克明面业股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）2019年跟踪信用评级报告

报告编号：

中鹏信评【2019】跟踪第【211】号01

债券简称：18克明01

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市高新投集团有限公司

债券剩余规模：4.00亿元

债券到期日期：2020年10月18日

债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

分析师

姓名：

秦风明 刘书芸

电话：

021-5103 5670

邮箱：

qinfm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司企业主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

电话：0755-82872897

网址：www.cspengyuan.com

	本次跟踪债项等级	前次债项评级等级
克明面业股份有限公司	AAA	AAA
第一大股东克明集团有限公司	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
本期时间	2019年06月14日	2018年06月17日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对克明面业股份有限公司（以下简称“克明面业”或“公司”，股票代码：002661.SZ）及其2018年10月18日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2019年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司具备较强的市场竞争力，营业收入进一步增长，毛利率有所提升，深圳市高新投集团有限公司（以下简称“高新投集团”）提供的保证担保能提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司 第一大股东股权质押比率高，面临一定产能消化风险，以及面临一定资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

●公司具备较强的市场竞争力。公司专注于挂面食品的研发、生产和销售，是国内挂面行业的领先企业之一，品牌知名度较高，产品包括营养、强力、如意、高筋等系列，近年来“陈克明”品牌超市综合权数市场占有率稳居第一，营销网络发达，拥有19,090个直销点和12,700多家经销商，具备较强的市场竞争力。

●公司营业收入进一步增长，毛利率有所提升。2018年公司实现营业收入285,626.29万元，同比增长25.86%，挂面等食品加工业务是公司收入的主要来源，2018年公司综合毛利率有所提升，达到23.63%，较上年提升0.84个百分点。

●第三方担保仍可提升本期债券的信用水平。经中证鹏元综合评定，高新投集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍可提高本期债券的信用水平。

关注：

●第一大股东股权质押比率高。截至2019年3月底，第一大股东南县克明食品集团有限公司（以下简称“克明集团”）持有公司11,349.99万股，持股比例34.19%，股票质押比例为100%，质押比例高。

●公司面临一定产能消化风险。截至2018年末，公司在建的挂面及面粉生产线产能较大，完工投产后将大幅提升公司产能，但考虑到目前挂面行业可能面临产能过剩的情况，公司新增产能能否及时消化及取得预期收益存在一定不确定性。

●面临一定资金压力。截至2018年底，公司在建项目总投资191,634.71万元，包括挂面及面粉生产线，尚需投资128,517.86万元，尚需投资规模较大，公司面临一定资金压力。

●有息债务持续增长，公司面临一定短期偿债压力。截至2018年底，公司有息负债规模125,308.81万元，同比增长136.43%，占总负债规模72.91%，其中短期有息负债86,190.46万元，存在一定短期偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	423,595.86	395,966.81	299,330.50	247,348.56
归属于母公司所有者权益合计	229,667.00	224,108.21	214,836.37	209,502.59
有息债务	132,583.70	125,308.81	53,000.00	5,000.00
资产负债率	45.78%	43.40%	27.94%	15.14%
流动比率	1.39	1.48	2.19	4.63
速动比率	1.15	1.15	1.84	4.04
营业收入	78,549.01	285,626.29	226,938.31	216,352.16
营业利润	6,732.52	23,074.07	14,680.37	16,179.66
净利润	6,116.84	18,496.22	11,223.54	13,699.17
综合毛利率	21.01%	23.63%	22.79%	21.81%
总资产回报率	–	7.74%	6.11%	7.13%
EBITDA	–	35,569.22	24,495.70	23,189.66
EBITDA利息保障倍数	–	8.08	14.51	67.27
经营活动现金流净额	24,077.50	22,319.87	-2,194.40	2,716.86

注：2017年数据采用2018年期初数

资料来源：公司2016年、2018年审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，中证鹏元整理

高新投集团主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	2,052,718.02	1,346,952.97	789,850.84
归属于母公司所有者权益合计	1,177,908.41	1,119,107.66	655,949.44
融资担保在保责任余额（亿元）*	456.66	621.32	781.62
准备金覆盖率*	0.97%	0.68%	0.48%
融资担保放大倍数*	3.96	5.55	11.92
当期担保代偿率*	0.12%	0.01%	0.26%

注：1、带*标注指标为2018年6月末数据；

2、业务数据经过公司重新复核整理，与往年数据在统计口径上有差异。

资料来源：高新投集团2016-2018年审计报告、高新投集团提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年10月18日发行2年期4亿元公司债券，募集资金用于补充公司营运资金。根据公司2018年年报，截至2018年12月底，本期债券募集资金专项账户余额为16,629.21万元。

二、发行主体概况

2018年11月，公司注册资本和实收资本由33,355.65万元变更为33,193.03万元，主要系回购股份所致，公司第一大股东、实际控制人未发生变化。2018年12月，公司第一大股东克明集团协议转让3,237万股（占总股本9.75%）股份转让给湖南省资产管理有限公司（以下简称“湖南资产管理”），引进湖南资产管理成为公司的战略投资者。截至2019年3月底，公司第一大股东仍为克明集团，持有公司34.19%的股权，克明集团实际控制人仍为陈克明，其与一致行动人段菊香直接持有克明集团51.26%股份。截至2019年3月底，公司第一大股东克明集团持有的股票质押比例为100%。

表1 截至2019年3月底公司前十名股东持股情况（万股）

序号	股东名称	股份数量	持股比例	质押比例
1	南县克明食品集团有限公司	11,349.99	34.19%	100.00%
2	湖南省资产管理有限公司	3,237.00	9.75%	
3	兴业国际信托有限公司-克明面业1号员工持股集合资金信托	1,617.77	4.87%	
4	兴业国际信托有限公司-兴业信托·克明面业2号员工持股集合资金信托计划	1,509.25	4.55%	
5	津杉华融(天津)产业投资基金合伙企业(有限合伙)	463.91	1.40%	
6	陈源芝	441.55	1.33%	
7	中央汇金资产管理有限责任公司	361.86	1.09%	
8	全国社保基金五零二组合	301.66	0.91%	
9	陈晓珍	290.00	0.87%	92.40%
10	吴菲	275.41	0.83%	
合计		198,483,983	60.40%	

资料来源：公司2019年一季报，中证鹏元整理

2018年公司合并范围新增子公司4家，分别为浙江克明面业有限公司、新疆陈克明面粉有限公司、湖南克明米业有限公司、克明哈萨克斯坦有限责任公司，截至2018年底，公司合并范围子公司24家，详情见附录二。

表2 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2018年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
浙江克明面业有限公司	100%	35,000.00	食品加工业	新设
新疆陈克明面粉有限公司	100%	5,000.00	食品加工业	新设
湖南克明米业有限公司	100%	2,000.00	食品加工业	新设
克明哈萨克斯坦有限责任公司	100%	3万美元	粮食购销	新设

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

挂面行业增速不高，产品同质化严重，行业集中度不断上升

挂面作为中国家庭餐桌上的必备食品，具有覆盖人群广、消费频次高的特点，我国是世界上最大的挂面消费国和生产国。随着城镇化率提升、生活节奏加快，挂面开始逐步替代手工面条，渗透率不断提升，但近年来挂面行业产量增速不高，根据中国食品科学技术学会数据，2018年，中国挂面行业的总产量为812.0万吨，同比增长4%。

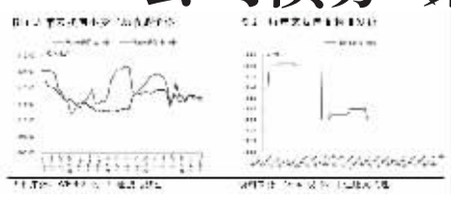
作为大众产品，挂面的消费群体规模大，但行业却没有垄断品牌，目前格局仍为全国品牌与区域中小企业并存。从产品品质来看，挂面企业的产品同质化严重，缺乏创新型产品，目前，中低端产品占总量的80%以上，中高端产品仅有不到20%，即使是面向大中型城市的商超渠道，终端产品丰富，中高端产品占有一定比例，但主流产品依然是中低端。从产品类型来看，挂面产品主要分为四个类别：主食型、风味型、营养型、保健型，这四个类别中，主食型的挂面产品最多，以普通挂面为主，竞争也最为激烈，由于此类产品为大众型产品，消费量巨大，而且大小企业都能够生存，这就造成企业间的竞争加剧，因此企业只有通过价格战来拉升此类产品的销售量，以此来保证企业的生产效率，提高边际效益。

近年来，挂面龙头企业加速产能扩张的战略意图明显，资本也快速介入，挂面行业出现“大者恒大，中者趋紧，小者退出”的新形势。据中国食品科学技术学会统计，克明面业、金沙河等24家国内规模以上企业的总产量与销售额均呈逐年递增的趋势。2018年，挂面行业国内市场同比微增长约4%，但行业分化趋势明显，中小企业占比下滑10%，前十大规模企业占比上升约7%，行业集中度进一步上升。

大企业产能进一步加速扩张，根据中国食品科学技术学会分析，2018年，24家挂面生产企业总计拥有394条生产线，较上年增加了26条，形成了约350万吨的产能，2018年挂面行业新增产能约150多万吨，供大于求的局面将加速价格战，将有更多落后产能和小规模企业被淘汰。

原材料小麦价格存在一定波动，对下游挂面行业利润产生一定影响

挂面原材料为小麦面粉，在挂面的成本结构中，接近80%的成本由面粉构成。我国从2006年开始实施小麦最低收购价政策，近年小麦价格存在一定波动，主要由于2018年国家开始最低收购价有所下调所致，2018年上半年受到最低收购价下调的影响，小麦市场价格持续下滑，2018年下半年下游需求好转，小麦收购价格再次开始上涨，但上涨幅度不大分品种来看，白小麦平均收购价有所下降，2017年白小麦平均收购价格123元/50公斤，2018年下降至119元/50公斤，而红小麦收购均价有所上涨，2017年红小麦平均收购价格116元/50公斤，2018年上涨至118元/50公斤。小麦市场近年受政策及供需影响，价格存在一定波动，未来政策的走向以及新麦的产量、品质，将影响小麦的价格。



根据国务院2017年印发的《关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》，明确提出重点发展优质强筋弱筋小麦，将有力促进优质小麦市场向好的方向快速发展。此外，进口小麦相比国产小麦性价比优势明显，平均每吨单价比国产小麦低700-800元，但是由于中国小麦进口实施配额制，一般企业无法拿到进口配额，预计短期内无法通过进口小麦进一步增加国内的优质小麦供给。

国内面粉批发价格自2017年下跌后，近年较为稳定，但总体而言，城乡居民的生活水平持续提高，食品方面的消费趋于多样化，而且更趋于营养化，肉蛋奶类的消费也是在不断的增加，所以近几年面粉、面食的消费受到挤压。挂面作为下游产业链，受到原材料波动的影响，加上挂面的价格战，利润空间受到一定影响。

产品中高端化、企业品牌化、产业链延伸是挂面行业整合过程中的发展趋势

我国居民可支配收入的提高带动了生活消费的升级，挂面作为主食食品之一，消费者对挂面营养、健康与安全的关注日益增强，中高端挂面受到市场青睐，同时，依托城市化水平的提高和现代零售业的发展，中高端挂面产品的市场占比逐年提高。未来，营养配备更完善、具有创新性和原材料品质优势的新产品——如营养型挂面、功能型挂面、特殊风味挂面，将逐渐成为中产阶级的消费主流。依靠科技创新，提高产品质量和高端挂面产品的比重，成为我国各挂面企业差异化发展的主要路径之一。

未来，挂面行业的规模化与个性化并存的现象将会出现，品牌的建立将会更加重要。当前的消费者具备更高的消费能力，关键在于企业要打造出消费者认可的品牌。品牌打造首先是品类的打造，通过建立可识别的品类形象，完成和消费者的链接，通过场景化的品牌沟通，建立和消费者的信任关系。对于大型挂面企业来说，可以通过规模效应提高知名度，而对于中小型挂面企业，需要通过细分领域的开发，提高产品附加值，形成差异化的竞争优势；同时在市场选择上，集中于局部市场，建立渠道和品牌的优势，从而形成和大型企业的差异化竞争。

此外，大企业还将在供应链上下游一体化方面延伸，以降低总经营成本，补充新盈利模式，从而提升企业的竞争力。主要存在以下几种延伸形式：一是大型企业从产业链的角度进行整合，完成从田间到餐桌的跨越，掌控优质粮源、提高生产效率、强化营销推广、打造品牌成为这类企业的重点工作；二是关联企业之间的联合，在产业链条上的合作，跨行业的联合，比如和化肥类企业合作，为上游种植业提供技术指导；另一个是企业间的联合，比如在原料收购方面等的合作；三是并购中小型挂面企业，目前国内的挂面企业并购案例少，从未来市场竞争的角度来看，并购将会成为加速行业整合的重要特征。

四、经营与竞争

公司主要从事挂面的研发、制造和销售业务，主要产品为挂面、面粉、半干面、湿面、米粉等。挂面类产品包括“营养”、“强力”、“高筋”、“如意”四大品类。2018年公司实现营业收入285,626.29万元，同比增长25.86%；挂面等食品加工业务是公司收入的主要来源，2018年占营业收入的比重均在98.70%，其中，“如意面”、“强力面”、“高筋面”是主打产品。其他加工产品主要为面头、麸皮以及其他贸易产品，收入规模较小，由于价格波动原因，毛利率波动较大。2018年公司综合毛利率23.63%，较上年提升0.84个百分点，主要系公司一方面调整产品结构、提高部分高毛利产品占比，另一方面提高生产自动化程度并开始自产面粉，控制了生产成本；其中，面粉产品2018年毛利率有所下降，主要系公司开拓面粉市场，部分折价促销推广所致。

表3 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
1、食品加工	281,926.31	23.92%	225,574.69	22.86%
营养面	23,864.95	30.05%	18,928.66	25.79%
强力面	77,147.01	34.84%	58,551.16	34.71%
高筋面	37,541.00	30.55%	30,199.96	31.58%
如意面	98,678.16	17.25%	85,962.67	16.73%
面粉	18,131.43	3.03%	15,986.11	6.33%
其他加工产品	16,074.14	10.68%	11,577.41	4.71%
方便面	10,489.62	25.14%	4,368.73	20.32%
2、其他业务收入	3,699.99	1.76%	1,363.61	10.54%
合计	285,626.29	23.63%	226,938.31	22.79%

注：其他业务收入包括商超服务收入以及小麦麸皮、面头等销售收入

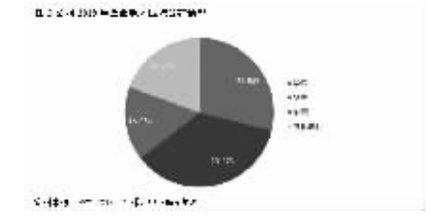
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是国内挂面行业的领先企业之一，具备较强的市场竞争力；2018年营业收入增长较快，但渠道维护成本仍较高

公司专注于挂面食品的研发、生产和销售，主要产品为“陈克明”品牌挂面，包括营养、强力、如意、高筋等四大系列300多个品种的挂面产品。公司挂面产品生产采用“三醒三蒸”工艺，挂面具有面体细润、面筋劲道、面质均匀的优点。公司很早开始使用纯净水和面，大部分生产线为国外进口，并实现了部分生产线的自动化及半自动化，并较早开始使用不含荧光粉的食品级包装纸等。2018年公司湖南十大农业企业品牌、全国百佳质量诚信标杆示范企业等奖项。

研发方面，公司近年研发了诸多新型挂面产品，营养强化类、膳食纤维类等多种产品填补了行业空白；在不使用任何添加剂的情况下，借助五谷粉、果蔬粉的原本色彩，制作出彩色面条。此外，生产工艺上，公司对面头浆化及干面头气体自动输送工艺技术和散装面粉自动输送技术进行研发改造，节约了生产运行成本和提高生产效率。截至2018年底，公司取得106项专利，其中发明专利32项，实用新型专利18项，外观专利56项。

2018年公司实现挂面销售收入281,926.31万元，同比增长24.98%，主要系存量客户销量增加及新增客户所致，收入规模较大且增长较快，具有较大的市场份额。目前，公司在商超渠道的占有率全国领先，根据中国商业联合会中华全国商业信息中心定期公布的《全国连锁店畅销商品月度监测表》，挂面产品的主要品牌有“陈克明”、“金沙河”、“金龙鱼”、“博大”、“中裕”等，其中，公司在2018年12月份超市综合权数市场占有率为19.17%，市场占有率位居第一。公司收入主要来源于国内，华东、华中区域是公司主要业务区域，2018年公司华东和华中区域销售收入分别占营业收入的28.85%和35.67%。其他地区主要为西南、华北、东北、西北等地。



公司销售主要由子公司克明食品营销有限公司和克明食品营销（上海）有限公司负责，公司设立了销售中心，在经销方面，公司将全国划分为11个大区进行销售管理，销售网络覆盖全国32个省、市及自治区。在直销方面，公司在重点城市设立办事处负责当地的大型商超的管理，2018年国内直销店从13,930个直销点增加至19,090个直销点。2018年公司经销商从1,900多家增加至2,700多家，经销商遍布全国各城市，公司对经销商进行培训、协助开发网点和开展卖场活动，为向客户提供更加优质的产品服务奠定基础。此外，公司非公开发行股票募投项目之一的“营销网络及品牌建设项目”，该项目计划总投资20,750.54万元，截至2018年底已投入金额为6,586.14万元，将用于提升公司品牌形象和营销服务能力。公司营销网络较为广阔，但终端用户较分散，2018年公司的销售费用率10.86%，渠道维护成本仍较高。

各类挂面产品价格由高到底的排名为：营养面、强力面、高筋面、如意面，价格与产品档次对应。2018年公司各类挂面产品及面粉销量相比上年均有增长，其中，营养面连续两年增长，定位高端的“营养面”2018年销量为2.97万吨，较上年增长26.56%；定位普通的“如意面”销量最大，2018年“如意面”销量为23.23万吨，较上年增长17.22%。

表4 近年公司产品销量（单位：吨）

产品	2018年	2017年
营养面	29,709.62	23,475.01
强力面	131,354.26	97,755.82
高筋面	67,952.07	54,854.37
如意面	232,317.99	198,191.08
面粉	53,627.86	45,554.19

资料来源：公司提供

根据产品特点和自身实际情况，公司产品以向经销客户销售为主、直销为辅，国内大型商超渠道的开拓主要采取直销形式。2018年公司经销占比81.59%，直销占比16.61%，直销比例有所上升。经销方面，公司与经销商签订年度合同，合同对年度的销售目标和网点目标进行约定，一般情况下，经销商向销售部提交采购订单并同时付款，公司供货后凭客户签收的发货单确认收入，公司对核心优质的经销商给予一定的信用额度支持。直销方面，公司与大型商超签订年度合同，公司供货后以获取有效的货物签收凭证确认收入，公司根据其订单进行供货并进行月度结算，不同商超的账期会有不同。

表5 近年产品销售分布情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
直销	47,438.63	16.61%	33,984.41	14.98%
经销	233,051.66	81.59%	188,289.58	82.97%
其他	5,136.01	1.80%	4,664.32	2.06%
合计	285,626.30	100.00%	226,938.31	100%

注：其他主要是指次粉、面头子、包材等销售

资料来源：公司提供

由于经销商众多，公司客户较为分散。2018年公司前五名客户销售额占营业收入比例分别为7.70%，较上年提升1.36个百分点，主要包括大型商超和部分食品批发公司，客户结算方式包括月结方式以及信用额度。

表6 近年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户	销售额	占营业收入比例	结算方式
2018年	第一名	5,498.74	1.95%	先货后款和月结方式
	第二名	5,254.61	1.86%	先货后款和月结方式
	第三名	4,652.12	1.65%	先款后货和信用额度
	第四名	3,626.24	1.29%	先款后货和信用额度
	第五名	2,682.77	0.95%	先货后款和月结方式
	合计	21,714.48	7.70%	
2017年	第一名	3,241.16	1.43%	先货后款和月结方式
	第二名	2,944.68	1.30%	先货后款和月结方式
	第三名	2,781.63	1.23%	先款后货和信用额度
	第四名	2,756.15	1.21%	先款后货和信用额度
	第五名	2,671.91	1.18%	先货后款和月结方式
	合计	14,395.53	6.34%	

资料来源：公司提供

随着多个新生产线逐步完工投产，公司发展进入产能快速扩张阶段；但考虑到行业增速放缓和竞争加剧，公司产能能否及时消化并取得预期收益存在一定不确定性

为应对大规模批量生产，公司主要采用基地集中规模化生产模式，建立生产管理中心来负责生产过程的控制和管理，并依据客户订单制定月度生产计划并下达各个子公司生产车间。公司目前拥有延津、遂平、长沙、南县、武汉5个生产基地，以及在建的成都和乌鲁木齐生产基地，河南遂平基地是公司主要的生产基地，位于优质小麦主产区，交通便利，利于控制生产和销售成本。另有衡水、德州两个委托加工工厂，公司部分产品采用委托加工进行生产，并由公司统一管理。

公司2018年食品加工产品的产量51.87万吨，同比增长24.39%，包括自有产量、委托加工产量以及外购面粉量。产能利用率方面，2018年公司产能达到超负荷状态，产能利用率在100%以上，大部分生产线加班生产，部分产品需委外生产，产能利用率较2017年大幅提升。产销方面，公司采用以销定产的模式，每月根据订单情况安排下月生产计划，2018年产销率99.21%，保持在较高水平，库存量较小。

表7 近年公司食品加工产品的产销情况（单位：吨）

产品	项目	2018年	2017年
挂面及其他	自有设计年产能	408,616.00	392,656.00
	产量	518,749.49	417,050.65
	其中：自有产量	413,357.87	296,087.79
	委托加工产量	68,193.97	76,282.02
	外购面粉量	37,197.65	44,680.84
	销量	514,961.79	419,830.48
	其中：外购面粉销量	37,197.65	44,680.84
	库存量	13,584.01	9,796.31
	产能利用率	101.16%	75.41%
	产销率	99.21%	100.75%

注：计算公式：①产能利用率=自有产量/自有设计年产能，自有设计年产能未包括对外销售的面粉产能；②产销率=（销量-外购面粉销量）/（产量-外购面粉量）。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年，公司的新疆克明面业挂面生产线、延津克明五谷方便面生产线相继投入生产。截至2018年底，公司拥有挂面设计年产能40.86万吨，面粉年产能21.45万吨。截至2018年末，公司在建的生产线见下表，计划总投资191,634.71万元，公司尚需投资128,517.86万元，资金主要来源自筹和未使用完的非公开发行股票募集资金。考虑到目前挂面市场增长缓慢，多个同行业大型企业也大幅增加产能，行业可能面临产能过剩，公司新增产能能否及时消化及取得预期收益存在一定不确定性。

表8 截至2018年末公司在建生产线情况（单位：万元）

项目	项目状态	预算总投资	已投资	预计完工后年产能	资金来源
武汉生产基地年产10万吨面条生产线项目（二期）	在建	8,000.00	3.00	二期7.5万吨	自筹
成都年产10万吨挂面生产线项目	在建	24,200.00	7,027.25	10万吨	发行股份
乌鲁木齐生产基地年产6.3万吨挂面生产线项目	一期已投产、二期在建	12,369.25	18,878.17	一期4.2万吨、总规划6.3万吨	自筹
遂平克明面业年产42.45万吨面条类产品加工厂项目	在建	40,925.56	18,074.95	一期12万吨、总规划42.45万吨	自筹
遂平克明面粉日处理小麦3,000吨面粉生产线项目	在建	106,139.90	19,133.48	一期25万吨面粉、总规划60万吨面粉产能	自筹
合计		191,634.71	63,116.85		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供货渠道和供货品质仍较为稳定，对上游客户议价能力较强；公司逐渐减少外购面粉，对外供应商依赖程度降低，原材料成本得到控制

公司营业成本主要包括原材料成本、人工成本、燃料动力和公共材料等，其中直接材料成本占比在85%-90%左右，直接人工成本占比在5%-10%左右，2018年人工成本有所上升，但整体来看，近年公司成本构成较为稳定。

表9 近年产品成本构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	188,447.93	86.40%	153,269.26	87.47%
直接人工	14,131.59	6.48%	10,761.29	6.14%
燃料动力	13,358.24	6.12%	9,337.49	5.33%
公共材料及其他	2,183.66	1.00%	1,860.55	1.06%
合计	218,121.43	100.00%	175,228.59	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要的外购原材料为面粉、包装材料、辅料、备品备件等。公司设立采购部，采用集中采购模式，负责统筹生产性物料、大宗设备及物资的采购，保障正常供应，以获得采购竞争优势。

面粉是生产挂面最主要的原材料，公司面粉依靠外购和自产，2018年公司面粉外购的比例下降至50.87%，上年为62.13%，较上年减少11.26个百分点。外购面粉主要用来生产挂面以及直接对外销售，对外销售比重较小，未来随着面粉新增产能投产，外购面粉比例将进一步下降。公司面粉采购规模大，对供应商议价能力较强，一般采取先货后款结算。公司面粉供应商主要为河南省优质小麦产区的生产商，多年来与公司保持了稳定的供货关系，产品质量有一定保证。公司与供应商签订年度采购合同，一年一签，公司依据经营计划、销售计划以及生产计划，制定面粉的月度采购计划，下达给供应商。采购价格随市场变化，为降低面粉采购价格快速上涨的风险，公司与供应商合同约定：若价格上涨，供应商应提前10个工作日书面通知公司，公司同意后方可执行，并仍以原价向公司供应尚未交货的上月订货量及当月50%的订货量；若价格下调，双方协商确认价格和执行日期。2018年面粉及小麦采购量同比增长31.68%，采购均价与上年变化不大，较为稳定，其中2018年小麦采购量30.35万吨，采购均价2.30元/公斤。

公司的包装材料供应商主要为参股公司岳阳大地印务有限公司，主要供应公司所有纸质包装材料和部分塑料包装材料。公司采购的生产线部分从日本、德国厂商进口，采取预付款形式支付货款。

表10 近年公司主要原材料采购情况

原料	项目	2018年	2017年
面粉及小麦	采购量（吨）	523,481.46	397,547.62
	采购均价（元/公斤）	2.75	2.74
包装材料	采购量（个）	506,439.69	401,550.30
	采购均价（元/个）	0.23	0.17
辅料	采购量（吨）	18,424.84	9,258.47
	采购均价（元/公斤）	3.82	3.11
备品备件	采购额（万元）	1,663.18	1,828.93

注：公司另外采购了成品面粉直接对外销售，未计入本表。

资料来源：公司提供

采购货款结算方面，公司和不同供应商的结算方式基本一致，一般采用先货后款的形式结算，半个月核对一次账务，核对无误后公司凭对账单和发票3个工作日内付款，账期在15天左右。结算方式以银行转账为主，公司支付货款有一定的账期，有利于降低公司的营运资金压力。公司拥有供应商1,120家左右，公司对供应商进行定期评价和考核，以保证供货质量。公司供应商主要包括青丰县宏丰粮油购销有限公司、湖南洞庭春米业有限公司等，2018年前五大供应商占比36.09%，集中度较上年提升2.99个百分点，采购集中度较高。公司集中采购有利于增强议价能力，由于河南省内面粉生产企业众多，面粉供应充足，不存在原材料被供应商垄断的情况，而且随着延津面粉厂产能释放，公司自产面粉比例进一步提高，自产面粉有利于公司控制原材料成本，并逐步降低对外部供应商的依赖程度。但在某些旺季时段，当面粉出现供不应求情况，公司仍需要依赖外购解决面粉紧缺的问题。

表11 近年公司前五大供应商情况（单位：万元）

项目	供应商名称	金额	占比
2018年	供应商一	19,137.26	8.76%
	供应商二	16,425.46	7.52%
	供应商三	16,135.01	7.39%
	供应商四	14,266.65	6.53%
	供应商五	12,858.08	5.89%
	合计	78,822.46	36.09%
2017年	供应商一	15,729.91	9.73%
	供应商二	13,228.70	8.19%
	供应商三	10,320.63	6.39%
	供应商四	8,823.66	5.46%
	供应商五	5,391.93	3.34%
	合计	53,494.84	33.10%

资料来源：公司2017-2018年年报，中证鹏元整理

此外，2017年6月公司以5,228.24万元竞得北京产权交易所挂牌的中粮天然五谷食品投资有限公司所持中粮五谷道场食品有限公司（后改名“克明五谷道场食品有限公司”，以下简称“五谷道场”）的100%股权及约5,367.95万元债权，2017年已纳入公司合并范围。五谷道场主要经营方便面研发、制造和销售业务，原为中粮集团有限公司旗下的非油炸方便面品牌，但由于前期扩张过快、管理不善和方便面市场衰落的原因，五谷道场连续多年亏损。2018年五谷道场实现营业收入21,844.84万元，净利润亏损885.77万元，公司投资五谷道场，有利于进一步丰富公司产品品类，并能借助五谷道场的品牌效应和销售渠道发展挂面业务，但考虑到五谷道场近年亏损，方便面市场被寡头垄断和市场需求下降，短期内继续部分影响公司业绩，长期来看仍有待验证。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年度审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，其中2017年数据采用2018年调整数，财务报表均按新会计准则进行编制。2018年新纳入公司合并范围的子公司4家，包括浙江克明面业有限公司、新疆陈克明面粉有限公司、湖南克明米业有限公司以及克明哈萨克斯坦有限责任公司。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但整体资产流动性一般

公司资产持续增长，截至2018年底，公司资产规模为423,595.86万元，同比增长32.28%。从资产结构看，公司流动资产占比有所下降，截至2019年3月底，流动资产占比49.83%。

公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货和其他流动资产构成。截至2018年末，货币资金为41,947.62万元，主要为银行存款，使用权受限资金规模为7,542.37万元，受限资金主要为银行承兑汇票和信用证的保证金等；截至2019年3月底货币资金规模66,496.16万元。交易性金融资产主要系将购买的银行理财产品从其他流动资产调整至交易性金融资产科目列报所致。公司2018年底应收账款规模23,556.21万元，较上年下降12.65%，主要系当期对应收账款催收力度加大及信用政策收紧所致，应收账款得到改善；1年以内账龄的应收账款余额占比82.26%，相比上年减少2.20个百分点，当期计提坏账准备561.52万元。公司执行严格的存货管理制度，截至2018年底，公司存货规模43,338.27万元，存货主要为原材料、库存商品以及委托加工物资，分别占存货比例50.31%、15.89%以及30.88%，其中2018年新增委托加工物资，主要系公司收购的稻谷。其他流动资产主要系银行理财产品，主要系公司将闲置的非公开发行股票的募集资金用于购买理财产品。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产等构成。截至2018年底，公司可供出售金融资产规模15,838.72万元，较上年大幅增长，主要系当期新增对共青城腾亚投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“腾亚基金”）15,000.00万元的投资，持股比例20%，按成本法计量，腾亚基金以大消费、健康食品、互联网+食品等领域为主要投资方向，服务公司的发展战略。公司固定资产主要为经营使用的厂房和机器设备，2018年底固定资产规模112,053.05万元，同比增长36.17%，占总资产比例28.30%，2018年增长幅度较大主要系公司生产线由在建工程转入固定资产所致。截至2018年底，公司在建工程规模44,877.88万元，主要是在建的生产线，同比增长131.97%，主要系当期项目建设的持续投入所致。公司无形资产主要为土地使用权，2018年公司无形资产规模19,977.02万元，增长主要系当期新购置土地。

整体来看，公司资产规模持续增长，存货、固定资产、在建工程占比较高，整体资产流动性一般。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	66,496.16	15.70%	41,947.62	10.59%	31,854.72	10.64%
交易性金融资产	64,000.00	15.11%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	24,325.72	5.74%	23,556.21	5.95%	26,968.04	9.01%
存货	37,508.05	8.85%	43,338.27	10.94%	27,736.68	9.27%
其他流动资产	8,187.33	1.93%	69,493.91	17.55%	72,140.29	24.10%
流动资产合计	211,092.36	49.83%	192,147.68	48.53%	175,541.19	58.64%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	15,838.72	4.00%	838.72	0.28%
其他非流动金融资产	15,838.72	3.74%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	110,040.58	25.98%	112,053.05	28.30%	82,238.37	27.49%
在建工程	54,406.23	12.84%	44,877.88	11.33%	19,346.24	6.46%
无形资产	19,924.14	4.70%	19,977.02	5.05%	11,184.83	3.74%
非流动资产合计	212,503.50