

成本控制良好，业绩符合预期

增持首次评级

投资要点:

- 成本控制能力强，报告期内毛利率上升 1.59 个百分点
- 食品配送中心下半年投入运营，将开辟新的盈利新增长点
- 多品牌协同发展，“湘鄂情·源”、“晶殿”等品牌持续扩张

报告摘要:

- 业绩符合预期，收入同比增长 36.41%。2011 年上半年公司完成营业收入 6.05 亿元，比上年度增长 36.41%；实现归属于母公司所有者的净利润 5060 万元，比上年同期增长 12.46%；经营活动产生的现金流量净额 11.6 亿元，比上年度增长 57.53%；实现每股收益 0.25 元。
- 毛利率上升 1.59 个百分点，净利率下滑 1.78 个百分点。报告期内，公司调整产品和销售结构，杜绝资源浪费，有效抵消物价上涨因素影响，毛利率不降反升 1.59 个百分点。同时，公司销售费用同比增长 60.45%、财务费用同比增长 74.67%，均高于收入增长率，导致报告期内公司净利率 8.36%，同比减少 1.78 个百分点。
- 今年将新开业 6 家店面，食品配送中心下半年将投入运营。公司上半年在西安新开业门店 1 家，同时武汉店、南京店也将在下半年开业迎宾。同时，公司多品牌战略协同发展，“湘鄂情·源”预计下半年新开业 2 家店面，分别位于北京建国门与时代金源燕莎购物广场。“晶殿”品牌继续服务于高端宴请，预计下半年将有一家新店在武汉开业。
- 成本控制能力强，首次给予增持评级。在通胀持续上行，原材料与劳动力成本与日俱增的现阶段，公司成本控质良好，上半年实现毛利率上升 1.59 个百分点。我们看好公司的多品牌发展战略，同时中央厨房的建立也将为公司在餐饮配送领域开辟新的利润增长点，但考虑到公司本年度将新开店 6 家，开办费用较大，同时，中央厨房投入运营首年也将承担较多的摊销费用，我们首次给予增持评级，预计 2011-2013 年每股收益 0.51 元、0.75 元、0.94 元，对应 PE35.6 倍、24.1 倍、19.4 倍。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入/万元	73,781	92,317	108,508	127,972	150,933
y o y / %	20.6%	25.1%	17.5%	17.9%	17.9%
净利润/万元	7,673	5,802	10,179	15,067	18,744
y o y / %	20.27%	-24.38%	75.43%	48.02%	24.40%
每股收益/元	0.38	0.29	0.51	0.75	0.94
PE	47.7	62.5	35.6	24.1	19.4

服务业研究组

分析师:

陈旭 (S1180511080001)

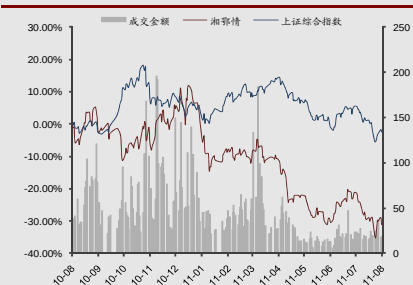
联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (亿股)	2.00
总市值 (亿元)	36.00
流通比例	44.78%
12 个月最高/最低 (元)	29.2/15.78
主要股东	孟凯

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 1《宏源证券 * 行业研究 * 旅游酒店行业: “十二五”期间旅游消费迎来黄金五年 * 旅游酒店行业 * 孙妍》, 2010.10
- 2、《宏源证券 * 2011 年年度策略报告 * 旅游酒店行业: 关注西部旅游资源+东部休闲业态 * 旅游酒店行业 * 孙妍》, 2010.11
- 3、《宏源证券 * 2011 年二季度投资策略 * 旅游酒店行业: 关注具备高成长性的小景区 * 旅游酒店行业 * 孙妍》, 2011.04

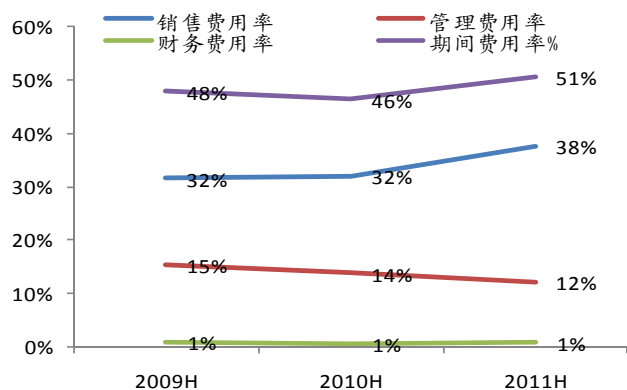
一、业绩符合预期，毛利率提升 2.1%

2011 年上半年公司完成营业收入 6.05 亿元，比上年度增长 36.41%；实现归属于母公司所有者的净利润 5060 万元，比上年同期增长 12.46%；经营活动产生的现金流量净额 11.6 亿元，比上年度增长 57.53%；实现每股收益 0.25 元。

报告期内，公司不断开发新产品，调整产品和销售结构，杜绝资源浪费，有效抵消物价上涨因素影响，控制了营业成本水平，毛利率不降反升 1.59 个百分点，增加毛利 955 万元。

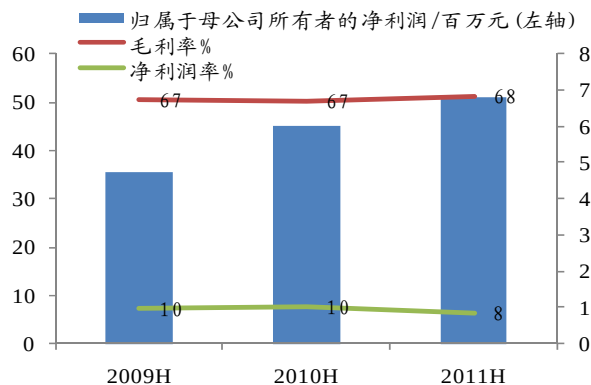
同时，公司销售费用同比增长 8598 万元，增长率 60.45%，高于营业收入增长率 24.27 个百分点，管理费用同比增长 1259 万元，增长率 20.63%，低于收入增长率 15.55 个百分点，以上两项期间费用的增长主要是新开和收购门店经营期间长于同期所致，但相对收入此起彼伏式增长主要原因是 2010 年审计对长期待摊费用重分类调整核算所致。财务费用同比增长 193 万元，增长率 74.67%，高于收入增长率 38.49 个百分点，主要是因为银行卡刷卡业务比重提高而增加手续费和向江苏银行北京分行贷款 8000 万元、中信银行湖北分行贷款 1000 万元利息费用增加所致。综上，报告期内公司净利率 8.36%，同比减少 1.78 个百分点。

图 1：公司费用率变化/%



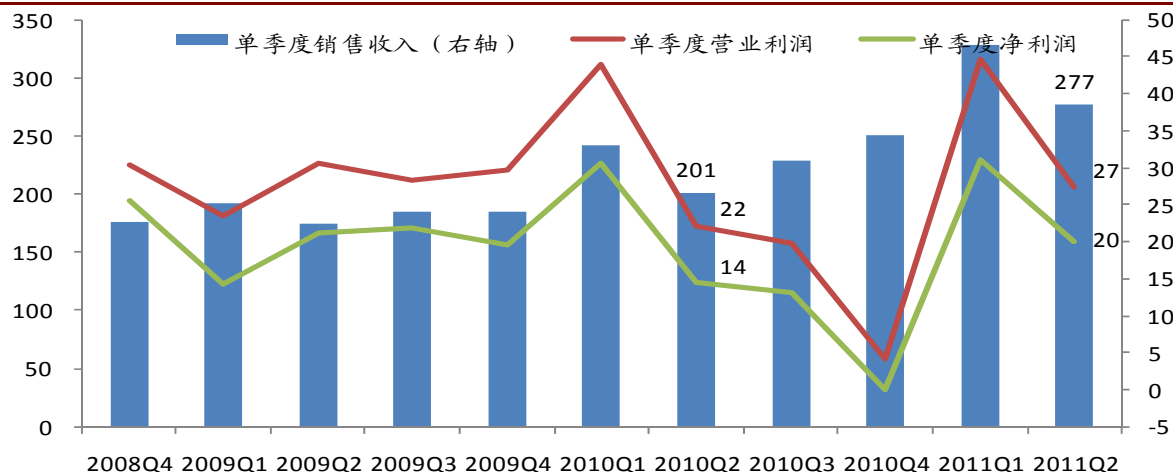
资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司盈利能力情况/百万元



资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：公司分季度营业收入及利润/百万元



资料来源：公司公告，宏源证券

二、门店持续增长，中央厨房将开辟新的利润增长点

上半年，公司完成了中轴路店（原控股70%）的股权收购工作，使其成为公司全资子公司；公司完成西安南二环店建设工作，业已开业接待四方宾朋。

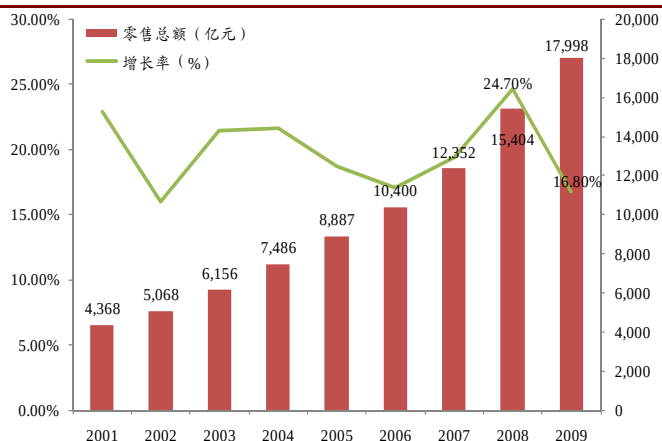
公司董事会批准的使用募集资金建设的武汉三阳路店、南京市北京东路店正在装修之中，即将开业迎宾。

公司积极拓展“湘鄂情·源”品牌店，在北京世纪金源店一家“湘鄂情·源”店基础上，今年又于上海江桥万达广场购物中心开业了上海“湘鄂情·源”品牌店；预计下半年在北京金源时代购物中心五层、北京建国门外大街将有两家“湘鄂情·源”品牌店陆续开业。

前期已经开业的北京西单店“晶殿”宴会厅被客户称赞为仅次于人民大会堂的“京城第一宴会厅”，武汉洪山店“晶殿”宴会厅被客户誉为“江南第一宴会厅”，下半年，公司着力打造武汉经开万达广场“晶殿”宴会厅，使“晶殿”品牌产生连锁效应，逐步走向成熟。

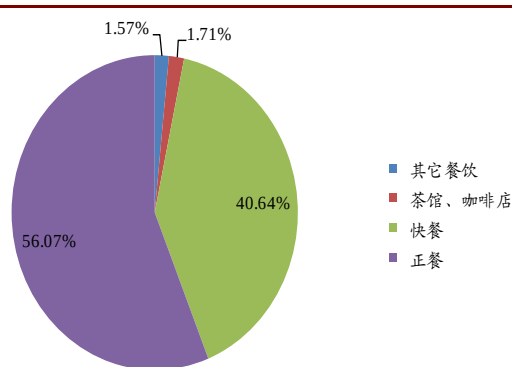
上半年，公司食品加工配送中心（中央厨房）项目积极引入中餐全冷链管理模式，在仓储和物流方面建设上全面使用冷藏库、冷藏车和冷藏柜组成的“冷链”系统技术，打造完善、可靠、管理规范的食品冷藏链，全面提升食品安全与品质，高标准地把握原材料储运销售环节中的每个细节，保证送上餐桌的每一道菜品都是安全的，为消费者切实把好食品“入口关”；公司依托本项目购买了群体性移动配餐车的相关独家专利，开发群体性移动配餐车，推出移动配餐服务的目的是为了满足不同市场对移动配餐服务的需求，更好地服务社会。公司现拥有一批移动配餐车，单车单餐可供应量超过2,000份，可为群体性活动或团体消费者快速提供安全的“定量盒饭”或“自助膳食”等各种形式团膳供应。下半年公司食品加工配送中心（中央厨房）项目预计将全面建成达产，将为公司开辟新的利润增长点。

图 4：2001-2009 年全国餐饮业增长情况



资料来源：各省市旅游局，宏源证券

图 5：餐饮业态构成/2006 年



资料来源：国家统计局，宏源证券

表 1：主营业务区域数据

地区	2006 营业收入	2007 营业收入	2008 营业收入	2009 营业收入	2010 营业收入	2010 营业收入比上年增减 (%)
北京区域	24,314	37,870	45,105	56,015	67,519	21%
湖北区域	3,789	7,025	8,287	7,836	7,597	-3%
湖南区域	4,566	6,788	6,734	7,055	7,074	0%
其他区域			1,052	2,874	10,127	252%
合计	32,669	51,682	61,177	73,781	92,317	25%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 2: 分店营业数据/万元

项目	持股比例	净利润					2010同比增长
		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	
定慧寺店	母公司之分公司	906	1,394	1,999	2,201	2,424	10%
西单店	母公司之分公司	772	1,458	1,641	1,676	1,370	-18%
西南四环店	100%	397	735	355	565	202	-64%
中轴路店	70%	-166	902	1,117	1,369	1,387	1%
志新桥店	100%	-136	147	368	460	228	-50%
北四环店	100%		455	1,140	1,227	981	-20%
武汉店	100%	-159	771	1,218	753	266	-65%
长沙店	100%	305	184	131	162	69	-58%
株洲店	全资子公司之分公司		117	327	274	297	9%
华侨村店		-110	-37				
太原店	100%			-141	392	271	-31%
大成路店	100%			-115	348	644	85%
朝阳门店	100%			-534	207	743	259%
雨花店	全资子公司之全资子公司			-84	95	41	-56%
海运仓店	全资子公司之分公司					-583	
西宫店(国宾)	100%				-104	2,109	-
郑州店	100%					-94	
呼市店	100%					-564	
西安湘鄂情店	100%					-58	
西安菁英汇店	全资子公司之全资子公司	-120	3			-217	
上海店	100%					264	
拉萨店	100%					266	
南京店	100%					-1,143	
广渠门店	100%					-181	
合计		1690.31	6129.27	6715	9623.74	7351.72	-0.2361

资料来源: 公司公告, 宏源证券

三、多品牌战略与中央厨房协同发展, 给予增持评级

公司上半年在西安新开业门店 1 家, 同时武汉店、南京店也将在下半年开业迎宾。同时, 公司多品牌战略协同发展, “湘鄂情·源” 预计下半年新开业 2 家店面, 分别位于北京建国门与时代金源燕莎购物广场。“晶殿” 品牌继续服务于高端宴请, 预计下半年将有一家新店在武汉开业。

同时, 在通胀持续上行, 原材料与劳动力成本与日俱增的阶段, 公司成本控质良好, 上半年实现毛利率上升 1.59 个百分点。我们看好公司的多品牌发展战略, 同时中央厨房的建立也将为公司在餐饮配送领域开辟新的利润增长点, 但考虑到公司本年度将新开店 6 家, 开办费用较大, 同时, 中央厨房投入运营首年也将承担较多的摊销费用。我们首次给予增持评级, 预计 2011-2013 年每股收益 0.51 元、0.75 元、0.94 元, 对应 PE35.6 倍、24.1 倍、19.4 倍。

湘鄂情财务报表及财务指标预测

2011年8月22日

股价: 18

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	73,781	92,317	108,508	127,972	150,933	成长性				
减: 营业成本	23,611	30,927	35,808	42,231	49,808	营业收入增长率	25.1%	17.5%	17.9%	17.9%
营业税费	4,126	5,155	5,425	6,399	7,547	营业利润增长率	-20.1%	58.5%	47.3%	24.2%
销售费用	23,763	37,502	41,233	46,070	54,336	净利润增长率	-24.4%	75.4%	48.0%	24.4%
管理费用	10,784	9,699	11,936	12,797	13,584	EBITDA增长率	-16.8%	47.2%	43.5%	24.5%
财务费用	568	130	-388	-424	-316	EBIT增长率	-22.9%	52.0%	48.3%	25.2%
资产减值损失	-4	-62	380	68	80	NOPLAT增长率	-26.6%	61.0%	48.1%	25.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	88.4%	0.6%	10.5%	11.3%
投资和汇兑收益	291	-	100	100	100	净资产增长率	0.1%	13.5%	8.2%	9.4%
营业利润	11,225	8,967	14,214	20,932	25,994	利润率				
加: 营业外净收支	-101	156	176	234	303	毛利率	66.5%	67.0%	67.0%	67.0%
利润总额	11,123	9,123	14,389	21,166	26,297	营业利润率	9.7%	13.1%	16.4%	17.2%
减: 所得税	3,039	2,904	3,885	5,715	7,100	净利润率	6.3%	9.4%	11.8%	12.4%
净利润	7,673.1	5,802.2	10,178.8	15,067.1	18,744.1	EBITDA/营业收入	11.7%	14.6%	17.8%	18.7%
资产负债表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	9.9%	12.7%	16.0%	17.0%
货币资金	90,120	61,985	77,532	84,881	98,107	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	30	27	23
应收帐款	4,129	4,790	7,216	8,510	10,037	流动营业资本周转天数	11	19	19	19
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	382	326	320	310
预付帐款	8,693	17,498	16,276	19,196	22,640	应收帐款周转天数	7	9	10	10
存货	3,867	4,996	6,510	7,678	9,056	存货周转天数	17	19	20	20
其他流动资产	0	0	0	0	-0	总资产周转天数	531	491	462	437
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	101	112	101	95
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	5.3%	7.9%	10.8%	12.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	6.7%	9.0%	9.9%
固定资产	6,222	8,581	9,405	9,591	9,810	ROIC	35.4%	30.3%	44.6%	50.5%
在建工程	8,618	15,465	13,021	15,357	18,112	费用率				
无形资产	621	651	868	1,024	1,207	销售费用率	40.6%	38.0%	36.0%	36.0%
其他非流动资产	10,602	25,549	25,549	25,549	25,549	管理费用率	10.5%	11.0%	10.0%	9.0%
资产总额	132,873	139,515	156,378	171,785	194,518	财务费用率	0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	3,878	三费/营业收入	51.3%	48.6%	45.7%	44.8%
应付帐款	6,647	10,405	11,393	13,437	15,848	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	16.2%	15.1%	16.4%	19.2%
其他流动负债	9,103	12,065	23,140	25,281	27,807	负债权益比	19.3%	17.8%	19.6%	23.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.97	4.56	4.29	3.76
其他非流动负债	-	70	70	70	70	速动比率	3.75	4.29	4.01	3.51
负债总额	15,966	22,540	23,642	28,119	37,278	利息保障倍数	70.06	-35.67	-48.32	-81.26
少数股东权益	358	324	649	1,033	1,486	分红指标				
股本	20,000	20,000	28,310	28,310	28,310	DPS(元)	2.85	0.11	0.16	0.20
留存收益	96,549	96,651	103,776	114,323	127,444	分红比率	98.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	116,907	116,975	132,736	143,666	157,240	股息收益率	15.8%	0.6%	0.9%	1.1%
现金流量表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	8,084	6,218	10,504	15,451	19,197	EPS(元)	0.29	0.51	0.75	0.94
加: 折旧和摊销	4,352	6,449	2,011	2,218	2,616	BVPS(元)	5.85	4.69	5.07	5.55
资产减值准备	-4	-62	380	68	80	PE(X)	62.0	35.4	23.9	19.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.1	3.8	3.5	3.2
财务费用	19	83	-	-388	-424	P/FCF	-35.8	51.1	44.4	27.7
投资收益	-291	-	-100	-100	-100	P/S	3.9	4.7	4.0	3.4
少数股东损益	411	416	326	384	453	EV/EBITDA	25.8	26.0	17.8	14.0
营运资金的变动	2,148	-816	9,208	-973	-1,148	CAGR(%)	-1.0%	16.1%	24.1%	45.6%
经营活动产生现金	14,172	11,956	21,941	16,624	20,782	PEG	-64.9	2.2	1.0	0.4
投资活动产生现金	-12,748	-33,525	-2,894	-2,391	-2,839	ROIC/WACC				
融资活动产生现金	82,117	-6,566	5,644	-4,096	-1,429	REP				

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。