克明面业 (002661.SZ)　食品行业

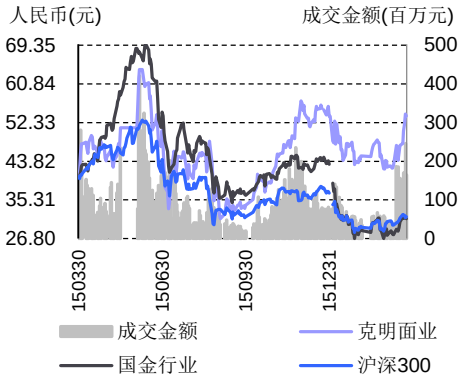
评级：增持　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：53.79 元
目标价格（人民币）：55.00-60.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	81.99
总市值(百万元)	6,034.81
年内股价最高最低(元)	64.02/31.15
沪深 300 指数	3197.82
深证成指	10339.68



相关报告

1.《三季报基本符合预期;-克明面业业绩点评》，2015.10.29

2.《主业稳定增长，外延发展可期;-克明面业业绩点评》，2015.8.20

3.《深耕挂面二十余载，厨房工业化战略值得期待-克明面业公司研究》，2015.6.19

刘枝花　分析师 SAC 执业编号：S1130515060001
(8621)61038289
liuzhih@gjzq.com.cn

四季度爆发式增长，2016 基本面持续

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.766	1.265	1.139	1.351	1.576
每股净资产(元)	8.87	17.83	18.29	19.06	20.20
每股经营性现金流(元)	0.71	1.27	1.24	1.95	1.70
市盈率(倍)	46.80	42.46	47.21	39.82	34.14
行业优化市盈率(倍)	52.07	114.29	84.98	84.98	84.98
净利润增长率(%)	-24.48%	64.41%	18.17%	18.55%	16.65%
净资产收益率(%)	8.64%	5.41%	6.23%	7.09%	7.80%
总股本(百万股)	85.90	85.53	112.19	112.19	112.19

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

克明面业2015年收入18.9亿，同比增速23.88%，归属净利润1.08亿，同比增速64.41%，扣非归属净利润0.96亿，同比增速108.16%。同时，向全体股东每10股派发现金红利5 元（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增20股。

经营分析

- **4 季度单季度收入、净利润大增：**4 季度单季收入 6.55 亿，同比增速 56.79%，环比增速 51%，归属净利润 3178 万，同比增速 1689%，环比增速 24%。
- **公司业绩实现快速增长的主要原因：**第一，公司重点打造的华东市场的前期投入已经产生效益。华东销售额高达 6 亿，规模与大本营华中相差不大，且增速高达 40.52%，且大本营华中依然保持 23.69%高增速。第二，大本营华中地区继续充当利润先锋，毛利率继续提升 2.84%，达到 24.61%，以抵消其他地区冲销售带来的毛利率下滑，整体毛利率保持稳定。第三，营销费用投入更加有的放矢，同时，公司积极推行企业精细化管理，加强内部管理工作，提升管控效能，减少费用成本，公司管理费用 1.04 亿，同比下降 11.87%，带来 2015 年费用节约 1400 多万，费用率节约 2.24%。
- **从产品结构来看**，公司营养面增速强劲，同比增速 48%，同时加大了面粉销售，面粉销售额 1.59 亿，增速 344%。
- **公司市场份额继续稳步提升：**从 2015 年超市综合权重市场份额来看，前三的企业市场份额均有不同程度提升，公司市场份额提升至 19.14%，金龙鱼提升至 8.7%，金沙河提升至 8.59%。
- **公司的增发顺利完成：**2016 年初，公司增发顺利实施，实际募集资金 11.78 亿，增发价格 45 元/股，将于 2017 年 1 月 19 日解锁。宏观经济不乐观下，龙头企业大额资金在手，将有助于公司进一步加速提升市场份额。
- **公司股权激励达到行权条件：**公司 2014 年 4 月即推出股权激励方案，以 2013 年业绩为基础，要求 2014-2018 年收入净利润增速，其中 2015-2018 年收入要求分别为 18.37、2205、2646、3184 百万，净利润要求分别为 105、122、144、174 百万。2015 年业绩达到股权激励行权条件。
- **业绩发展空间：**公司华东区域销售依然有发展空间，且毛利率仅 18.84%，未来至少能和华南地区 20.97%的毛利率靠近。面条销售大区北方市场，公司还未进入，若能通过资本方式撬开北方市场，公司收入空间将上一个台

敬请参阅最后一页特别声明

阶。考虑到公司过去对经销商的管理比较散漫自由，若按华东区域方式加强管理，华南、华中等区域收入增速依然有挖掘空间。同时，随着新产能的投产，我们认为上百人的研发人员，3553 万的年研发投入在行业内是偏大的。同时 2015 年股权激励费 1511 万，未来几年费用逐年下降。

盈利调整及投资建议

- 我们预计 2016-2018 年公司净利润分别为 1.28、1.52、1.77 亿，对应 EPS1.14\1.35\1.58 元/股。目前股价 53.79 元/股，对应 47、40、34 倍。考虑到公司短期估值已经偏贵，给予增持评级。
- 我们依然非常看好公司长期发展，原因有二，第一，宏观经济环境较差下，龙头企业将进一步提升市场份额，且公司增发近 12 亿在手，具备适当牺牲短期利益，加速提升市场份额的筹码。第二，挂面行业市场份额分散，依然处于初级加工毛利率较低阶段，需要像克明面业这样的企业精耕细作。

图表1：三表摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**1,225**	**1,527**	**1,892**	**2,271**	**2,692**	**3,202**
增长率		*24.7%*	*23.9%*	*20.0%*	*18.5%*	*18.9%*
主营业务成本	-940	-1,201	-1,487	-1,791	-2,120	-2,517
% 销售收入	*76.7%*	*78.6%*	*78.6%*	*78.9%*	*78.7%*	*78.6%*
毛利	285	326	405	480	572	685
% 销售收入	*23.3%*	*21.4%*	*21.4%*	*21.1%*	*21.3%*	*21.4%*
营业税金及附加	-4	-5	-4	-5	-6	-7
% 销售收入	*0.3%*	*0.4%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*
营业费用	-97	-131	-160	-193	-230	-274
% 销售收入	*7.9%*	*8.6%*	*8.5%*	*8.5%*	*8.5%*	*8.6%*
管理费用	-75	-119	-104	-127	-153	-186
% 销售收入	*6.1%*	*7.8%*	*5.5%*	*5.6%*	*5.7%*	*5.8%*
息税前利润（EBIT）	109	72	136	155	183	217
% 销售收入	*8.9%*	*4.7%*	*7.2%*	*6.8%*	*6.8%*	*6.8%*
财务费用	-5	-7	-7	-3	-3	-5
% 销售收入	*0.4%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*
资产减值损失	-8	-2	-5	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	15	4	4	4	4
% 税前利润	*3.3%*	*17.2%*	*2.7%*	*2.3%*	*1.9%*	*1.6%*
营业利润	99	78	127	153	183	215
营业利润率	*8.1%*	*5.1%*	*6.7%*	*6.7%*	*6.8%*	*6.7%*
营业外收支	7	10	11	11	11	11
税前利润	**106**	**88**	**139**	**164**	**194**	**226**
利润率	*8.6%*	*5.8%*	*7.3%*	*7.2%*	*7.2%*	*7.1%*
所得税	-19	-22	-30	-36	-43	-50
所得税率	*17.8%*	*25.4%*	*22.0%*	*22.0%*	*22.0%*	*22.0%*
净利润	87	66	108	128	151	177
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	**87**	**66**	**108**	**128**	**152**	**177**
净利率	*7.1%*	*4.3%*	*5.7%*	*5.6%*	*5.6%*	*5.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	87	66	108	128	151	177
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	29	37	46	44	47	52
非经营收益	1	-9	3	1	5	3
营运资金变动	-59	-32	-15	-34	16	-41
经营活动现金净流	**58**	**61**	**142**	**139**	**219**	**191**
资本开支	-116	-114	-310	-97	-98	-100
投资	-159	89	120	0	0	0
其他	250	13	9	4	4	4
投资活动现金净流	**-24**	**-11**	**-181**	**-93**	**-94**	**-96**
股权募资	4	53	1,185	-20	-10	7
债权募资	-10	-44	58	101	51	118
其他	-50	-49	-73	-17	-73	-76
筹资活动现金净流	**-56**	**-40**	**1,170**	**65**	**-32**	**50**
现金净流量	**-22**	**10**	**1,131**	**110**	**93**	**145**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	81	91	1,212	1,322	1,415	1,560
应收款项	127	195	324	308	363	432
存货	69	69	67	83	99	117
其他流动资产	196	167	56	124	101	131
流动资产	473	521	1,659	1,837	1,978	2,240
% 总资产	*47.8%*	*49.4%*	*67.5%*	*68.0%*	*68.2%*	*69.5%*
长期投资	84	41	41	41	41	41
固定资产	369	423	668	729	785	836
% 总资产	*37.3%*	*40.1%*	*27.2%*	*27.0%*	*27.1%*	*25.9%*
无形资产	49	58	76	81	88	96
非流动资产	517	533	797	863	923	984
% 总资产	*52.2%*	*50.6%*	*32.5%*	*32.0%*	*31.8%*	*30.5%*
资产总计	**990**	**1,054**	**2,456**	**2,700**	**2,900**	**3,224**
短期借款	70	91	140	234	293	404
应付款项	107	116	260	292	346	411
其他流动负债	23	37	34	94	104	117
流动负债	200	244	434	620	744	932
长期贷款	56	0	0	0	0	1
其他长期负债	17	35	21	28	19	26
负债	**273**	**279**	**455**	**648**	**762**	**959**
普通股股东权益	712	762	2,001	2,052	2,138	2,266
少数股东权益	5	14	0	0	0	0
负债股东权益合计	**990**	**1,054**	**2,456**	**2,700**	**2,900**	**3,224**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	1.049	0.766	1.265	1.139	1.351	1.576
每股净资产	8.570	8.869	17.832	18.293	19.058	20.198
每股经营现金净流	0.698	0.714	1.267	1.238	1.953	1.703
每股股利	0.500	0.500	0.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	12.24%	8.64%	5.41%	6.23%	7.09%	7.80%
总资产收益率	8.80%	6.24%	4.40%	4.73%	5.23%	5.48%
投入资本收益率	10.61%	6.17%	4.95%	5.28%	5.87%	6.34%
增长率						
主营业务收入增长率	22.20%	24.68%	23.88%	20.04%	18.54%	18.93%
EBIT增长率	10.84%	-34.08%	89.52%	13.94%	18.19%	18.66%
净利润增长率	8.36%	-24.48%	64.41%	18.17%	18.55%	16.65%
总资产增长率	16.24%	6.51%	132.95%	9.93%	7.42%	11.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.3	37.1	48.4	48.0	48.0	48.0
存货周转天数	21.6	20.9	16.7	17.0	17.0	17.0
应付账款周转天数	17.2	18.8	19.2	19.0	19.0	19.0
固定资产周转天数	108.4	91.8	69.9	60.1	51.5	43.5
偿债能力						
净负债/股东权益	6.23%	0.00%	-53.56%	-53.03%	-52.46%	-50.98%
EBIT利息保障倍数	20.7	10.3	19.5	55.6	61.0	46.8
资产负债率	27.61%	26.42%	18.54%	23.99%	26.29%	29.73%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-06-19	买入	55.00	75.00～80.00
2	2015-08-20	买入	42.92	50.00～60.00
3	2015-10-29	增持	39.17	45.00～48.00

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD