通过对各大菜系的深入研究，抓住中国菜的灵魂，成为中国菜的标杆企业，以适应全国的扩张。

(2) 复合品牌的发展战略。目前，仍重点发展“湘鄂情”品牌，在合适的情况下，有选择的拓展“菁英会”品牌（如西单店二期，比“湘鄂情”更高端的品牌）；随着企业的不断发展，不排除介入中低端市场的可能性。

(3) 以直营为主的发展模式：目前，以直营店为扩张的主要模式，对加盟店进行严格控制，对于经营达不到要求的加盟店，下决心关闭；对于未进入、没有把握的区域，可考虑通过加盟店的形式拓展。

(4) 全国布局由“十字形”布局拓展为“米字型”。公司以往的区域布局呈“十字型”（纵向沿京广线布局，横向沿长江沿岸布局）；随着公司的不断发展，往后的布局会继续拓宽，在“十字形”布局的基础上，向东北、西北、西南、东南等方向延伸，形成“米字型”布局。为了适应门店的区域扩张，公司将通过设立区域中心，通过区域化管理，实现区域的有序发展，以及区域内资源的共享。

(5) 重点拓展区域：目前在北京城区布局主要集中在西部，东部仍是空白（如颐和园等），西北角也有机会，未来有很大的发展空间，只要有合适的场所，仍将重点发展；此外，以南京为中心的江苏市场，以武汉为中心的华中市场，以西安为中心的西北市场，以及东北市场，将成为重点发展的区域。

2、核心竞争力：准确的消费心理把握+良好的管理团队、体系+优质的产品和服务

构成公司核心竞争力的要素是多方面的，相辅相成的。最重要的是，公司对消费者消费心理的把握很到位，并已形成良好的管理团队和管理体系，在此基础上，为消费者提供优质的产品和服务，为消费者带来尊贵的体验。

这些无形的东西在门店的选址、装修、营销、菜品、服务等方面得到充分的体现；比如，公司发展了“复合菜系”的菜品体系，并不断的推陈出新，满足了多数消费者的需求。这为公司跨区域扩张奠定了基础

3、发展具备提速的基础

今年新开门店的目标“保 5 争 10”。上半年新开了西单店、广渠门店，收购上海店、西藏店；此外，南京店、海运仓店、西安店也正在装修中，不久便可开业。

公司上市后，资金实力和影响力进一步提升，很多业主主动邀请与公司合作，门店布局的机会很多。

未来具备扩张提速的基础。限制公司发展的最主要因素是人才，作为业内最好的企业之一，很难通过外部招聘直接获得可用的人才；公司这几年一直非常注重人才的培养，已有较充分的人才储备，未来的发展有可能提速。

4、平均而言，2 年便可收回投资成本

因地区的不同,投资水平也会有差异,北京地区 3500-5000 元/平方米,其他地区约 2500 元/平方米(不含购买物业)。

装修周期约 4-5 年,初始成本比较高,后续的装修成本较低,约占初始装修成本的 10-20%。

一般情况下,新开的门店,半年后可实现月度盈利,1.5-2 年便可收回投资成本。

新开门店 2 年左右达到成熟期,到了成熟期之后,收入一般仍会保持 10-15% 的增长。

外地门店的盈利水平总体不会比北京的低。

表 1: 不同地区投资及回报水平比较

	北京	其他地区
单位面积初始投资(不含购买物业)	3500-5000 元/平方米	约 2500 元/平方米
装修周期	4-5 年	4-5 年
二次装修支出	初始成本的 10-20%	初始成本的 10-20%
人均消费水平	300-500 元	200-300 元
毛利率水平	约 65%	约 65%
租金水平	较高	较低
人工待遇	总体差别不大	
实现月度盈利所需的时间	约半年	约半年
投资回报水平	大致相当	
收回投资所需的时间	1.5-2 年	1.5-2 年

资料来源:招商证券整理

5、成本上涨压力可以消化

原材料上涨压力可以通过提价得到缓解。餐饮行业对原材料上涨的压力往往能够通过适度的提价得到缓解,因此,毛利率可以基本维持稳定。

租金方面压力不大:门店租赁合同均在 10 年以上,长的可达 20 年,租金水平在签订合同时已确定,不会受到外部因素的影响。

人工成本合理上升是必然的,是企业发展的的重要组成部分。公司薪酬体系相对完善,员工待遇在业内也是较高的,也超出国家最低工资标准,因此,人工成本上升总体压力不是很大。目前,公司正致力于提升员工的福利待遇水平,如住宿水平等;这是企业良性发展的重要组成部分。

6、危机管理意识逐步提升

公司很注重食品安全,原材料采购一般不经过中间商,合作方也是信誉较好的企业。

此外,公司与中国农大食品安全研究中心进行合作,委托该机构对食品进行安全监测。中国农大食品安全研究中心是国内权威的食品监测机构。

7、维持中报 0.26 元的预测，下调全年预测至 0.54 元，维持审慎推荐 A 的投资评级

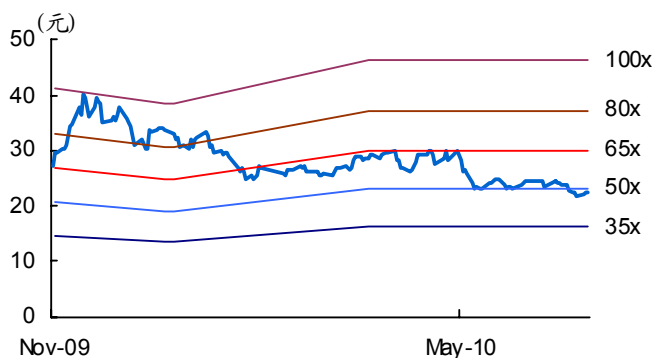
1 季度收入增长 25.7%，净利润增长 107.8%，达 3232 万元，EPS 0.15 元。今年一季度与去年同期相比，新增了国宾店。

我们预计中期 EPS 0.26 元，同比增长 47%。今年二季度与去年相比，除了原有门店的内生增长外，新增了国宾店等盈利增长点；但因西单店二期、广渠门店新开业，以及去年收购上海店二季度开业，将带来开办费。我们维持中报 EPS 0.26 元的预测，净利润同比 09 年增长 47%。（公司 1 季报披露，中报业绩增长 30-50%）。

下调全年 EPS 预测至 0.54 元。我们认为，最近两年，公司扩张将较快；快速扩张为后续的业绩增长提供了强劲的动力，但对当年的业绩将带来一定的压力；此外，员工福利薪酬也将有明显的提升，也将对短期业绩产生影响。鉴于此，我们将 10-12EPS 由 0.59、0.86、1.08 元下调至 0.54、0.77、1.01 元。

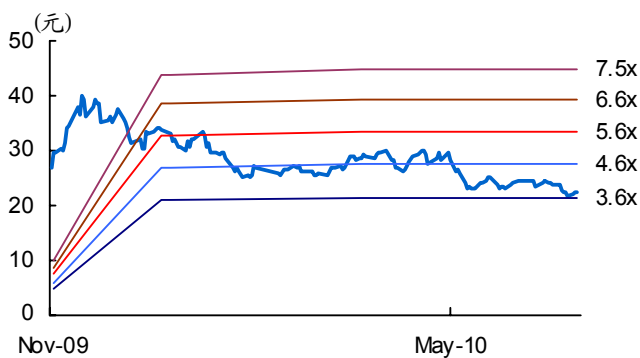
维持审慎推荐 A 评级。作为商务餐饮的龙头企业，核心竞争力突出，扩张空间巨大，未来几年将实现高增长，是值得中长期投资的优质品种；短期来看，10PE 42 倍，存在一定压力。我们维持审慎推荐评级。

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（002306）-扩张步伐提速，业绩高增长可期》100413

报告指出：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；随着扩张步伐提速，将带动业绩快速增长。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。

2、《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	532	394	327
现金	66	901	331	174	66
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	20	26	32
其它应收款	29	27	32	34	36
存货	43	39	53	64	80
其他	85	87	96	96	112
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	1406	1520	1670
流动负债	150	160	168	186	209
短期借款	10	0	10	10	10
应付账款	57	58	58	63	68
预收账款	58	75	74	86	103
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	168	186	209
股本	150	200	200	200	200
资本公积金	30	865	865	865	865
留存收益	69	82	165	257	379
少数股东权益	5	4	8	12	17
母公司所有者权益	258	1165	1230	1323	1444
负债及权益合计	412	1329	1406	1520	1670

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	122	142	110	243	318
净利润			108	154	203
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			(33)	(0)	(17)
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	(34)	(60)	(81)
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			(43)	(62)	(81)
其他			2	1	0
现金净增加额	(49)	835	(570)	(157)	(108)

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	961	1198	1497
营业成本	218	236	321	391	489
营业税金及附加	34	41	54	67	84
营业费用	181	238	304	371	464
管理费用	84	108	130	156	180
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	154	214	281
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	154	214	281
所得税	23	30	42	56	73
净利润	67	81	112	158	208
少数股东损益	3	4	4	4	5
母公司所有者净利润	64	77	108	154	203
EPS (元)	0.43	0.38	0.54	0.77	1.01

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	18%	21%	30%	25%	25%
营业利润	-2%	27%	37%	39%	31%
净利润	9%	20%	41%	42%	32%
获利能力					
毛利率	64.3%	68.0%	66.5%	67.3%	67.3%
净利率	10.4%	10.4%	11.3%	12.8%	13.5%
ROE	24.8%	6.6%	8.8%	11.6%	14.0%
ROIC	25.5%	7.3%	8.9%	11.7%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	36.3%	12.0%	11.9%	12.2%	12.5%
净负债比率	2.4%	0.2%	0.7%	0.7%	0.6%
流动比率	1.6	6.7	3.2	2.1	1.6
速动比率	1.3	6.4	2.9	1.8	1.2
营运能力					
资产周转率	1.5	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	6.0	5.8	7.0	6.7	6.8
应收帐款周转率	33.3	46.8	56.1	52.1	52.1
应付帐款周转率	4.8	4.1	5.6	6.5	7.5
每股资料(元)					
每股收益	0.43	0.38	0.54	0.77	1.01
每股经营现金	0.81	0.71	0.55	1.22	1.59
每股净资产	1.72	5.83	6.15	6.61	7.22
每股股利	0.00	0.29	0.22	0.31	0.41
估值比率					
PE	53.5	59.4	42.1	29.6	22.5
PB	13.3	3.9	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA	15.2	11.8	10.4	6.6	4.7

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。

林周勇，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）。

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。

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。