东兴证券
DONGXING SECURITIES

收入持续高增长，高转增分红大方

——克明面业（002661）2015 年财报点评

2016 年 03 月 28 日

强烈推荐/维持

克明面业 | 财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

事件：

公司 2015 年营业收入 18.92 亿元，同比增长 23.88%，归属上市公司股东净利润 1.08 亿元，同比增长 64.41%，扣非后归属上市公司股东净利润 0.96 亿元，同比增长 108.16%，EPS1.29 元，2015 年利润分配预案为每 10 股转增 20 股，派发 6 元（含税）现金股利。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	354.24	396.21	417.67	400.98	402.52	433.44	654.88
增长率（%）	17.78%	34.22%	13.52%	11.70%	13.63%	9.40%	56.79%
毛利率（%）	19.97%	20.29%	22.31%	22.53%	22.99%	21.61%	19.60%
期间费用率（%）	14.41%	14.14%	23.68%	14.96%	14.14%	15.70%	12.98%
营业利润率（%）	7.78%	6.25%	-1.10%	7.81%	8.67%	5.71%	5.56%
净利润（百万元）	20.88	17.81	1.71	23.23	27.32	25.70	31.78
增长率（%）	-4.75%	-17.69%	-92.86%	-8.07%	30.83%	44.33%	1762.94%
每股盈利（季度，元）	0.25	0.21	0.02	0.27	0.32	0.3	0.28
资产负债率（%）	28.10%	31.53%	28.25%	28.49%	34.63%	32.56%	18.50%
净资产收益率（%）	2.88%	2.46%	0.24%	3.09%	3.61%	3.37%	2.29%
总资产收益率（%）	2.09%	1.71%	0.16%	2.16%	2.43%	2.24%	1.76%

观点：

- 公司2015年四季度营业收入6.55亿元，同比增长56.79%，归属上市公司股东净利润0.32亿元，同比增长1027.19%，环比三季度增长23.63%，高于全年净利润增速。2015年公司业绩基本符合我们的预期，公司业绩的高增长主要来自：近几年公司收入规模持续快速增长、费用率的降低、华东市场逐步产生效益。
- 2015年，分产品来看，公司各类产品均实现收入的增长，其中由于延津面粉厂于2015年投产，公司的面粉收入同比增长338.06%，占收入比重提升至9.58%，较同期增加约1.4亿元净收入，由于延津项目在2015年中期的增发项目中变更为20万吨，新增8条大线，我们预计随着公司延津项目的投产，配套的面粉项目将主要用于自用。分区域来看，华东地区收入增长40.52%，公司的华东模式再次得到验证，近3年来持续快速增长，公司在华东地区的收入规模已经仅次于其大本营华中地区；华中地区收入增长23.69%，

公司在其大本营的收入增速一改前两年的颓势，也在一定程度打消投资者对其大本营收入增长缓慢的顾虑；东北地区收入增长23.88%，西南地区收入增长19.11%，华南地区收入增长11.93%，均维持2位数的增速，但是公司在华北地区收入增长仅有0.58%，我们认为由于华北地区为主要面食消费区，挂面企业较多，竞争较为激烈，公司将华东模式复制到华北地区仍有部分压力，我们预计随着公司延津和遂平项目的投产，公司在华北地区的竞争力将逐步增强。

- 2015年，公司整体毛利率为21.4%，较同期增加0.03个百分点，本期公司毛利率微幅增长，其中占收入比重较高的如意面毛利率增加2.49个百分点，强力面增加0.9个百分点，但是营养面和高筋面分别减少8.17个百分点和3.79个百分点，另外，由于面粉的毛利率较低且本期占收入比重较大，拉低公司整体毛利率水平。

- 2015年公司销售费用同比增长22.44%，销售费用率较同期减少0.12个百分点，公司销售费用增长低于收入增长，虽然公司不断的拓展市场，但是公司在华东地区经营逐步成熟，销售费用率呈下降趋势；管理费用同比下降11.87%，管理费用率较同期减少2.3个百分点，主要为研发投入降低和管理部门费用的下降；2015年公司的期间费用率为14.32%，由于销售费用率和管理费用率的下降，期间费用率较同期减少2.51个百分点，费用率的下降显示出公司精细化的管理。

结论：

克明面业通过项目建设和市场的拓展，不断的扩大其市场份额，我们看好公司的发展，预计公司2016年-2018年营业收入分别为26.14亿元、33.9亿元、39.71亿元，归属上市公司股东净利润分别为1.52亿元、1.82亿元、1.95亿元，对应目前总股本EPS1.36元、1.62元、1.74元，对应PE40X、33X、31X，维持公司“强烈推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	521	1659	1212	1595	1905
货币资金	91	1212	784	1017	1191
应收账款	186	316	179	232	272
其他应收款	7	6	9	12	13
预付款项	18	28	68	121	183
存货	69	67	139	181	212
其他流动资产	148	28	28	28	28
非流动资产合计	533	797	927	916	923
长期股权投资	39	39	150	150	150
固定资产	384	362	507	584	597
无形资产	56	73	66	59	51
其他非流动资产	4	2	0	0	0
资产总计	1054	2456	2689	2943	3216
流动负债合计	244	434	526	635	752
短期借款	30	140	140	139	138
应付账款	57	99	139	181	212
预收款项	39	100	152	220	299
一年内到期的非流	61	0	0	0	0
非流动负债合计	54	20	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	298	454	526	635	752
少数股东权益	14	0	0	0	0
实收资本(或股本)	86	112	112	112	112
资本公积	433	1596	1596	1596	1596
未分配利润	233	286	393	520	656
归属母公司股东权	743	2002	2163	2308	2464
负债和所有者权	1054	2456	2689	2943	3216

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流			316	217	265
净利润			152	182	195
折旧摊销			62.81	80.31	94.31
财务费用			-3	-2	-4
应收账款减少			40	41	31
预收帐款增加			52	68	79
投资活动现金流			-307	-150	-100
公允价值变动收益			0	0	0
长期股权投资减少			-109	0	0
投资收益			0	0	0
筹资活动现金流			10	-35	-36
应付债券增加			0	0	0
长期借款增加			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
现金净增加额			19	32	129

利润表					单位:百万元
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1527	1892	2614	3390	3971
营业成本	1201	1487	2036	2637	3096
营业税金及附加	4	8	10	12	14
营业费用	131	160	217	293	354
管理费用	119	104	168	227	271
财务费用	7	7	-3	-2	-4
资产减值损失	2.00	5.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.09	3.70	0.00	0.00	0.00
营业利润	78	127	188	225	242
营业外收入	11.00	13.47	9.00	9.00	9.00
营业外支出	0.87	2.38	1.50	1.50	1.50
利润总额	88	139	195	233	250
所得税	22	30	43	51	55
净利润	66	108	152	182	195
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	66	108	152	182	195
EBITDA	119	175	248	304	332
EPS（元）	0.79	1.29	1.36	1.62	1.74

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长	24.68%	23.88%	38.17%	29.70%	17.13%
营业利润增长	-21.53	63.69%	47.45%	19.99%	7.39%
归属于母公司净利润	-24.48	64.41%	40.88%	19.22%	7.16%
获利能力					
毛利率(%)	25%	24%	38%	30%	17%
净利率(%)	4%	6%	6%	5%	5%
总资产净利润（%）	6.86%	204%	15%	-96%	97%
ROE(%)	9%	5%	7%	8%	8%
偿债能力					
资产负债率(%)	28%	19%	25%	25%	27%
流动比率				2.51	2.53
速动比率				2.23	2.25
营运能力					
总资产周转率	1.49	1.08	1.14	1.46	1.49
应收账款周转率	10	8	11	16	16
应付账款周转率					
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.29	1.36	1.62	1.74
每股净现金流(最新	0.12	10.08	0.17	0.28	1.15
每股净资产(最新摊	8.64	17.84	19.28	20.57	21.96
估值比率					
P/E	67.92	41.72	39.60	33.21	31.00
P/B	6.22	3.02	2.79	2.61	2.45
EV/EBITDA	38.75	28.42	21.76	16.98	14.99

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，4 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。