证券代码:002306　证券简称:湘鄂情　公告编号:2013-029

北京湘鄂情集团股份有限公司 2012 年 4.8 亿元公司债券 2013 年跟踪信用评级报告

跟踪评级结果：
本期公司债券跟踪信用等级：AA-
主体长期信用等级：AA-
评级展望：负面
债券剩余规模：4.8 亿元
债券剩余期限：45 个月
跟踪日期：2013 年 06 月 24 日

上次信用评级结果：
本期公司债券信用等级：AA
主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定
债券规模：4.8 亿元
债券期限：57 个月
评级日期：2012 年 06 月 27 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对北京湘鄂情集团股份有限公司（以下简称“湘鄂情”或“公司”）2012 年发行的 4.8 亿元公司债券的 2013 年跟踪评级结果下调为 AA-，发行主体长期信用等级下调为 AA-，评级展望调整为负面。

主要财务指标：

项　目	2013年 3 月	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	228,004.63	222,348.19	172,859.72	139,514.95
所有者权益（万元）	119,953.43	126,854.81	122,861.86	116,974.88
归属于母公司所有者权益（万元）	119,576.76	126,416.84	122,881.18	116,651.21
资产负债率	47.39%	42.95%	28.92%	16.16%
流动比率	1.31	1.77	2.05	3.97
速动比率	1.21	1.63	1.89	3.75
营业收入（万元）	25,119.07	137,877.24	123,474.06	92,317.42
营业利润（万元）	-6,881.04	12,181.65	13,442.57	8,966.92
营业外收入（万元）	255.59	3,810.67	512.29	309.23
利润总额（万元）	-6,764.79	15,036.18	13,768.14	9,122.55
综合毛利率	60.50%	70.86%	69.19%	66.50%
总资产回报率	-	9.67%	9.18%	6.70%
EBIT（万元）	-	19,099.92	14,332.47	9,122.55
EBIT利息保障倍数	-	4.70	25.40	-
经营活动现金流净额（万元）	-2,500.56	15,929.12	28,792.23	11,956.25

资料来源：公司提供

正面：

●跟踪期内，公司推进多业态发展战略，初步发展成为产业链纵向延伸、高中低端中餐全覆盖的多品牌餐饮企业；

●跟踪期内，公司通过并购进入团膳和快餐业务，并实现盈利，有利于公司可持续发展能力的提升。

关注：

●跟踪期内，公司主销、转让和对外转包了多家门店，目前大部分门店呈亏损状态；

●受限制“三公消费”政策影响，2012 年公司餐饮服务收入增速大幅下滑，同时将面临生产要素成本上升的压力，未来公司酒楼业务盈利情况存在较大不确定性；

●公司团膳和快餐等新业务面临较大的市场竞争压力，能否达到预期经济效益还有待观察；

●公司流动资产规模逐年减少，资产流动性减弱；

●公司其他应收款规模较大，影响了资金的使用效率；

●公司收入增速快速下滑，期间费用率大幅上升，利润水平下降，短期内仍存在继续下滑的趋势；

●公司经营活动现金生成能力减弱，投资支出规模较大，对筹资活动的依赖性增加；

●公司有息债务规模增加，资产负债率逐年提高，未来有息债务仍存在继续扩大的趋势；

●如若公司控股股东及一致行动人持续减持公司股份，或将对公司经营稳定性带来影响。

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准北京湘鄂情股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2012]345 号），公司于 2012 年 4 月 5 日公开发行 4.8 亿元公司债券，发行利率为 6.78%，扣除发行费用后，募集资金净额 47,376 万元。

本期债券的起息日为 2012 年 4 月 5 日，采用单利按年计息，自 2013 年起每年 4 月 5 日为上一计息年度付息日，本期债券的兑付日为 2017 年 4 月 5 日。本期债券附公司在债券存续期的第 3 年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至 2013 年 5 月 31 日，本期债券本息兑付情况见表 1。

表 1　截至 2013 年 5 月 31 日债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年 4 月 5 日	48,000.00	0	3,254.40	48,000.00
合计	-	0	3,254.40	-

资料来源：公司提供

本期募集资金计划用 8,000.00 万元偿还公司的银行借款，剩余部分补充公司流动资金。截至 2013 年 5 月 31 日，公司实际累计使用募集资金 47,376 万元（其中：偿还银行借款 8,100 万元，补充流动资金 39,276 万元），募集资金已使用完毕。跟踪期内，实际用于偿还银行贷款的募集资金金额较计划使用金额多 100 万元，与募集资金使用计划存在差异。

二、发行主体概况

2012 年 8 月，公司名称由“北京湘鄂情股份有限公司”变更为“北京湘鄂情集团股份有限公司”，经营范围未发生变动。跟踪期内，根据公司 2011 年年度股东大会决议、第二届董事会第七次会议决议及修改后的公司章程规定，公司以 2012 年 5 月 11 日股本 20,000.00 万股为基数，按每 10 股转增 10 股的比例，以资本公积向全体股东转增股份总额 20,000.00 万股，增加股本 20,000.00 万元，转增后公司注册资本增至人民币 40,000.00 万元。

2013 年一季度，公司控股股东和实际控制人先后 3 次发布公告减持公司股份，共减持 4,000 万股公司股份，截至 2013 年 3 月末，公司控股股东及实际控制人未发生变更，具体持股情况见下表。

表 2　2011 年末、2012 年末及 2013 年 3 月末公司控股股东及实际控制人持股情况

股东名称	2013年 3 月末		2012年末		2011年末	
	数量（股）	比例	数量（股）	比例	数量（股）	比例
孟凯	110,780,000	27.70%	110,780,000	27.70%	55,390,000	27.70%
克州湘鄂情投资控股有限公司	50,220,000	12.56%	90,220,000	22.56%	45,110,000	22.56%
合计	161,000,000	40.25%	201,000,000	50.25%	100,500,000	50.25%

资料来源：公司提供

2012 年，公司通过新设和收购的方式，增加了 16 家纳入报表合并范围的子公司；因股权转让减少了 3 家纳入合并范围的子公司，截至 2012 年 12 月 31 日，公司纳入报表合并范围的一级子公司情况见附录四。

跟踪期内，公司重大资产收购事项如下表：

表 3　2012 年公司重大资产收购情况

标的资产	收购概况
北京龙德华餐饮管理有限公司股权	2012年 6 月，公司与上海汉月尚投资中心（有限合伙）和西藏汉尚投资有限公司签订《股权收购三方协议书》，公司以人民币 8,000 万元收购持有的北京龙德华餐饮管理有限公司的 100%股权，并于 2012 年 6 月 25 日办理完毕工商变更登记。
上海味之都餐饮发展有限公司股权	2012年 8 月，公司与上海齐鼎餐饮发展有限公司签订《股权转让协议》，以人民币 1.5 亿元受让上海味之都餐饮发展有限公司全部股权，并于 2012 年 8 月完成股权变更工商登记手续。
北京龙德华速食食品有限公司股权	子公司北京湘鄂情工贸有限公司与西藏汉尚投资有限公司签订《出资转让协议书》，北京湘鄂情工贸有限公司以人民币 100 万元收购北京龙德华速食食品有限公司 100%股权，并于 2012 年 5 月完成龙德华速食公司的股权变更工商登记手续。
上海玖尊坊餐饮有限责任公司股权	2012年 9 月，子公司上海湘鄂情投资有限公司与武汉楚地融金投资管理有限公司签订《股权转让协议》，支付人民币 1,000 万元购买上海玖尊坊餐饮有限责任公司 100%股权，并于 2012 年 10 月 12 日完成上海玖尊坊公司的股权变更工商登记手续。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司重大资产出售事项如下表：

表 4　2012 年公司重大资产出售情况

标的资产	交易对方	出售日	交易价格（万元）
湖南湘鄂情餐饮投资有限公司的全部股权	贺春和侯文辉	2012年 6 月	279.36
山西湘鄂情餐饮有限公司的全部股权	武汉楚地融金投资管理有限公司、贺刚和黎丽	2012年 6 月	269.46
南京市玄武区湘鄂情餐饮有限公司的 61%股权	宋宏洲和上海汉月尚投资中心（有限合伙）	2012年 10 月	122.00

注：上述交易对方均非关联方。

资料来源：公司提供

截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产为 222,348.19 万元，归属于母公司股东的所有者权益为 126,416.84 万元，资产负债率为 42.95%。2012 年度，公司实现营业收入 137,877.24 万元，实现净利润 10,806.45 万元，经营活动产生的现金流净额为 15,929.12 万元。截至 2013 年 3 月 31 日，公司总资产为 228,004.63 万元，归属于母公司股东的所有者权益为 119,576.76 万元，资产负债率为 47.39%。2013 年第一季度，公司实现营业收入 25,119.07 万元，净亏损 6,901.38 万元，经营活动产生的现金净流出额为 2,500.56 万元。

三、经营与竞争

跟踪期内，餐饮服务业务仍然是公司收入和利润的主要来源。2012 年公司餐饮服务收入同比增长 7.03%，但受限制“三公消费”等政策影响，餐饮服务业务收入同比增速远低于 2011 年的 34.45%；2012 年公司新增加盟商产生的商标许可使用及服务收入 3,260 万元，商标许可使用及服务费收入同比增长 631.52%，但该收入占比较小，对公司影响不大。2012 年公司主营业务收入同比增长 9.73%，增速较 2011 年回落 24.26 个百分点；2013 年一季度，受限制“三公消费”政策的持续影响，公司营业收入同比下滑 33.31%。毛利率方面，公司通过改餐对接工作的开展和中央厨房集中采购，有效控制了原材料采购成本，餐饮服务业务毛利率略有提升，带动公司 2012 年主营业务毛利率水平回升；2013 年一季度，公司餐饮业务人均消费水平下滑，而经营成本高企，综合毛利率下滑至 60.50%。

表 5　2011 年、2012 年和 2013 年 1-3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013年 1-3 月		2012年		2011年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
餐饮服务	-	-	131,299.95	69.49%	122,675.11	69.06%
商标许可使用及服务	-	-	3,889.16	100.00%	531.66	100.00%
主营业务合计	-	-	135,189.12	70.37%	123,206.76	69.19%
其他业务	-	-	2,688.12	-	267.29	-
合计	25,119.07	60.50%	137,877.24	70.86%	123,474.06	69.19%

资料来源：公司提供

公司推进多业态发展战略，调整酒楼业务的扩张步伐，注销、转让和转包了部分门店，受限制“三公消费”政策影响，2012 年餐饮服务收入增速大幅下滑，2013 年业绩下滑幅度扩大，且酒楼业务将面临生产要素成本上升的压力，未来公司酒楼业务盈利情况存在较大不确定性

2012 年，公司整合现有资源，推进多业态发展战略，以满足不断变化的市场需求。2012 年，放缓对酒楼业务直营连锁店扩展的力度，注销湖北沌口店和上海江桥店 2 家门店，转让了湖南天心店、山西太原店和南京玄武店 3 家门店，并将北京南新仓店、河南郑州店、内蒙古呼和浩特店对外转包，分别实现转包收入 264.00 万元、360.00 万元和 116.67 万元，增加了公司其他业务收入。新开门店方面，2012 年公司与广东中森酒店管理有限公司签订《餐饮合作补充协议》，共同投资 100 万元成立武汉凯哥豆捞餐饮有限公司；公司投资 100 万元成立武汉果木超牛餐饮管理有限公司，并与深圳市麦广帆饮食策划管理有限公司签订《餐饮合作协议》，引入深圳市麦广帆饮食策划管理有限公司的餐饮品牌“果木超牛”；2013 年一季度，公司在武汉新开果木超牛汉街店和凯歌豆捞汉街店 2 家门店，在北京新开万泉河店（湘鄂情品牌酒楼）。

截至 2012 年底酒楼业务直营门店数量为 28 家；公司加大了加盟业务发展，新增加盟门店 4 家，商标许可使用及服务费收入同比大幅增长。

表 6　2010-2012 年及 2013 年 3 月公司“湘鄂情”品牌酒楼业务门店数量（单位：个）

门店	2013年 3 月	2012年	2011年	2010年
直营连锁店	27	26	29	24
加盟连锁店	9	9	5	6

资料来源：公司提供

2012 年，国务院及相关部门陆续发布了限制“三公消费”的各项规定和要求，严格控制政府及相关部门的三公费用支出、细化三公费用的及时说明、公开行政经费支出；特别是“八项规定”、“六项禁令”及中央军委印发的“中央军委加强自身作风建设十项规定”进一步加大了限制“三公消费”的力度，抑制了高档餐饮的消费需求。受此影响，2012 年四季度以来，公司主要盈利指标均出现大幅度下滑，2013 年一季度下滑幅度进一步扩大；2012 年四季度，营业收入同比增速大骤减 25.14 个百分点，营业利润和净利润分别同比下降 75.19%、67.64%和 112.88%；2013 年一季度，营业收入、营业利润和净利润分别同比下滑 33.31%、216.68%和 249.71%。

表 7　2012 年四季度和 2013 年一季度公司盈利情况

项目	2013年一季度		2012年四季度	
	金额（万元）	同比变化	金额（万元）	同比变化
营业收入	25,119.07	-33.31%	34,370.05	5.35%
营业成本	9,921.17	-7.35%	10,637.58	10.04%
营业利润	-6,881.04	-216.68%	699.31	-75.19%
利润总额	-6,764.79	-214.09%	926.14	-67.64%
净利润	-6,901.38	-249.71%	-206.41	-112.88%

资料来源：公司提供

2012 年，公司直营连锁店中有北京南新仓店、湖北沌江街店、湖北沌口店、上海江桥店、上海亚太店、河南郑州店及湖南天心店等 7 家门店亏损，其余门店净利润也呈下滑态势，北京地区大成路店、丰台店、朝阳门店及南新仓店净利润下滑幅度超过 50%；内蒙古呼和浩特店净利润大幅下滑 62.77%；陕西西安悦豪店和湖南雨花店净利润同比分别减少 64.46%和 60.63%。2013 年一季度，公司旗下大部分直营门店亏损，仅北京北四环店、志新桥店、广渠门店、上海徐汇店、上海菁英汇和湖南株洲店盈利。

考虑到短期内限制“三公消费”的政策影响仍将持续，加上公司正在推进由传统酒楼业务向大众消费市场的转型调整，逐步减少酒楼业务的投入力度，公司传统酒楼业务的业绩可能将进一步下滑。

表 8　2011 年、2012 年及 2013 年 1-3 月公司直营连锁店营业情况介绍（单位：万元）

门店		开业时间	2013年 1-3 月净利润	2012年净利润	2011年净利润
北京	定慧寺	2007年 10 月	-150.77	2,078.25	2,821.63
	西单	2003年 11 月	-388.30	2,126.34	2,719.72
	北四环	2002年 10 月	75.97	1,545.31	1,547.12
	中轴	2006年 3 月	-46.14	1,722.99	1,741.31
	志新桥	2006年 3 月	16.98	512.05	493.08
	丰台	2004年 8 月	-126.61	217.27	483.69
	大成路	2008年 7 月	-26.69	444.43	1,086.72
	广渠门	2010年 3 月	23.06	510.74	643.97
	朝阳门	2008年 7 月	-211.53	487.63	1,056.31
	南新仓	2010年 8 月	-6.64	-360.18	-717.79
	月坛	2009年 3 月	-351.73	2,283.64	3,117.66
	万泉河	2013年 2 月	-	-	-
湖北	洪山	2005年 12 月	-209.81	837.99	911.03
	三阳路	2011年 3 月	-181.53	343.61	-137.23
	汉街	2012年 1 月	-398.73	-262.37	-28.66
	沌口	2011年 8 月	-6.79	-604.41	-182.23
	果木超牛汉街	2013年 1 月	-119.50	-	-
	凯歌豆捞汉街	2013年 2 月	-100.32	-	-
内蒙	呼和浩特	2008年 3 月	-19.98	171.96	461.85
上海	上海徐汇	2004年 7 月	24.53	281.70	409.63
	上海江桥	2011年 9 月	-45.07	-249.28	-231.69
	上海菁英会	2008年 12 月	55.89	293.79	232.58
	上海亚太	2012年 6 月	-56.52	-183.99	-
江苏	南京下关店	2010年 1 月	-364.52	735.15	-807.77
	南京玄武店	2011年 7 月			-178.05
安徽	合肥	2011年 8 月	-202.80	-	-
陕西	陕西	2007年 12 月	-34.30	624.73	298.00
	西安悦豪	2010年 11 月	-140.61	68.24	192.00
河南	郑州	2007年 12 月	-183.67	-402.57	-517.97
西藏	拉萨	2009年 1 月	-128.26	152.45	239.66
湖南	雨花	2008年 7 月	-25.66	277.61	705.18
	株洲	2007年 1 月	12.47	350.82	242.21
	天心店	2002年 4 月	-	-9.45	-40.57
山西	太原	2007年 12 月	-	18.12	233.83

注：上述主营店包含“果木超牛”等非湘鄂情品牌直营店，其中玄武店、天心店和太原店 2012 年转让、湖北沌口店和上海江桥店于 2012 年 9 月注销，2013 年不再纳入直营范围。

资料来源：公司提供

从加盟连锁店来看，公司主要对加盟连锁店收取商标使用费和加盟服务费，商标使用费和加盟服务费的收取方式根据各家加盟店的情况不同而有所不同。2012 年，公司加大了对加盟连锁店的扩展力度，增加了海口湘鄂情餐饮管理有限公司等 5 家加盟店，截至 2012 年底，共有加盟连锁门店 9 家，较 2011 年末增加 4 家；对于加盟店，公司均按营业额的 3%收取商标使用费、营业额的 3%收取加盟服务费，因加盟店家数增加，公司的商标许可使用及服务收入较 2011 年大幅增加 631.52%。

未来限制“三公经费”的政策影响仍将持续，且劳动力、门店租金、原材料及水电气价格等生产要素成本上升压力较大，公司酒楼业务盈利前景存在较大不确定性。

跟踪期内，公司通过并购进入团膳和快餐业务，初步形成了全覆盖的多品牌餐饮企业，有效提升了可持续发展能力，但新业务将面临加大的市场竞争压力，短期内新业务能否达到预期经济效益，还有待观察

2012 年，为适应餐饮市场发展的需要，公司积极推进团膳、快餐和食品加工等新业务的发展。

2012 年 7 月，公司收购北京龙德华餐饮管理有限公司股权后设立了团膳事业部，拥有“龙德华”团膳品牌，截至 2013 年 3 月末，已在北京等多个城市承接 32 个团膳项目点，公司的团膳事业部系首批拥有“健康食堂”资质的团餐服务商。2012 年及 2013 年一季度，公司团膳业务分别实现净利润 663.35 万元和 156.73 万元。2013 年，公司计划将团膳项目点增加至 35 个。

表 9　2012 年和 2013 年 1-3 月公司团膳项目点情况

名称	2013年计划	2013年 1-3 月	2012年
承接的团膳项目点（个）	35	32	27
营业收入（万元）	12,000.00	3,172.38	5,908.67
利润总额（万元）	1,400.00	221.90	901.26
净利润（万元）	1,050.00	156.73	663.35

资料来源：公司提供

2012 年 8 月，公司收购上海味之都餐饮发展有限公司（以下简称“味之都”）股权后设立了快餐事业部；初步完成了原材料采购的集中和整合，通过上海中央厨房的投产提高了快餐成品、半成品菜中加工处理能力，建设并试运行了 B2C 订餐网站，目前拥有“味之都”快餐品牌和快餐电商平台（网站：“天天我要吃”）。截至 2013 年 3 月底，味之都在上海地区的门店数已达到 40 个，其中因门店调整减少 12 家门店，2013 年公司计划将快餐门店数增加值 55 家；2012 年和 2013 年一季度，公司快餐业务分别实现营业收入 5,461.76 万元和 2,526.97 万元。

表 10　截至 2012 年和 2013 年 1-3 月公司快餐业务情况

名称	2013年计划	2013年 1-3 月	2012年
门店数（个）	55	40	52
营业收入（万元）	12,000.00	2,526.97	5,461.76
利润总额（万元）	724.50	5.39	571.87
净利润（万元）	543.38	4.05	459.22

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司建立了食品加工事业部，建设工业化生产基地及送餐服务平台，以公司的中央厨房为支撑，集专业原材料采购、净菜生产与配送、学生营养餐的生产与配送、冷链盒饭的生产配送等多项服务为一体，目前尚处于规划建设阶段，未来将为消费者提供可在家庭厨房中仅需简单加工烹煮即可食用的成品和半成品菜肴以及快速食品。

公司通过收购等方式进军团膳和快餐业务有利于丰富旗下品牌组合，使得公司能够进入低端快餐领域，有效补充旗下餐饮业态，提升公司的可持续发展能力，完成产业链的纵向延伸，初步成为集高、中、低端中餐全覆盖的多品牌餐饮企业。然而，我们也关注到：一方面，目前公司传统酒楼业务利润呈下滑态势，新业务对公司利润的贡献较为有限，大规模发展新业务需要较大规模的资本支出，公司将面临一定的资金压力；另一方面，受政策性因素影响，大量高端餐饮企业进入大众餐饮市场，团膳和快餐市场竞争较为激烈，且产品服务差异化程度不大，团膳和快餐等新业务能否实现预期经济效益尚存较大不确定性。

四、财务分析

财务分析基础说明

本部分的财务数据来源于公司提供的 2010 年、2011 年及 2012 年的合并范围财务报告及 2013 年一季度财务报表，天健正信会计师事务所有限公司对公司 2010 年的审计报告出具了标准无保留意见，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2011 年及 2012 年的审计报告出具了标准无保留意见，2013 年一季度财务报表未经审计。

2012 年报表合并范围变化如下：通过收购和新设的方式增加了 16 家子公司，通过出售的方式减少了 3 家子公司，具体情况见附录五。

财务分析

公司资产规模稳定增加，营业收入和利润总额有所增长；公司收入增速减缓，营业利润持续减少，期间费用率大幅上升，盈利能力下滑，未来公司业绩存在继续下滑的趋势；其他应收款增加较多，影响了资金的使用效率，经营活动现金生成能力减弱，且资金支出压力较大，有息债务规模增加较多，存在一定的资金偿付压力

截至 2013 年 3 月底，公司总资产规模为 228,004.63 万元，较 2011 年末增加 31.90%，随着 IPO 募投项目的投入及新投资了多家企业，流动资产占比有所下滑，流动资产在总资产中占比由 2011 年的 49.84%降至 2013 年 3 月末的 34.91%。

表 11　近年来公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013年 3 月		2012年		2011年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	16,904.87	7.41%	28,168.03	12.67%	28,780.68	16.65%
应收账款	6,401.12	2.81%	5,528.60	2.49%	3,367.28	1.95%
预付款项	26,211.51	11.50%	25,590.39	11.51%	32,665.37	18.90%
其他应收款	23,785.98	10.43%	19,076.91	8.58%	14,492.86	8.38%
存货	6,294.23	2.76%	6,633.52	2.98%	6,846.57	3.96%
流动资产合计	79,597.72	34.91%	84,997.45	38.23%	86,152.77	49.84%
长期股权投资	46,690.42	20.48%	36,296.85	16.32%	20,111.99	11.63%
固定资产	34,218.94	15.01%	34,599.21	15.56%	28,569.29	16.53%
在建工程	10,867.92	4.77%	9,519.80	4.28%	5,637.81	3.26%
商誉	27,402.47	12.02%	27,402.47	12.32%	3,942.03	2.28%
长期待摊费用	28,330.54	12.43%	28,635.56	12.88%	27,613.42	15.97%
非流动资产合计	148,406.91	65.09%	137,350.73	61.77%	86,706.95	50.16%
资产总计	228,004.63	100.00%	222,348.19	100.00%	172,859.72	100.00%

资料来源：公司提供

2012 年 3 月末，公司流动资产中货币资金较上年末减少 39.99%，主要系公司营业收入下降，日常经营现金支出增加所致。2012 年末应收账款较期初增加 64.19%，主要是酒楼业务消费信用签单挂账增加所致，截至 2012 年末应收账款账龄在 1 年以内的款项占比为 92.16%。2011 年末，预付款项较上年末减少 21.66%，主要是由于公司预付的土地款、门店工程款和房租减少。2012 年末其他应收款较上年末增加 31.62%，主要系在项目合作、股权转让及加盟业务过程中，新增的往来款、项目合作款、违约金及补偿款、加盟费等；公司拟投资设立北京海运仓秀声私家菜馆有限公司（筹），此后由于该公司未通过环境评价，应转回的投资验资款 100.00 万元计入应收关联方的往来款。综合来看，公司流动资产规模逐减少，货币资金占比减少、其他应收款占比增加，资产的流动性减弱。2012 年，公司参股中垦农业资源开发股份有限公司、深圳市海港快食管理有限公司、武汉京翰联创置业有限公司等项目，期末长期股权投资较 2011 年末增加 80.47%。2012 年末，固定资产同比增长 21.10%，主要系公司收购龙德华等项目增加固定资产；在建工程同比增加 68.86%，主要是因为大兴食品加工厂项目、三阳路装修项目及定慧寺店装修工程投入增加所致；因并购北京龙德华餐饮管理有限公司等 4 家公司，2012 年末增加商誉 23,490.27 万元。跟踪期内，公司并购增加及固定资产投资增加，资产规模稳定增长，但流动资产占比有所下降，特别是预付款项和其他应收款规模较大，影响了资金的使用效率。

收入方面，2012 年虽然公司加盟费收入大幅增加，但多家酒楼业务门店转让或对外转包，并受市场环境影响，公司营业收入同比增速由 2011 年的 33.75%降至 7.03%。2013 年第一季度，高端餐饮市场受政策性因素的影响持续深入，公司营业收入同比减少 33.13%。

从毛利率来看，2012 年公司综合毛利率为 70.86%，较 2011 年提升了 1.67 个百分点，主要系公司通过开展改餐对接工作和中央厨房集中采购，节约了食材的采购成本；2013 年一季度，公司餐饮业务人均消费水平下降，且经营成本高企，综合毛利率大幅下滑至 60.50%。综合来看，考虑到政策性因素的影响，以及公司对传统酒楼业务实施转型调整，将会影响到公司餐饮业务的收入规模，也将增加新业务的投入，未来综合毛利率仍有下降的趋势。

从公司期间费用的变化情况来看，2012 年公司总体费用同比增长 20.50%，其中销售费用和财务费用同比分别增长 23.08%，主要是由于市场环境恶化，公司为提升销售业绩而增加的销售费用支出较多；财务费用大幅增长 262.84%，主要是由发行公司债产生的利息 2,407.36 万元和短期借款产生的利息 1,148.83 万元所致。2012 年公司期间费用率为 57.05%，较 2011 年增加了 4.18 个百分点；2013 年第一季度，由于销售费用的大幅增加，期间费用率较 2012 年减少 25.74 个百分点，综合来看，公司销售费用增加较快，销售费用率快速上升，制约了公司的盈利能力。

表 12　近年来公司期间费用情况

项目	2013年 1-3 月		2012年		2011年	
	金额（万元）	费用率	金额（万元）	费用率	金额（万元）	费用率
销售费用	16,108.28	64.13%	60,218.09	43.68%	48,924.35	39.62%
管理费用	3,569.38	14.21%	13,535.26	9.82%	15,004.56	12.15%
财务费用	1,119.18	4.46%	4,909.16	3.56%	1,352.97	1.10%
合计	20,796.84	82.79%	78,662.51	57.05%	65,281.88	52.87%

资料来源：公司提供

利润方面，2012 年公司实现营业利润 12,181.65 万元，比 2011 年减少 49.91%；由于当年增加了收购味之都的合并收益、与中鲮楼公司终止合作收到的违约金及收回与南京天度公司合作项目的费用，营业外收入同比增加 643.85%，以致归属于母公司所有者的净利润同比增长 16.65%。2013 年一季度，公司营业收入、营业利润和利润增加额分别同比减少 33.31%、216.68%和 214.09%，量大额亏损状态。跟踪期内，受市场环境及公司业务转型调整的影响，收入规模减少，且期间费用率上升较快，公司盈利能力大幅下滑。考虑到短期内政策性因素影响的持续性，收入占比较高的传统酒楼业务仍将受到冲击，而大众餐饮市场的盈利因献较小，未来公司盈利仍存在继续下滑的趋势。

表 13　近年来公司的主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013年 1-3 月	2012年	2011年
营业收入	25,119.07	137,877.24	123,474.06
营业利润	-6,881.04	12,181.65	13,442.57
营业外收入	255.59	3,810.67	512.29
利润总额	-6,764.79	15,036.18	13,768.14
归属于母公司所有者的净利润	-6,840.09	10,862.91	9,312.87
综合毛利率	60.50%	70.86%	69.19%
总资产回报率	-	9.67%	9.18%

资料来源：公司提供

由于公司营业外收入增加，净利润有所增加，且固定资产折旧和长期待摊费用增加，公司营运现金流量增加，但经营性应收项目增加较多，2012 年公司经营性现金净流入 15,929.12 万元，较 2011 年减少 12,863.11 万元，2013 年 1-3 月末经营活动现金净流出额为 2,500.56 万元。公司投资活动方面，2012 年公司收回前期支付的港昌房地产购房款 12,000 万元、中胶橡胶退回收购定金 6,850 万元、收回深圳麦广帆投资款 3,000 万元、收回龙德华并购定金 4,000 万元，投资活动流入金额大幅增加；公司在并购方面的支出金额为 17,100.06 万元，以及为购建固定资产的支出和投资支付的现金维持在较高规模，当年投资活动净流出额为 42,599.35 万元。筹资活动方面，2012 年公司借款增加较多，当年通过银行借款筹得资金 22,773.96 万元，发行公司债筹得资金 47,376.00 万元，筹资活动现金净流入 26,075.51 万元；2013 年 1-3 月，借款筹资 8,00.00 万元。由于目前公司经营活动现金生成能力较弱，且未来公司为快速进入团膳和快餐市场，相应的并购投资款支出规模较大，资金支出压力较大，将进一步增加对筹资活动的依赖性。

截至 2013 年 3 月底，公司资产负债率为 47.39%，较 2011 年年末年上升了 18.47 个百分点，主要系公司新增银行贷款及发行公司债所致。公司加大融资力度，有息债务规模明显增加，截至 2012 年底，公司有息债务余额为 56,242.28 万元，较 2011 年末增加 205.67%，有息债务占负债余额的比重为 58.90%，其中长期有息债务增加 39,468.32 万元；2013 年 3 月末，有息债务的规模为 64,273.05 万元，有息债务在负债总额中的占比上升至 59.48%，主要是新增的 8,000.00 万元短期借款。2012 年末，其他应付款较 2010 年末增加 106.87%，主要是公司应付的收购款、酒楼租金、购房款和房租增加，以及预提水电等费用增加所致，截至 2012 年末期限在 1 年内的款项占比为 79.76%。随着公司融资力度的加大，公司资产负债率上升，有息债务增加较多，债务压力有所加大。

随着公司债务融资力度的加大，流动比率和速动比率逐年下降，流动资产对流动负债的覆盖能力减弱。受制于利润规模的下降及利息支出的增加，公司的 EBIT 利息保障倍数快速下降，考虑到未来公司有息债务规模存在继续扩大的趋势，而盈利能力存在一定不确定性，公司长期偿债能力有继续减弱的可能。

表 14　近年来公司偿债能力指标

项目	2013年 3 月	2012年	2011年
资产负债率	47.39%	42.95%	28.92%
流动比率	1.31	1.77	2.05
速动比率	1.21	1.63	1.89
EBIT利息保障倍数	-	4.70	25.40

资料来源：公司提供

五、其他事项

控股股东及一致行动人减持公司股份

2013 年以来，公司控股股东孟凯和一致行动人（克州湘鄂情投资控股有限公司）先后 3 次发布公告减持公司股份，共减持 4,000 万股公司股份，截至 2013 年 3 月末，孟凯和一致行动人持有公司的股份占总股本的比例为 40.25%，仍为公司的控股股东，如若未来孟凯和一致行动人持续减持公司股份，或将对公司的经营稳定性带来一定影响。

六、评级结论

跟踪期内，公司推进多业态发展战略，通过并购进军团膳和快餐业务，丰富旗下餐饮业务品牌，初步发展成为集高、中、低端中餐品牌于一体的餐饮企业，有利于公司可持续发展能力的提升。然而，我们亦关注到，跟踪期内，受限制“三公消费”政策影响，公司注销、转让和对外转包了多家门店，2012 年餐饮服务收入增速大幅下滑未来公司酒楼业务盈利情况存在较大不确定性；公司团膳和快餐等新业务将面临加大的市场竞争压力，短期内能否达到预期经济效益，还有待观察；公司收入增速快速下滑，期间费用率大幅上升，利润水平下降，未来盈利能力存在继续下滑的趋势；经营活动现金生成能力减弱，投资支出规模较大，对筹资活动的依赖性增加；随着有息债务规模增加，资产负债率逐年提高，未来有息债务仍存在继续扩大的趋势。

基于以上情况，鹏元将公司主体长期信用等级由 AA 级下调至 AA- 级，将本期债券信用等级由 AA 级下调至 AA- 级，评级展望调整为负面。

附录一　资产负债表（单位：万元）

项目	2013年 3 月	2012年	2011年	2010年
流动资产：				
货币资金	16,904.87	28,168.03	28,780.68	61,985.10
应收账款	6,401.12	5,528.60	3,367.28	2,118.01
预付款项	26,211.51	25,590.39	32,665.37	17,498.24
其他应收款	23,785.98	19,076.91	14,492.86	2,672.24
存货	6,294.23	6,633.52	6,846.57	4,995.56
流动资产合计	79,597.72	84,997.45	86,152.77	89,269.15
非流动资产：				
长期股权