



2014 或将成为公司业绩反转之年

2014.03.12

王健超(首席分析师)

电话: 020-88836117

邮箱: wang_jc_a@gzgzs.com.cn

执业编号: A1310512070006

强烈推荐(首次)

现价: 3.97 元

目标价: 6.00 元

股价空间: 50%

农林牧渔行业

与众不同的观点:

近期我们调研了朗源股份，与公司董事长进行了交流。我们预计 2014 年公司的业绩将出现反转，时间点可能在二季度之后。业绩反转源于 (1) 公司在前期苹果相对低价囤货带来今年业绩释放、(2) 收缩亏损的实体渠道实现减负、(3) 新成立的百果源公司贡献利润、(4) 外销企稳回暖。而从中长期来看，公司加大干果坚果产品布局以及持续推动电商渠道运作将推动中长期业绩增长。

投资要点:

- **14 年苹果高价将有助于公司前期低价囤货贡献利润。**

鲜果业务方面，公司前期看好 14 年苹果市场，在 13 年加大囤积力度，预计 13 年存货同比增长 35% 左右达到 4.5 亿(12 年存货为 3.37 亿、增速根据 13Q2 推算)。14 年 3 月 BOCE 苹果(烟台)现货结算价升至新高 9.5 元/公斤，同比增长近 30%。公司在 14 年或将根据情况择机增加苹果出货，从而推动收入增长和盈利能力回升。

- **收缩实体渠道推动公司减负。**

公司战略在未来可能逐步缩减并关闭亏损的实体渠道，并加大线上渠道拓展。砍掉亏损实体店将直接在 14 年给公司减负，该业务 12 年和 13 年上半年分别亏损约 2000 万元、1150 万元。公司在今后将利用坚果果仁业务拓展契机，重视电商渠道建设(坚果更适合电商渠道)。

- **中长期看公司业务模式的转型空间。**

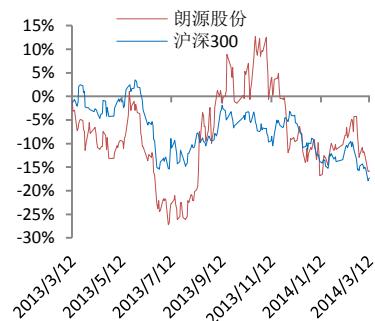
果蔬行业一个朝阳行业，安全高质量的果蔬是都市人群迫切需要的产品，市场容量大且价格有一定刚性。公司目前模式是实际上更接近一个运营采购及配送商，产业链存在拓展空间，而且对于品牌的运作还有大有可为之处。

- **关键假设和投资建议:**

我们预计 14、15 年公司营业收入增速为 48.4%、25.1%，净利润增速为 313%、30.7%，EPS 为 0.15、0.20 元。考虑到公司净利高增长以及业务模式转型空间，首次给予“强烈推荐”评级，目标价 6 元(对应 15 年 30 倍 PE)。

- **风险提示：苹果价格大幅波动、食品安全问题、海外市场贸易保护升级**

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1周	4周	52周
朗源股份	-4.57	-9.77	-16.60
农林牧渔	-4.96	-10.14	-2.87
沪深 300	-2.30	-7.73	-18.45

基本资料

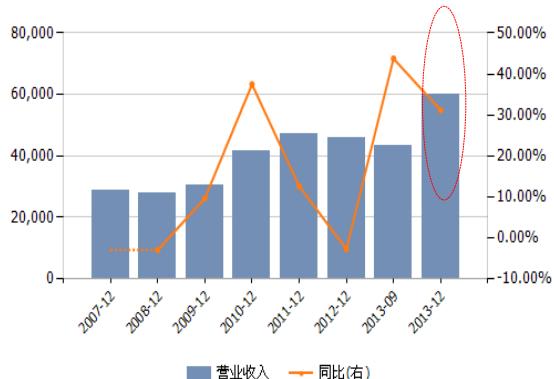
总市值(亿元)	19.02
总股本(亿股)	4.71
流通 A 股比例	100%
资产负债率	22.94%
新疆尚龙股权	
大股东	投资管理有限公司
大股东持股比例	39.84%



朗源股份财务预测简表

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	600.8	891.7	1,115.8	1,380.4
同比(%)	31.1%	48.4%	25.1%	23.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	17.4	71.7	93.7	122.1
同比(%)	-24.7%	313.0%	30.7%	30.3%
每股收益(元)	0.04	0.15	0.20	0.26

图 1. 2013 年营收增速 31.14%



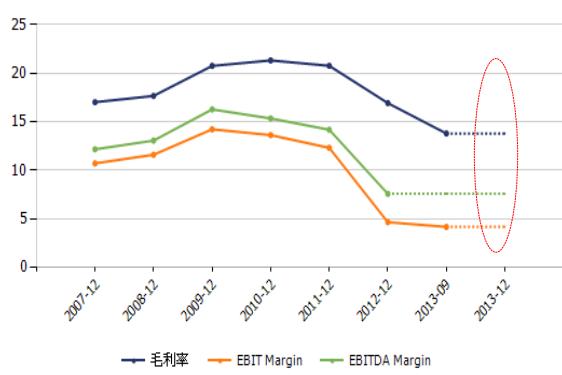
(资料来源: WIND、广证恒生)

图 2. 归属母公司股东净利润增速 -24.28%



(资料来源: WIND、广证恒生)

图 3. 毛利率处于历史低位，14 年有提升空间



(资料来源: WIND、广证恒生)

图 4. 估值水平处于较高位置



(资料来源: WIND、广证恒生)

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	80.1	241.8	624.6	757.1	868.2	营业收入	458.2	600.8	891.7	1,115.8	1,380.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-	减:营业成本	380.6	519.2	734.7	907.8	1,118.5
应收账款	84.8	87.2	129.5	162.0	200.4	营业税费	0.5	1.8	2.7	3.3	4.1
应收票据	-	-	-	-	-	销售费用	31.6	36.0	40.1	50.2	62.1
预付账款	40.9	40.9	58.0	47.2	51.5	管理费用	21.5	25.8	31.2	39.1	48.3
存货	336.7	284.5	402.6	497.4	612.9	财务费用	0.6	3.0	11.2	21.1	24.1
可供出售金融资产 ²	-	-	-	-	-	资产减值损失	1.3	1.0	1.1	1.2	1.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期股权投资	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
投资性房地产 ²	-	-	-	-	-	营业利润	22.0	14.0	70.7	93.1	121.9
固定资产	226.0	239.2	245.6	245.9	242.8	加:营业外收支	0.7	3.6	2.1	2.1	2.1
在建工程	41.8	20.9	10.4	5.2	2.6	利润总额	22.7	17.6	72.8	95.1	124.0
无形资产	9.4	37.4	65.4	93.4	121.4	减:所得税	-0.3	0.3	1.1	1.4	1.9
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润(归属母公司)	23.0	17.4	71.7	93.7	122.1
资产总额	824.9	961.5	1,545.8	1,818.0	2,109.6	财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
短期债务	92.2	100.0	500.0	550.0	600.0	成长性					
应付账款	46.1	99.6	140.9	174.1	214.5	营业收入增长率	-2.7%	31.1%	48.4%	25.1%	23.7%
一年内到期的非流动负债	-	-	-	-	-	营业利润增长率	-62.7%	-36.5%	405.6%	31.6%	31.0%
预收账款	2.8	4.0	6.4	10.1	13.8	净利润增长率	-60.5%	-24.7%	313.0%	30.7%	30.3%
其他流动负债	-32.9	-30.5	-16.2	21.5	42.2	盈利能力					
长期借款	-	50.0	100.0	150.0	200.0	毛利率	16.9%	13.6%	17.6%	18.6%	19.0%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	营业利润率	4.8%	2.3%	7.9%	8.3%	8.8%
负债总额	115.3	234.5	747.1	925.6	1,095.0	净利润率	5.0%	2.9%	8.0%	8.4%	8.8%
少数股东权益	-	-	-	-	-	ROE	3.2%	2.4%	9.0%	10.5%	12.0%
股本	470.8	470.8	470.8	470.8	470.8	ROA	2.8%	1.8%	4.6%	5.2%	5.8%
留存收益	168.4	185.7	257.4	351.1	473.3	偿债能力					
股东权益	709.6	727.0	798.7	892.4	1,014.5	资产负债率	14.0%	24.4%	48.3%	50.9%	51.9%
现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	速动比率	1.79	2.01	1.25	1.25	1.25
净利润	23.0	17.4	71.7	93.7	122.1	利息保障倍数	37.52	5.70	7.34	5.41	6.06
加:折旧和摊销	13.4	15.3	18.5	21.3	24.0	运营效率					
资产减值准备	1.3	1.0	1.1	1.2	1.3	存货周转天数	224	186	139	145	145
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	总资产周转天数	633	535	506	543	512
财务费用	0.6	3.0	11.2	21.1	24.1	每股资料					
投资收益	-	-	-	-	-	EPS(元)	0.05	0.04	0.15	0.20	0.26
少数股东损益	-	-	-	-	-	BVPS(元)	1.51	1.54	1.70	1.90	2.15
营运资金的变动	-100.4	116.4	-114.9	-38.1	-88.8	估值比例					
经营活动产生现金流量	-56.6	153.0	-12.5	99.2	82.7	PE(X)	81.10	107.64	26.07	19.94	15.30
投资活动产生现金流量	-40.3	-40.0	-40.0	-40.0	-40.0	PB(X)	2.63	2.57	2.34	2.09	1.84
融资活动产生现金流量	-3.7	54.8	438.8	78.9	75.9	PS(X)	4.08	3.11	2.10	1.68	1.35



王健超（食品饮料行业，首席分析师）

西南财经大学金融学硕士、统计学学士。6年证券从业经验，具备较深厚的资本市场研究功底，善于挖掘行业和公司基本面变化带来的投资机会，并结合消费趋势的数量分析及商业模式的定性分析双维度判断公司的投资价值。获得2013年“中国证券报金牛分析师”食品饮料行业第二名。

数据支持：龚家慧 邓惠娟

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我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担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。

