

降成本扩品类战略陆续执行中，三季度开始业绩

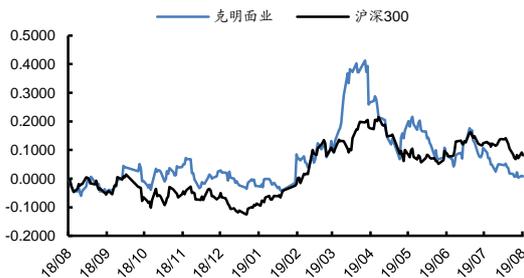
有望较大反转

——克明面业（002661）调研简报

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
克明面业	-9.0	-13.7	-0.3
沪深 300	-3.8	-0.1	8.1

市场数据 2019-08-13

当前价格（元）	12.49
52 周价格区间（元）	11.40 - 17.85
总市值（百万）	4106.82
流通市值（百万）	4052.48
总股本（万股）	32880.85
流通股（万股）	32445.77
日均成交额（百万）	51.51
近一月换手（%）	9.87

相关报告

《克明面业（002661）调研简报：新品铺市阶段性投入+财务费用增加，一季度拖累公司业绩》——2019-05-24

《克明面业（002661）调研简报：成本有望连续四年降低，营销管理积极创新突破》——2019-03-12

《克明面业（002661）调研简报：成本+技术+营销+管理，全方位升级突破》——2019-02-27

《克明面业（002661）业绩快报点评：产业链一体化+全方位品牌宣传，公司发展有望持续向

投资要点：

■ 全产业链降低成本的战略正陆续执行中

挂面，作为粮食产品，属生活必须消费品，用量大，消费者价格敏感度高。厂家要在竞争中保持优势，一方面要打造强有力的品牌，依靠历史悠久的质量沉淀和日积月累的消费者信赖，通过品牌影响力赢得市场。另一方面，通过内部控制成本提供高性价比产品赢得客户也至关重要。公司充分认识到这一点，通过完善全产业链经营模式，在每个环节控制和降低成本，来提高竞争能力。公司在小麦原料环节，通过订单农业运作模式，与机械化耕作的大户合作，将适合做高品质挂面的小麦种子交于大户播种，收成后直接从大户处采购小麦。由此，除锁定高品质小麦外（品质统一，便于筛选，出粉率高，成本降低），还可减少小麦贸易的中间环节，直接从农户处采购，节约了粮站与农户之间的贸易利差，从而有效降低原料采购成本。其次，公司做好小麦收储，实现季节性利差。每年5-8月份是小麦收割旺季，在当季是一年中小麦的最低价格，之后小麦价格逐渐走高。公司在小麦收割旺季的低价阶段实行大量收储，后继按照市场价扣除资金成本和仓储成本后，预计公司仍能实现较好的盈利。在面粉原料环节，公司自建面粉厂，节约了面粉采购环节的包装费、物流费、装卸费等中间环节的费用。同时，自建面粉厂开工率高，单位成本低，在税收方面还可享受免交所得税优惠以及部分政府补贴。在生产环节，公司遂平新工厂，采用国内先进技术和设备，自动化程度高，用工少，单条生产线相比较于老厂产出更高，计算单位成本要低很多。

目前，公司订单农业已经试水开启，往后，合作大户的小麦采购比例有望逐年提高，从而持续降低原料采购成本。自建面粉厂原本计划今年6月份投产，后因建筑工程粉尘等环保问题拖延，预计最迟在明年春节前后（2020年2-3月份）开工投产，届时对2020年有较好的业绩贡献。

■ 增加品类+完善结构，销售规模有望快速扩大

公司过去挂面产品，主品牌陈克明主要集中在8-12元/kg，高端品牌华夏一面主要集中在14-18元/kg。通过降低成本后，公司产品线往

好》——2019-02-12

《克明面业（002661）调研简报：成本降低+品类延伸+渠道增加，全方位开启公司发展新格局》

——2018-12-10

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

下延伸，其中华夏一面再往下推出 12 元/kg 左右的产品，陈克明品牌往下推出 6-7 元/kg 的产品。此外，还推出子品牌“来碗面”，定价在 5-8 元/kg，重点做县乡市场。通过完善高中低端产品结构，满足更多层次的消费者需求，从而推动销售规模的扩大和市占率的提高。而随着销售规模的扩大，公司期间费用率也有望持续下降，产品竞争能力更加突出，品牌影响力也日益扩大，公司将进入经营性良性循环，公司的行业龙头地位也将得到强化和巩固。

■ 三季度开始，业绩有望实现较大反转

公司上半年业绩不达预期，主要存在三方面因素。一是去年同期基数高。2018 年一季度收入同比增长 45%，而净利润同比增长 110%。我们预计 2018 年一季度相关费用没有及时计提，而导致利润增速与收入增速存在巨大的差距。而 2019 年一季度费用则在当季计提；二是财务费用高。2018 年 10 月份，公司发行债券 4 亿元，利息加上承销费用，预计在 8%。同时因为二季度收储小麦，短期借款增多，导致今年上半年财务费用增加 2361 万元，极大的影响了公司净利润。三是政府补贴未按时到位。2018 年上半年，政府补贴 2509 万，而 2019 年上半年政府补贴才 882 万，少 1627 万。政府补贴主要是税收返还和项目投资返还，近几年都有比较稳定的数额，政府补贴一般在当年最终会到账，2019 年预计会体现在三、四季度业绩中。同时 2019 年三季度开始，公司变更了部分募集资金用途，如终止非公开发行股票募集资金投资项目“延津年产 10 万吨高档挂面生产线项目”和“面粉自动输送及智能烤房研发改造项目”，并将上述两个项目中剩余募集资金及理财收益和利息收入约 32495 万元用于正在建设中的遂平“日处理小麦 3000 吨面粉生产线项目”。募集资金用途变更后，公司将减少短期借款，财务利息也会相应同时减少，在公司产品保持比较好的销售形势下，我们预计三季度开始，公司业绩有比较好的反转。

■ **盈利预测和投资评级：维持买入评级。** 预测公司 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.70/0.85/1.04 元，对应 2019/2020/2021 年 PE 为 17.94/14.63/12.02 倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示：** 订单农业执行不达预期；小麦收储不达预期；自建面粉厂工期或面粉自给率不达预期；流通渠道和北方市场开拓不及预期；乌冬面和五谷道场生产建设和市场开拓不及预期；大股东股权质押的平仓风险；与湖南省资产管理公司合作不达预期，食品安全。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	2856	3362	3997	4737
增长率(%)	26%	18%	19%	18%
净利润（百万元）	186	229	281	342
增长率(%)	65%	23%	23%	22%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.70	0.85	1.04
ROE(%)	8.30%	9.46%	10.45%	11.36%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 克明面业盈利预测表

证券代码:	002661.SZ				股价:	12.49	投资评级:	买入	日期:	2019-08-13
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标					
ROE	8%	9%	10%	11%	EPS	0.56	0.70	0.85	1.04	
毛利率	24%	22%	20%	19%	BVPS	6.75	7.36	8.17	9.16	
期间费率	17%	3%	2%	2%	估值					
销售净利率	7%	7%	7%	7%	P/E	22.30	17.94	14.63	12.02	
成长能力					P/B	1.85	1.70	1.53	1.36	
收入增长率	26%	18%	19%	18%	P/S	1.45	1.22	1.03	0.87	
利润增长率	65%	23%	23%	22%						
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.72	0.83	0.80	0.85	营业收入	2856	3362	3997	4737	
应收账款周转率	11.66	9.60	10.53	10.04	营业成本	2181	2637	3195	3843	
存货周转率	5.03	5.03	5.03	5.03	营业税金及附加	17	20	24	29	
偿债能力					销售费用	310	310	323	346	
资产负债率	43%	40%	46%	46%	管理费用	105	120	134	151	
流动比	1.48	1.61	1.51	1.65	财务费用	43	68	62	48	
速动比	1.15	1.18	1.16	1.29	其他费用 / (-收入)	19	27	27	27	
					营业利润	231	234	286	346	
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业外净收支	(6)	(6)	(6)	(6)	
现金及现金等价物	419	122	630	930	利润总额	225	228	280	340	
应收款项	245	350	380	472	所得税费用	40	0	0	0	
存货净额	433	528	640	769	净利润	185	228	280	340	
其他流动资产	824	970	1153	1366	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	
流动资产合计	1921	1970	2802	3537	归属于母公司净利润	186	229	281	342	
固定资产	1121	1008	1258	1132						
在建工程	449	624	449	449	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
无形资产及其他	200	195	190	185	经营活动现金流	223	(139)	696	317	
长期股权投资	38	38	38	38	净利润	185	228	280	340	
资产总计	3960	4066	4967	5572	少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	
短期借款	790	855	855	855	折旧摊销	85	117	106	131	
应付款项	291	229	794	1061	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	112	37	107	122	营运资金变动	(46)	(209)	(959)	(717)	
其他流动负债	104	104	104	104	投资活动现金流	(683)	(63)	(74)	126	
流动负债合计	1297	1224	1860	2141	资本支出	(553)	(63)	(74)	126	
长期借款及应付债券	391	391	391	391	长期投资	(3)	0	0	0	
其他长期负债	31	31	31	31	其他	(126)	0	0	0	
长期负债合计	422	422	422	422	筹资活动现金流	162	15	(14)	(17)	
负债合计	1719	1646	2282	2563	债务融资	651	65	0	0	
股本	332	329	329	329	权益融资	0	(38)	0	0	
股东权益	2241	2420	2685	3009	其它	(489)	(11)	(14)	(17)	
负债和股东权益总计	3960	4066	4967	5572	现金净增加额	(298)	(186)	608	425	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，9年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

【分析师承诺】

余春生，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。