

克明面业 (002661)

员工持股释放活力，内生外延双向发展

投资评级：增持（首次）

投资要点：

■ **客观因素导致 1Q17 营收增速放缓，全年增速前低后高。** 1Q17 公司营收增速低于预期，主因在于，一是春节提前，备货时间短；二是 16 年底调价，短期对市场形成负面影响；三是出现针对克明面条加入橡胶负面传闻，虽最终辟谣，但不可避免影响销量。往 2Q17 至全年展望，销量应会逐步恢复，全年增速应是前低后高，预计 17 年销量有 15% 以上增长。公司目标 2020 年做到 100 亿规模，其中挂面主业内生增长达到 40 亿以上，其他可能依靠外延并购来实现。

■ **多产品布局，全品类发展。** 公司计划做到厨房面条类食品全布局：已有产品中：华夏一面市场认可度较高，未来要持续巩固华夏一面市场地位；（2）乌冬面潜力大，口感好，特通渠道销售良好，单条产线已满产运行，年内可能引进第二条产线，加大产能投放。（3）米粉、米线市场暂无品牌企业，长期看公司可能切入该领域，实现类面条产品全覆盖。此外，公司面粉渠道拓展相对积极，高端面粉有较大发展潜力，未来面粉行业可能会有整合机会。

■ **聚焦优势区域，提高渠道渗透率。** 区域策略仍是聚焦发展：除华东市场外，未来仍要聚焦湖南、湖北、江西市场，使之成为核心区域。三省挂面总容量可达 40-50 万吨，还需逐步提升渗透率，目前消费者已接受克明品牌，消费基础良好。北方市场不放弃，主要精力聚焦鄂湘赣三省。公司一二线城市铺货较好，三四线城市及农村市场渗透率还需不断提升。近年客户数量增长较快，客户质量不稳定，未来还要提高产品覆盖率。三线以下城市尤其是乡镇、县城，消费能力弱，需要提供高性价比产品发展。

■ **广告宣传稳中求进，利润率仍有提升空间。** 公司品牌传播包括空中广告与地面推广两方面：以后者为主，投入广告宣传相对保守，原因在于挂面属性决定难以产生冲动消费，短期无法对销量起到拉动作用。未来品牌投入可能增加，地面推广同时增长，17 年将增加安徽、湖北、江西等地区投放。过去营销模式是广种薄收，原来定位中高端，全国市场拓展时必然要做中低端市场，且费用投入更大，部分程度上拉低利润。目前公司毛利率超 20%，要高于米、面、油等产品。往未来展望，一方面可能通过成本控制方式来提高毛利率，如新建面粉产能生产挂面，节省运输、包装费用等；另一方面随着收入增长，费用投入比率在下降，净利率仍可提升。

■ **员工持股看好未来发展，外延扩张龙头稳步前行。** 公司公告两次员工持股计划：一期已完成，占公司总股本 4.8%，成交均价为 16.64 元；二期持股计划占股本 5.2%，尚未实施。两次持股比例约 10%，增加员工经营动力，也表明管理层对公司未来前景看好。公司具有外延扩张预期：北方市场大概率以并购扩张为主，虽过程曲折但方向坚定，已为并购做好准备，行业整合可能拉开序幕。

■ **盈利预测与估值：** 预计 17-19 年公司净利增 21%、19%、16%，EPS 为 0.49、0.59、0.68 元，最新 PE 为 36、31、26 倍。长期看挂面主业稳步增长，新产能投放毛利率逐渐提升，湿面新品爆发、外延并购落地均可能成为催化因素，首次覆盖给予“增持”投资评级。

■ **风险提示：** 销售不达预期，原料价格上涨，食品安全事件。

2017 年 05 月 31 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

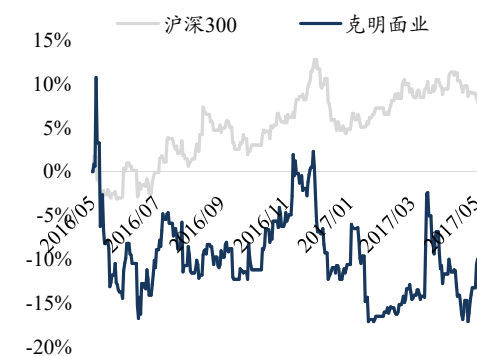
021-60199762

证券分析师 张宇光

执业资格证书号码：S0600517040003

zhangyg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	15.95
一年最低价/最高价	15.15/19.77
市净率	2.53
流通市值（亿）	52.41

基础数据

每股净资产	6.34
资产负债率	20.85
总股本（百万股）	336.25
流通股 A 股（百万股）	328.58

图表 1: 克明面业三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1459.2	1361.8	1538.7	1739.8	营业收入	2163.5	2469.7	2788.3	3119.8
现金	96.7	218.5	250.0	300.0	营业成本	1691.6	1915.3	2149.8	2391.5
应收款项	345.9	417.1	470.9	526.9	营业税金及附加	10.8	12.4	14.0	15.6
存货	183.7	207.9	233.4	259.6	营业费用	228.9	259.3	286.6	311.4
其他	833.0	518.2	584.4	653.3	管理费用	80.6	91.4	100.4	109.2
非流动资产	1014.3	1286.8	1521.0	1747.3	财务费用	1.0	0.3	6.1	19.7
长期股权投资	39.8	39.8	39.8	39.8	投资净收益	19.7	19.7	19.7	19.7
固定资产	856.9	1110.3	1348.2	1578.3	其他	-8.5	-8.5	-8.5	-8.5
无形资产	95.6	114.8	110.9	107.2	营业利润	161.8	202.2	242.6	283.6
其他	22.0	22.0	22.0	22.0	营业外净收支	10.4	10.4	10.4	10.4
资产总计	2473.5	2648.6	3059.7	3487.2	利润总额	172.2	212.6	253.0	294.0
流动负债	315.4	386.6	684.6	980.7	所得税费用	35.3	46.8	55.7	64.7
短期借款	20.0	20.0	291.7	534.7	少数股东损益	-0.1	0.0	0.0	0.0
应付账款	114.3	133.6	147.6	165.5	归属母公司净利润	137.1	165.9	197.4	229.3
其他	181.1	233.0	245.2	280.5	EBIT	151.6	191.3	237.5	292.1
非流动负债	59.1	68.1	68.1	68.1	EBITDA	206.3	278.5	344.1	418.2
长期借款	30.0	30.0	30.0	30.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	29.1	38.1	38.1	38.1	每股收益(元)	0.41	0.49	0.59	0.68
负债总计	374.5	454.7	752.6	1048.7	每股净资产(元)	6.22	6.50	6.84	7.23
少数股东权益	3.9	3.9	3.9	3.9	发行在外股份(百万股)	336.8	336.8	336.8	336.8
归属母公司股东权益	2095.0	2190.0	2303.1	2434.5	ROIC(%)	5.7%	6.9%	7.7%	8.2%
负债和股东权益总计	2473.5	2648.6	3059.7	3487.2	ROE(%)	6.5%	7.6%	8.6%	9.4%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	21.8%	22.4%	22.9%	23.3%
经营活动现金流	27.2	557.4	193.3	266.0	EBIT Margin(%)	7.0%	7.7%	8.5%	9.4%
投资活动现金流	-995.7	-364.8	-349.3	-361.0	销售净利率(%)	6.3%	6.7%	7.1%	7.4%
筹资活动现金流	-177.4	-70.8	187.4	145.0	资产负债率(%)	15.1%	17.2%	24.6%	30.1%
现金净增加额	-1145.9	121.9	31.5	50.0	收入增长率(%)	18.6%	14.2%	12.9%	11.9%
企业自由现金流	-938.8	194.9	-176.6	-105.0	净利润增长率(%)	29.3%	21.0%	19.0%	16.2%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

