

11 年恢复性增长概率大

湘鄂情 (002306) 2010 年年报点评

投资要点:

- ◇ **2010年净利润同比下降24%，较市场预期差。**2010年公司收入、利润“一升一降”，实现营业收入9.2亿元，同比增长25.12%；实现归属于母公司所有者的净利润5,802万元，同比下降24.38%。收入增长的主要原因有：（1）2009年开业的次新店进入成熟期，并且经营时间长于上年致使收入快速增长。（2）2010年新开、收购门店12家，致使收入增加9011万元。新开门店包括西安南二环店及菁英汇、南京店及菁英汇、呼和浩特呼伦贝尔北路店、郑州黄河路店、武汉“晶殿”宴会厅、广渠门店和海运仓店、西单店二期，收购门店包括西藏店和上海店。公司业绩同比下滑，主要原因有：（1）新开业门店一次性摊销费用以及市场培育因素，致使门店亏损2,252万元，其中江苏南京店亏损1,146万元，海运仓店亏损584万元，内蒙呼市店亏损324万元，广渠门店亏损198万元。（2）老店改造装修局部或全部停业，致使业绩下滑。
- ◇ **改造装修影响老店短期业绩，2011年将恢复增长。**2010年公司对北京区域和外区域老门店进行局部或全部停业改造，致使老店经营业绩下滑超过20%。这些门店包括北京区域的丰台店、北四环店、中轴路店、大成路店、志新桥店、西单店一期项目，外区域的武汉店、长沙雨花店等门店。我们认为，2011年公司老门店的改造装修活动将有所减少，经营趋于正常，公司老店业绩增长的恢复性增长较为确定。
- ◇ **10年新增门店12家，全国网点布局持续推进。**2010年公司加快了网点拓展的全国战略布局，新开收购门店达12家，其中（1）新进省会城市四个，新开西安南二环店及菁英汇、南京店及菁英汇、呼和浩特呼伦贝尔北路店、郑州黄河路店；并且通过收购方式，进入上海和西藏拉萨两地。（2）继续巩固在北京、武汉原有市场的优势地位，新设武汉“晶殿”宴会厅、广渠门店和海运仓店、西单店二期项目。2011年公司计划拟加快南京北京东路店、北京亚运村店的新店建设，以及购买武汉台北路资产及项目合作事宜。此外，公司还考虑利用超募资金收购中轴路店30%股权。
- ◇ **食品原材料价格上升，致毛利水平下滑。**2010年公司综合毛利率较上年同期下降1.5个百分点，达到66.5%，主要原因是由于食材和酒水（尤其是高档酒水和辽参、虫草、鲍鱼和雪花牛肉等高档原材料）价格上涨所致。
- ◇ **两亿元成为*ST中农第三大股东。**据3月22日*ST中农（目前已暂停上市）公告显示，公司二股东新华信托股份有限公司转让给湘

推荐（首次）

风险评级：较高风险

2011 年 3 月 24 日

丁文进

SAC 执业证书编号：

S0340510120004

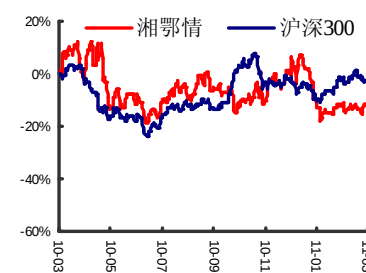
电话：0769-22119455

邮箱：dwj@dgzq.com.cn

主要数据 2011 年 3 月 23 日

收盘价(元)	24.46
总市值(亿元)	48.92
总股本(百万股)	200
流通股本(百万股)	90
ROE (TTM)	4.97
12 月最高价(元)	31.30
12 月最低价(元)	20.72

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

鄂情(002306) 3042万股，转让价格总计1.99亿元，占*ST中农总股本的10%，由此湘鄂情(002306) 将成为*ST中农的第三大股东。早在2009年湘鄂情(002306) 上市之初，公司便获得4.26亿元的超募资金，而后公布的资金的使用计划也是以围绕新设门店等餐饮主业活动进行的。此次股权交易属于重大对外投资事项，23日公司已发布停牌公告。

首次给予“推荐”投资评级。公司是一家提供复合菜系特色餐饮的连锁企业，在北京及部分省会城市的中高端公务、商务餐饮及家庭餐饮市场占有重要地位。自2009年上市以来，公司加快了全国网络布局的步伐，不过由于扩张速度过快，以及老店装修等因素，导致公司2010年业绩受到压制。考虑到老店装修影响的减弱，以及次新店逐渐贡献利润，我们认为，公司2011年业绩将呈现恢复性增长，预计2011年、2012年公司EPS分别为0.37元、0.62元，对于市盈率为66.06倍、39.28倍，首次给予“推荐”投资评级。

风险提示：（1）通胀持续致使公司材料成本及人工成本上升；（2）餐饮行业竞争较为激烈；（3）公司新开门店较多，存在市场培育期过长的风险。

表 1：公司门店经营情况

项目	持股比例	2010 年	同比增长	开业时间
定慧寺店	母公司之分公司	2,423.93	10.14%	1999 年 9 月
西单店	母公司之分公司	1,369.84	-18.29	2003 年 11 月
西南四环店	100%	202.11	-64.25%	2004 年 11 月
中轴路店	70%	1,386.68	1.26%	2006 年 9 月
志新桥店	100%	227.75	-50.48%	2006 年 3 月
北四环店	100%	980.53	-20.07%	07 年 9 月收购
武汉店	100%	265.77	-64.69%	2006 年 3 月
长沙店	100%	68.63	-57.57%	2002 年 9 月
株洲店	全资子公司之分公司	297.34	8.71%	2007 年 3 月
太原店	100%	270.86	-30.87%	2008 年 5 月
大成路店	100%	644.18	85.37%	2008 年 8 月
朝阳门店	100%	742.85	258.95%	2008 年 8 月
雨花店	孙公司	41.36	-56.48%-	2008 年 9 月
西宫店（国宾）	100%	2,108.60	-	2009 年 4 月
海运仓店	全资子公司之分公司	-582.67	-	2010
郑州店	100%	-93.55	-	2010
呼市店	100%	-564.1	-	2010
西安湘鄂情店	100%	-57.75	-	2010
西安菁英汇店	孙公司	-217.06	-	2010
上海店	100%	264.12	-	2010
拉萨店	100%	265.96	-	2010
南京店	100%	-1,143.26	-	2010
广渠门店	100%	-180.56	-	2010

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 2：主要财务指标预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	737.81	923.17	1246.29	1495.54
同比%	20.60%	25.12%	35.00%	20.00%

归属母公司净利润(百万元)	76.73	58.02	74.06	124.54
同比%	20.27%	-24.38%	27.63%	68.17%
毛利率%	68.00%	66.50%	66.00%	66.00%
ROE%	6.58	4.97	-	-
每股收益(元)	0.38	0.29	0.37	0.62
每股净资产(元)	5.83	5.83	-	-
市盈率(倍)	63.76	84.31	66.06	39.28
市净率(倍)	4.20	4.19	-	-

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 3：利润预测表

科目(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	737.81	923.17	1,246.29	1,495.54
营业总成本	628.47	833.51	1,142.35	1,325.75
营业成本	236.11	309.27	423.74	508.48
营业税金及附加	41.26	51.55	69.54	83.45
销售费用	237.63	375.02	473.59	523.44
管理费用	107.84	96.99	174.48	209.38
财务费用	5.68	1.30	1.00	1.00
资产减值损失	-0.04	-0.62	0.00	0.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.91	0.00	0.00	5.00
其中 对联营和合营投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	112.25	89.67	103.94	174.79
加 营业外收入	1.98	3.09	0.00	0.00
减 营业外支出	3.00	1.54	0.00	0.00
利润总额	111.23	91.23	103.94	174.79
减 所得税	30.39	29.04	25.98	43.70
实际所得税率	27.33%	31.84%	25.00%	25.00%
净利润	80.84	62.18	77.95	131.09
减 少数股东损益	4.11	4.16	3.90	6.55
归母公司所有者的净利润	76.73	58.02	74.06	124.54
最新总股本(万股)	20,000	20,000	20,000	20,000
基本每股收益(元)	0.38	0.29	0.37	0.62
市盈率(倍)	63.76	84.31	66.06	39.28

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119453

网址：www.dgzq.com.cn