

聚焦农业，转型农业供应链服务商

投资要点

- **水稻行业迎来景气度上涨，公司品牌大米零售业务受益。**非洲蝗灾对印度、巴基斯坦等水稻出口国产生较大影响，且第二波蝗虫或在近期至6月卷土重来，对巴基斯坦和非洲诸多国家造成进一步灾害影响。另外，今年国家发布2020年稻谷收购政策，除粳稻保持价格平稳外，早、中晚籼稻价格均比去年上涨0.01元/斤，为2014年以来首次上涨。我们判断国内最低水稻收购价格和国际农产品齐涨价态势对国内水稻价格上涨能够形成支撑。公司在2019年持续发力品牌米零售业务，优化大米品质、丰富大米种类并拓宽销售渠道，实现线上线下联动销售，品牌影响力和销售收入均大幅提升，公司“天地道”、“天缘道”等品牌产品也已成功进入全国22个省（市）市场，并荣获“中国优质稻米博览交易会金奖”、“黑龙江省消费者最喜爱的100种绿色食品”等荣誉称号。优质大米业务未来有望受益于水稻价格上涨而增厚营收和利润。
- **油脂及板块势头强劲，技术研发优势显著。**油脂业务实现销售收入35.8亿元，同比增长181.3%。子公司厦门东方银祥油脂有限公司在油菜籽脱皮技术上独树一帜，所拥有的“新型蛋白饲料资源及其加工技术”能够使油菜籽脱皮率达到85%以上，脱皮加工量达到1500吨/日，降低了综合加工成本。且去皮菜籽粕产品中蛋白含量从传统菜粕的35%提升到46%以上，显著高于目前大豆粕的蛋白含量（43%左右）。因此产出的脱皮菜粕能有效替代豆粕，缓解大豆进口压力，降低饲料成本，同时提高菜粕的经济效益并助力公司扩大市场份额。
- **收购中国玉米网，打造国内首个玉米供应链服务平台。**2019年度公司收购了中国玉米网，此后将集中公司在资金、渠道、物流方面的优势，建设全国性“产业+互联网+金融”的大宗农产品供应链服务平台，为客户提供包括行业研究分析、产业信息集成以及大宗农产品撮合交易服务。平台成立一个多月即累计成交5.9亿元，其中玉米累计成交量29.6万吨，发展态势良好。公司有望通过供应链服务平台创建玉米行业智能化经营环境，进一步提升行业潜在价值及协同效率。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.2元、0.25元、0.31元，对应PE分别为20倍、16倍和13倍。同行业可比公司2021年平均估值20倍，考虑公司线上线下渠道铺设顺利，给予公司10%的估值溢价，给予公司2021年22倍PE，目标价5.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响农民耕种热情或不及预期，大米价格或有波动。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13178.90	16050.84	18651.22	22365.31
增长率	-9.15%	21.79%	16.20%	19.91%
归属母公司净利润(百万元)	583.63	730.67	918.80	1153.35
增长率	-10.99%	25.20%	25.75%	25.53%
每股收益EPS(元)	0.16	0.20	0.25	0.31
净资产收益率ROE	2.37%	3.06%	3.74%	4.46%
PE	26	20	16	13
PB	0.70	0.68	0.66	0.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	37.15
流通A股(亿股)	37.15
52周内股价区间(元)	2.91-4.06
总市值(亿元)	148.95
总资产(亿元)	477.16
每股净资产(元)	5.74

相关研究

目 录

1 黑龙江首家股票公开发行业并上市的民营企业	1
2 水稻景气度迎来拐点，公司品牌大米受益	3
2.1 受蝗灾影响，水稻景气度拐点有望提前	3
2.2 大米需求转变，产量需求转变为质量需求	5
2.3 优质大米零售渠道发力，品牌影响力和销售收入大幅提升	5
3 油脂及豆制品加工经营稳健，规模与效益同步提升	7
3.1 油脂板块势头强劲，技术研发优势显著	7
3.2 品牌豆制品满负荷生产，经营效益稳步提升	8
4 收购中国玉米网，打造农产品供应链服务平台	10
5 盈利预测与估值	11
6 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司 2019 年年度主营业务收入及占比 (亿元)	1
图 2: 公司 2019 年年度主营业务毛利润 (亿元)	1
图 3: 公司 2010 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2010 年以来归母净利润及增速	1
图 5: 东方集团股份有限公司结构图	2
图 6: 蝗灾迁徙路径	3
图 7: 印度的作物种植区分布和菜籽种植比例	4
图 8: 水稻库消比	4
图 9: 籼稻、粳稻价格同比	4
图 10: 不同等级的粳稻需求	5
图 11: 京东销量前列的大米品牌与价格	6
图 12: 2018-2020Q1 大豆进口数量 (万吨) 及均价 (美元/吨)	7
图 13: 2018-2020Q1 国内菜籽油零售价 (元/升)	7
图 14: 京东聚怀斋自营店——银祥豆制品	8
图 15: 2005-2018 全国餐饮行业营业额 (亿元)	9
图 16: 2013-2019 年居民人均可支配收入 (元)	9
图 17: 2013-2018 年居民人均食品烟酒消费支出 (元)	9
图 18: 2013-2022 中国火锅餐厅及中式餐厅的总收入 (十亿元)	10
图 19: 中国玉米网“产业+互联网+金融”功能结构图	11

表 目 录

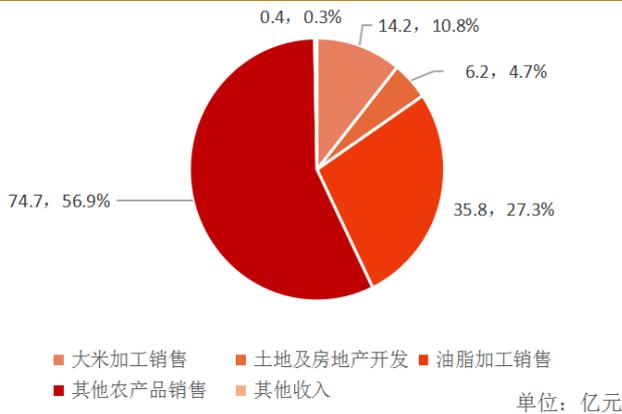
表 1: 分业务收入及毛利率	11
表 2: 可比公司盈利预测相对估值	12
附表: 财务预测与估值	13

1 黑龙江首家股票公开发行并上市的民营企业

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。公司目前投资及经营的主要产业包括现代农业及健康食品产业、新型城镇化开发产业、金融产业以及港口业，主营业务为现代农业及健康食品产业。

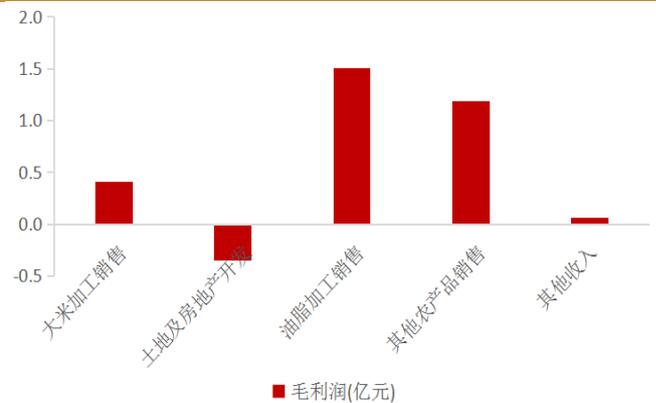
公司业务结构：2019 年度，公司收入主要来自农产品加工与销售，该部分营收 124.6 亿元，占比高达 95%，其中油脂加工销售 35.8 亿元，占比 27.3%；大米加工销售 14.2 亿元，占比 10.8%；土地及房地产开发 6.2 亿元，占比 4.7%；其他业务 0.4 亿元，占比 0.3%。

图 1：公司 2019 年年度主营业务收入及占比（亿元）



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 2：公司 2019 年年度主营业务毛利润（亿元）



数据来源：Wind, 西南证券整理

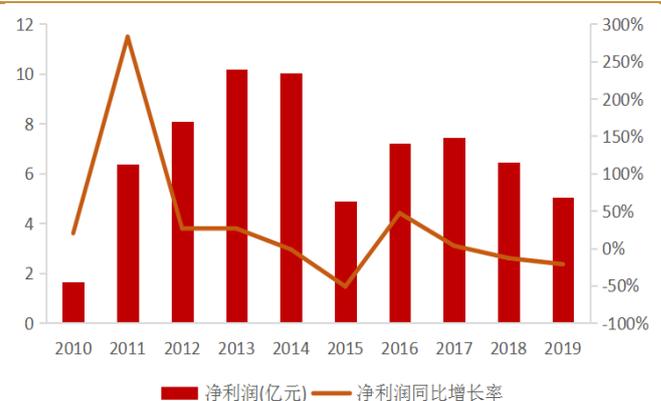
公司业绩状况：截至 2019 年末，公司总资产达 466.2 亿元，同比下降 5.8%；归属于母公司股东权益合计 210.2 亿元，同比增长 2.1%。报告期公司实现营业收入 131.6 亿元，同比下降 9.1%，主要原因为公司新型城镇化开发产业营业收入同比下降；实现归属于上市公司股东的净利润 5.8 亿元，同比下降 11.0%，主要系国开东方本期因收入减少导致净利润下降以及东方粮仓重点加大品牌产品营销力度销售费用增加所致。

图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告, 西南证券整理

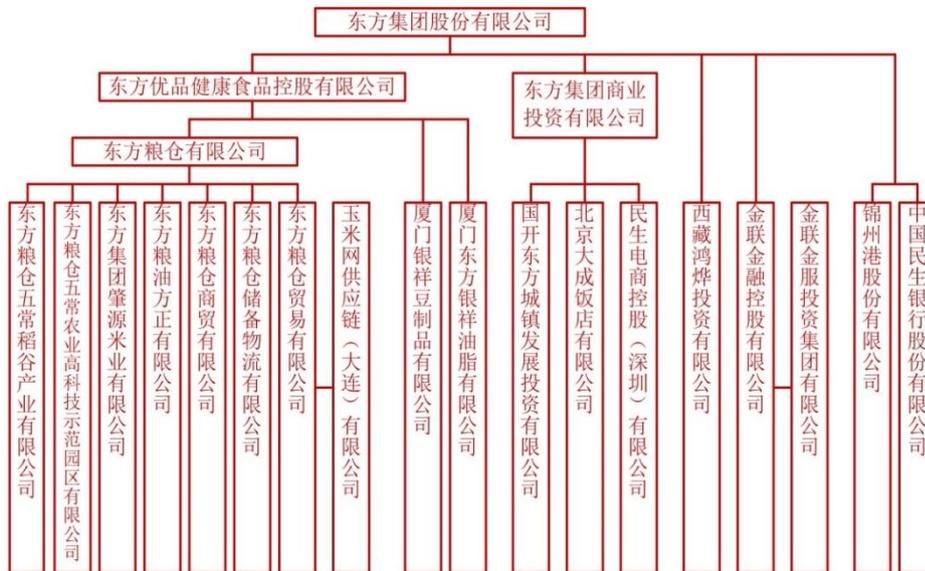
图 4：公司 2010 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告, 西南证券整理

东方集团股份有限公司参控股多家子公司，包括东方优品健康食品控股有限公司、东方集团商业投资有限公司、金联金融控股有限公司、中国民生银行股份有限公司、锦州港股份有限公司等，全方位、有重点地覆盖了公司现代农业及健康食品、新型城镇化开发、金融投资以及港口业等四大业务。

图 5：东方集团股份有限公司结构图



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务现代农业及健康食品产业包括品牌大米的生产、销售，品牌豆制品、油脂的生产销售，农产品收购、仓储、加工、销售等。报告期内公司继续以全国供应链创新与应用试点企业为契机，结合自身产业的资源与渠道优势，通过对农业产业上下游优质资源企业进行投资并购，与行业龙头企业开展深度合作，着力打造中国先进的农业供应链服务平台，实现农产品采购、仓储加工、物流运输、销售等全产业链各环节良性互通，快速将农产品从产区运往销区，减少中间环节，有效降低成本，实现提质增效。

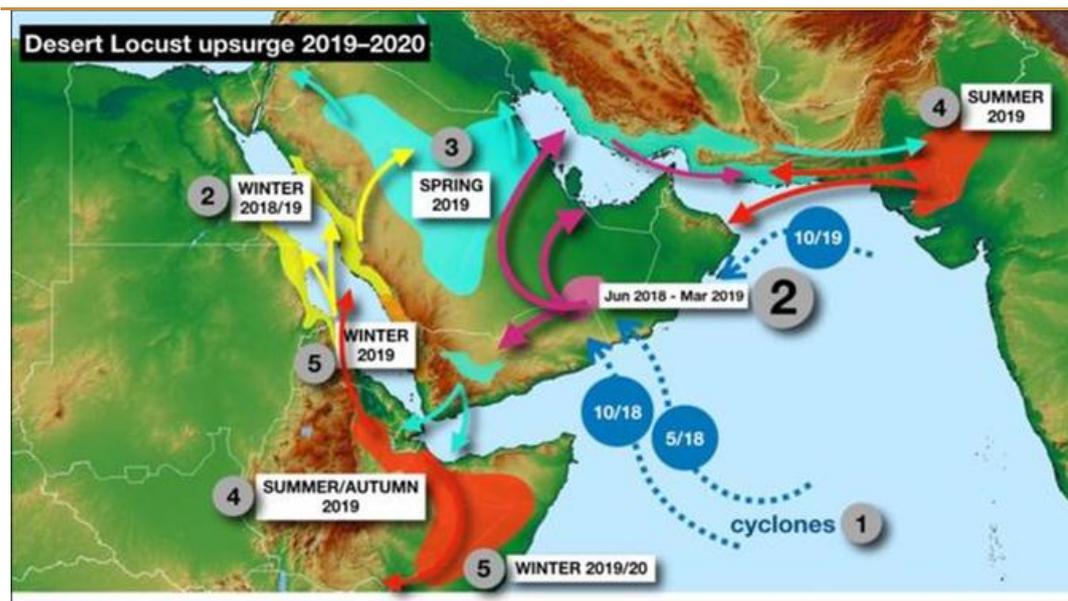
2 水稻景气度迎来拐点，公司品牌大米受益

2.1 受蝗灾影响，水稻景气度拐点有望提前

我国飞蝗有东亚飞蝗、亚洲飞蝗和西藏飞蝗 3 种，其中东亚飞蝗在我国分布范围最广，危害最严重，是造成我国蝗灾的最主要飞蝗种类，主要危害禾本科植物（玉米、水稻、小麦、高粱、甘蔗），是农业害虫。独居蝗虫性格温和、危害性不大，但聚集蝗虫攻击性强、食欲大增。聚集的原因一方面为气候干燥所致，另一方面为食物匮乏。世界上几种重要的蝗虫种类包括：非洲沙漠蝗（非洲沙漠地区）；非洲飞蝗（非洲）；东亚飞蝗（东南亚）；条纹飞蝗（东非）；褐色拟飞蝗（南非）等等。沙漠蝗被认为是世界上最具破坏性的迁徙性害虫。在外界环境刺激下，此类蝗虫形成的蝗群密度大，流动性强。此外，每天要消耗相当于自身体重的食物，它们的目标食物是粮食作物及植被。

此次蝗灾从去年 12 月起，蝗虫在东非地区就开始不断蔓延。当前蝗虫影响区域主要集中在环阿拉伯海沿线，除毛里塔尼亚和摩洛哥等地区有蝗虫情况报道外，西非整体影响较小，虫灾影响主要分布在东非和中西亚地区。从蝗虫的飞行路径来看，印度-东南亚-巴基斯坦-新疆-我国南方（云南、贵州、广西）。

图 6：蝗灾迁徙路径



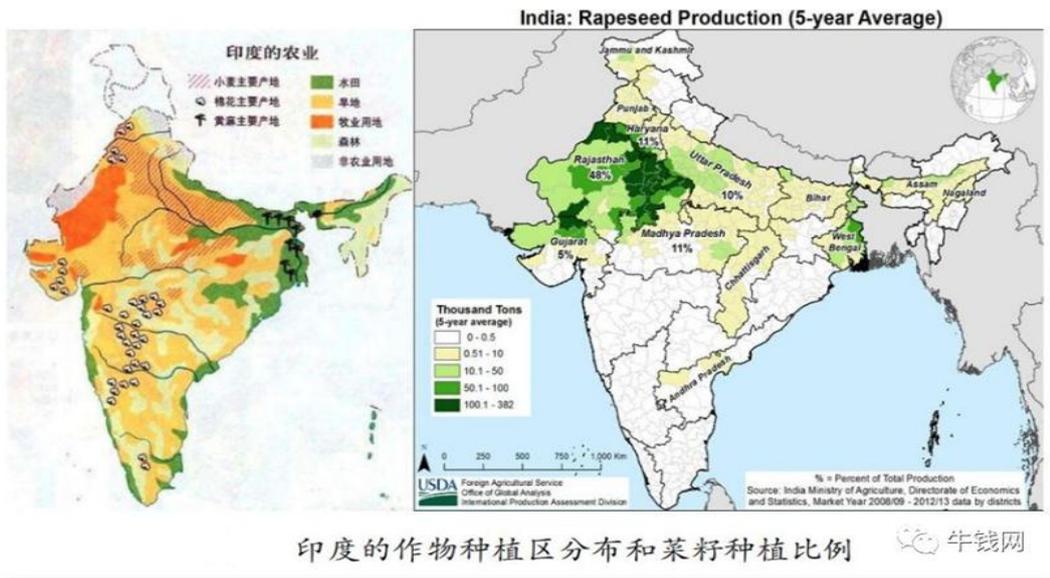
数据来源：联合国粮农组织，西南证券整理

蝗虫飞入中国所经过这些地区是水稻、白糖、棉花、橡胶的主产区。玉米、小麦、水稻等都是蝗虫喜爱等食物。农产品的大行情往往是由供给端驱动的，受灾主要地区印度等地，从进口角度看，棉花、糖和小麦、大麦、稻米、玉米和花生占比较高，这些品种都是受影响较大的品种。综上，我们判断沙漠蝗虫灾害可能导致印度等地水稻、棉花、糖和小麦等农产品造成很大等影响。

从目前来看，此次蝗灾对国内农产品影响可能性较小。由于非洲蝗虫对低温耐受程度低，而传入我国云南的途径中需要穿过低温山脉，因此进入我国的可能性较低。但对已经受到蝗虫影响的印度、巴基斯坦等国家来看，对全球农产品价格或将有催化。印度和巴基斯坦占全

球水稻出口量 33%和 9%。另外，目前第二波蝗虫正处于蓄势阶段，或在近期至 6 月份卷土重来，对巴基斯坦和非洲诸多国家造成进一步灾害影响。

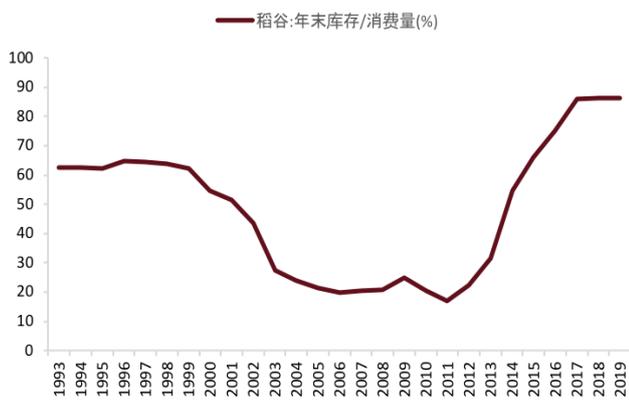
图 7：印度的作物种植区分布和菜籽种植比例



数据来源：新浪财经，西南证券整理

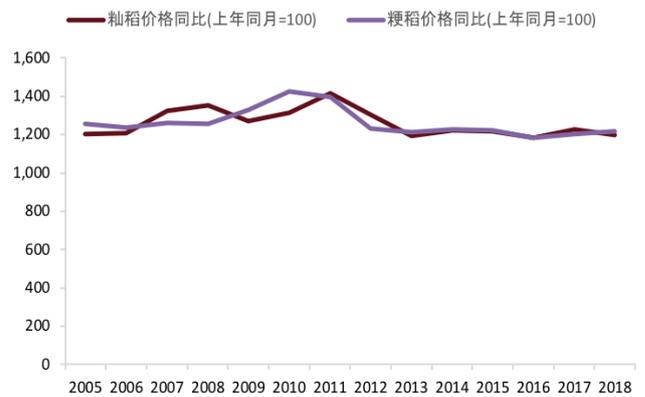
2020 年 2 月 28 日，国家有关部门发布通知 2020 年稻谷收购政策，早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别为每 50 公斤 121 元、127 元、130 元。除粳稻保持价格平稳外，其实籼稻均比去年价格上涨 0.01 元/斤，为 2014 年以来首次上涨。

图 8：水稻库存比



数据来源：wind，西南证券整理

图 9：籼稻、粳稻价格同比



数据来源：wind，西南证券整理

综上所述，我们认为国内水稻已到了拐点向上位置。受蝗灾影响，国际农产品价格上涨以及国内水稻最低收购价的近年来首次上涨将成为国内水稻价格上涨的强有力支撑。

2.2 大米需求转变，产量需求转变为质量需求

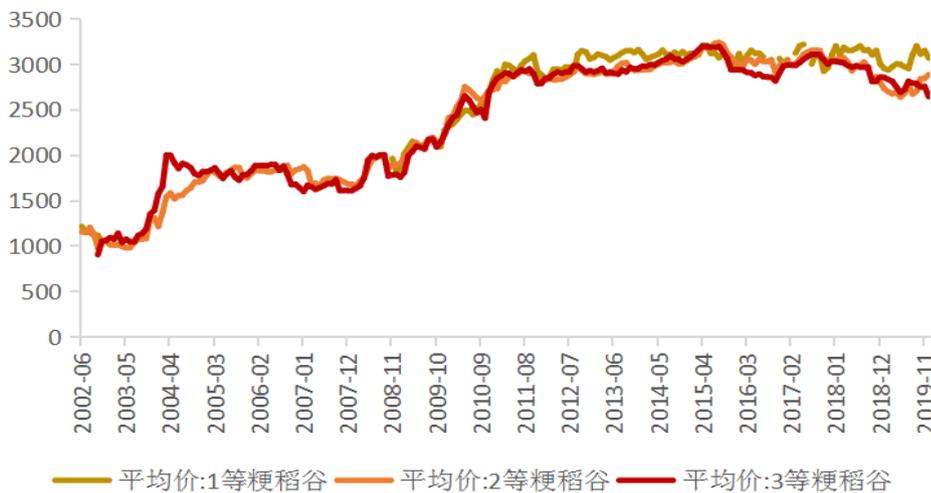
水稻种子在各个时间阶段的需求方向不同，种植户的偏好发生了持续而显著的变化：

2015 年前，产量>米质：稻米价格整体统一，病虫害问题不严重，种植户主要追求的是高产，因此产量是第一位的，其次是保证产量的抗性，最后才是米质。

2015-18 年，仍然是产量>米质，但稻米价格开始分化，稻瘟病等是农民亟需解决的问题，种植户主要追求的是稳产，因此抗性是第一位的，其次是能享受一定下游溢价的米质，最后才是产量。

2019 年之后，米质>产量：稻谷价格将更加分化，优质米价格一路向上，劣质米价格原地不动，病虫害问题趋缓，种植户主要追求的是优质，因此米质是第一位的，其次是保证整体量的抗性，最后才是产量。

图 10：不同等级的粳稻需求



数据来源：wind，西南证券整理

2.3 优质大米零售渠道发力，品牌影响力和销售收入大幅提升

2019 年度，公司零售业务持续发力，加强渠道建设，提升品牌知名度，品牌米业务实现销售收入 6.8 亿元，同比增长 214.6%，品牌米销售规模和市场占有率增加，行业地位和影响力大幅提升。

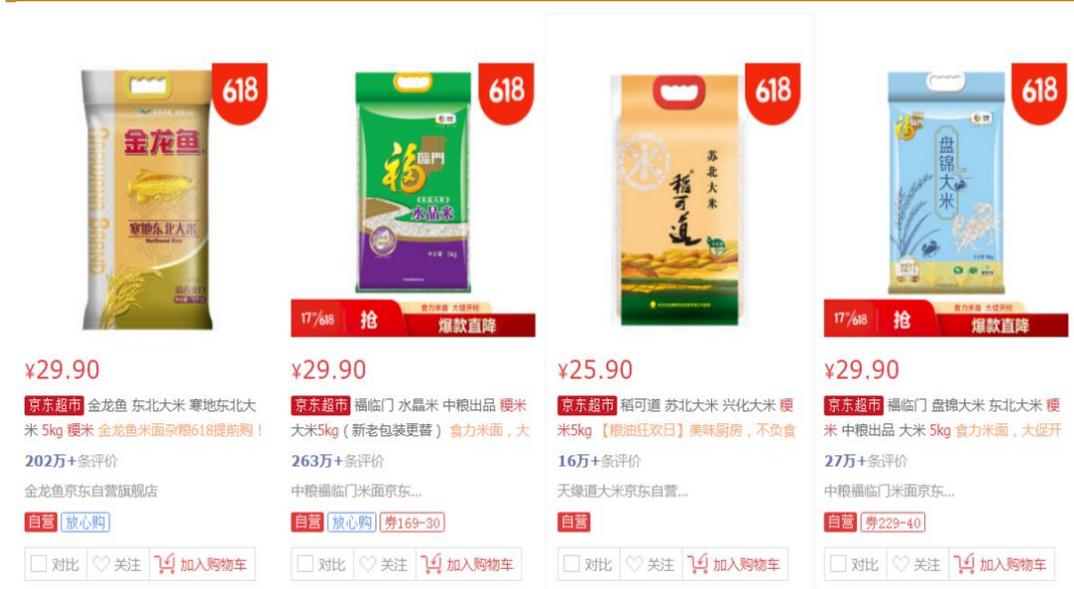
子公司东方粮仓率先通过土地流转，在五常核心优质主产区首期流转 13000 亩土地，建立了自有绿色有机东方香米生产基地，是五常市首家进行土地流转且唯一流转面积过万亩的现代农业企业。且公司在品牌米原材料采购地与多家供应商建立了持续稳定的合作关系，实现产地直采，产品深加工后通过完善的物流运输体系销往全国，保证产品品质。区域内土地资源丰富，地势平坦、土壤肥沃，生态环境良好，具有生产绿色、有机农产品得天独厚的地理优势。东方粮仓以“提品质、丰品类、拓渠道”为经营立足点，产品品质方面，加强五常、方正、肇源三个自主加工园区的厂区管理，为优质稻谷收储入仓开通绿色通道，从源头严把原粮品质。产品品类方面，由原先单一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。

品牌米渠道拓展方面，线上线下同步发力。线下渠道公司以华北、华东、华南区域作为核心突破区域，通过迅速入驻全国各地近 20 家大型商超，快速提升品牌公众认知度。2019 年 9 月，公司**品牌米单月销售额首次突破亿元大关**。就线上渠道而言，公司品牌大米京东自营店自 2019 年 6 月入驻京东商城，至 2019 年 10 月**实现单月实现渠道收入超千万元**，旗下“天缘道”、“稻可道”系列产品分别与京东“物竞天择”、“新通路”、“社区团盟”等项目开展深入合作，积极应对市场变化。子公司东方粮油则于 2019 年 8 月开始与京东新通路展开合作，结合自身产品资源优势，与平台共同推出了高性价比的**苏北米**，精准触达用户需求。

如下图所示，我们截取了京东商城网站上销量位于前列的粳米品牌及价格数据，公司的“稻可道”苏北大米排名第三，零售价为 25.9 元/5kg，前两位分别是金龙鱼东北大米和中粮福临门水晶米，零售价均为 29.9 元。可见“稻可道”大米相较其他品牌米而言有一定的价格优势，并且我们认为，公司的优质粳米生产顺应种植需求向品质优先的转变，未来仍有价格和利润的提升空间。

图 11：京东销量前列的大米品牌与价格



数据来源：京东商城，西南证券整理

公司在未来将继续提升品牌大米零售业务的多渠道、大规模优势和品牌影响力，叠加水稻行业景气度的上涨和优质大米的需求上升，我们认为大米零售业务有望为公司贡献更多营收与利润。

3 油脂及豆制品加工经营稳健，规模与效益同步提升

3.1 油脂板块势头强劲，技术研发优势显著

油脂业务实现销售收入 35.8 亿元，同比增长 181.3%。公司油脂板块业务主营产品为豆油（一级豆油，四级豆油、大豆原油）、菜油（一级菜油，四级菜油，拍卖油）、豆粕、菜籽粕、磷脂油等。子公司厦门东方银祥油脂有限公司拥有 45 万吨菜籽加工能力，并且拥有“新型蛋白饲料资源及其加工技术”（油菜籽脱皮技术），结合剪切、挤压、搓碾和撞击等脱皮方法，能够使油菜籽脱皮率达到 85% 以上，脱皮加工量达到 1500 吨/日，综合加工成本下降。

值得一提的是，该技术所加工的去皮菜籽粕产品粗蛋白含量将从传统菜粕的 35% 提升到 46% 以上并去除菜籽粕中大部分抗营养因子，而目前大豆粕的蛋白含量在 43% 左右，蛋氨酸的含量脱皮菜籽粕明显高于大豆粕。当前我国大豆市场缺口较大、严重依赖进口，在中美贸易摩擦持续不断和新冠疫情扩散全球的双重背景下，大豆的进口成本提高。而脱皮菜粕可以有效替代豆粕，缓解大豆进口压力，降低饲料成本，同时提高菜粕的经济效益。经中国农业科学院饲料研究所专家委员会的评审，该技术符合饲料产业发展需求，技术总体上达到国际先进水平，并且该技术属厦门东方银祥油脂有限公司排他独家使用。

图 12: 2018-2020Q1 大豆进口数量（万吨）及均价（美元/吨）



数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: 2018-2020Q1 国内菜籽油零售价（元/升）



数据来源: wind, 西南证券整理

此外，厦门东方银祥油脂有限公司与上海东瑞贸易有限公司基于成熟的采购及销售体系，于报告期内扩大了在豆油、菜籽油、菜籽粕、磷脂油等领域的加工、生产和销售业务的渠道及规模，2019 年下半年以来销售规模迅速提升，并实现良好效益。2020 年，公司将结合市场供需变化确定原料采购计划，保障原料充足供应，把握销售节奏及价格趋势，充分发挥产业渠道和信息资源优势，扩大进口毛菜油采购渠道和沿海油脂仓储点，进一步增加进口毛菜油业务量。

综上，我们认为集团的油脂加工销售业务有望受益于核心技术研发和销售渠道拓宽优势，在未来获得经济效益和产业规模的同步提升。

3.2 品牌豆制品满负荷生产，经营效益稳步提升

2019 年子公司东方优品所控股的银祥豆制品实现销售收入 1.1 亿，同比增长 19.6%，实现归属于母公司所有者净利润 1121.9 万元，2017-2019 年净利润年复合增长率为 41.3%。扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润为人民币 1132.9 万元，完成了收购时业绩承诺目标的 125.9%。

银祥豆制品是中国豆制品企业五十强，金砖国家领导人厦门峰会的食材供应商，海底捞火锅豆制品供货商。一贯秉承以生鲜豆制品加工为主体、以腐竹干货系列产品和冷冻豆制品系列产品为两翼的“一体两翼”发展战略，做强做大福建生鲜市场，以干腐竹、速冻腐竹系列产品及冻豆腐为拳头产品打造全国市场。

同时，银祥豆制品也加强线上零售业务，通过与“淘鲜达”、“京东”、“朴朴”、“美菜”、“美团”、“永辉到家”和“爱尚鲜”等社区团购的合作，扩大了销售渠道，产品陆续进入北京、河南、广东、四川、重庆、上海、浙江和新疆等区域市场。报告期内，银祥豆制品获得福建省首张豆制品出口注册备案证书，为其豆制品进军国外市场和提升行业知名度增强动力。2020 年，银祥豆制品在稳定原有产品市场占有率的基础上，将进一步加强即食豆腐花、特色高端营养豆腐、即食素肉和长保豆制品等项目的开发和推广力度，丰富产品品种，我们预计未来豆制品板块将实现更高的营收规模和利润。

图 14：京东聚怀斋自营店——银祥豆制品



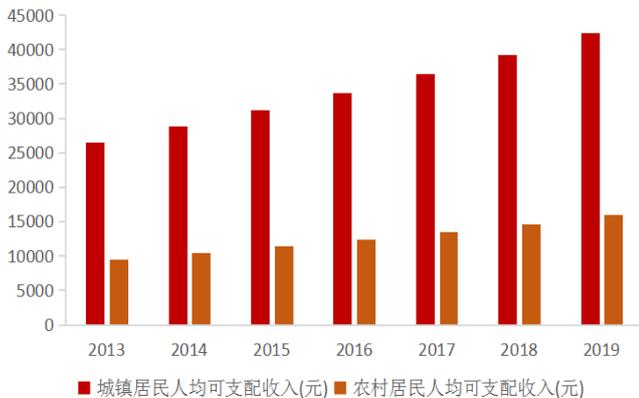
数据来源：京东商城，西南证券整理

豆制品作为火锅餐饮的重要食材之一，其销售额也将受益于居民收入和餐饮业增长所带来的需求端支撑。21 世纪以来，随着城镇居民可支配收入的增加，整体生活节奏的加快，人们在餐馆就餐的机会越来越多，我国餐饮业也得以迅速发展，营业额从 2005 年的 1260.2 亿元增长到 2018 年的 5622.9 亿元，增长 4.5 倍。

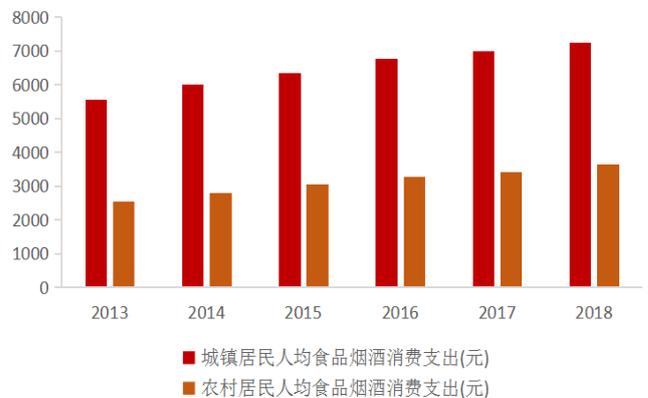
图 15: 2005-2018 全国餐饮行业营业额 (亿元)


数据来源: wind, 西南证券整理

除此之外,消费升级支持需求增长。收入提高在拉动食品消费的同时,居民消费理念进化,对绿色健康食品的需求不断上升,间接支持行业发展。自改革开放以来,大量农村人口转移到城市,生活水平的提高和文化的交融使得人们的饮食消费习惯也在逐渐的改变。例如火锅,原本是带有地域特征的饮食方法,现在已经全国普及,成为现代人一种方便快捷的饮食习惯,而豆制品则是火锅食材的重要组成部分。

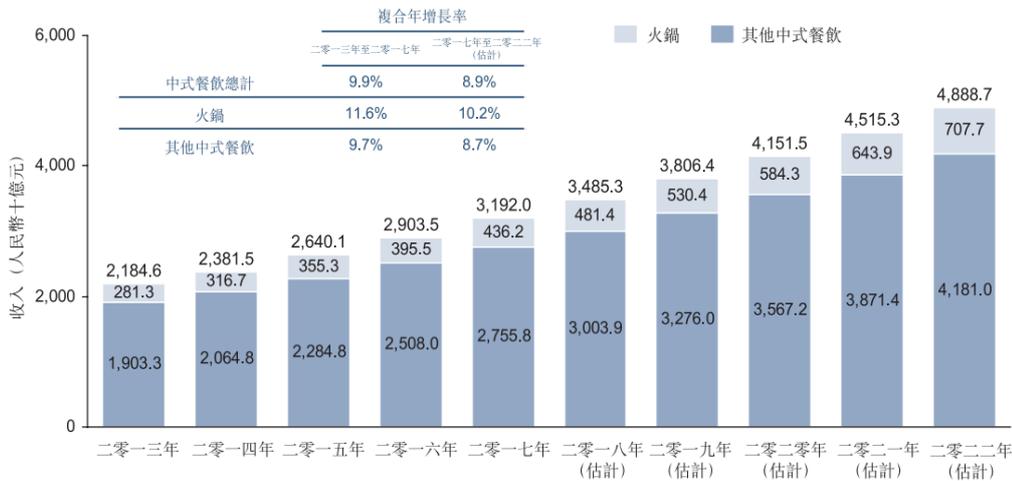
图 16: 2013-2019 年居民人均可支配收入 (元)


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 17: 2013-2018 年居民人均食品烟酒消费支出 (元)


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

由于其广受欢迎及中国餐饮服务市场的整体增长,火锅餐厅市场的总收入由 2013 年的人民币 2813 亿元增加至 2017 年的人民币 4362 亿元,在此期间的复合年增长率为 11.6%。展望未来,预期火锅餐厅市场于 2017 年至 2022 年将持续按 10.2% 的复合年增长率增长,为中式餐饮中增长最快的分部,2022 年总收入达人民币 7077 亿元。下图载列 2013 年至 2022 年中国火锅餐厅以及中式餐饮总收入。

图 18: 2013-2022 中国火锅餐厅及中式餐厅的总收入 (十亿元)


数据来源: 海底捞招股说明书, 西南证券整理

基于以上情况, 我们预计居民消费升级及火锅餐饮市场规模的逐年提升, 会进一步拉动公司豆制品业务的营收和利润增长。

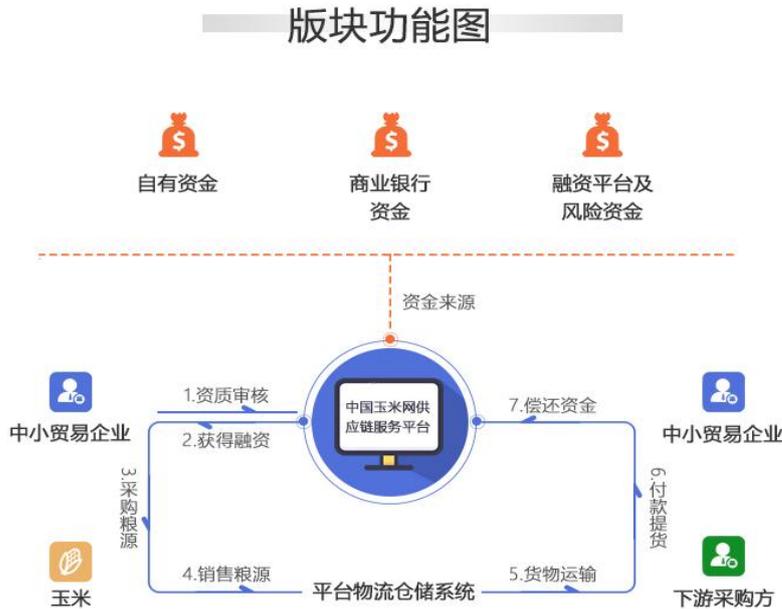
4 收购中国玉米网, 打造农产品供应链服务平台

集团经营的粮食业务包括玉米贸易, 2019 年度的玉米经营业务量超过 300 万吨。于此期间, 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, 将集中公司在资金、渠道、物流方面的优势, 致力于打造全国性“产业+互联网+金融”的大宗农产品供应链服务平台。中国玉米网于 2001 年 10 月开通, 注册的会员数量达 60000 多家, 涵盖国内外玉米全产业链内重点知名企业, 在全国各地设有 2500 多个报价点。会员自身年贸易量超过 6000 万吨, 占全国玉米年贸易量的 30%。

2020 年 2 月, 全国首个线上玉米交易平台——中国玉米供应链服务平台正式上线, 为客户提供包括行业研究分析、产业信息集成以及大宗农产品撮合交易等服务。公司希望通过科技赋能, 减少中间环节, 创建玉米行业智能化经营环境, 并藉由平台数据服务、交易服务、金融服务、物流服务、三农服务五大核心功能, 穿透各环节成本、让利会员企业、实现降本增效。令供应链上的成员企业建立良好的供需关系, 农户按订单生产, 避免生产的盲目性, 从而使农民的利益得到保护, 为解决三农问题奠定基础; 有助于玉米形成较为稳定的流量、流向, 提升全产业运行效率和效益。

截至 2020 年 3 月末, 平台已累计完成 35 笔线上购销交易, 累计成交总额 5.87 亿元, 其中玉米累计成交量 29.6 万吨, 累计成交总额 5.74 亿元; 玉米淀粉累计成交量 0.5 万吨, 累计成交总额 0.13 亿元。

图 19: 中国玉米网“产业+互联网+金融”功能结构图



数据来源: 中国玉米网, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

- 1) 考虑公司未来将凭借大米业务与不断拓展渠道, 后续面粉、油类产品将快速进入市场。我们预计若国内大米价格保持稳定, 公司粮油业务 2020-2022 年销量增速为 24%、20%、20%;
- 2) 考虑公司未来将围绕农业打造供应链服务商, 预计房地产业务将陆续减少。我们预计公司 2020-2021 年房地产开发业务增速为-20%、-100%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
粮油购销	收入	12,462.10	15,453.00	18,543.60	22,252.33
	增速	35.68%	24.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	2.49%	2.90%	3.20%	3.50%
房地产开发业务	收入	619.18	495.34	0.00	0.00
	增速	-88.00%	-20.00%	-100.00%	0.00%
	毛利率	-5.65%	5.00%	0.00%	0.00%
出租	收入	41.00	43.05	45.20	47.46
	增速	-28.93%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	14.71%	15.00%	15.00%	15.00%

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
其他	收入	56.68	59.51	62.49	65.61
	增速	-16.55%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	51.38%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	13,179.0	16,050.9	18,651.3	22,365.4
	增速	-9.15%	21.79%	16.20%	19.91%
	毛利率	2.35%	3.17%	3.39%	3.66%

数据来源: 公司公告, 西南证券

表 2: 可比公司盈利预测相对估值

代码	简称	股价 (元) 2020/06/4	每股收益 (元)			市盈率		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
600811	东方集团	4.06	0.16	0.2	0.25	26	21	16
行业均值						18.35	22.57	19.54
601952	苏垦农发	9.28	0.43	0.48	0.58	16.29	19.21	15.96
600598	北大荒	15.21	0.48	0.59	0.66	20.4	25.92	23.12

数据来源: wind, 西南证券整理

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.2 元、0.25 元、0.31 元, 对应 PE 分别为 20 倍、16 倍和 13 倍。同行业可比公司 2021 年平均估值 20 倍, 考虑公司线上线下渠道铺设顺利, 给予公司 10% 的估值溢价, 给予公司 2021 年 22 倍 PE, 目标价 5.5 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6 风险提示

疫情影响农民耕种热情或不及预期、大米价格或有波动。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13178.90	16050.84	18651.22	22365.31	净利润	505.57	669.22	847.63	1059.96
营业成本	12868.68	15541.73	18019.80	21546.55	折旧与摊销	93.53	97.49	97.49	97.49
营业税金及附加	34.32	125.78	113.62	149.25	财务费用	905.21	943.41	985.42	992.09
销售费用	143.42	176.56	186.51	190.11	资产减值损失	-220.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	378.95	417.32	428.98	436.12	经营营运资本变动	4258.46	-4652.75	-2790.89	-4212.98
财务费用	905.21	943.41	985.42	992.09	其他	-2219.22	-1903.70	-2034.68	-2140.44
资产减值损失	-220.65	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3322.90	-4846.33	-2895.02	-4203.88
投资收益	1835.27	1715.00	1800.64	1890.20	资本支出	2404.97	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	308.76	206.58	234.02	247.27	其他	-1222.23	1942.27	-79.79	167.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1182.74	1942.27	-79.79	167.45
营业利润	598.43	767.64	951.54	1188.65	短期借款	-1549.48	13494.26	5260.42	6885.57
其他非经营损益	-29.12	-45.46	-29.70	-32.30	长期借款	-2572.79	0.00	0.00	0.00
利润总额	569.32	722.18	921.84	1156.35	股权融资	-7.37	0.00	0.00	0.00
所得税	63.75	52.96	74.21	96.39	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	505.57	669.22	847.63	1059.96	其他	-1562.95	-7050.73	-985.42	-992.09
少数股东损益	-78.06	-61.45	-71.17	-93.39	筹资活动现金流净额	-5692.59	6443.53	4275.00	5893.48
归属母公司股东净利润	583.63	730.67	918.80	1153.35	现金流量净额	-1186.72	3539.47	1300.19	1857.05
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4485.95	8025.42	9325.61	11182.65	成长能力				
应收和预付款项	7086.06	10385.18	11561.66	13748.29	销售收入增长率	-9.15%	21.79%	16.20%	19.91%
存货	9605.16	11582.43	13432.08	16067.41	营业利润增长率	-14.71%	28.27%	23.96%	24.92%
其他流动资产	1606.41	1589.29	1777.58	2072.44	净利润增长率	-21.52%	32.37%	26.66%	25.05%
长期股权投资	15752.70	17407.50	19145.04	20969.44	EBITDA 增长率	-8.58%	13.23%	12.49%	11.98%
投资性房地产	5502.33	4074.52	4470.57	4617.58	获利能力				
固定资产和在建工程	843.21	763.31	683.41	603.51	毛利率	2.35%	3.17%	3.39%	3.66%
无形资产和开发支出	337.97	332.90	327.83	322.76	三费率	10.83%	9.58%	8.58%	7.24%
其他非流动资产	1400.09	1387.56	1375.03	1362.51	净利率	3.84%	4.17%	4.54%	4.74%
资产总计	46619.87	55548.11	62098.80	70946.59	ROE	2.37%	3.06%	3.74%	4.46%
短期借款	7585.83	21080.09	26340.51	33226.08	ROA	1.08%	1.20%	1.36%	1.49%
应付和预收款项	1875.12	2340.67	2742.66	3250.81	ROIC	6.11%	7.04%	6.47%	6.15%
长期借款	4462.49	4462.49	4462.49	4462.49	EBITDA/销售收入	12.12%	11.27%	10.91%	10.19%
其他负债	11373.40	5820.24	5860.89	6255.00	营运能力				
负债合计	25296.85	33703.49	39406.55	47194.38	总资产周转率	0.27	0.31	0.32	0.34
股本	3714.58	3714.58	3714.58	3714.58	固定资产周转率	14.36	20.04	25.86	34.88
资本公积	8877.07	8877.07	8877.07	8877.07	应收账款周转率	8.64	22.34	14.18	15.46
留存收益	8477.49	9208.17	10126.96	11280.32	存货周转率	1.33	1.47	1.44	1.46
归属母公司股东权益	21016.24	21599.29	22518.09	23671.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	136.41%	—	—	—
少数股东权益	306.78	245.33	174.16	80.77	资本结构				
股东权益合计	21323.02	21844.62	22692.25	23752.21	资产负债率	54.26%	60.67%	63.46%	66.52%
负债和股东权益合计	46619.87	55548.11	62098.80	70946.59	带息债务/总负债	52.31%	79.30%	81.17%	82.37%
					流动比率	1.34	1.25	1.16	1.11
					速动比率	0.78	0.79	0.73	0.70
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.20	0.25	0.31
					每股净资产	5.74	5.88	6.11	6.39
					每股经营现金	0.89	-1.30	-0.78	-1.13
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	1597.17	1808.54	2034.46	2278.24					
PE	25.52	20.39	16.21	12.91					
PB	0.70	0.68	0.66	0.63					
PS	1.13	0.93	0.80	0.67					
EV/EBITDA	7.06	10.94	11.10	11.93					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn