

2012年09月11日

农产品加工

证券研究报告--公司调研简报

收盘价(元): 5.52

朗源股份(300175)

内外兼修 安全食品消费引领者

◎事项:

消费: 邱俊灏

执业证书编号: S0890511070002

电话: 021-68778793

邮箱: qiujunhao@cnhbstock.com

联系人: 夏 元

电话: 021-68778072

公司基本数据

总股本(万股)	47080.00
流通 A 股/B 股(万股)	26491.52/0.00
资产负债率(%)	2.51
每股净资产(元)	3.04
市净率(倍)	1.82
净资产收益率(加权)	4.00
12个月内最高/最低价	12.9/4.91

股价走势图



相关研究报告

	2010A	2011A	2012Q2	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	418.18	470.94	99.76	561.53	674.92	817.48
同比增速(%)	37.49	12.62	-18.90	19.24	20.19	21.12
净利润(百万)	49.12	58.38	19.23	76.65	90.25	121.09
同比增速(%)	33.59	18.85	118.05	31.30	17.74	34.17
毛利率(%)	21.32	20.77	30.36	21.00	21.72	22.91
每股盈利(元)	0.61	0.25	0.04	0.16	0.19	0.26
ROE(%)	23.97	8.50	2.69	10.04	10.58	12.43
PE(倍)	40.98	11.70	31.25	31.45	26.71	19.91

1. 公司战略清晰 上游和渠道形成核心竞争力

1.1. 参照国际巨头发展轨迹 公司采取上游+渠道发展模式

通过与公司高层沟通，我们认为公司战略模式清晰即借鉴国外鲜干果发展巨头的路径来发展。据研究，国外鲜干果巨头主要依靠原产地和渠道双轮驱动的发展战略。历史发展规律显示，国外大的鲜果公司大都是通过政府之手来完成行业整合。这其中，美国的 DOLE 企业就是通过政府支持下的整合成为全球最大的鲜干果企业，该公司每年的销售额接近 300 亿美元。

虽然整个鲜干果产业值很大，但分散集中度很低是最大的特点。目前，中国政府还没有很强有力的政策来支持鲜干果这个行业的整合，行业的发展更多依靠自身发展的积累来完成。但是这也是公司发展的优势，没有政府价格管制。只要公司的产品能够取得市场认可，价格不可能成为限制因素。而国外的公司像 DOLE 则要受到政府价格的管制。

1.2. 侧重通路建设 公司全方位铺开国内销售渠道

公司从传统商超、电商、自营店等多种方式全方面铺开国内销售渠道。目前，传统商超还是公司最大的销售渠道。公司看重的商超消费量大，中间环节少。朗源的品牌和质量保证相应较高的售价。公司刚与永辉超市签订鲜果供应合同，这对公司未来品牌和渠道销售都将产生积极正面的影响。

此外，公司从 2011 年开始积极筹建自营店。目前已经开店 25 家 年底计划到 35-40 家。公司目前的重点是在以上海为中心的华东地区开展业务，未来将会拓展到华北、华南等地区。虽然目前直营店投入成本较高，但是该模式一旦达到盈亏平衡点，未来可以快速复制。

除了直营店，公司还积极与商业地产合作，开展店中店模式。目前与各大地产商都有合作，计划到年底将开 20-50 家店中店。店中店模式的盈亏平衡点要低于，预计半年就能达到盈亏平衡点。

1.2.1. 强调体验 公司线上线下业务发展不冲突

公司坚持线上和线下同一产品没有两个价格。不会跟随目前电商价格战的营销策略。但是直营实体店主要是坚持顾客体验和衍生品为主。这个策略非常适合国内情况，这主要

是与电子消费品的概念一样。实体店更多强调体验 相关商品可以去网上购买。但其他一些产品通过体验可以提升客户的忠诚度以及产品的口碑效应。

公司相关的策略比目前电商的价格战更显高明。

2. 出口业务保持稳定增长 干果市场成长较快

2.1. 积极拓展苹果出口地 葡萄干进军欧盟市场顺利

公司是国内最大的鲜苹果出口商。现在主要的出口国家是印度尼西亚为主的东南亚市场，在该市场公司主攻高端苹果市场，占有的市场份额约为 20%。而其中主要竞争对手是美国进口蛇果。公司目前还积极准备进军中东和俄罗斯市场。

葡萄干是公司第二大出口产品，主要是欧盟等国家。朗园的产量从几千吨上升到近 2 万吨，与传统葡萄干出口强国土耳其市场争夺欧盟市场。土耳其目前出口 30-40 万吨，但是受到气候影响，有曲霉属的影响。公司原先产品与土耳其价格差约 200 美金，现在这个差距正在减少。

公司十分注重产品质量。用了 6 年成为国内第一家达到欧盟标准 B R C 标准的干果出口商。

3. 公司长期价值明显 我们给予“买入”评级

通过调研，我们认为公司战略发展清晰 管理层执行力强并且有稳定的海外市场份额。公司从外贸转型内销，虽然面临转型的风险，但通过与高层沟通，我们认为公司的战略转型是谨慎积极的。作为目前国内首家拥有自己品牌的鲜干果上市公司，公司的长期价值非常值得看好。

我们给予“买入”评级。未来 3 年的 EPS 为 0.16、0.19、0.26 对应 PE 为 31、26 和 19 倍。以上业绩估值我们是基于较为保守的预测。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	538.40	658.62	856.78	804.22
现金	181.10	454.57	340.52	488.16
应收账款	59.83	54.66	84.04	83.30
其它应收款	0.91	0.29	1.22	0.57
预付账款	63.35	4.48	90.12	15.95
存货	233.20	144.63	340.88	216.23
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	247.31	289.55	334.18	374.37
长期投资	1.96	1.96	1.96	1.96
固定资产	185.91	225.11	263.75	300.81
无形资产	9.85	10.12	10.77	11.18
其他	49.59	52.37	57.70	60.42
资产总计	785.71	948.17	1190.96	1178.58
流动负债	99.17	184.98	337.51	204.05
短期借款	95.00	130.91	326.12	121.93
应付账款	29.86	70.04	32.66	98.83
其他	-25.69	-15.97	-21.27	-16.72
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	99.17	184.98	337.51	204.05
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	686.54	763.19	853.45	974.54
负债和股东权益	785.71	948.17	1190.96	1178.58

现金流量表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-115.02	290.89	-246.04	412.90
净利润	58.38	76.65	90.25	121.09
折旧摊销	8.79	10.24	12.39	14.57
财务费用	3.45	0.82	6.22	6.30
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-185.56	203.14	-354.88	270.93
其它	-0.07	0.03	-0.02	0.01
投资活动现金流	-72.43	-52.51	-57.00	-54.77
资本支出	61.68	42.27	44.61	40.20
长期投资	-1.96	0.00	0.00	0.00
其他	-12.71	-10.24	-12.39	-14.57
筹资活动现金流	347.99	35.09	-24.17	2.67
短期借款	-71.82	35.91	-17.96	8.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	419.81	-0.82	-6.22	-6.30
现金净增加额	160.55	273.47	-327.21	360.81

利润表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	470.94	561.53	674.92	817.48
营业成本	373.12	443.63	528.32	630.19
营业税金及附加	1.45	0.87	1.56	1.58
营业费用	19.40	23.27	27.89	33.83
管理费用	14.08	15.27	19.27	22.78
财务费用	3.45	0.82	6.22	6.30
资产减值损失	0.34	0.33	0.44	0.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	59.10	77.34	91.22	122.30
营业外收入	0.03	0.04	0.03	0.04
营业外支出	0.01	0.02	0.01	0.02
利润总额	59.12	77.37	91.25	122.32
所得税	0.74	0.71	0.99	1.23
净利润	58.38	76.65	90.25	121.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	58.38	76.65	90.25	121.09
EBITDA	68.17	84.85	105.43	137.90
EPS (元)	0.25	0.16	0.19	0.26

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	12.62%	19.24%	20.19%	21.12%
营业利润	19.66%	30.87%	17.94%	34.07%
归属母公司净利润	18.85%	31.30%	17.74%	34.17%
获利能力				
毛利率	20.77%	21.00%	21.72%	22.91%
净利率	12.40%	13.65%	13.37%	14.81%
ROE	8.50%	10.04%	10.58%	12.43%
ROIC	7.50%	8.27%	7.80%	11.14%
偿债能力				
资产负债率	12.62%	19.51%	28.34%	17.31%
净负债比率	13.84%	17.15%	38.21%	12.51%
流动比率	5.43	3.56	2.54	3.94
速动比率	3.08	2.78	1.53	2.88
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.65	0.63	0.69
应收帐款周转率	9.66	9.81	9.73	9.77
应付帐款周转率	11.70	8.88	10.29	9.59
每股指标(元)				
每股收益	0.25	0.16	0.19	0.26
每股经营现金	-0.24	0.62	-0.52	0.88
每股净资产	2.92	1.62	1.81	2.07
估值比率				
P/E	40.98	31.45	26.71	19.91
P/B	4.52	3.16	2.82	2.47
EV/EBITDA	-1.26	24.60	22.73	14.82

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。