

克明面业 (002661)

中性 (维持)

放量战略和激励费用导致 Q4 利润下降

市场数据

报告日期	2015-01-26
收盘价(元)	37.18
总股本(百万股)	85.90
流通股本(百万股)	21.36
总市值(百万元)	3193.76
流通市值(百万元)	794.07
净资产(百万元)	734.47
总资产(百万元)	1078.38
每股净资产	8.55

相关报告

《继续加速放量 行业进入洗牌阶段》2014-10-24

《放量战略抑制中短期利润 保鲜面推出值得关注》2014-08-27

《产能释放增速创新高 股权激励护航长期增长》2014-04-22

分析师:

黄茂

huangmao@xyzq.com.cn
S0190513090002

研究助理:

刘淑生

liushusheng@xyzq.com.cn

刘海啸

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1225	1528	1912	2396
同比增长	22.2%	24.8%	25.2%	25.3%
净利润(百万元)	87	75	88	113
同比增长	8.4%	-14.5%	17.8%	28.1%
毛利率	23.3%	21.8%	21.5%	21.4%
净利润率	7.1%	4.9%	4.6%	4.7%
净资产收益率(%)	12.2%	8.1%	9.1%	10.8%
每股收益(元)	1.01	0.86	1.02	1.30
每股经营现金流(元)	0.67	1.62	1.26	2.05

投资要点

事件:

公司修正 14 年全年业绩预告,由季报中公布的“预计全年业绩同比变动-10%~20%”大幅下修为“全年业绩同比变动-10%~-30%”;相应, Q4 净利润变动范围由之前的“-40%到 70%”修正为“-112%到-40%”。公司业绩低于市场及我们预期。

点评:

- **净利下滑主要是由于公司执行放量战略, 14 年股权激励目标落空。**公司公告解释净利下滑主要原因为二: 其一, 四季度加大市场和研发投入, 费用大增; 另外, 2014 年 7 月实施了股权激励, Q4 确认了部分股权激励成本。由于 Q4 激励费用仅为 500 万, 我们判断造成业绩下滑幅度超预期主要是: Q4 在市场竞争加剧的情况下, 公司执行放量战略, 加大市场投入, 相关费用大幅增长。由于股权激励的要求是 14 年净利润增长不低于 10%, 未能达到要求。
- **收入和市场份额优先战略牺牲短期利润率, 业绩看点是保鲜面。**公司的核心 EBIT 利润率从 10 年开始见顶回落, 13 和 14 年降幅开始扩大。公司在之前的调研中也表示行业产能将在 15 年出现一个投入的高峰, 竞争会加剧。公司的股权激励目标中, 利润增幅也远低于收入增幅, 我们认为这反映出公司管理层已早有通过价格杠杆来整合行业的规划。未来 1-2 年预计仍将会处于行业整合期。公司未来的新看点或许在于今年下半年投产的保鲜面, 由于保鲜面吨价是挂面的近 2 倍, 预计项目能获得较高资本回报率。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- **维持“中性”评级并下修业绩预估。**在 Q3 业绩后，我们提示了“在公司执行放量政策，行业竞争加剧的背景下，Q4 业绩可能低于预期”的风险，我们维持之前观点，但随着行业格局的逐渐清晰，公司的长期逻辑依然较好，15-16 年公司收入仍有望保持较快增长。我们将公司 14-16 年 EPS 下修至 0.86/1.02/1.30 元，对应净利润增速分别为-15%/18%/28%，目前股价对应动态 PE 分别为 43、37 和 29 倍，我们维持“中性”评级。
- **风险提示：**原料价格大幅上升，行业竞争白热化，放量执行不达预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	473	862	1012	1185
货币资金	81	535	669	839
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	124	120	112	129
其他应收款	2	3	4	5
存货	69	91	110	142
非流动资产	517	506	564	590
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	84	84	84	84
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	364	350	375	398
在建工程	5	8	54	57
油气资产	0	0	0	0
无形资产	47	45	42	40
资产总计	990	1367	1576	1775
流动负债	200	364	508	608
短期借款	60	234	388	463
应付票据	0	0	0	0
应付账款	67	48	60	75
其他	73	82	60	69
非流动负债	73	80	100	120
长期借款	56	76	96	116
其他	17	4	4	4
负债合计	273	444	608	728
股本	83	86	87	87
资本公积	387	557	557	567
未分配利润	214	242	280	341
少数股东权益	5	5	5	4
股东权益合计	717	924	969	1048
负债及权益合计	990	1367	1576	1775

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	87	75	88	113
折旧和摊销	21	29	31	35
资产减值准备	8	-6	0	0
无形资产摊销	2	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	9	3	6	10
投资损失	-3	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-59	55	-25	21
经营活动产生现金流量	58	140	108	177
投资活动产生现金流量	-24	-10	-99	-59
融资活动产生现金流量	-56	323	125	52
现金净变动	-22	453	135	169
现金的期初余额	92	81	535	669
现金的期末余额	70	535	669	839

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1225	1528	1912	2396
营业成本	940	1195	1501	1883
营业税金及附加	4	5	6	8
销售费用	97	124	153	189
管理费用	75	104	134	163
财务费用	5	3	6	10
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	99	96	112	143
营业外收入	8	5	5	5
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	106	99	115	146
所得税	19	25	28	34
净利润	87	74	88	112
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	87	75	88	113
BPS(元)	1.01	0.86	1.02	1.30

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	22.2%	24.8%	25.2%	25.3%
营业利润增长率	8.4%	-3.4%	16.9%	27.3%
净利润增长率	8.4%	-14.5%	17.8%	28.1%
盈利能力				
毛利率	23.3%	21.8%	21.5%	21.4%
净利率	7.1%	4.9%	4.6%	4.7%
ROE	12.2%	8.1%	9.1%	10.8%

偿债能力

资产负债率	27.6%	32.5%	38.6%	41.0%
流动比率	2.37	2.37	1.99	1.95
速动比率	2.02	2.12	1.78	1.72

营运能力

资产周转率	1.33	1.30	1.30	1.43
应收帐款周转率	13.61	12.27	16.14	19.44

每股资料(元)

每股收益	1.01	0.86	1.02	1.30
每股经营现金	0.67	1.62	1.26	2.05
每股净资产	8.25	10.65	11.17	12.09

估值比率(倍)

PE	36.82	43.04	36.53	28.51
PB	4.51	3.49	3.33	3.08

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。