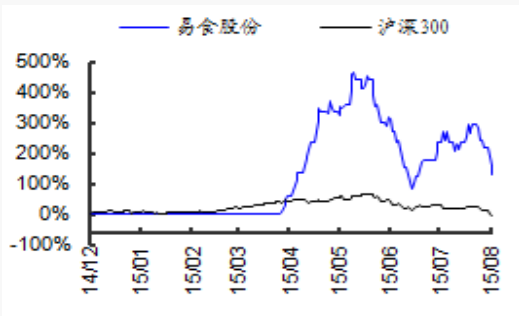


研究所
证券分析师：周玉华 S0350513110001
0755-83716906 zhouyh@ghzq.com.cn

原有业务平稳增长，静待凯撒入驻

——易食股份（000796）半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
易食股份	-30.9	-47.7	141.1
沪深300	-27.6	-30.2	29.4

市场数据

2015/8/26

当前价格（元）	16.88
52周价格区间（元）	6.87-44.33
总市值（百万）	4161.63
流通市值（百万）	4161.31
总股本（万股）	24654.20
流通股（万股）	24652.30
日均成交额（百万）	414.12
近一月换手（%）	133.44

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

事项：

公司公布半年报：实现营收3亿元（+4.9%）；实现归母净利润1448.5万元（+48%），EPS 0.06元。

其中Q2实现营收1.5亿元（+10%）；实现归母净利润632.1万元（+125.8%）。

主要观点：

■ **财务费用大幅下降是公司净利增速远超营收增速主因。**公司上半年财务费用为1249.3万元，同比去年同期2127.6万元减少878.3万元，同比降41.3%。财务费用降幅较大主要源于公司子公司新华航食分别于2014年底和2015年4月提前归还企业债5900万元和9000万元。

■ **各子板块经营稳健，毛利率稳中有升。**公司的三个子板块航空配餐及服务、铁路配餐及服务、客房餐饮服务上半年分别实现营收24918.4万元（+5.8%）、3629.7万元（+21.1%）和498.9万元（+6%），分别贡献营收86%、12%和2%比重；其对应的毛利率分别为43.6%、58.4%和93.9%，同比分别提升2.4、11.75和0.94个百分点。公司上半年总体毛利率为47.6%，同比提升1.1个百分点；销售期间费用率为34.2%，同比降1.7个百分点。各项指标显示公司盈利能力稳健，费用控制合理。

■ **资产重组为公司带来新机。**今年4月公司通过发行股份方式，购买海航旅游（51%）和凯撒世嘉（49%）持有的凯撒同盛100%股权，进军出境游市场。该资产重组方案目前已经通过证监会审核通过。

凯撒同盛是我国最早从事出境游行业的公司之一，目前已成为中国领先的出境游全产业链运营商。其拥有较为齐全的出境游产品，提供出境游产品的批发、零售、企业会奖以及目的地服务等业务。2014年凯撒同盛实现营业收入26.5亿元（+23.7%），净利润1.1亿元（+122.5%）。以收入口径并按照销售方式、目的地和客源地几个角度划分，其零售业务占比67%，欧线目的地占比49%、北京客源占比67%。按照重组业绩承诺条件，凯撒在2015-2017年的利润将分别达到1.6亿、2.1亿和2.5亿元。**若重组顺利完成，公司将进入行业近5年复合增长率达20%的出境游行业，盈利能力和盈利水平将获得大幅改善。**

■ **投资建议与盈利预测：**由于资产重组尚未完全完成，暂不考虑凯撒并表，预计公司原有航空铁路配餐业务2015和2016年EPS分别为0.25和0.28元，对应的PE分别为67和59倍。假设凯撒同盛2015-2017年的净利润分别为1.7亿、2.2亿和2.9亿元，并考虑配套融资股本摊薄，则公司对应市值约136亿元，对应PE分别为59、47和37倍。看好出境游行业未来的高成长性，并考虑公司外延拓展预期，首次给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 突发性事件或安全事故；2) 汇率大幅波动；3) 整合风险

附录：资产重组概况

公司于 1997 年 7 月在深圳证券交易所上市，以零售百货起家，经营百货业、连锁超市业、酒店业、中药制造业、路桥收费以及房地产开发为主业。2006 年海航集团通过受让宝鸡市国有资产管理委员会等持有的股权，成为易食股份前身宝商集团的控股股东。2009 年公司改名为“易食股份”并逐步转移主营业务至航空食品和铁路配餐业务，项目投资与资产管理。2015 年公司通过发行股份购买海航旅游（51%）、凯撒世嘉（49%）所持有的凯撒同盛 100%的股权，借此进军出境旅游市场。

图表 1 公司主营业务变更历程



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2015 年 4 月 18 日，公司公告通过发行股份方式购买凯撒同盛 100%股权，同时发行股份募集配套资金支持公司发展。

1、发行股份购买资产

收购标的凯撒同盛的交易价格合计为 24 亿元，均以发行股份的方式支付。最终确定的发行价格为 5.55 元/股，发行数量为 43243.24 万股。其中，海航旅游持有凯撒同盛 51%的股权，凯撒世嘉持有凯撒同盛 49%的股权。凯撒同盛承诺 2015、2016 及 2017 年度的净利润分别不低于 16180 万元、20840 万元和 25370 万元。

图表 2 公司发行 4.32 亿股股份计价 24 亿元购买凯撒同盛 100%资产

认购方	持有目标公司股权比例 (%)	应得对价总额	股份支付数量 (股)
海航旅游	51.00	12.24 亿	220,540,540
凯撒世嘉	49.00	11.76 亿	211,891,891
合计	100.00	24 亿	432,432,431

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、发行股份募集配套资金

公司拟向海航旅游、海航航空集团有限公司、新余杭坤投资管理中心（有限合伙）、新余玖兴投资管理中心（有限合伙）、新余佳庆投资管理中心（有限合伙）、新余世嘉弘奇投资管理中心（有限合伙）、新余柏鸣投资管理中心（有限合伙）、新余世嘉元冠投资管理中心（有限合伙）、乐得科技有限公司 9 名特定对象，合计发行 12402.58 万股股份，发行价格为 6.45 元/股，募集资金总额 8 亿元。公司此次配套资金计划全部投资于凯撒同盛主营业务，包括国内营销总部项目、凯撒信息化+电商平台升级项目、凯撒体育旅游项目和凯撒户外旅游项目等。

图表 3 公司发行 1.24 亿股股份募集资金 8 亿元作为凯撒同盛配套资金

序号	募集配套资金特定对象	认购股份数量（股）
1	海航旅游	32,248,062
2	海航航空集团有限公司	15,503,875
3	新余杭坤投资管理中心（有限合伙）	17,680,000
4	新余佳庆投资管理中心（有限合伙）	12,390,000
5	新余玖兴投资管理中心（有限合伙）	11,000,000
6	新余世嘉弘奇投资管理中心（有限合伙）	8,000,000
7	新余柏鸣投资管理中心（有限合伙）	6,400,000
8	新余世嘉元冠投资管理中心（有限合伙）	5,300,000
9	乐得科技有限公司	15,503,875
合计		124,025,812

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表 4、公司募投项目情况及金额

募投项目	募投金额	项目具体情况	项目经济效益
国内营销总部及各地分公司、体验中心的建设	37218	新建分公司25家，新建体验中心170（含25个分公司配套的体验中心）：其中建设投资35303万元，铺底流动资金1915万元。预计配套募集资金到位后三年的投资金额分别为13720万元、12477万元和11021万元。	项目达产后，年新增收入45.6亿元，年新增净利润1.20亿元，项目净利润率2.64%，税后内部报酬率26.76%，税后投资回收期6.47年（含3年建设期）。
凯撒信息化+电商平台升级项目	28360	用于公司ERP等信息化系统、互联网及移动互联网平台、IT运维平台等升级改造，构建形成旅游业务运营管理的信息化平台和旅游产品销售的电商平台，支持公司打造以境外旅游为主的全产业链服务平台。	项目达产后，年新增收入18.5亿元，年新增净利润2283万元，项目净利润率1.23%，税后内部报酬率15.05%，税后投资回收期9.02年（含3年建设期）。
凯撒体育旅游项目	8246	利用租赁办公场地800m ² 在北京等地设立3个体验中心，主要建设体育旅游业务ERP系统、全球体育赛事票务预订平台、高尔夫球场预订平台及配套的移动互联网平台。	项目达产后，年新增收入3.8亿元，年新增净利润2058万元，项目净利润率5.42%，税后内部报酬率29.19%，税后投资回收期6.20年（含3年建设期）。
凯撒户外旅游项目	6173	主要包括体验中心、户外旅游电子商务系统建设，主要经营方向为出境户外旅游，国内户外旅游、户外旅游电子商务、户外旅游俱乐部、户外旅游培训基地等业务。	项目达产后，年新增收入2.73亿元，年新增净利润1253万元，项目净利润率4.60%，税后内部报酬率22.25%，税后投资回收期7.26年（含3年建设期）。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表 5、凯撒同盛组织结构图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表 6 易食股份 (000796) 盈利预测

证券代码:	000796.sz	股票价格:	16.88	投资评级:	买入	日期:	2015/8/26		
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	5%	10%	12%	17%	EPS	0.15	0.25	0.28	0.34
毛利率	46%	46%	47%	47%	BVPS	2.20	2.06	1.91	1.72
期间费率	37%	37%	37%	37%	估值				
销售净利率	6%	10%	10%	11%	P/E	116.38	67.24	59.49	49.14
成长能力					P/B	7.67	8.18	8.85	9.82
收入增长率	-8%	7%	10%	15%	P/S	7.01	6.55	5.95	5.18
利润增长率	-23%	73%	13%	21%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.47	0.44	0.50	0.60	营业收入	594	635	699	804
应收账款周转率	2.51	2.51	2.51	2.51	营业成本	320	341	374	428
存货周转率	37.41	37.41	37.41	37.41	营业税金及附加	12	13	14	17
偿债能力					销售费用	89	97	109	127
资产负债率	48%	57%	59%	63%	管理费用	84	90	99	114
流动比	1.64	1.17	0.98	0.80	财务费用	35	37	39	40
速动比	1.62	1.16	0.97	0.78	其他费用/(-收入)	4	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	58	57	64	78
现金及现金等价物	601	588	432	265	营业外净收支	6	0	0	0
应收款项	236	253	278	320	利润总额	64	57	64	78
存货净额	9	9	10	12	所得税费用	6	5	6	7
其他流动资产	2	2	2	2	净利润	58	52	58	71
流动资产合计	847	852	722	599	少数股东损益	22	(10)	(12)	(14)
固定资产	187	268	372	454	归属于母公司净利润	36	62	70	85
在建工程	8	88	78	78	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	39	39	35	31	经营活动现金流	162	37	42	38
长期股权投资	11	11	11	11	净利润	58	52	58	71
资产总计	1267	1433	1392	1348	少数股东权益	22	(10)	(12)	(14)
短期借款	243	443	443	443	折旧摊销	19	23	31	41
应付款项	89	99	108	124	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	2	3	3	3	营运资金变动	63	(27)	(36)	(60)
其他流动负债	182	182	182	182	投资活动现金流	(20)	(161)	(93)	(83)
流动负债合计	517	726	736	752	资本支出	(9)	(161)	(93)	(83)
长期借款及应付债券	89	89	89	89	长期投资	55	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2	其他	(66)	0	0	0
长期负债合计	91	91	91	91	筹资活动现金流	(155)	104	(108)	(131)
负债合计	608	817	827	843	债务融资	(36)	200	0	0
股本	247	247	247	247	权益融资	0	0	0	0
股东权益	659	615	565	505	其它	(119)	(96)	(108)	(131)
负债和股东权益总计	1267	1432	1392	1348	现金净增加额	(13)	(20)	(160)	(176)

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

周玉华，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。