



2017-08-20

公司点评报告

增持/维持

克明面业(002661)

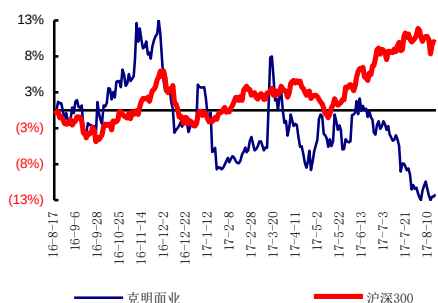
目标价: 17.70

昨收盘: 14.58

食品饮料 食品加工

2017 年中报点评：挂面下滑面粉高增长，下半年业绩有望提速

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	336/329
总市值/流通(百万元)	4,904/4,792
12 个月最高/最低(元)	18.86/14.36

相关研究报告：

《克明面业动态点评：内生+外延双轮驱动，员工持股凸显公司信心》
——2017/05/21

《克明面业 2016 年报&一季报点评：收入增速有所回落，盈利能力持续提升》——2017/04/27

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117070027

事件：公司 2017 年上半年实现营收 10.18 亿元、归母净利润 6723 万元、扣非归母净利润 4878 万元，同比分别增长 7.51% / 8.91% / 2.21%；综合销售毛利率和销售净利率分别为 21.66%和 6.58%，分别同比提升 0.39pct 和 0.06pct；本期购买原材料所支付的现金和预付原材料供应商的货款大幅增加，使报告期末的经营活动产生的现金流量净额为-7160 万元，同比减少 215.26%。公司单二季度实现营收 5.58 亿元，同比增长 15.32%；实现归母净利润 3214 万元，同比增长 11.19%；期间的销售毛利率和销售净利率分别为 21.02%和 5.74%，毛利率同比提升 0.72pct，而净利率同比下滑 0.23pct。公司通过竞拍取得中粮五谷道场食品有限公司 100%股权，于 2017 年 6 月 29 月办理了工商变更登记并开始纳入并表，但对上半年业绩没有直接影响。

挂面销量下滑，大包装面粉快速增长，北方市场拓展较快

公司上半年挂面收入 8.66 亿元，同比下滑 3.89%；成本 6.64 亿元，同比下滑 5.90%。考虑公司去年年底对产品进行了提价，据此判断销量的下滑幅度大致与成本下滑幅度接近。挂面销量下滑的原因有两点：第一、提价消化期对销量有抑制；第二、关于公司产品的一些负面传闻对湖南、湖北和江西等地的销量有影响。我们判断，经过两个季度消化，消费者的价格敏感性减弱，目前快消品也呈现复苏趋势，消费者信心增强，下半年销量的价格抑制因素大概率解除；负面传闻的影响已有所减弱；高端挂面也有望取得突破；公司推出的半干面、湿面等新品，目前也取得不错的市场反馈。所以综合来看，下半年公司挂面和面条产品的总销量有望恢复增长。

面粉加工是公司大力发展的细分行业，上半年大包装面粉的促销力度加大，带动了销量的增长，实现了收入 7974 万元，同比增速 157.38%，面粉的销售收入占比达到 7.83%。延津年产 20 万吨小麦粉的项目目前的投资进度为 57.19%，仍然处在第一期试运行阶段；预计随运营经验的积累，公司会加快第二期项目的推进，并实现更高效益。小麦麸销售的增加，也使得公司其他产品收入达到 7305 万元，同比增长了 367.18%。

分区域来看，北方市场的拓展较快，其中，东北增长 47.23%，主要受益于面粉的增长，华北也有 11.08% 的增长；华中市场的表现不错，同比增长 16.17%；西北市场基本持平；而西南市场出现了 10.64% 的下滑。

上半年公司收入有增长且二季度呈现提速，但截至报告期末，经营活动产生的现金流量净额出现大幅度下滑，主要是因为面粉业务加大了对原材料的采购；同时，为了锁定原材料价格，避免价格波动对公司利润造成影响，公司加大对原材料供应商的预付货款。原材料小麦加大采购，也使得公司的存货较期初增长了 32.31%。目前公司已经通过短期借款的形式对现金流进行了补充，预计公司的短期经营不会受到太大影响，控制生产成本的预期有望实现。

毛利率略升，下半年总体维持，未来随结构调整可能微降

受益于去年年底提价，上半年公司产品的销售毛利率有所提升。其中，一季度同比提升 0.14pct，二季度同比提升 0.72pct。综合考虑提价时点和目前公司对原材料价格的锁定，我们判断下半年公司产品总体的销售毛利率有望继续维持。

公司挂面产品的毛利率在 20% 以上，其收入贡献了营收的绝大部分，目前占比为 85%。但面粉的毛利率只有 10% 左右，随运营管理逐渐成熟、市场快速拓展、产能逐步释放，面粉销量有望快速增加，其销售占比也将快速提升，进而拉低总体毛利率。尽管公司的新品也有较高毛利率，且公司还将加大高端挂面的开发和推广力度，但从销量对比角度判断，未来随着产品结构调整，总体的销售毛利率可能会出现下降，但幅度不会太大，相对保持稳定。

销售费用率略升管理费用率微降，财务费用增加拉低净利率

公司二季度销售费用率为 10.78%，环比提升 1.43pct，同比提升 0.76%，主要是新增面粉销售所致。从上半年整体来看，销售费用率为 10.13%，同比略微提高但环比有所改善，基本上仍维持合理的比例。公司上半年的管理费用率为 4.14%，随着收入体量扩大，同比略微下降，未来有望继续保持这一趋势。财务费用增加是公司二季度净利率下滑的原因之一。公司二季度财务费用率达到了 0.66%，相比一季度环比增加 0.22pct，上半年整体也达到了 0.56%。财务费用增加的主要原因是公司新增 5 亿元的短期借款，使本期确认的银行短期借款利息增加，财务费用达到 570 万元，同比增长 533.44%。

盈利预测与评级：

挂面行业集中度较低，公司作为龙头企业，目前正在逐步提高市占率，成长空间很大；面粉加工作为公司重点发力的新细分行业，虽然基数小，但有望持续高增长，贡献收入和利润增量；目前公司推出的半干面和湿面等新品运作得也不错。

基于挂面的稳健增长、面粉的快速增长、五谷道场并表增厚收入，我们看好下半年收入增长提速；考虑到快消品回暖、销售环境有望改善，以及公司高毛利新品的发展潜力，和外延整合之后能够产生的协同效益，我们认为下半年公司利润也能实现较快的增长。

测算 2017~19 年收入增速分别为 35% / 20% / 20%，净利润增速分别为 16% / 24% / 25%，对应 EPS 分别为 0.47 / 0.59 / 0.73。

公司作为挂面龙头，携资本之翼，扩充产能，发展面粉业务，同时也在加强营销网络，有望持续做大做强。根据 18 年业绩，给予 30 倍 PE，对应目标价 17.70 元，“增持”评级。

风险提示：

原材料成本上涨；销售环境恶化；产能释放不及预期；外延整合不及预期等。

■ 主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2164	2921	3505	4206
净利润(百万元)	137	159	198	247
摊薄每股收益(元)	0.41	0.47	0.59	0.73

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。