

内生电商+并购合作 修复性行情值得期待

朗源股份
 (300175.SZ)

调研目的：

- 公司作为“创业板第一低价股”，我们一直看好公司的核心能力和成长性。

调研结论：

- 行业基本面持续好转，苹果价格持续上扬。日前烟台的苹果现货结算价已经突破 9.50 元/公斤，红富士批发价也处于历史高位。
- 创始人长时间从事鲜果（主要是苹果）干果（葡萄干等）销售业务，拥有超强的行情把握能力，加上其对产品质量的痴迷和合理的成本控制能力，成就了公司在“红海”中的竞争优势，主导产品的优势竞争地位得以持续。
- **壮士断腕、放弃实体店，传统渠道利用与电商渠道拓展共同推进，拥有很大的运作空间，有可能在 O2O 领域闯出“朗源特色道路”。**
- 创始人“大道至简”的选人、用人策略，相对清晰的外延性增长策略，能够支持公司在并购合作做大、进一步做强主业的道路走的更远、更快。
- 看好合资公司“烟台百果源有限公司”的未来发展。合作方的业务领域与公司业务有很高的同质性，双方有望做到“优势互补、1+1>2”的效果。
- 预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.04 元、0.14 元、0.23 元，考虑到公司身处创业板、业务延展空间大等因素，调高评级至“买入”，建议投资者积极关注。
- 风险提示：渠道拓展不及预期、成本费用上升过快、质量安全。

分析师：刘晓峰

执业证书编号：S0050511040004

Tel : 010-59355921

Email : yfliuxf@chinans.com.cn

分析师：张丽华

执业证书编号：S0050510120019

Tel : 010-59355982

Email : zhanglh@chinans.com.cn

投资评级

调研日期： 2014 年 03 月 14 日

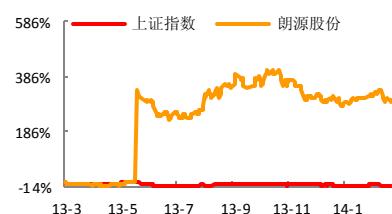
本次评级： 买入

跟踪评级： 上调

目标价格： 7.5

市场数据

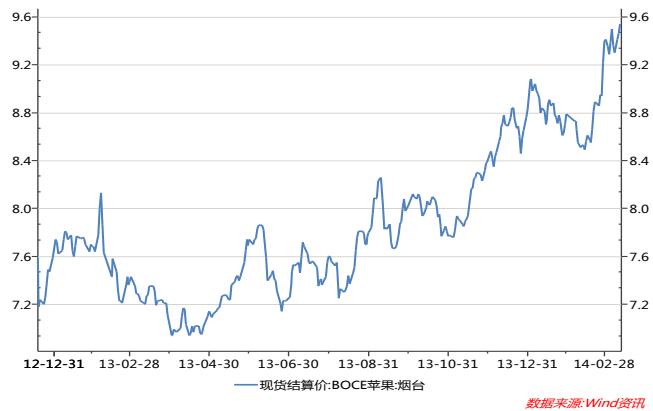
| | |
|---------------|-----------------|
| 市价(元) | 4.09 |
| 上市的流通 A 股(亿股) | 4.71 |
| 总股本(亿股) | 4.71 |
| 52 周股价最高最低(元) | 5.44-3.31 |
| 上证指数/深证成指 | 2057.91/7328.48 |
| 2013 年股息率 | 0.23% |

52 周相对市场改变

相关研究
公司财务数据及预测

| 项目 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 458.21 | 600.89 | 781.16 | 1015.51 |
| 增长率(%) | -2.70 | 31.14 | 30.00 | 30.00 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 23.05 | 17.45 | 67.68 | 107.46 |
| 增长率(%) | -60.52 | -24.28 | 287.84 | 58.78 |
| 毛利率% | 16.93 | 16.74 | 17.55 | 18.15 |
| 净资产收益率(%) | 3.25 | 2.42 | 8.66 | 12.04 |
| EPS(元) | 0.05 | 0.04 | 0.14 | 0.23 |
| P/E(倍) | 82.53 | 109.00 | 28.10 | 17.70 |
| P/B(倍) | 2.68 | 2.63 | 2.41 | 2.12 |

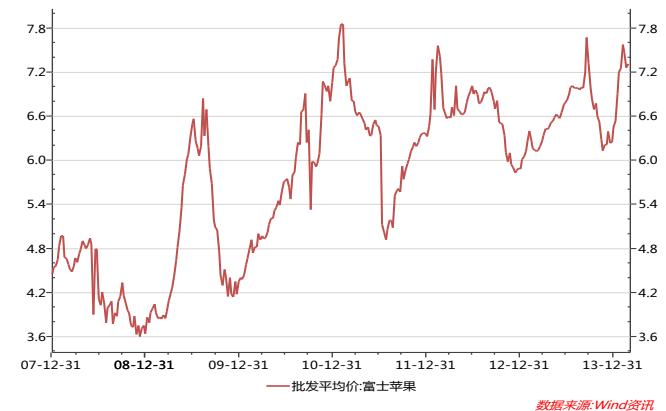
数据来源：民族证券

图 1: BOCE 苹果的现货结算价



资料来源: 民族证券, WIND

图 2: 红富士批发价走势



资料来源: 民族证券, WIND

财务预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|--------------|----------|----------|----------|----------|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 单位: 百万元 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 单位: 百万元 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 流动资产 | 542.60 | 718.36 | 985.69 | 1288.72 | 营业收入 | 458.21 | 600.89 | 781.16 | 1015.51 |
| 现金 | 80.13 | 112.55 | 264.60 | 378.52 | 营业成本 | 380.63 | 500.30 | 644.05 | 831.23 |
| 应收账款 | 78.85 | 103.40 | 132.29 | 169.19 | 营业税金及附 | 0.50 | 0.84 | 1.45 | 1.47 |
| 其它应收款 | 5.99 | 3.10 | 5.25 | 8.44 | 营业费用 | 31.64 | 59.45 | 34.63 | 37.40 |
| 预付账款 | 40.91 | 54.09 | 69.45 | 89.15 | 管理费用 | 21.50 | 24.72 | 34.70 | 39.90 |
| 存货 | 336.72 | 445.22 | 514.11 | 643.41 | 财务费用 | 0.60 | 0.80 | 1.02 | 1.32 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产减值损失 | 1.30 | 1.70 | 2.22 | 2.88 |
| 非流动资产 | 282.28 | 323.16 | 376.96 | 446.53 | 公允价值变动 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 1.96 | 1.96 | 1.96 | 1.96 | 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定及无形资产 | 277.12 | 319.53 | 372.06 | 440.13 | 营业利润 | 22.04 | 13.08 | 63.10 | 101.32 |
| 商誉 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外收支 | 0.66 | 4.48 | 5.82 | 7.56 |
| 其他 | 3.19 | 1.67 | 2.93 | 4.43 | 利润总额 | 22.70 | 17.56 | 68.91 | 108.88 |
| 资产总计 | 824.88 | 1041.52 | 1362.65 | 1735.24 | 所得税 | (0.34) | 0.11 | 0.42 | 0.66 |
| 流动负债 | 115.29 | 319.20 | 571.83 | 836.20 | 净利润 | 23.05 | 17.45 | 68.49 | 108.22 |
| 短期借款 | 92.25 | 292.25 | 542.25 | 792.25 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.81 | 0.76 |
| 应付账款 | 46.14 | 50.72 | 64.91 | 89.16 | 归属母公司净 | 23.05 | 17.45 | 67.68 | 107.46 |
| 其他 | (23.09) | (23.77) | (35.33) | (45.20) | EBITDA | 36.00 | 28.58 | 84.70 | 133.50 |
| 非流动负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS (元) | 0.05 | 0.04 | 0.14 | 0.23 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 主要财务比率 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 成长能力 | | | | |
| 负债合计 | 115.29 | 319.20 | 571.83 | 836.20 | 营业收入 | -2.70 | 31.14 | 30.00 | 30.00 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.81 | 1.57 | 营业利润 | -62.71 | -40.64 | 382.33 | 60.57 |
| 归属母公司股东权益 | 709.59 | 722.33 | 790.01 | 897.47 | 归属母公司净利 | -60.52 | -24.28 | 287.84 | 58.78 |
| 负债和股东权益 | 824.88 | 1041.52 | 1362.65 | 1735.24 | 盈利能力 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | |
| 单位: 百万元 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 毛利率 | 16.93 | 16.74 | 17.55 | 18.15 |
| 经营活动现金流 | (55.61) | (99.37) | (22.90) | (34.42) | 净利率 | 5.03 | 2.90 | 8.77 | 10.66 |
| 净利润 | 23.05 | 17.45 | 68.49 | 108.22 | ROE | 3.25 | 2.42 | 8.66 | 12.04 |
| 折旧摊销 | 13.36 | 14.70 | 20.58 | 30.87 | ROIC | 2.85 | 1.72 | 5.08 | 6.36 |
| 财务费用 | 0.60 | 0.80 | 1.02 | 1.32 | 偿债能力 | | | | |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产负债率 | 13.98 | 30.65 | 41.96 | 48.19 |
| 营运资金变动 | (93.40) | (134.18) | (114.86) | (177.61) | 净负债比率 | 16.25 | 44.19 | 72.31 | 93.01 |
| 其它 | 0.78 | 1.86 | 1.87 | 2.79 | 流动比率 | 4.71 | 2.25 | 1.72 | 1.54 |
| 投资活动现金流 | (47.81) | (55.74) | (74.02) | (100.34) | 速动比率 | 1.79 | 0.86 | 0.82 | 0.77 |
| 资本支出 | (47.81) | (55.74) | (74.02) | (100.34) | 营运能力 | | | | |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 总资产周转率 | 0.56 | 0.58 | 0.57 | 0.59 |
| 筹资活动现金流 | 2.45 | 187.53 | 248.98 | 248.68 | 应收账款周转率 | 5.81 | 5.81 | 5.91 | 6.00 |
| 借款 | 3.05 | 193.03 | 250.00 | 250.00 | 应付账款周转率 | 7.96 | 9.57 | 9.61 | 8.98 |
| 普通股增加 | (0.00) | (4.71) | (0.00) | 0.00 | 每股指标(元) | | | | |
| 其他 | (0.60) | (0.80) | (1.02) | (1.32) | 每股收益 | 0.05 | 0.04 | 0.14 | 0.23 |
| 现金净增加额 | (100.97) | 32.41 | 152.05 | 113.92 | 每股经营现金 | -0.12 | -0.21 | -0.05 | -0.07 |
| | | | | | 每股净资产 | 1.51 | 1.53 | 1.68 | 1.91 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 82.53 | 109.00 | 28.10 | 17.70 |
| | | | | | P/B | 2.68 | 2.63 | 2.41 | 2.12 |
| | | | | | EV/EBITDA | | | | |

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

刘晓峰，1994年毕业于山东大学生物化学专业，获理学学士学位；之后进入中国农业大学食品学院农产品加工与工业专业，1997年获得工学硕士学位。2008年毕业于中国农业大学经管学院管理科学与工程专业，获得管理学博士学位。曾经在北京市食品工业办公室工作，作为主要参加人开展过多项涉农产业链发展战略研究工作，对农林食品行业有着较为深刻的理解。

张丽华，经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究所。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 类别 | 级别 | |
|--------|----|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 看好 | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上 |
| | 中性 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动 |
| | 看淡 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上 |
| 股票投资评级 | 买入 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上 |
| | 增持 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
| | 中性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间 |
| | 减持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上 |

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本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。

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。

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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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形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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盈科大观 A 座 40 层(100101)