

果品出口行业龙头企业

估值区间: 14.00-16.80

2011年1月24日

朗源股份(300175) IPO投资价值分析报告

发行数据

发行前总股本(万)	8000
本次发行股数(万)	2700
发行后总股本(万)	10700
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
广源贸易	39.84%
万丰兴业	26.45%
翔宇经贸	4.58%
广源果品	3.90%

公司鲜苹果及葡萄干出口量均居全国第一,尤其是葡萄干出口份额占据国内超过1/3的市场份额,规模优势明显。未来公司将借助自身种产销一体化的优势进一步扩大产能并提高出口果品的品质,争取更大的国际市场份额。

- 公司是国内最大的鲜苹果和葡萄干自主加工出口企业,超过90%的收入来自苹果和葡萄干。2009年出口新鲜苹果2.29万吨,出口葡萄干1.44万吨,分别占有1.96%和34.78%的市场份额,都排名行业第一。
- 国际市场空间较大,但我国产品竞争力一般。中国苹果占世界产量的50%,但品质一般,国际市场竞争力不强。葡萄干出口增速较快,但主要靠低价竞争,未来的关键是提升品质和改进生产方式。国内需求旺盛,公司将来需要更注重国内市场。葡萄干行业集中度和毛利率都较高,将是公司发展的重点。
- 主要优势:拥有协议基地的种产销一体化模式,领先的冷链保鲜与标准化生产技术。一体化模式使公司能够及时将市场信息反馈给果农,确保产品既符合市场需求又能保持较高的质量;标准化生产和冷链保鲜技术使公司产品更能满足国际市场的需求,并且鲜果反季销售还能享受一定的市场溢价。
- 未来仍需强化自有消费品牌。苹果自有品牌在印尼有一定影响力,这点强于国投中鲁等原料供应商,但干果还仅仅是作为加工原料销售,没能获得品牌溢价,未来发展方向在于打造类似“Dole”和“Sun-Maid”的著名消费品牌。
- 募投项目:拟发行2700万股,募集1.8亿元,用于葡萄干果脯扩建、果仁产品生产和高质量鲜果扩建等项目。一方面大幅提升鲜苹果和葡萄干产能,另一方面开拓杏仁核桃仁等新市场,利用现有的销售渠道可以较快实现盈利。
- 合理估值区间为14-16.8元。上市后产能和资金量明显提高,公司预计2011-12年公司净利润分别为0.87、1.24亿元,但考虑到去年苹果收购价格大幅上涨将影响今年的盈利,我们估计相对谨慎:2010-2012年公司收入分别为3.64、5.13、6.92亿,毛利率20.7%、18.2%、18.9%。每股收益0.45、0.56、0.81元。我们给予公司2011年25-30倍PE,合理估值区间为14-16.8元。
- 风险提示:价格波动风险,汇率与国际贸易风险,食品安全风险。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收(百万元)	277	304	364	513	692
同比增长	-3%	10%	20%	41%	35%
营业利润(百万元)	23	35	48	59	87
同比增长	7%	50%	37%	24%	46%
净利润(百万元)	23	37	48	59	87
同比增长	3%	58%	30%	24%	46%
每股收益(元)	0.22	0.34	0.45	0.56	0.81
ROE	22%	24%	25%	7%	10%

资料来源:招商证券研发中心

黄珺

0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn
S1090208040189

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

正文目录

一、国内最大的鲜苹果和葡萄干出口商	3
二、公司所在行业基本情况	5
1. 鲜苹果行业	5
2. 葡萄干行业	8
三、管理模式与技术水平全面领先国内	9
四、募投项目：扩大产能，丰富产品结构	13
五、盈利预测与估值	14
六、风险因素	16

图表目录

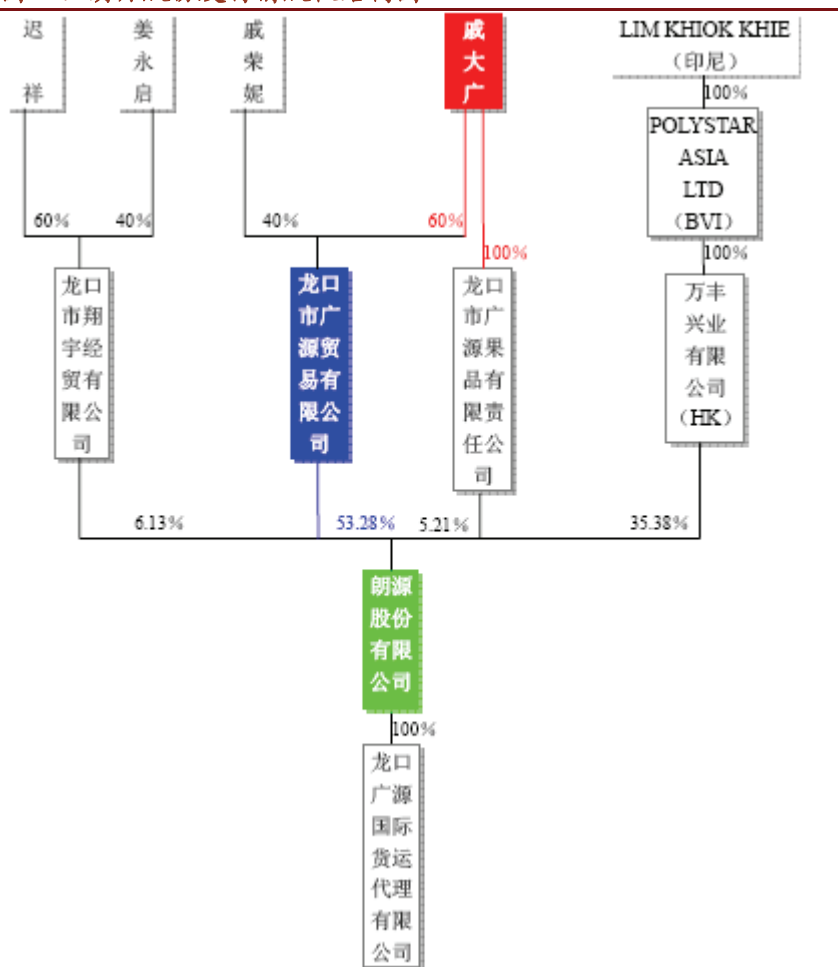
图 1、朗源股份发行前股权结构图	3
图 2、销售收入分业务情况	4
图 3、销售收入分区域情况	4
图 4、主要业务历年毛利率	5
图 5、苹果销售毛利率季节性波动	5
图 6、苹果销量、成本、价格季节性波动	5
图 7、2009 年世界主要苹果生产国产量	6
图 8、2009 年世界主要苹果出口国出口量	6
图 9、2000-2009 年世界和中国苹果产量稳步	6
图 10、2000-2009 年中国苹果出口量逐年增长	6
图 11、中国鲜苹果出口份额仅占世界 23%	7
图 12、中国苹果汁出口份额占全球高达 70%	7
图 13、中国鲜苹果占国内总产的比例较低	7
图 14、最近五年世界葡萄干总产量基本稳定	8
图 15、制干葡萄占世界葡萄总产量 9%	8
图 16、2009 年世界主要葡萄干生产国产量	8
图 17、2009 年世界主要葡萄干出口国出口量	8
图 18、2006-2010 年中国葡萄干产量	9
图 19、2005-2009 年中国葡萄干出口迅速增长	9
图 20、公司果园基地管理模式图	10
图 21、公司业务模式示意图	11
图 22、葡萄干产能利用情况	13
图 23、2006-2012 年杏仁供需情况	14
图 24、2006-2012 年核桃仁供需情况	14
表 1、朗源股份发行前后股权比例变化情况	4
表 2、朗源股份主营收入及毛利情况	4
表 3、国内鲜苹果出口企业前十名	7
表 4、国内葡萄干出口企业前十名	9
表 5、公司与农业局对基地农户的指导项目	10
表 6、公司业务模式与传统模式比较	11
表 7、公司冷鲜技术与普通技术比较	12
表 8、公司葡萄干标准化生产技术介绍	12
表 9、IPO 募集资金投向	13
表 10、朗源股份主营业务盈利预测	15
表 11、朗源股份盈利预测总表	15

一、国内最大的鲜苹果和葡萄干出口商

朗源股份有限公司是国内最大的鲜苹果和葡萄干自主加工出口商。主营业务为鲜果和干果种植管理、加工、仓储及销售，主要产品为新鲜苹果和葡萄干，主要销售来自于出口。公司采用“公司+协议基地+标准化”的种产销一体化业务模式，与协议基地的有效合作使得公司所需原料在质量和数量上都得到保障，原料采购、仓储和加工等各个业务环节都采用标准化模式管理，保证了生产效率和产品安全，部分协议基地获得 GLOBAL GAP 认证，主要产品生产环节获得 HACCP 认证及 BRC（英国零售商会为食品供应商专门制定的质量体系审核标准）认证，并获得 KOSHER（洁食/犹太食品安全）认证及 QS（中国食品质量安全）认证。根据商务部下属的中国食品土畜进出口商会统计，公司 2009 年出口新鲜苹果 2.29 万吨，出口葡萄干 1.44 万吨，在国内新鲜苹果和葡萄干自主加工出口型企业中均排名第一。

公司由烟台广源果蔬有限公司整体变更设立，第一大股东为广源贸易，持有本公司发行前 53.28% 的股份。公司实际控制人为戚大广先生持有广源贸易 60% 的股份和公司另一股东广源果品 100% 的股份，实际控制了公司 58.49% 的股权。另一大股东是印尼的 LIM KHIOK KHIE 先生，通过万丰兴业间接持有公司 35.38% 的股份。公司发行前总股本 8000 万股，本次 IPO 拟发行人民币普通股 2700 万股，占发行后总股本的 25.23%。

图 1、朗源股份发行前股权结构图



资料来源：公司招股书

表 1、朗源股份发行前后股权比例变化情况

股东	本次发行前股数(万股)	比例	本次发行后股数(万股)	比例
龙口市广源贸易有限公司	4262	53.28%	4262	39.84%
万丰兴业有限公司	2830	35.38%	2830	26.45%
龙口市翔宇经贸有限公司	490	6.13%	490	4.58%
龙口市广源果品有限责任公司	417	5.21%	417	3.90%
本次发行流通股			2700	25.23%
合计	8000	100%	10700	100%

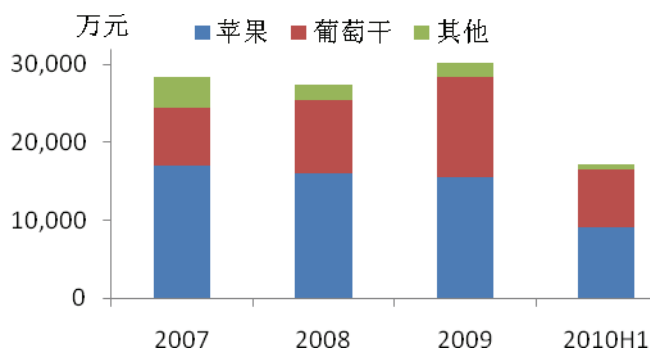
资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

主要收入来自苹果和葡萄干的出口，其中葡萄干业务增长较快，综合毛利率呈上升趋势。2007-2009 年以及 2010 年 1-6 月公司营业收入分别为 2.86、2.77、3.04、1.73 亿元，其中绝大部分收入来自于苹果和葡萄干，分别占 86.05%、92.93%、94.09%、96.54%，呈逐年上升趋势。按销售区域来看，主要收入来自出口，分别占 80.12%、86.99%、83.54%、88.76%，尤其历年是在印尼和荷兰两国的收入都超过了总收入的一半。受葡萄干出口量价齐升的拉动，近三年一期公司综合毛利率分别为 17.65%、17.39%、20.69%、21.84%，除 2008 年受金融危机影响略下降外，均保持上升趋势。

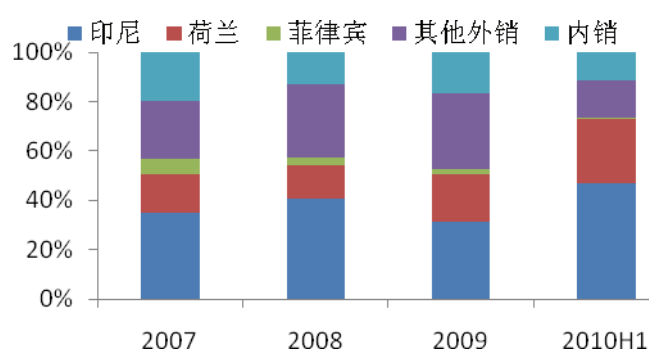
表 2、朗源股份主营收入及毛利情况

	2007	2008	2009	2010H1
苹果	16,968	16,076	15,521	9,020
葡萄干	7,459	9,427	12,885	7,516
其他	3,960	1,942	1,787	593
主营业务合计	28,387	27,445	30,192	17,129
毛利	5,011	4,772	6,247	3,741
毛利率	17.65%	17.39%	20.69%	21.84%

资料来源：公司招股书，招商证券研发中心，单位：万元

图 2、销售收入分业务情况


资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

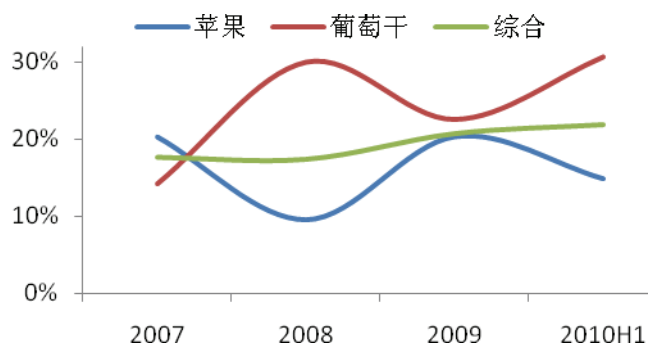
图 3、销售收入分区域情况


资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

受公司采购销售策略和业务特点的影响，苹果销售存在明显的季节性波动。公司一般在苹果的收获季节即每年 9-12 月大规模采购苹果，由于公司拥有保鲜技术和设备的优势，保证了鲜苹果可以反季节销售，因此每年 5-8 月公司可以利用此优势获取超额利润。公司每年 1-8 月份所销售的苹果都主要是来自上年 9-12 月采购（1-4 月份根据销售情况也有零星采购），销售具有滞后性，一旦出现苹果市场价格大幅下跌的情况，会对公司毛利率造成较大影响，08 年底到 09 年初公司苹果业务毛利率偏低就是因为金融危机影响，

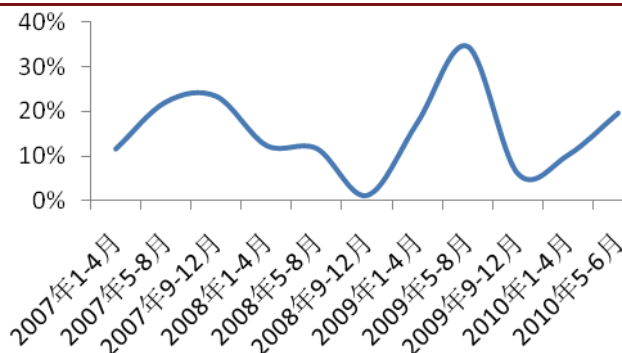
苹果价格大跌造成的。为减少这种影响带来的损失，公司主要采取了以下措施：1）和农户建立长期合作，降低采购价格波动；2）利用仓储优势调节销售节奏，平滑利润水平；3）拓展销售渠道，尽量减小市场单一化导致价格波动带来的影响；4）逐步建立品牌优势，提高议价能力，获取高于行业水平的利润。由于行业内大部分公司的葡萄干都能储存超过一年，因此不存在反季节销售的现象，也不存在明显的季节性。

图 4、主要业务历年毛利率



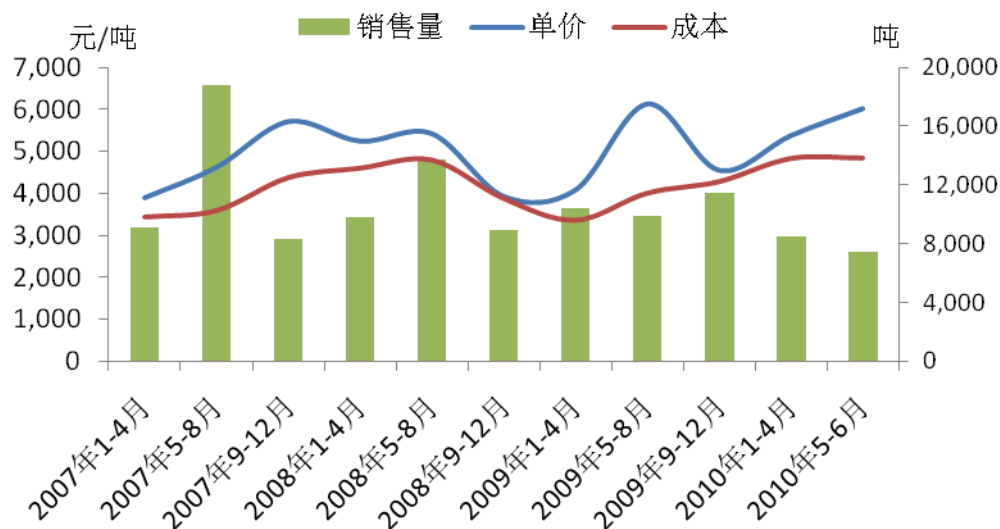
资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

图 5、苹果销售毛利率季节性波动



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

图 6、苹果销量、成本、价格季节性波动



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

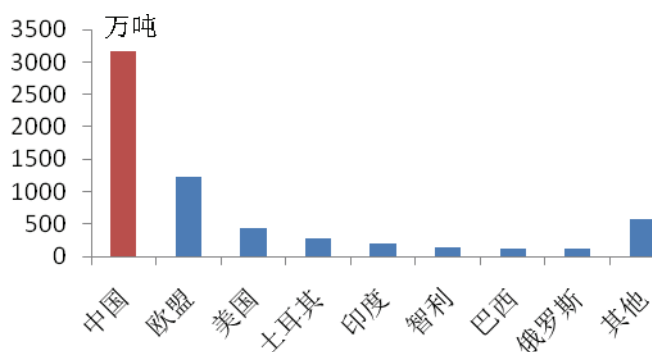
二、公司所在行业基本情况

1. 鲜苹果行业

受亚洲国家消费拉动，世界鲜苹果消费呈增长趋势。苹果是世界性水果，由于其生态适应性较强，果品营养价值高，耐贮性好，供应周期长，世界上相当多的国家都将其列为主要消费果品而大力推荐。2009年苹果全球产量约6300万吨，在所有水果中排第四位，位居柑橘、葡萄、香蕉之后。世界苹果产地主要是中国、欧盟、美国、土耳其等，主要出口国为欧盟、中国、智利、美国，主要进口国是俄罗斯、欧盟、乌克兰、加拿大。苹果消费主要有两种方式，鲜苹果和苹果加工（主要是苹果汁），2009年鲜苹果消费约

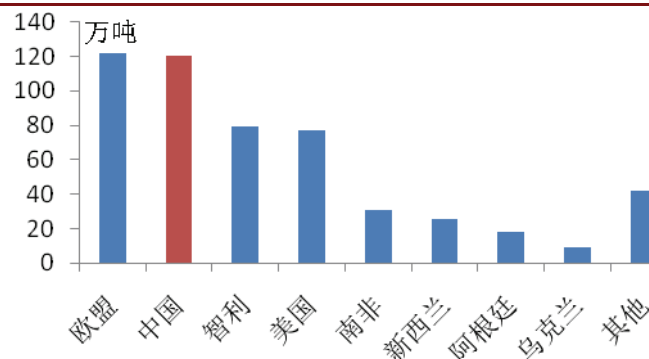
占总量的 80%，苹果汁约占 20%，而且鲜苹果消费比例呈上升趋势，主要增量来自于亚洲国家，以中国和东南亚为主。

图 7、2009 年世界主要苹果生产国产量



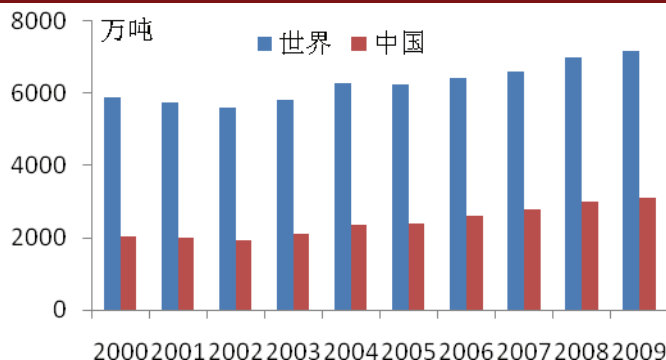
资料来源：USDA，招商证券研发中心

图 8、2009 年世界主要苹果出口国出口量



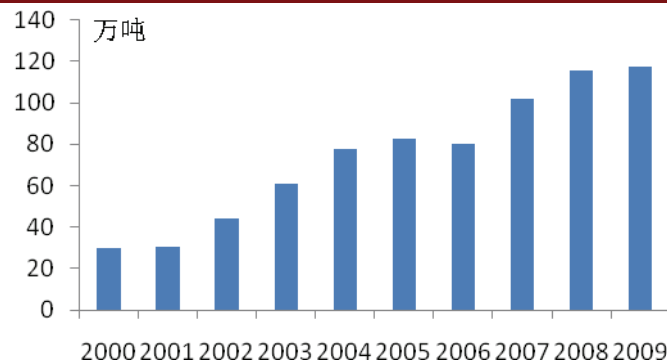
资料来源：USDA，招商证券研发中心

图 9、2000-2009 年世界和中国苹果产量增长



资料来源：联合国粮农组织，招商证券研发中心

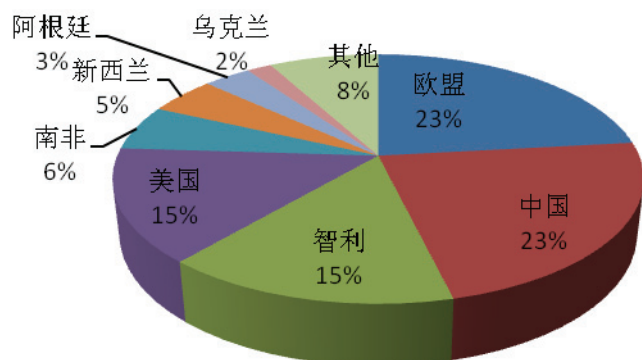
图 10、2000-2009 年中国苹果出口量逐年增长



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心

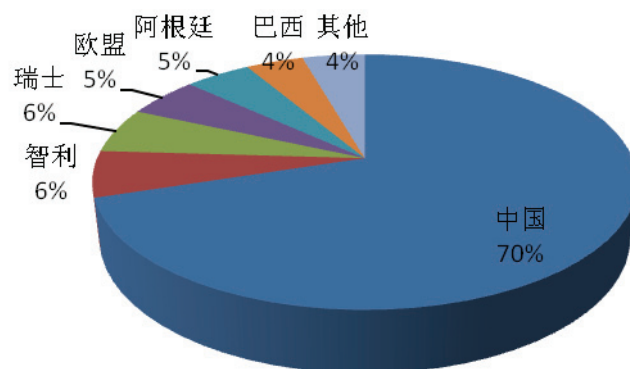
中国是世界最大苹果生产国，产量占世界一半，但鲜苹果国际市场竞争力一般。2009 年中国产量 3170 万吨。我国苹果产业的主要优势在于成本优势和区位优势（周边国家基本不产苹果），但由于苹果内在质量不高，生产集中度低，标准化程度差，产品整齐度低，以及农残、食品安全等问题难以向欧美发达国家出口，主要出口市场在俄罗斯和东南亚，市场价值较低。中国苹果占世界总产量的 50%，鲜苹果出口量仅占国内总产量的 4%，占世界鲜苹果总出口量的 23%，而苹果汁出口量却占世界总出口量的 70%，说明中国鲜苹果在国际市场上竞争力一般，只能以附加值较低的苹果汁形式出口。因此我们认为，鲜苹果出口并非我国优势行业，公司在开拓出口市场的同时，需要更加关注国内市场，因为中国鲜苹果消费增量占了世界消费增量的 80%。

图 11、中国鲜苹果出口份额仅占世界23%



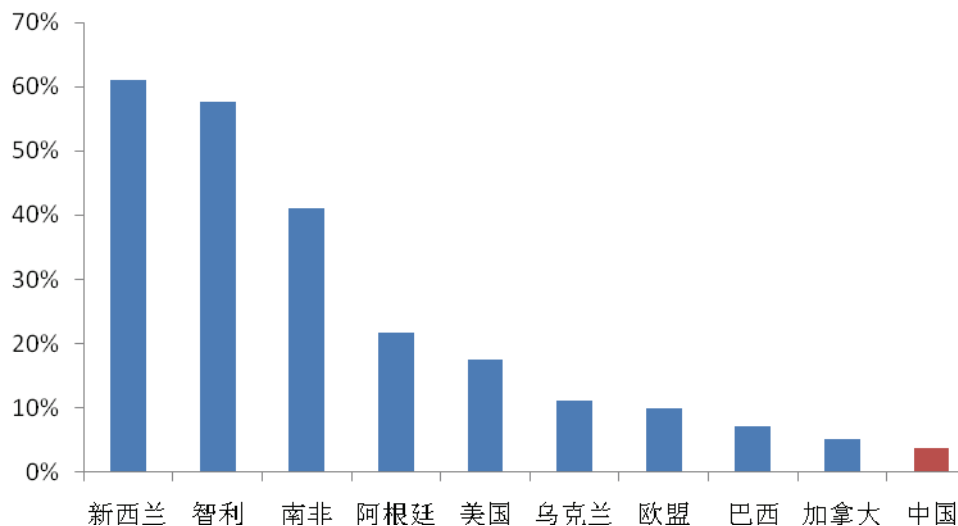
资料来源：USDA，招商证券研发中心

图 12、中国苹果汁出口份额占全球高达70%



资料来源：USDA，招商证券研发中心

图 13、中国鲜苹果占国内总产的比例较低



资料来源：USDA，招商证券研发中心

表 3、国内鲜苹果出口企业前十名

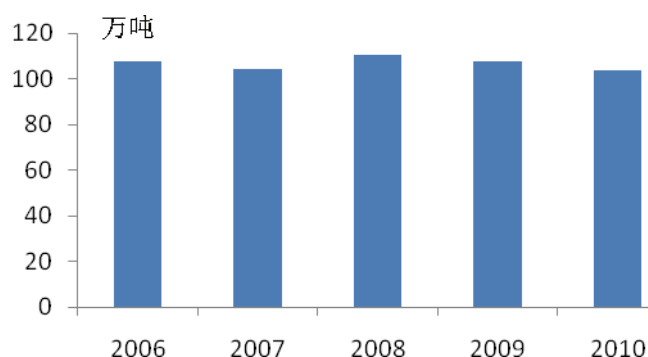
排名	公司名称	2009 年出口量 (万吨)
1	朗源股份有限公司	2.29
2	龙口市泛亚果品有限公司	1.85
3	辉煌世纪农业开发 (大连) 有限公司	1.48
4	山东万涛果蔬有限公司	1.09
5	龙口市泰龙大丰果蔬有限公司	1.02
6	盖州市伟氏果品有限责任公司	1
7	莱阳韩记食品有限公司	0.99
8	栖霞市绿岛果蔬有限公司	0.93
9	深圳市源兴果品有限公司	0.86
10	烟台泉源食品有限公司	0.85

资料来源：公司招股书

2. 葡萄干行业

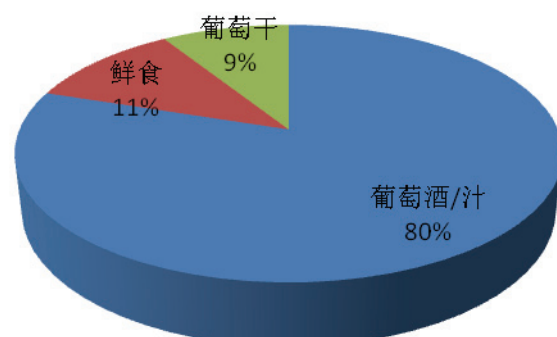
葡萄干生产消费区域不平衡，国际贸易非常活跃。葡萄是世界仅次于柑橘的第二大水果，世界普通产量中 80%用于酿酒和压榨（葡萄酒和葡萄汁），11%用于鲜食，9%用于制干。葡萄干除可作为休闲食品直接食用外，还可作为其他食品的配料，用于烘焙和烹调，因此葡萄干的加工受到世界上许多国家的重视。栽培制干葡萄的主要地区都具有优良的气候特征，日照充足、热量丰富、生长期长、夏季炎热干燥、成熟采收期无雨等。最近五年世界葡萄干总产量基本稳定在 105 万吨左右，主要生产国和出口国包括美国、土耳其、中国、伊朗等，主要进口国是欧盟国家、俄罗斯、日本、澳大利亚等，由于各大洲葡萄干生产和消费极不平衡，葡萄干的进出口非常活跃，国际贸易量占世界总产量接近 70%。

图 14、最近五年世界葡萄干总产量基本稳定



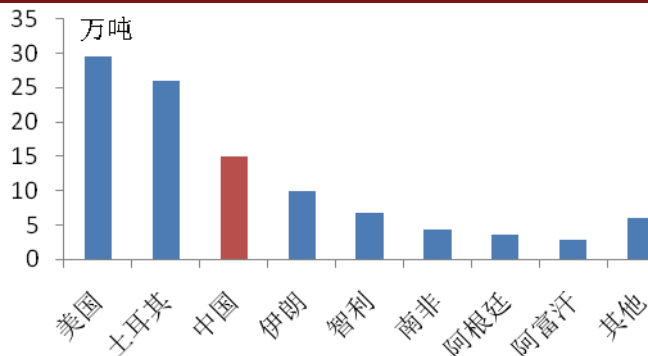
资料来源：USDA，招商证券研发中心

图 15、制干葡萄占世界葡萄总产量9%



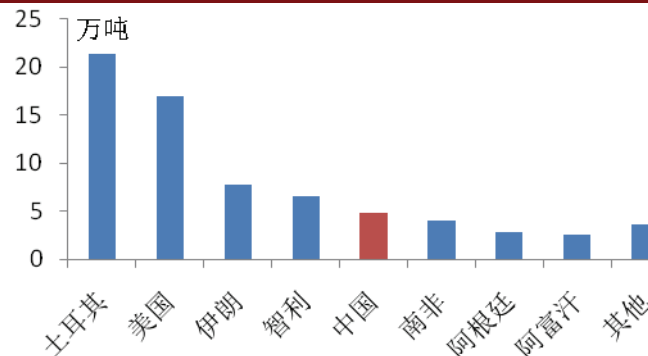
资料来源：招商证券研发中心

图 16、2009年世界主要葡萄干生产国产量



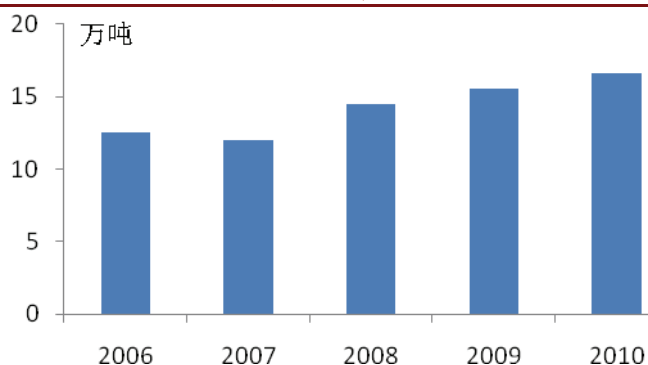
资料来源：USDA，招商证券研发中心

图 17、2009年世界主要葡萄干出口国出口量

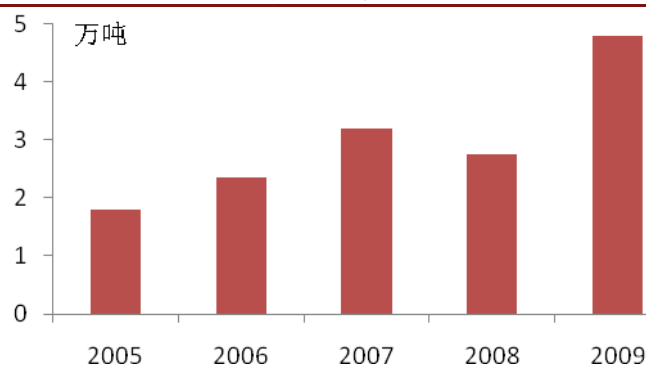


资料来源：USDA，招商证券研发中心

中国葡萄干出口增速较快，但主要靠低价竞争，未来发展的关键是提升品质和改进生产方式。由于国内葡萄主要是靠农民小规模种植，在原料上我国的葡萄品质就与美国、土耳其等国有差距，在生产加工上国外都采用了先进的自动化设备，加工和分类非常严格，而国产葡萄干基本靠人工挑选分级，因此品质与国外产品相差较大，价格也较为低廉。近年来这种情况有所好转，果品规模化、标准化、集约化生产已成为我国果品加工行业的发展趋势，质量控制水平和食品安全问题有一定的改善，全球果品市场对我国果品的认可程度逐步上升，未来必须进一步改进生产工艺和提升产品品质，才能加强我国葡萄干在国际上的竞争力。另外，国内外葡萄干消费习惯也有差别。葡萄干有红褐色和绿色两种，红褐色一般是日照晒干的多，绿色一般是晾房阴干的，国外以消费红褐色葡萄干为主，国内以绿色为主，国内红褐色葡萄干产量每年约占葡萄干总产量的 10%-20%。

图 18、2006-2010年中国葡萄干产量


资料来源：INC（International Nut Council）葡萄干年度报告

图 19、2005-2009年中国葡萄干出口迅速增长


资料来源：USDA，招商证券研发中心

表 4、国内葡萄干出口企业前十名

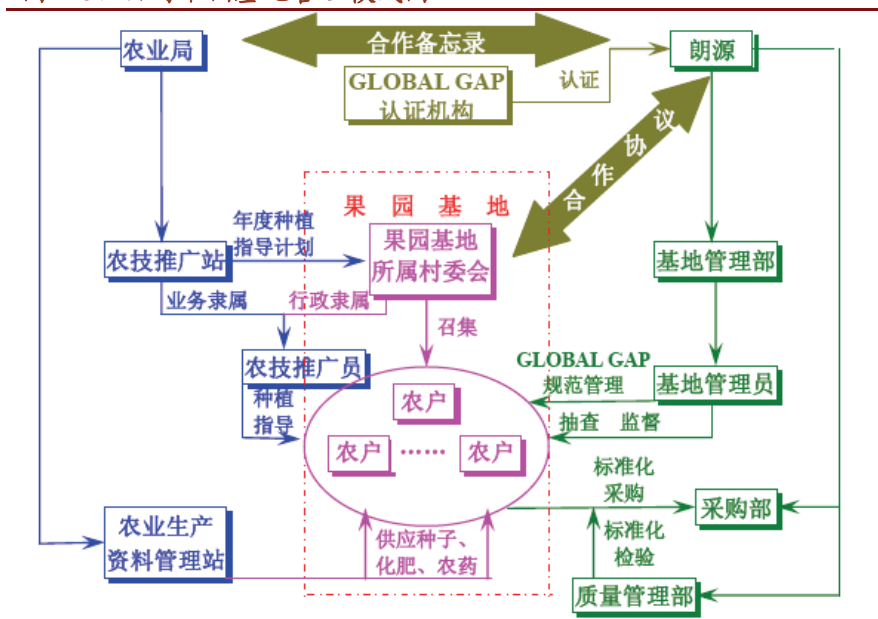
排名	公司名称	2009 年出口量 (万吨)
1	朗源股份有限公司	1.44
2	青岛秀爱食品有限公司	0.34
3	诸城市金银山食品有限公司	0.24
4	吐鲁番市绿宝干鲜果品有限公司	0.2
5	中粮工业食品进出口有限公司	0.19
6	新疆瑞恩森贸易有限公司	0.15
7	青岛百顺祥贸易有限公司	0.15
8	青岛佳乐花生制品有限公司	0.14
9	吐鲁番市爱丽地亚果业有限责任公司	0.1
10	乳山振华食品有限公司	0.09

资料来源：公司招股书

三、管理模式与技术水平全面领先国内

公司拥有完善的基地管理模式，提高生产效率，并保证了产品质量安全可控。公司建立了一套合理的果园基地管理模式，提高基地科学化、集约化、专业化种植管理水平，在保证原料供应质与量的同时，提高了农户收入。基地管理模式主要包括：1）与基地所属村委会签订长期合作协议，指导农户按照 GLOBAL GAP 进行种植规范管理，农户的产出优先出售给公司；2）与当地农业局进行合作对农户开展种植指导，使农户能够获得更好的种植效益；3）定期抽样监督果园基地内农户的 GLOBAL GAP 规范执行情况。这种管理模式优势在于与基地建立密切的联系，便于对农户进行指导，而且能从源头开始对采购、检验、存储、加工、销售等环节进行全程食品安全质量控制。公司的基地管理模式已获得山东、新疆等地农业局认可，签订了合作备忘录。目前公司在山东、新疆等地拥有协议果园基地 10 万多亩，年产量超过 16 万吨。在当地农业局的支持下，公司的基地管理模式易于推广，可复制性较强。

图 20、公司果园基地管理模式图



资料来源：公司招股书

表 5、公司与农业局对基地农户的指导项目

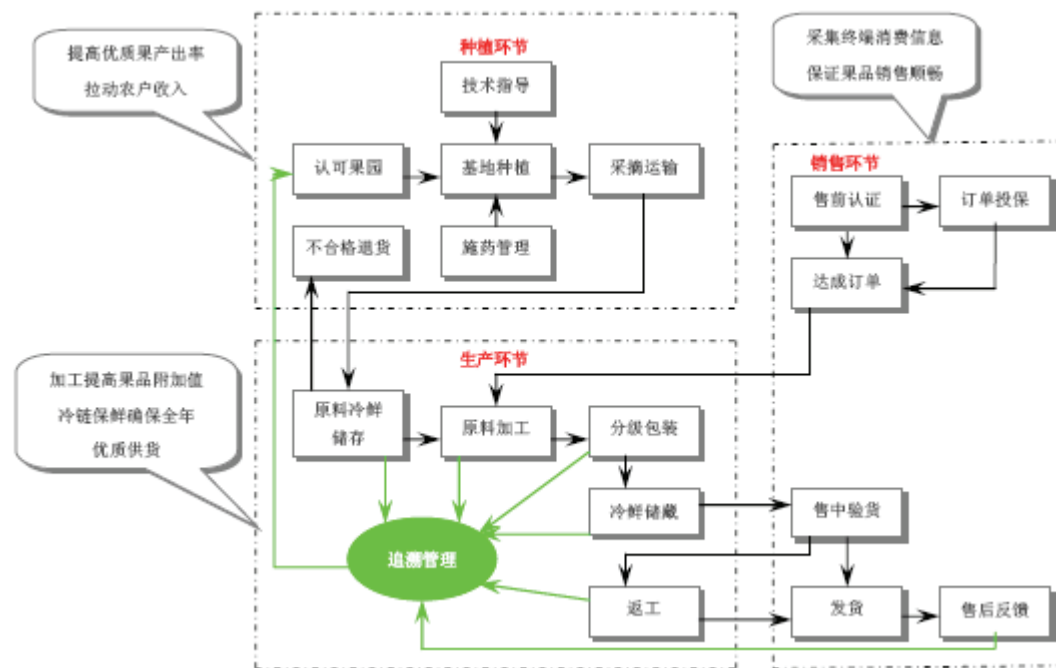
	农业局以绿色食品标准指导种植	发行人 GLOBAL GAP 规范管理
园地选择	生态条件好，远离污染源，具有可持续生产能力	生态环境好，无污染源，调查周围野生动植物情况
人员安全	-	确保员工在工作场所安全，发生意外时员工能及时获得帮助
环境保护	-	保护基地周围的野生动植物
追溯体系	-	建立客户投诉体系和可追溯体系
病虫害防治	预防为主、综合防治，采用农业、人工、物理、生物、化学等防治手段，发放宣传册等进行指导	监测预防为先导，必要时进行化学防治，妥善管理剩余药液和空容器并做记录
施肥情况	有机肥为主，化肥为辅，保持或增加土壤肥力及土壤微生物活性，发放宣传册等途径进行指导	所有肥料专区专放，并做施肥记录
制度建设	建立详细的管理制度，包括种植操作规程，生产加工管理制度，统一供应生产资料、统一技术规程、统一指导、统一监督管理	制定年度施肥、病虫害防治、培训计划，安排专人管理，并做记录
果树护理	发放宣传册等途径进行指导	专人管理灌溉、套袋、修剪并做记录
采收	发放宣传册等途径进行指导	专人管理采收

资料来源：公司招股书

公司牵头的种产销一体化模式符合中国国情，实际运作效果良好。“公司+协议基地+标准化”的业务模式在种植基地和消费市场之间建立了紧密的纽带，公司能够及时将市场信息反馈给果农，协助果农进行种植规划和质量控制，并通过源头追溯管理系统监督果农的实施情况，确保果农种植的产品既符合市场需求又能保持较高的质量水平，既能提高果农的收入，又保证公司获得稳定优质的果品供应，实现公司和农户双赢。以葡萄干为例，我国农业经济的特点是“小而散”，农户短期内很难自发形成像美国那样严格以公司制运行的合作社或者土耳其的生产商合作联盟，因此龙头企业带动农户的方式符合中国农业发展的方向。“公司+协议基地+标准化”模式是公司牵头与农业局及村委合作，以村为单位建立协议基地，通过科学规范的种植管理、采购、仓储、加工和销售，将各

个环节紧密联系起来，推动农业产业化发展，提高产业竞争力和抗风险能力。

图 21、公司业务模式示意图



资料来源：公司招股书

表 6、公司业务模式与传统模式比较

	传统模式	公司+基地+标准化
种植环节	盲目种植，优质果产出率低，产量价格波动大，农户增收困难	种植全程技术指导，优质果产出率高，原料安全得到保障，帮助农户明确市场要求，从源头控制原料品质、原料供应稳定，拉动农户增收，推动农业产业化
加工环节	普通贸易行为附加值低，储存期限短，无法控制果品质量安全	精细加工提高果品附加值，冷链保鲜技术确保全年优质供货，实现标准化生产，产品质量稳定可靠，产品可追溯性强
销售环节	农户没有消费者信息反馈，客户管理能力差，没有形成信息链，没有建立信息库	为农户、客户提供信息反馈指导来年种植规划，建立客户评定筛选机制，订单投保规避销售风险，建立信息库，形成信息链

资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

冷链保鲜技术保证产品质量可靠，提高公司利润水平。公司已实现鲜果和干果的冷链保鲜技术共享，通过这种保鲜技术能够长时间保持鲜果、干果的质量、色泽和营养含量，同时控制微生物水平，延长保质期，使公司的鲜果能够反季节销售，获取更高的利润，同时还保证产品质量可靠，降低经营风险，提高了企业竞争力。由于葡萄干含糖量高，易生虫，难以保质，目前国内其他企业没有低温冷藏技术，只能通过盐浸或食品添加剂处理，葡萄干的口味和营养结构都发生改变，降低了产品的食用价值。公司已总结出一套全国领先的葡萄干保鲜技术，使产品更加符合人们的健康消费需求。公司的冷库分类分级管理，卫生环境、温度、湿度都有严格的控制，采用物理手段防止微生物、赭曲霉素的滋生和虫卵的孵化，吊灯都采用塑料外壳，防止玻璃材质掺杂。公司目前有 4.2 万吨鲜果干果共享保鲜库和 1 万吨鲜果气调库，冷链存储规模全面领先于国内同行。

表 7、公司冷鲜技术与普通技术比较

	鲜果		干果	
	普通技术	公司技术	普通技术	公司技术
仓储期	8 个月	12 个月	6 个月	24 个月
货架期	7 天	14 天	6 个月	12 个月
技术比较	简单温度、湿度控制	精细化温度、湿度、气调控制	盐浸、糖浸、添加剂处理	冷鲜处理, 自有创新保鲜技术

资料来源：公司招股书

标准化生产技术是公司产品国际化的重要保障。鲜果产品在国内很难实现标准化，因为种植环节的粗放式管理使原料在生长阶段质量差异就很大。公司通过协助果农进行规模化、集约化、专业化的果园基地种植管理，从生长阶段就实现了标准化控制，加工中严格重量、果型、颜色精细化分选，标准化的鲜果产品为公司在国际市场赢得了较高的品牌认可度。干果方面，国内葡萄干生产标准化水平与发达国家差距很大，公司在长期生产实践过程中根据中国葡萄干原料的特点，将各种先进生产设备有效结合，自创了一套符合欧美标准化加工要求的清洗、除杂、分级、微波杀菌、激光分选、检测的加工生产线，是国内唯一一条通过英国 BRC 认证的自动化葡萄干加工生产线，产品可以直供英国超市。

表 8、公司葡萄干标准化生产技术介绍

加工过程		简要描述
清洗技术		利用循环水瞬时高速清洗原理，进行表面清洗、深度清洗、高压清洗、防破损清洗
除梗、除顶茎		利用吸尘原理，进口专用设备，去除密度低于产品标准的杂质，除杂率达 99%
除杂技术	除金属技术	进口专用设备，并对金属去除装置加以改进，目标金属去除效果达到 99%
	除石技术	进口除石筛选设备，利用重力分级原理，去除密度大于产品标准的杂质，除杂率达 99%
微波杀菌技术		利用微波杀菌原理对产品进行全方位杀菌
激光分选技术		利用激光测试产品颜色、密度，去除除杂工序未能去除的微小杂质，并对产品进行颜色分级
检测技术		对产品的各项质量标准进行全方位的抽样检测

资料来源：公司招股书

公司现有品牌有一定的知名度，将来大力打造知名消费品牌是提升产品盈利能力的关键。公司现有鲜果品牌“广源”和干果品牌“朗源”，在印尼、荷兰等市场已经有一定的影响力，但葡萄干等干果主要还是作为食品加工原材料进行销售，价格较低。想要在果品市场上获得较高的市场溢价，必须拥有在终端消费市场具有高知名度的品牌，比如鲜果中 Dole 的香蕉、菠萝卖到十几元一斤，干果中 Sun-Maid 的小包装葡萄干卖到三十多元一斤，远高于市场平均价格数倍。现在公司已经开始尝试推出“缤果滋”品牌的高质量干果，希望能直接打入终端消费市场。我们认为这将是未来提高公司盈利水平的重要手段，公司未来必须自己的产品质量，同时将品牌形象提升到类似于上述两个品牌的地位，而不是仅仅作为一个初级农产品加工企业。

四、募投项目：扩大产能，丰富产品结构

公司此次 IPO 拟发行 2700 万股，募集资金 1.8 亿元，用于 8600 吨葡萄干果干果脯扩建、5000 吨果仁（杏仁、核桃仁）产品生产和 10000 吨高质量鲜果扩建等项目。其中葡萄干果干果脯扩建投资 7788 万元，果仁产品生产项目投资 6492 万元，高质量鲜果扩建项目投资 3714 万元。截至 2010 年 6 月公司已完成 8600 吨葡萄干果干果脯扩建项目投资额 2735 万元，待募集资金到位后置换将已投入使用的自筹资金。

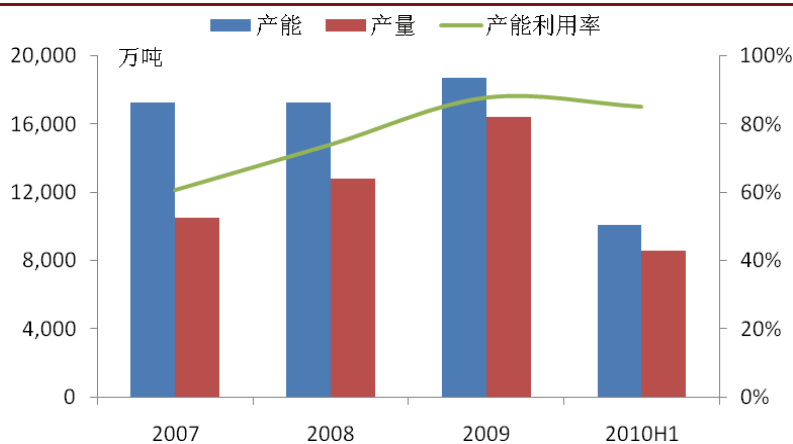
表 9、IPO 募集资金投向

项目（单位：万元）	总投资	年新增收入	年新增净利润	建设期
8,600 吨葡萄干果干果脯扩建	7,788	8,600	1,674	1 年
5,000 吨果仁（杏仁、核桃仁）产品生产	6,492	19,000	2,031	1 年
10,000 吨高质量鲜果扩建	3,714	8,000	1,796	1 年
合计	17,994	35,600	5,501	

资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

8600 吨葡萄干果干果脯扩建：在公司现有检测手段的基础上，扩建果品检测实验室，在采购、加工、销售各环节对葡萄干进行水份、重金属、微生物、毒素、农残、杂质等指标的检测；同时在现有干果加工设备基础上，从国内外采购先进清洗、杀菌、分选、检测、包装设备，新建加工车间，扩建 8600 吨葡萄干果干果脯生产线。公司现有产能为 20160 吨，产能利用率超过 85%，由于葡萄干产品出口地主要在欧洲，圣诞节和元旦新年假期是休闲餐饮最集中的时间段，因此进口商大量采购的时期，导致产能跟不上，8600 吨葡萄干扩建项目达产后，公司产能将增加 43%，生产线中的杀菌系统和分选系统也将加强，公司产量和产品等级都进一步提高，带动公司收入和利润快速增长。标题

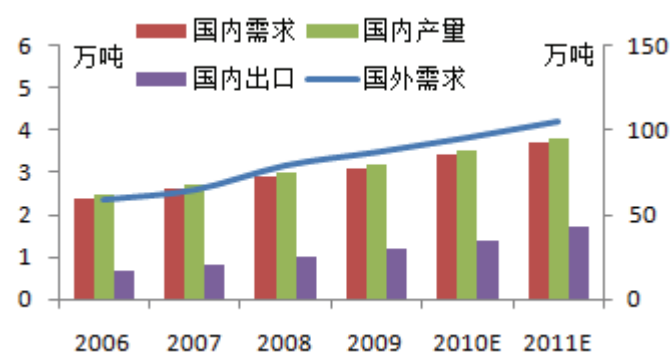
图 22、葡萄干产能利用情况



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

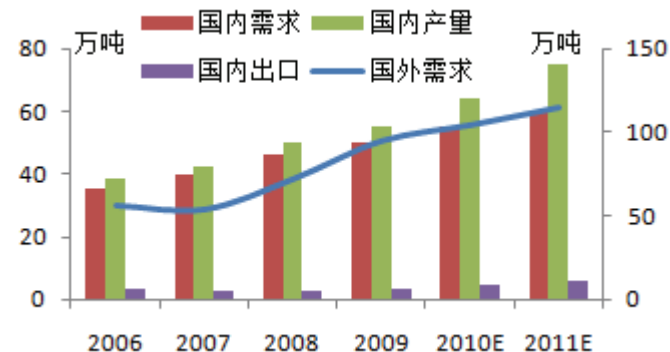
5000 吨果仁产品生产：世界主要坚果消费品种包括核桃仁、杏仁、开心果、腰果、榛子等，其中核桃仁、杏仁在国际坚果消费品中需求最广泛，欧盟、美国、加拿大及我国均为主要消费区域，消费需求旺盛。国内市场主要消费核桃及杏，高附加值核桃仁、杏仁产出量低。项目达产后，公司将拥有 5000 吨果仁年加工能力，丰富公司产品线。凭借多年来加工葵花子、南瓜子的经验，通过借鉴国外先进加工工艺，引进先进加工设备，公司可以在短期内加工出优质核桃仁、杏仁产品。而且公司核桃仁、杏仁目标客户与现有葡萄干产品客户具有一致性，新产品更易得到国外市场认可，销路上可以得到保障。核桃仁、杏仁产品作为公司新产品，可优化公司产品结构，成为公司新的盈利增长点。

图 23、2006-2012年杏仁供需情况



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

图 24、2006-2012年核桃仁供需情况



资料来源：公司招股书，招商证券研发中心

10000 吨高质量鲜果扩建：新建果品检测实验室，在采购、加工、销售各环节对公司鲜果进行重量、果型、硬度、糖度、色泽、表光、农残、病害等各项指标的检测；同时，在现有鲜果加工设备基础上，荷兰 GREEFA & VA 将为公司量身设计一条鲜果清洗、分选生产线，实现机械化全自动清洗和分选。新生产线将大大提升公司的鲜果标准加工能力，实现对鲜果的自动化、标准化检测，对农残、病害进行有效控制，形成 10000 吨高质量鲜果的年加工能力。项目达产后将进一步巩固公司在同行业的领先地位，提高公司的核心竞争力和可持续发展能力，带动收入和利润快速增长。

五、盈利预测与估值

我们依据如下假设来进行盈利预测：

1. 公司鲜果及干果的产销量主要决定于公司加工能力和资金量，上市后二者都大幅增加，我们估计 2010-2012 年公司鲜苹果销量分别为 3.3、4.7、5.8 万吨，葡萄干销量分别为 1.8、2.5、3.2 万吨。
2. 2010 年苹果减产导致下半年鲜苹果收购价格大幅上涨，将导致 2010-2011 年公司鲜苹果销售价格大幅上升至 6000 元/吨，2012 年会有所下降；葡萄干价格相对稳定，保持在 8800 元/吨左右。受果品出口市场竞争日趋激烈、原果收购成本大幅上升以及人民币升值的影响，公司毛利率水平会略有下降。
3. 2012 年开始公司果仁募投项目投产，预计第一年销售收入 1.2 亿元，毛利率 15%。

合理估值区间为 14-16.8 元。公司预计 2011-2012 年公司净利润分别为 8700 万和 1.24 亿元，但考虑到 2010 年苹果收购价格大幅上升，可能会影响到 2011 年的利润水平，我们估计相对谨慎，预计 2010-2012 年公司销售收入分别为 3.64、5.13、6.92 亿元，同比增速分别为 20%、41%、35%，毛利率分别为 20.7%、18.2%、18.9%。三年净利润分别为 4800、5900、8700 万元，对应摊薄后每股收益 0.45、0.56、0.81 元，同比增速分别为 30%、24%、46%。我们给予公司 2011 年 25-30 倍 PE，合理估值区间为 14-16.8 元。

表 10、朗源股份主营业务盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
苹果						
销量(吨)	36192	32439	31750	33380	46732	58415
销售均价(元/吨)	4688	4956	4888	5800	6000	5000
销售收入(万元)	16968	16076	15521	19360	28039	29207
YOY		-5%	-3%	25%	45%	4%
毛利(万元)	3433	1531	3146	2517	3224	3797
YOY		-55%	105%	-20%	28%	18%
毛利率	20%	10%	20%	13%	12%	13%
单位毛利(元/吨)	949	472	991	754	690	650
葡萄干						
销量(吨)	9896	10506	15475	17682	24754	32181
销售均价(元/吨)	7538	8973	8326	8800	8800	8400
销售收入(万元)	7459	9427	12885	15560	21784	27032
YOY		26%	37%	21%	40%	24%
毛利(万元)	1063	2824	2907	4766	5882	7299
YOY		166%	3%	64%	23%	24%
毛利率	14%	30%	23%	31%	27%	27%
单位毛利(元/吨)	1074	2688	1878	2695	2376	2268

资料来源：招商证券研发中心

表 11、朗源股份盈利预测总表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	286	277	304	364	513	692
二、营业总成本	265	253	269	316	454	606
其中：营业成本	237	228	241	288	420	562
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
营业费用	10	8	10	12	18	24
管理费用	5	7	9	11	16	22
财务费用	11	12	8	5	0	-2
资产减值损失	1	-2	2	0	0	0
三、其他经营收益	1	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	-1	0	0	0	0
四、营业利润	22	23	35	48	59	87
加：营业外收入	1	0	2	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
五、利润总额	23	23	37	48	59	87
减：所得税	0	0	0	0	0	0
六、净利润	23	23	37	48	59	87
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	23	23	36.77	48	59	87
股本	107	107	107	107	107	107
EPS	0.21	0.22	0.34	0.45	0.56	0.81

资料来源：招商证券研发中心，单位：百万元

六、风险因素

价格波动风险。由于反季节销售鲜果可以获取较多的利润，公司每年 9-12 月份苹果收获季节集中采购，大部分在次年 5-8 月份销售。当年果品收成状况及对来年市场走势预期会影响公司采购价格，而在采购时难以确定次年的市场行情，销售季节鲜苹果价格大幅下降将导致公司毛利率降低。2007 年因采购商及农户均看好次年的苹果价格走势，并且当年山东地区苹果较上年减产 15%，导致公司 2007 年苹果采购价格大幅提高 33.76%，而到 2008 年四季度受金融危机影响苹果销售价格大幅下降，使公司苹果 2008 年全年平均销售价格仅比 2007 年提高 5.71%，严重影响了公司苹果销售的毛利率。虽然公司通过改进对基地的管理以及签订长期协议的方式尽量保证果类产品的品质和供应稳定性，但客观因素的变动导致的果品采销价格波动仍有可能将对公司业绩造成不利影响。

汇率变动及国际贸易风险。公司超过 80%的销售收入来自出口，在与国外客户签订产品销售合同时，一般会约定人民币对美元升值达到或超过一定比例时将重新协商产品销售价格。外汇汇率的波动将直接影响到公司出口产品的销售价格，从而影响到公司产品的价格竞争力，为公司带来一定风险。公司产品销售收入从实现外汇到兑换为人民币存在一定的时间差，这段时间内外汇汇率的变动会给公司带来一定的汇兑损益。由于今年人民币升值预期较为强烈，可能会给公司业绩带来一定的影响。另外，近期各国之间贸易战频发，如果公司销售目标国对公司实施贸易壁垒，将严重影响公司的产品销售。

食品安全风险。公司生产的产品与食品安全密切相关，最近食品安全事件频发，食品质量及安全控制已经成为食品生产企业的重中之重。虽然公司执行严格的品质控制体系，并通过了 GMP、HACCP、ISO9001、ISO22000 等良好生产规范和质量控制标准，但如果公司在产品的原料采购、生产与销售环节出现质量管理问题，或因其他原因发生产品质量问题，将会影响公司的品牌形象和产品销售。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	149	201	231	714	763
现金	7	25	50	453	413
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	13	46	44	62	84
其它应收款	5	1	1	1	1
存货	120	105	113	165	220
其他	4	24	23	34	45
非流动资产	109	140	135	275	332
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	70	114	110	251	308
无形资产	9	9	8	7	6
其他	30	18	18	18	18
资产总计	258	341	366	989	1095
流动负债	151	185	176	172	216
短期借款	104	110	86	40	40
应付账款	40	75	89	130	174
预收账款	1	1	2	2	3
其他	5	(0)	(0)	(0)	(0)
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	151	185	176	172	216
股本	56	80	80	107	107
资本公积金	6	38	38	598	598
留存收益	45	38	71	113	173
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	107	156	189	818	878
负债及权益合计	258	341	366	989	1095

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	24	46	78	60	84
净利润	23	37	48	59	87
折旧摊销	0	0	16	25	38
财务费用	0	0	5	(0)	(2)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	10	(50)	(56)
其它	1	9	(0)	25	18
投资活动现金流	(24)	(34)	(10)	(180)	(100)
资本支出	0	0	(10)	(180)	(100)
其他投资	(24)	(34)	0	0	0
筹资活动现金流	(1)	6	(43)	523	(24)
借款变动	0	0	(24)	(46)	0
普通股增加	0	0	0	27	0
资本公积增加	0	0	0	560	0
股利分配	0	0	(14)	(18)	(26)
其他	(1)	6	(5)	0	2
现金净增加额	(1)	18	25	403	(40)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	277	304	364	513	692
营业成本	228	241	288	420	562
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	8	10	12	18	24
管理费用	7	9	11	16	22
财务费用	12	8	5	(0)	(2)
资产减值损失	(2)	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	0	0	0
营业利润	23	35	48	59	87
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	23	37	48	59	87
所得税	0	0	0	0	0
净利润	23	37	48	59	87
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	23	37	48	59	87
EPS (元)	0.22	0.34	0.45	0.56	0.81

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-3%	10%	20%	41%	35%
营业利润	7%	50%	37%	24%	46%
净利润	3%	58%	30%	24%	46%
获利能力					
毛利率	17.7%	20.8%	20.7%	18.2%	18.9%
净利率	8.4%	12.1%	13.1%	11.6%	12.5%
ROE	21.9%	23.6%	25.2%	7.3%	9.9%
ROIC	16.7%	16.1%	19.0%	6.9%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	58.6%	54.3%	48.3%	17.3%	19.8%
净负债比率	40.3%	32.2%	23.6%	4.0%	3.7%
流动比率	1.0	1.1	1.3	4.2	3.5
速动比率	0.2	0.5	0.7	3.2	2.5
营运能力					
资产周转率	1.1	0.9	1.0	0.5	0.6
存货周转率	1.5	2.1	2.6	3.0	2.9
应收帐款周转率	10.7	10.3	8.1	9.7	9.5
应付帐款周转率	3.7	4.2	3.5	3.8	3.7
每股资料(元)					
每股收益	0.22	0.34	0.45	0.56	0.81
每股经营现金	0.23	0.43	0.73	0.56	0.78
每股净资产	1.00	1.46	1.77	7.64	8.21
每股股利	0.10	0.10	0.13	0.17	0.24
估值比率					
PE	64.9	41.2	31.7	25.5	17.5
PB	14.2	9.7	8.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	34.9	28.6	18.0	14.6	10.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，6 年证券从业经验，现于招商证券从事农业研究。

招商证券农业研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师农林牧渔行业 2005 年度第三名、2006 年度第五名，《证券市场周刊》卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业 2010 年度第五名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。