



转型进程提速，公司业绩高成长可期

东方集团(600811)

分析判断：

► 公司是全国农产品购销、加工龙头

东方集团创建于中国改革开放元年——1978年，是一家大型投资控股型企业集团，集团公司全称为东方集团有限公司。目前，公司的主营业务包括大米加工销售、油脂加工销售、其他农产品销售、土地及房地产开发等。2016-2019年，公司营业收入从63.43亿元增长至131.79亿元，CAGR+27.60%；归母净利润从7.62亿元小幅下滑至5.84亿元，CAGR-8.52%。2020年前三季度，公司实现营业收入111.37亿元，yoy+18.95%；实现归母净利润4.78亿元，yoy+0.81%。农产品销售和油脂加工销售是公司主要的收入和利润来源。从收入占比上看，2019年，公司其他农产品销售和油脂加工销售分别实现收入74.67/35.76亿元，收入占比分别为56.66%/27.13%，是公司主要的收入来源。从毛利占比上看，2019年，公司其他农产品销售和油脂加工销售分别实现毛利1.19/1.51亿元，毛利占比分别为40.58%/51.57%，是公司主要的利润来源。

► 玉米价格上行动力强劲，农产品购销业务高增长可期

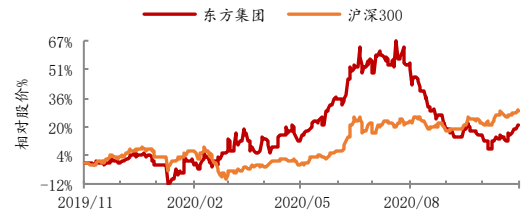
2016年，我国玉米临储收购制度取消之后，我国玉米库存开始进入去化阶段。进入2020年，随着生猪产能的快速恢复，市场对玉米价格看涨情绪较强，临储拍卖积极性大幅提升，我国玉米库存已经见底。而随着下游生猪产能向生猪存栏的快速传导，玉米需求持续趋旺。我们认为，玉米供需矛盾加剧将支撑玉米价格上行，有望带动公司购销业务迎来高速增长。同时，2019年7月，东方粮仓全资子公司东方粮仓贸易有限公司完成收购玉米网供应链（大连）有限公司80%股权，控股玉米领域最大的信息集成平台中国玉米网，此举有望加速公司从传统农业贸易商向大宗交易平台服务商的升级。

► 农产品加工优势逐步显现，人造肉打开想象空间

大米方面，公司由原先单一的东北米扩展至多品类大米，在渠道拓展上，公司线上线下同时发力，线下渠道进入物美、家乐福、永辉的连锁超市，快速提升品牌认知度；线上积极联手京东、天猫、苏宁等主流电商平台。**豆制品方面**，东方优品控股子公司银祥豆制品腐皮卷项目顺利稳定投产并实现满负荷生产，制浆系统全面升级，百页产线产能翻倍，为冷冻豆制品扩大销路提供基础保障，2017-2019年，银祥豆制品净利润年复合增速达到41.3%。**人造肉方面**，公司子公司东方粮仓有限公司与沈阳师范大学、沈阳农业大学两所高校签订联合研发协议，就高水分植物基人造肉相关产品的研发达成合作意愿，并

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	5.06
最新收盘价：	3.98
股票代码：	600811
52周最高价/最低价：	5.5/2.8
总市值(亿)	147.84
自由流通市值(亿)	147.84
自由流通股数(百万)	3,714.58



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

研究助理：施腾

邮箱：shiteng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

协议受让沈阳师范大学持有的挤压/超声联用制备糖基化玉米醇溶蛋白的方法、产品及应用等 3 项专利。我们认为，人造肉成长空间广阔，公司积极探索人造肉相关研发合作，有望充分发挥公司农产品加工销售全产业链优势，成为公司未来利润稳步释放的重要支撑力量。

投资建议

我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 159.46/191.57/231.89 亿元，归母净利润分别为 5.84/6.81/8.25 亿元，EPS 分别为 0.16/0.18/0.22 元，参考可比公司 2022 年 20XPE，考虑到公司业绩增长确定性强，给予公司 2022 年 23XPE，对应目标价 5.06 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

农产品价格波动风险，政策扰动风险，渠道假设不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,506	13,179	15,946	19,157	23,189
YoY (%)	82.2%	-9.1%	21.0%	20.1%	21.1%
归母净利润(百万元)	656	584	584	681	825
YoY (%)	-14.7%	-11.0%	0.1%	16.6%	21.1%
毛利率 (%)	7.0%	2.4%	3.0%	3.3%	3.7%
每股收益 (元)	0.18	0.16	0.16	0.18	0.22
ROE	3.2%	2.8%	2.7%	3.1%	3.6%
市盈率	22.26	25.01	24.99	21.43	17.70

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司是全国农产品购销、加工龙头.....	4
2. 玉米价格上行动力强劲，农产品购销业务高增长可期.....	5
3. 农产品加工优势逐步显现，人造肉打开想象空间.....	6
4. 盈利预测.....	6
5. 风险提示.....	7

图表目录

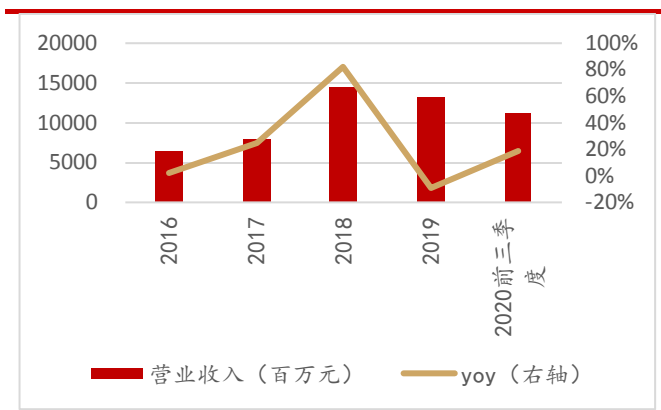
图 1 2016-2020 年，公司营业收入情况.....	4
图 2 2016-2020 年，公司归母净利润情况.....	4
图 3 2019 年，公司收入占比情况.....	5
图 4 2019 年，公司毛利占比情况.....	5
图 5 2015-2020 年，玉米价格走势.....	6
表 1 可比公司盈利预测.....	7

2. 公司是全国农产品购销、加工龙头

东方集团创建于中国改革开放元年——1978年，是一家大型投资控股型企业集团，集团公司全称为东方集团有限公司。东方集团成员企业东方集团股份有限公司是黑龙江省第一家股票公开发行人并上市的民营企业，也是中国最早实行股份制改造并获准上市的民营企业之一。目前，公司的主营业务包括大米加工销售、油脂加工销售、其他农产品销售、土地及房地产开发等。

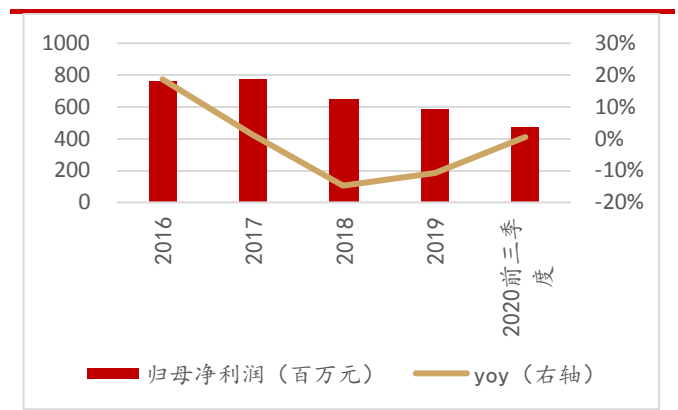
营收规模持续扩大，净利逐步改善。2016-2019年，公司营业收入从63.43亿元增长至131.79亿元，CAGR+27.60%；归母净利润从7.62亿元小幅下滑至5.84亿元，CAGR-8.52%。2020年前三季度，公司实现营业收入111.37亿元，yoy+18.95%；实现归母净利润4.78亿元，yoy+0.81%。

图1 2016-2020年，公司营业收入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

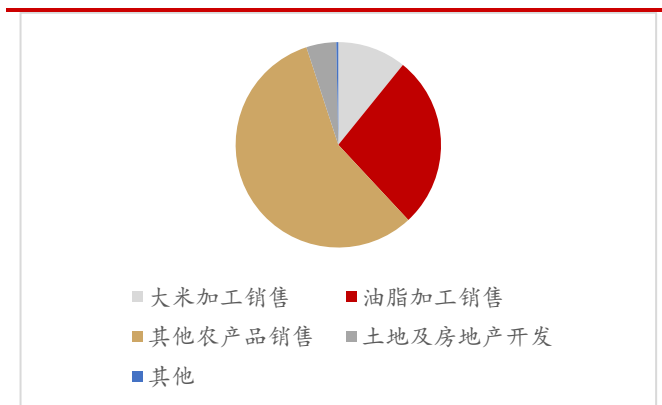
图2 2016-2020年，公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

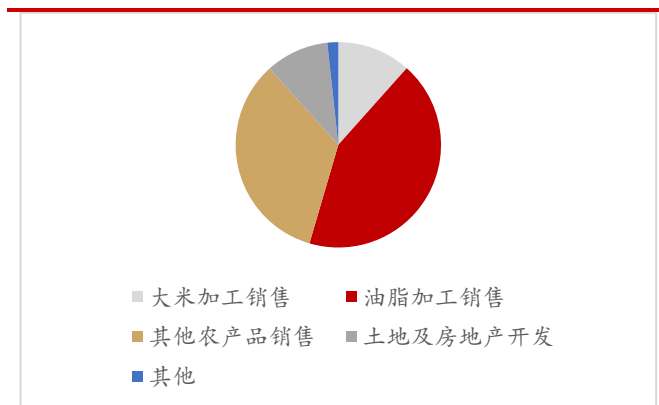
农产品销售和油脂加工销售是公司主要的收入和利润来源。从收入占比上看，2019年，公司其他农产品销售和油脂加工销售分别实现收入74.67/35.76亿元，收入占比分别为56.66%/27.13%，是公司主要的收入来源。从毛利占比上看，2019年，公司其他农产品销售和油脂加工销售分别实现毛利1.19/1.51亿元，毛利占比分别为40.58%/51.57%，是公司主要的利润来源。

图 3 2019 年，公司收入占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2019 年，公司毛利占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 玉米价格上行动力强劲，农产品购销业务高增长可期

从供给端来看，种植面积方面，2016 年，我国临储玉米收购制度取消之后，玉米价格随之下滑，农民种植积极性受挫，玉米播种面积连年下滑，2020 年，受大豆振兴计划影响，玉米播种面积再度下滑 1000 万亩左右；库存方面，2020 年临储玉米拍卖行情火热，截至 2020 年 9 月 3 日，国家共计进行 15 次拍卖，共计拍卖玉米 5684.41 万吨，高成交高溢价特征明显，我国玉米库存已经见底；此外，草地贪夜蛾对玉米减产的威胁仍在，玉米供给端承压。从需求端来看，在养殖高盈利刺激下，大型养殖集团和规模养殖户补栏积极性大幅提升，全国能繁母猪存栏于 2019 年 10 月首次环比转正，2020 年 6 月首次实现同比正增长，10 月同比增长 27%。随着能繁母猪产能的快速释放，饲料进而玉米的需求将逐步趋旺。我们认为，玉米供需矛盾加剧将支撑玉米价格上行，有望带动公司购销业务迎来高速增长。同时，2019 年 7 月，东方粮仓全资子公司东方粮仓贸易有限公司完成收购玉米网供应链（大连）有限公司 80% 股权，控股玉米领域最大的信息集成平台中国玉米网，此举有望加速公司从传统农业贸易商向大宗交易平台服务商的升级。

图 5 2015-2020 年，玉米价格走势



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 农产品加工优势逐步显现，人造肉打开想象空间

大米方面，公司由原先单一的东北米扩展至多品类大米，新增了包括苏北米、香软米、丝苗米、油粘米、金香粘米、玉香粘米在内的多款贴合华东、华南地区居民饮食习惯的大米品类，同时还引进了包括泰国茉莉香米、柬埔寨茉莉香米等在内的进口高端米种。渠道拓展方面，公司线上线下同发力，线下渠道进入物美、家乐福、永辉的连锁超市，快速提升品牌认知度；线上积极联手京东、天猫、苏宁等主流电商平台。同时，公司在供应链建设方面 B、C 两端同时发力，在中心城市配套现代化仓储物流基地，保障全国供应。**豆制品方面**，东方优品控股子公司银祥豆制品腐皮卷项目顺利稳定投产并实现满负荷生产，制浆系统全面升级，百页产线产能翻倍，冻豆腐产线投产和冻库投入使用，解决制约冷冻豆制品自动化生产和整线完整配套瓶颈，为冷冻豆制品扩大销路提供基础保障，2017-2019 年，银祥豆制品净利润年复合增速达到 41.3%，成长速度非常快。我们认为，公司深耕农产品加工领域多年，优势逐步显现，将成为公司未来利润稳步释放的重要支撑力量。

5. 盈利预测

我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 159.46/191.57/231.89 亿元，归母净利润分别为 5.84/6.81/8.48 亿元，EPS 分别为 0.16/0.18/0.22 元，参考可比公司 2022 年 19XPE，考虑到公司业绩增长确定性强，给予公司 2022 年 23XPE，对应目标价 5.06 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1 可比公司盈利预测

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002661.SZ	克明面业	19.7	0.63	0.95	1.12	1.33	31.27	20.74	17.59	14.81
002852.SZ	道道全	16.91	0.45	0.51	0.99	1.26	37.58	33.16	17.08	13.42
002481.SZ	双塔食品	16.07	0.15	0.26	0.4	0.56	107.13	61.81	40.18	28.70
平均							58.66	38.57	24.95	18.98

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2020 年 11 月 23 日收盘价

6. 风险提示

农产品价格波动风险，政策扰动风险，渠道假设不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,179	15,946	19,157	23,189	净利润	506	536	620	747
YoY (%)	-9.1%	21.0%	20.1%	21.1%	折旧和摊销	94	72	52	55
营业成本	12,869	15,476	18,528	22,331	营运资金变动	3,464	-1,461	-79	171
营业税金及附加	34	153	167	185	经营活动现金流	3,323	-1,740	-372	-79
销售费用	143	174	208	252	资本开支	-227	38	42	31
管理费用	379	459	551	667	投资	840	0	0	0
财务费用	905	617	541	455	投资活动现金流	1,183	1,538	1,542	1,531
资产减值损失	-221	0	0	0	股权募资	54	0	0	0
投资收益	1,835	1,500	1,500	1,500	债务募资	11,937	-1,200	-1,326	-1,528
营业利润	598	579	674	815	筹资活动现金流	-5,693	-1,817	-1,867	-1,984
营业外收支	-29	0	0	0	现金净流量	-1,187	-2,019	-697	-532
利润总额	569	579	674	815					
所得税	64	42	54	68	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	506	536	620	747	成长能力				
归属于母公司净利润	584	584	681	825	营业收入增长率	-9.1%	21.0%	20.1%	21.1%
YoY (%)	-11.0%	0.1%	16.6%	21.1%	净利润增长率	-11.0%	0.1%	16.6%	21.1%
每股收益	0.16	0.16	0.18	0.22	盈利能力				
					毛利率	2.4%	3.0%	3.3%	3.7%
					净利率	3.8%	3.4%	3.2%	3.2%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	1.3%	1.2%	1.5%	1.8%
货币资金	4,486	2,467	1,771	1,239	净资产收益率 ROE	2.8%	2.7%	3.1%	3.6%
预付款项	389	392	472	585	偿债能力				
存货	9,605	8,480	7,614	6,118	流动比率	1.34	1.39	1.45	1.52
其他流动资产	8,304	11,692	13,138	15,442	速动比率	0.75	0.86	0.94	1.08
流动资产合计	22,784	23,031	22,995	23,384	现金比率	0.26	0.15	0.11	0.08
长期股权投资	15,753	15,753	15,753	15,753	资产负债率	54.3%	53.3%	51.8%	50.5%
固定资产	841	874	977	1,047	经营效率				
无形资产	253	220	186	152	总资产周转率	0.28	0.34	0.41	0.49
非流动资产合计	23,836	23,730	23,641	23,562	每股指标 (元)				
资产合计	46,620	46,761	46,636	46,946	每股收益	0.16	0.16	0.18	0.22
短期借款	7,586	6,386	5,060	3,531	每股净资产	5.66	5.82	6.00	6.22
应付账款及票据	1,293	1,428	1,771	2,128	每股经营现金流	0.89	-0.47	-0.10	-0.02
其他流动负债	8,077	8,747	8,985	9,719	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	16,956	16,561	15,816	15,379	估值分析				
长期借款	4,462	4,462	4,462	4,462	PE	25.01	24.99	21.43	17.70
其他长期负债	3,878	3,878	3,878	3,878	PB	0.59	0.68	0.66	0.63
非流动负债合计	8,341	8,341	8,341	8,341					
负债合计	25,297	24,902	24,157	23,720					
股本	3,715	3,715	3,715	3,715					
少数股东权益	307	259	198	119					
股东权益合计	21,323	21,859	22,479	23,226					
负债和股东权益合计	46,620	46,761	46,636	46,946					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会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，也可能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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。