

# 东方集团（600811）

证券研究报告

2022年07月30日

## 主业困境反转正当时，加大新兴业务布局

### 1、东方集团：困境反转正当时，另起新帆再远航

公司是农业产业化国家重点龙头企业，上市公司实控人稳定，公司结构清晰。2021年以来，公司持续挖掘现代农业及健康食品产业链上下游中高附加值机会。公司当前整体业绩受地产业务影响较大，随公司加速剥离地产业务及新业务产能释放，公司业绩有望迎历史性拐点。

### 2、民生银行与锦州港持股奠定利润基础

公司净利润主要由联营企业民生银行与锦州港贡献。截至2021年，公司拥有民生银行（600016.SH）股份2.92%；锦州港（600190.SH）股份15.39%，公司所持二者股份比例对应其市值之和约在60亿元。

### 3、现代农业及健康食品业务为营收主力

1) **农产品供应链业务**。公司长期致力于在全国范围内建设完整的农产品供应链体系，2021年经营量近400万吨，实现营收97.62亿元，预计2022年继续稳步增长；2) **农产品加工销售**。初加工方面：现已形成以米、面、油为核心的特色农产品品牌，以及“银祥”牌豆制品，2021年实现营收52.74亿元。公司拥有稻谷加工能力42万吨/年、豆制品3.6万吨/年，并于2022年继续优化其45万吨/年油脂加工产能；深加工业务：公司拥有的米糠技术可提升高水分植物蛋白肉口感，公司年产高水分植物蛋白肉5000吨产线已于2021年8月建成投产，技术国内领先。

### 4、地产业务加速剥离，现金流有望改善

公司房地产业务集中在北京地区。2022年，子公司国开东方将积极加快成本回收和现金回流，进一步降低债务规模。我们认为，待公司盘活存量资产、加快房地产业务资产变现，有望有效改善公司现金流。

### 5、海水提钾：中试车间已建成，20万吨产能有望23年达产

我国钾肥主要靠进口，开发海水化学资源是解决我国陆地矿物资源短缺的战略途径。2022年3月，公司子公司厦门东方银祥油脂与河北工业大学、及袁俊生教授团队签署20万吨/年海水提取氯化钾工程《技术开发合同》。本次项目将采用“沸石离子法海水提取钾肥的高效节能技术”，成本远低于进口产品价格。目前，公司已建成海水提钾中试车间。项目一期计划2022年下半年开始建设，预计2023年年中实现达产。此外，公司拟在海水提钾项目基础上，积极推进海水提锂、溴技术等产业化研究。

**盈利预测&投资建议**：我们预计2022-2024年，公司实现营收151.92/161.69/178.88亿元，同比增0.03%/6.43%/10.63%；净利润1.03/8.13/10.18亿元，同比扭亏106.02%/增长686.10%/25.29%；对应EPS 0.03/0.22/0.28元/股。我们看好公司主业困境反转进展，以及公司从海水提钾切入海水资源化领域、未来在国内双碳大背景下的发展前景，给予公司2023年20倍PE，目标价4.4元，给予“买入”评级。

**风险提示**：农产品价格风险、人造肉技术研发进展不达预期、农业供应链金融政策变动风险、房地产剥离进展不达预期、海水提钾项目进展不达预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,473.42	15,187.45	15,191.84	16,169.23	17,887.91
增长率(%)	17.41	(1.85)	0.03	6.43	10.63
EBITDA(百万元)	1,266.67	1,048.84	1,403.40	1,841.88	2,052.76
净利润(百万元)	240.45	(1,718.75)	103.39	812.78	1,018.35
增长率(%)	(58.80)	(814.81)	(106.02)	686.10	25.29
EPS(元/股)	0.07	(0.47)	0.03	0.22	0.28
市盈率(P/E)	44.44	(6.22)	103.34	13.15	10.49
市净率(P/B)	0.51	0.55	0.55	0.53	0.50
市销率(P/S)	0.69	0.70	0.70	0.66	0.60
EV/EBITDA	16.09	17.49	14.85	9.55	10.87

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	综合/综合 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	2.87元
目标价格	4.4元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,659.15
流通A股股本(百万股)	3,659.15
A股总市值(百万元)	10,501.76
流通A股市值(百万元)	10,501.76
每股净资产(元)	5.22
资产负债率(%)	55.40
一年内最高/最低(元)	3.83/2.46

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**唐婕** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**刘章明** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**戴飞** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520060004  
daifei@tfzq.com

**郭建奇** 联系人  
guojianqi@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《东方集团-公司点评:持续聚焦主业，地产剥离或将实现轻装上阵》  
2022-01-29
- 《东方集团-半年报点评:掌握核心技术，看好人造肉板块未来发展》  
2021-09-04
- 《东方集团-公司深度研究:一机两翼，立体化发展摘取植物基皇冠上的明珠》  
2020-09-04

## 内容目录

1. 东方集团：困境反转正当时，另起新帆再远航.....	4
2. 民生银行与锦州港持股奠定利润基础.....	5
3. 现代农业及健康食品业务为营收主力.....	7
3.1. 农产品供应链业务.....	7
3.2. 农产品加工销售业务：.....	9
3.2.1. 初加工：大米+油脂+豆制品.....	9
3.2.2. 深加工：米糠技术&人造肉.....	12
4. 地产业务加速剥离，现金流有望改善.....	14
5. 海水提钾：中试车间已建成，20万吨产能有望23年达产.....	14
6. 盈利预测&投资建议.....	16
7. 风险提示.....	17

## 图表目录

图 1：东方集团主业相关历史沿革.....	4
图 2：东方集团股权结构（截至 2022Q1）.....	4
图 3：东方集团总营收&同比增速（亿元，%）.....	5
图 4：东方集团归母净利润&同比增速（亿元，%）.....	5
图 5：东方集团毛利率&净利率（%）.....	5
图 6：东方集团 2021 年营收结构（%）.....	5
图 7：民生银行近一年(21/7/29-22/7/28)平均总市值≈1695 亿元.....	6
图 8：锦州港近一年(21/7/29-22/7/28)平均总市值≈62 亿元.....	6
图 9：民生银行归母净利润&同比增速（亿元，%）.....	6
图 10：东方集团对民生银行持股比例（%）.....	6
图 11：锦州港归母净利润&同比增速（亿元，%）.....	6
图 12：东方集团对锦州港持股比例（%）.....	6
图 13：东方集团农产品供应链业务营收&同比增速（亿元，%）.....	7
图 14：东方集团农产品供应链业务毛利&毛利率（亿元，%）.....	7
图 15：截至 22Q1 中农国垦供应链管理（大连）有限公司股权示意图.....	8
图 16：2011-2019 年我国粮食物流结构&同比增速（亿吨，%）.....	9
图 17：东方集团农产品加工销售业务营收&同比增速（亿元，%）.....	9
图 18：东方集团农产品加工销售业务毛利&毛利率（亿元，%）.....	9
图 19：“天缘道”“稻可道”“天地道”产品示意图.....	10
图 20：东方集团大米加工销售业务营收&同比增速（亿元，%）.....	10
图 21：东方集团大米加工销售业务毛利&毛利率（亿元，%）.....	10
图 22：厦门东方银祥油脂总营收&同比增速（亿元，%）.....	11
图 23：厦门东方银祥净利润&同比增速（亿元，%）.....	11
图 24：厦门银祥豆制品产品示意图.....	11
图 25：厦门银祥豆制品总营收&同比增速（亿元，%）.....	12

图 26: 厦门银祥豆制品净利润&同比增速 (亿元, %)	12
图 27: 米糠是稻谷加工中主要副产物	12
图 28: 福肴公司植物蛋白肉佳肴宴	14
图 29: 哈尔滨福肴食品有限公司工厂	14
图 30: 国开东方总营收&同比增速 (亿元, %)	14
图 31: 国开东方净利润&同比增速 (亿元, %)	14
图 32: 海水中主要元素的浓度和存在形势及储量&两套海水资源综合利用流程示意图	15
表 1: 公司 2021 年前五大客户销售占比 (元, %)	7
表 2: 东方集团粮油食品有限公司申请的米糠技术相关专利	13
表 3: 东方集团盈利预测 (亿元, %)	16
表 4: 估值分析	17

## 1. 东方集团：困境反转正当时，另起新帆再远航

**农业产业化国家重点龙头企业，持续挖掘产业链机会。**东方集团股份有限公司成立于 1992 年，1994 年在上交所正式挂牌上市（东方集团，600811），是黑龙江省第一家股票公开发行人并上市的民营企业。公司主营自 2009 年转向以粮油供应链为主的业务，目前已形成现代农业及健康食品产业、新型城镇化开发产业、金融业、港口业等四大产业板块。2012 年来，公司全资子公司东方粮油多次荣登中国粮油榜，2018 年首次被认定为“农业产业化国家重点龙头企业”；2021 年，公司获评为“第一批全国供应链创新与应用示范企业”，成为全国 96 家示范企业之一，为唯一入选的黑龙江籍企业。

**近年来，公司持续沿产业链上下游探索转型道路。**目前，公司第一大主营业务仍为农产品收购、加工和销售业务，业务成长性及盈利能力均存较大发展空间。2021 年来，公司在现代农业及健康食品产业链上下游继续投入资源，重点拓展高水分植物蛋白肉、海水提钾等高附加值产业，落实公司“以科技创新引领企业发展”的战略举措，为公司现代农业及健康食品产业转型发展夯实基础。

图 1：东方集团主业相关历史沿革



资料来源：东方集团历年年报&官网，天风证券研究所

**上市公司实控人稳定，公司结构清晰。**张宏伟先生为公司实际控制人，截至 22Q1 其与其实控东方集团有限公司、西藏东方润澜投资有限公司，合计持有公司 29.96% 股权，自上市以来，实控人未发生变化。公司目前的主要业务分别由其全资控股的东方粮仓和东方商业投资运营。其中，东方粮仓主要负责运营现代农业及健康食品产业，旗下有东方粮油、厦门银祥、东方优品等 32 家参控股公司；东方商业投资主要负责运营新型城镇化开发产业业务，旗下有北京大成饭店、国开东方城镇等 19 家参控股公司。此外，公司通过联营参与金融业务和港口交通业务，其中企业包括中国民生银行、锦州港、东方集团财务。

图 2：东方集团股权结构（截至 2022Q1）

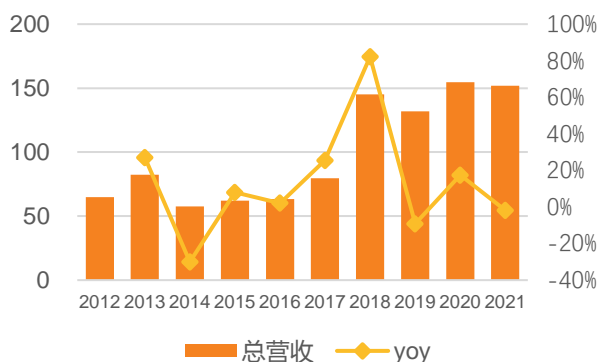


资料来源：东方集团公告，天风证券研究所

**公司当前整体业绩受地产业务影响较大，或成历史底部。**2021 年，公司实现总营收 151.87 亿元，同比降 1.85%；实现归母净利润-17.19 亿元，同比降 814.81%。影响公司利润的主要

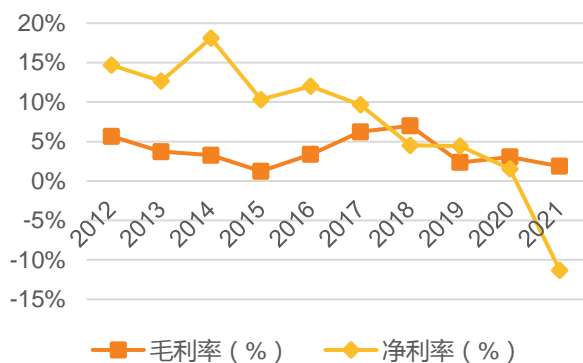
原因为：因计提信用减值损失和资产减值损失、财务费用增加、投资性房地产公允价值变动、以及应付山东天商置业有限公司本息导致公司子公司国开东方 2021 年实现净利润为 -19.98 亿元。我们认为，随公司对地产业务的加速剥离，以及新业务产能释放，公司业绩有望迎历史拐点。

图 3：东方集团总营收&同比增速（亿元，%）



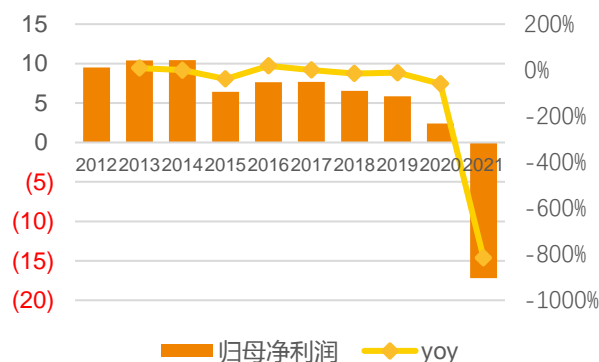
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：东方集团毛利率&净利率（%）



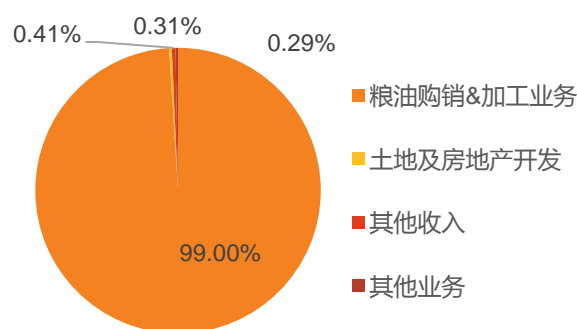
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：东方集团归母净利润&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：东方集团 2021 年营收结构（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**公司发展目标和总体规划为：**以现代农业及健康食品产业为核心主业，以农产品加工为主导，以科技创新为核心驱动力，延伸农业产业链，发展种子、种植、农副食品加工、农资生产、粮食原粮以及农产品和健康食品销售等，致力于发展为产、贸、供、销、融为一体的品牌农业企业。同时公司正在积极加快剥离房地产板块，实现资金回笼，回笼资金将全部用于公司核心主营。

**目前，公司营收业绩主要由农产品收购、加工和销售业务贡献，净利润主要来自联营企业：**

## 2. 民生银行与锦州港持股奠定利润基础

公司净利润主要由联营企业民生银行与锦州港贡献，公司所持二者股份比例对应其市值之和约在 60 亿元：

图 7：民生银行近一年(21/7/29-22/7/28)平均总市值≈1695 亿元



图 8：锦州港近一年(21/7/29-22/7/28)平均总市值≈62 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 民生银行（600016.SH, 1988.HK），截至 2021 年东方集团持有其股份 2.92%；截至 2022 年 7 月 28 日，民生银行（600016）近一年平均总市值约在 1695 亿元，对应东方集团所持股份价值在 49.5 亿元。民生银行成立于 1996 年，是我国首家主要由民营企业发起设立的全国性股份制商业银行，后 2000 年于 A 股上市，2009 年于 H 股上市。2021 年，民生银行资产规模为 6.95 万亿元，实现营收 1688.04 亿元，同比下降 8.73%，归母净利润 343.81 亿元，同比增 0.21%。上市公司确认的投资收益为 9.08 亿元。

图 9：民生银行归母净利润&同比增速（亿元，%）

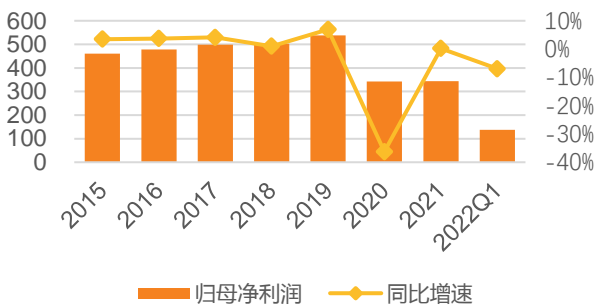
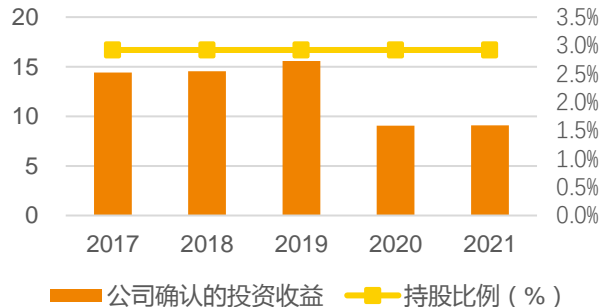


图 10：东方集团对民生银行持股比例（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 锦州港（600190.SH），截至 2021 年东方集团持有其股份 15.39%；截至 2022 年 7 月 28 日，锦州港近一年平均总市值约在 62 亿元，对应东方集团所持股份价值在 12 亿元。锦州港成立于 1993 年，后 1999 年于 A 股上市，是辽宁省重点发展的北方区域性港口，是国家辽宁沿海经济带建设战略中的重要节点之一。2021 年，锦州港实现营收 29.33 亿元，同比下降 32.84%；归母净利润 1.26 亿元，同比降 32.52%。上市公司确认的投资收益为 0.19 亿元。

图 11：锦州港归母净利润&同比增速（亿元，%）

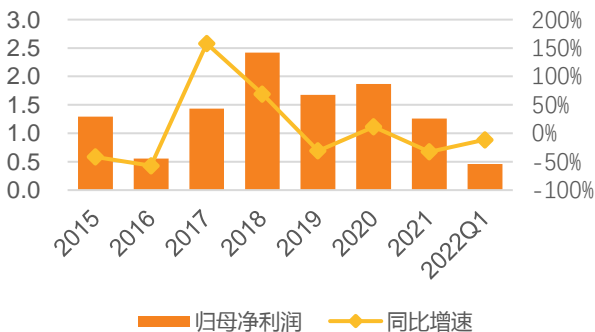
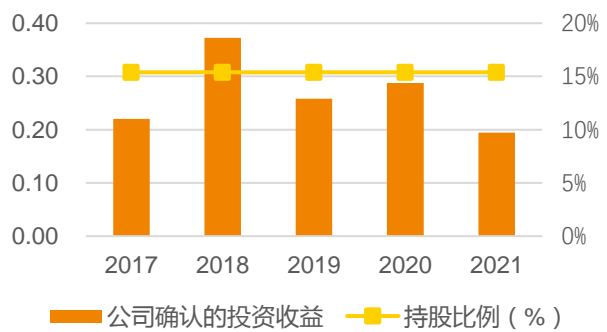


图 12：东方集团对锦州港持股比例（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

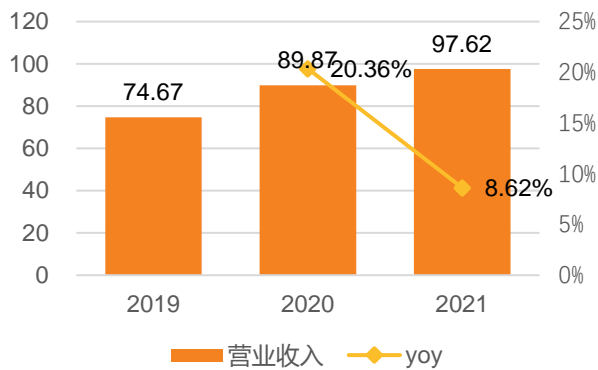
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 现代农业及健康食品业务为营收主力

#### 3.1. 农产品供应链业务

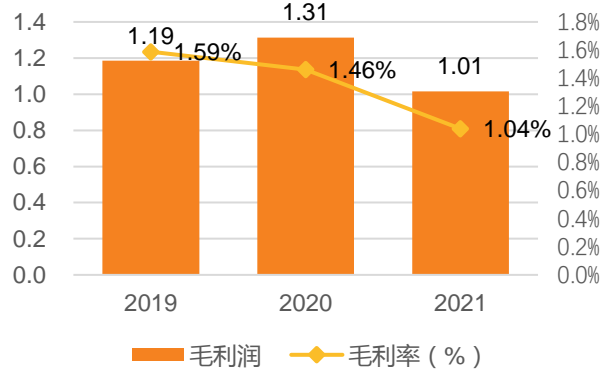
农产品供应链业务目前仍为公司第一大业绩来源，玉米是其中第一大品种。2021年，公司农产品供应链业务经营量近400万吨，实现营收97.62亿元，同比增8.62%；实现毛利率1.04%。根据公司2021年年报，公司前五大客户所需农产品品种均为玉米，销售金额占全年总销售收入近20%。

图 13：东方集团农产品供应链业务营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：东方集团农产品供应链业务毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司 2021 年前五大客户销售占比（元，%）

客户名称	销售金额	占年度销售总额比例	品种
1 吉林省隆裕粮油经销有限公司	1,034,662,972.78	6.81%	玉米、大豆
2 深圳闽安贸易有限公司	747,702,078.99	4.92%	玉米
3 吉林省恒昌新创农业科技服务有限公司	467,734,113.19	3.08%	玉米
4 福建闽航农业发展有限公司	460,639,663.48	3.03%	玉米
5 金健农产品(营口)有限公司	456,688,142.96	3.01%	玉米
合计	3,167,426,971.40	20.86%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 公司长期致力于完善玉米供应链产业链上下游布局：

- 在上游供给环节：**公司控股子公司东方粮油旗下的大连鑫兴相关合作方黑龙江省铤镒农机专业合作社通过土地流转和土地托管的方式，建立了12万亩的优质玉米种植基地；其另一合作企业黑龙江兰西正亿粮油贸易有限公司以土地流转方式建立了5000亩优质玉米种植基地，所收获的玉米主要定向供应东方粮仓采购。公司还将通过多种方式进一步扩大土地流转面积，切实稳定粮源；
- 在中间物流环节：**公司已与北大荒粮食集团有限公司、厦门建发股份有限公司、福州平安贸易有限公司等农业供应链龙头企业开展合作，对接产地采购、物流运输以及终端销售等供应链环节，通过与相关企业的密切合作，使各方优势资源有效链接，进一步完善公司农业供应链体系；
- 在下游客户环节：**公司于2019年7月收购了中国最大的玉米资讯平台——中国玉米网80%的股权，将集中公司在资金、渠道、物流等方面的优势，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。2021年，公司控股子公司金联金服投资集团有限公司更名为东方金联供应链管理集团有限公司，目的为构建供应链金融业务管控平台，通过整合现有牌照资源，梳理农业板块各产业体系，形成初步的农业供应链金融发展方案，携手东方粮油、东方数科启动科技监管研究及部署相关工作；2021年8月，公司全资子公司东方粮仓与黑龙江省供销集团小康龙江农业科技有限公司共同投资设立黑龙江小康龙江供应链管理有限公司，双方优势互补、扩大业务规模，提升市场占有率和品牌知名度。

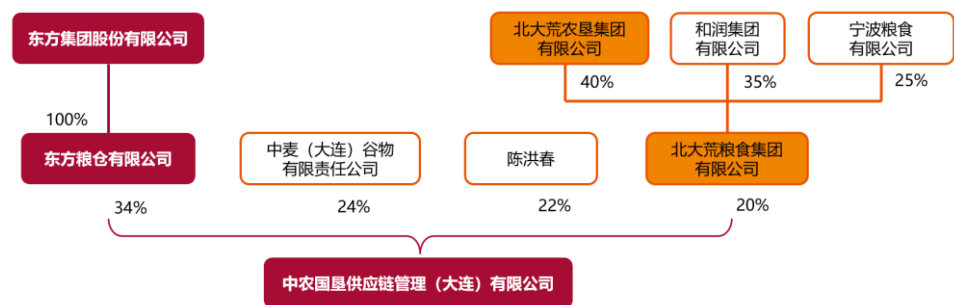
除玉米外，公司还长期与其他区域性农业供应链龙头企业进行深度合作，以在全国范围内建设完整的农产品供应链体系，目前已有：

**中农国垦供应链管理（大连）有限公司（曾用名：北大荒供应链管理（大连）有限公司）**

2018年9月，公司由东方集团与北大荒粮食集团等公司共同投资设立。公司采用以供应链管理为核心、基础物流及高端物流为支撑的新型业务模式，整合农产品物流资源，实现规模效应。公司立足东北，联通广西，拥有强大物流资源优势。公司在北方的物流资源主要为铁路、公路和集装箱集港，通过海运到达沿海港口辐射销区。同时，公司在广西和哈尔滨等地设立子公司，现已形成南北呼应的网络布局，可为客户提供全国区域的“运-贸-融”一体化供应链管理联动服务。根据公司2019年年报披露，公司玉米和大米农产品品种的物流享受哈尔滨铁路局平台基础上的最低下浮、沈阳铁路局管辖范围内港口下浮、南宁铁路局到云贵川阶段性下浮，及锦州港、丹东港、大窑湾港、北良港的以量换价优惠协议。在铁-海-铁多式联运上开通东北产区直达西南销区的新物流通道。

公司现与北大荒粮食集团有限公司、厦门建发股份有限公司、黑龙江省供销合作社企业小康龙江农业科技有限公司等农业供应链龙头企业设立合资公司开展合作，以降本服务为核心，为上下游企业提供更多更优质的收储运销服务。通过产区采购与销区终端直通，减少中间环节，增强以锦州、营口、漳州港、蛇口、钦州、防城港为核心的仓储物流服务辐射能力，2021年度公司供应链物流服务平台为上下游客户承载年载运量224.24万吨，其中大豆180.25万吨，玉米30.89万吨，糙米9.38万吨，其他3.72万吨。

图 15：截至 22Q1 中农国垦供应链管理（大连）有限公司股权示意图



资料来源：Wind，天风证券研究所

**东方集团大连闽航粮食有限公司**

2019年10月，东方粮油全资子公司东方集团大连粮食贸易有限公司与福州平安贸易有限公司实控人共同投资设立东方集团大连闽航粮食有限公司，其中大连粮食贸易持股51%，为其控股股东。福州平安贸易有限公司在玉米供应链中下游终端销售环节具有独特优势，在其主销区福建漳州港设有储粮仓库，仓容规模5万吨，且常年享受相关港口费用优惠政策；销售范围主要覆盖广东、广西、福建等省份，销售客户主要为饲料厂。根据公司2019年年报披露，公司与福州平安贸易有限公司主要在玉米销售领域开展合作。

**建发东方(大连)物产有限公司**

2020年1月，公司与厦门建发股份有限公司（SH.600153）全资子公司厦门建发物产有限公司发起成立建发东方(大连)物产有限公司，东方粮仓持股比例47%。厦门建发物产有限公司主要开展农产品的供应链运营和服务业务，在玉米、菜籽等大宗农产品供应链服务领域具有丰富的管理经验，尤其在农产品销区的物流、金融等领域具有资源优势。公司将与厦门建发物产有限公司在玉米等品种采购、物流、销售等供应链环节展开全方位的深入合作，充分发挥双方的优势资源，实现产区采购与销区终端直通，减少中间环节，增强以漳州港、蛇口、钦州、防城港为销区核心的终端市场的辐射能力，提升影响力和市场占有率。

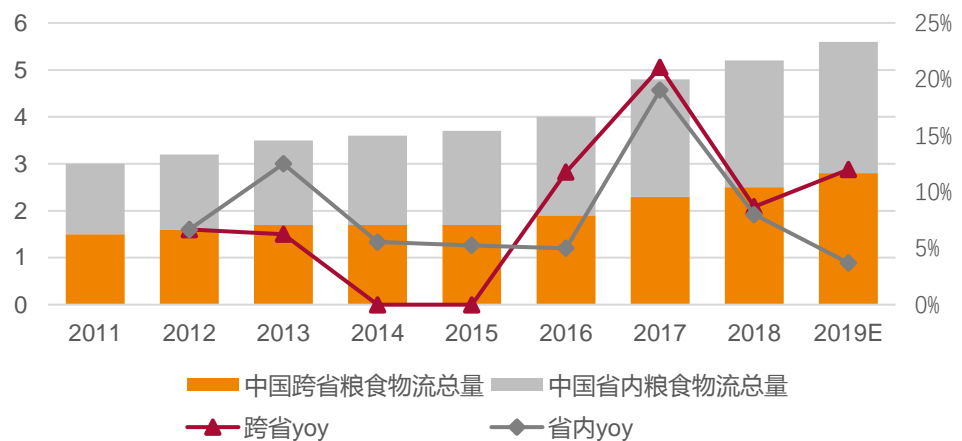
此外，公司作为锦州港第二大股东，可依托锦州港交通枢纽，整合陆、海运优势，建立起可以覆盖全国市场的大物流运储网络体系。锦州港作为中国北方重要的中转基地和中国最



大的内贸散粮中转港，为玉米等各类农产品的港口贸易提供了便利的条件。

近年来，我国粮物流跨省需求增长迅速。根据国务院新闻办发布的《中国的粮食安全》白皮书，国家粮食与物资储备局公布的数据显示，2011-2019年我国粮物流总量整体呈上行趋势。2018年，中国粮物流总量为5.2亿吨，较上年增8%。随《粮物流“十三五”计划》逐步落实，报告预计2019年总量将进一步提升至5.6亿吨，其中，尽管我国省内粮物流总量相对较大，但自2016年起，跨省粮物流已成为增长主力，预计2019年同比增速达到12%，较省内高8.3pct。根据《粮物流业“十三五”发展规划》，要提升区域粮物流水平，鼓励大型粮食企业建设供应链平台。我们认为，公司通过多年布局在全国范围内已建立了较为完整的农产品供应链体系，未来将有望逐渐分享粮物流跨省需求增长的红利。

图 16：2011-2019 年我国粮物流结构&同比增速（亿吨，%）



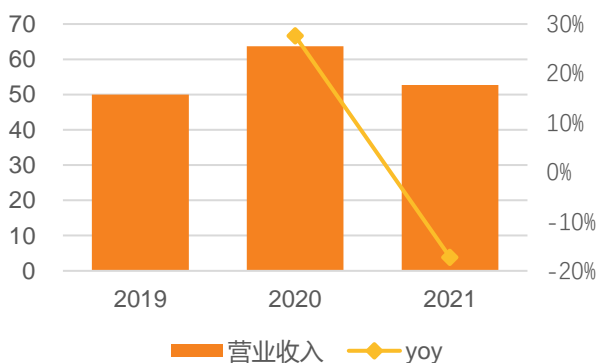
资料来源：《中国粮食安全报告白皮书》，前瞻产业研究院，天风证券研究所

### 3.2. 农产品加工销售业务：

#### 3.2.1. 初加工：大米+油脂+豆制品

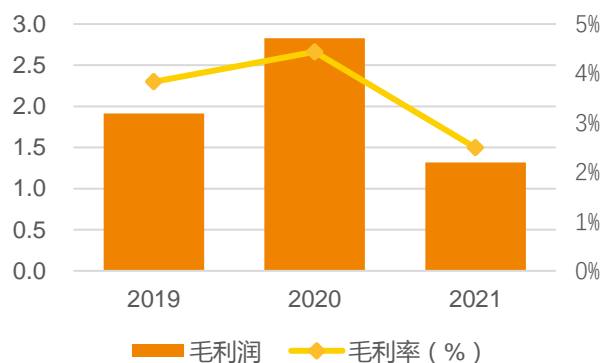
公司以品牌大米为支点快速打开市场，建立市场影响力和消费者认可度，逐渐开拓品牌食用油、品牌面粉市场，最终形成以米、面、油为核心的“天地道”“天缘道”“稻可道”等特色农产品品牌，以及“银祥”牌豆制品。公司目前拥有稻谷加工能力42万吨/年、豆制品3.6万吨/年，并于2022年继续优化其45万吨/年油脂加工产能。2021年，公司农产品加工销售业务合计实现营收52.74亿元，同比减少17.26%；实现毛利1.32亿元，毛利率2.5%。

图 17：东方集团农产品加工销售业务营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：东方集团农产品加工销售业务毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：“天缘道”“稻可道”“天地道”产品示意图



资料来源：东方人微信公众号，天风证券研究所

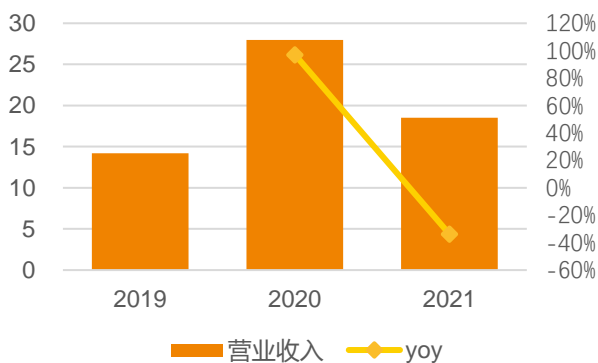
### ➤ 大米

公司建立了完善的种植、采购、加工及销售紧密链接的大米加工销售体系。公司通过土地流转在五常核心优质主产区首期流转了 13000 亩土地，建立了自有的绿色有机东方香米生产基地，从育种到田间管理、收割，整个种植过程严格把控质量，自产优质的稻花香水稻。除自种外，公司面向全国主要产区直接采购优质水稻，采购地包括黑龙江、辽宁、江苏、安徽、湖南、湖北、福建等。公司基于市场需求，持续优化产品体系，将产品 SKU 从 2021 年初的 200 多个优化至年底的 71 个核心单品，其中高端及中高端产品销量提升 87%，占比从 14.8%提升至 24%。

截止 2021 年末，公司大米产品在美团优选平台销售额全国排名前五。2021 年，受疫情的持续影响，全国 KA 渠道销售疲软，公司快速反应及时转变战略方向，除原有线上渠道外，在社区团购渠道持续发力。2021 年社区团购入驻平台包括美团优选、多多买菜、京喜拼拼、盒马、十荟团、橙心优选，网点覆盖 29 个省、直辖市和自治区。公司针对社区团购渠道的特点和客户需求不断调整产品结构，在社区团购市场占有率逐步提升。

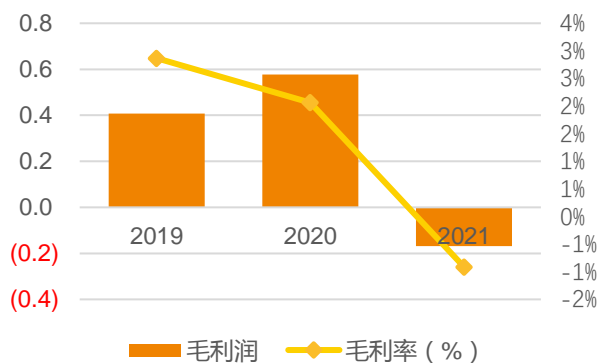
2021 年，公司大米加工销售实现营业收入 18.53 亿元，同比下降 33.78%，其中品牌米销售收入 6.57 亿元，同比下降 32.75%，主要因为 2021 年上半年大米消费需求降低，以及受疫情影响线下商超业务量大幅缩减，对公司大米加工销售整体影响较大。油价上涨导致运输成本提高、行业价格竞争进一步压缩利润率。公司将继续推进社区团购及其他新零售市场布局，公司建立了全国物流供应链标准化配送体系，打通了一件代发快递业务模式，为未来提升业务量做好准备。

图 20：东方集团大米加工销售业务营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：东方集团大米加工销售业务毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

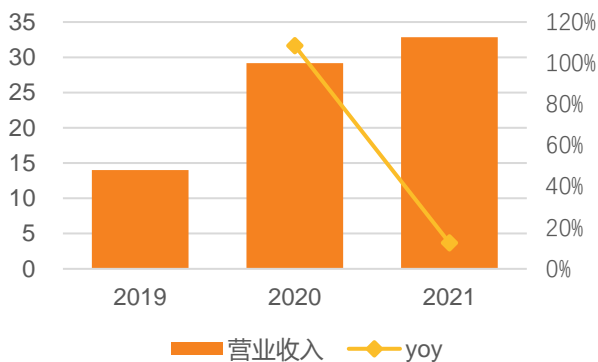
### ➤ 油脂

厦门东方银祥油脂有限公司为上市公司油脂业务经营主体。上市公司拥有其 51% 的股权。

东方银祥油脂主要经营菜籽油、浓香菜籽油（浓香散油和浓香包装油）、菜籽粕、磷脂油等加工业务，以及开展油脂油料贸易，同时结合期货套保规避产品价格波动风险，锁定利润。主要销售模式为厂家直销。

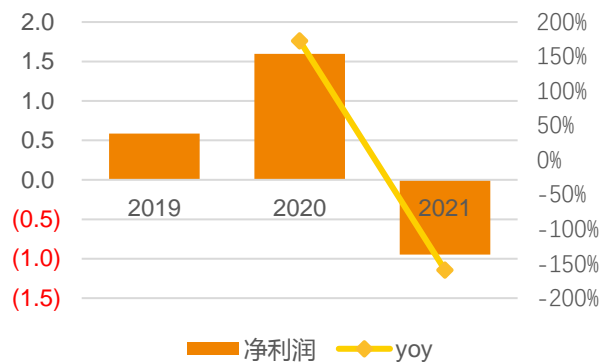
2021年，东方银祥油脂实现营业收入32.86亿元，同比增长12.57%，实现净利润-0.93亿元，亏损的主要原因为受全球通货膨胀和产地气候等因素影响，主要原料菜籽等进口价格大幅上涨，而产成品受到消费降级和政策影响，价格上涨比例不及原材料价格涨幅，进口油菜籽加工业务出现倒挂。东方银祥油脂在加工利润出现亏损后迅速采取措施调整加工节奏，减少原材料的采购，在四季度大幅降低加工量，避免了一定的亏损，同时采取包括提高贸易业务营收和利润；开拓棉籽进口渠道和加工能力；加速建设浓香油车间及高蛋白菜籽粕的加工改造；在国内磷脂加工业务和国产菜籽饼二次提油工艺上实现额外效益。

图 22：厦门东方银祥油脂总营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：东方集团历年年报，天风证券研究所

图 23：厦门东方银祥净利润&同比增速（亿元，%）



资料来源：东方集团历年年报，天风证券研究所

### ➤ 豆制品

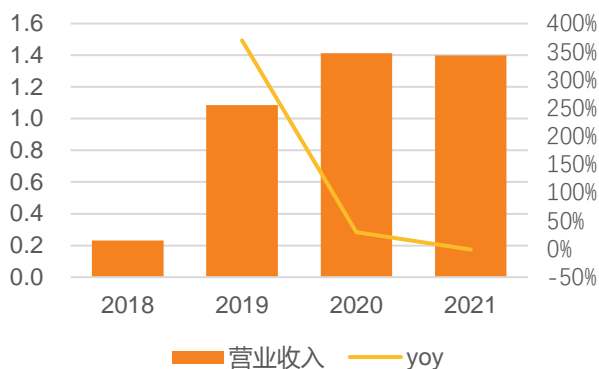
厦门银祥豆制品有限公司为上市公司品牌豆制品业务运营主体，是福建省豆制品龙头企业。上市公司拥有其77%的股权。银祥豆制品于2021年实现营业收入1.40亿元，同比下降0.88%，实现净利润1,350.69万元，同比下降11.43%，营业收入和利润下降的主要原因为部分月份存在客户及订单受疫情影响存在流失情况。银祥豆制品目前与海底捞、锅圈食汇、朴朴电商、永辉、甘棠明善、美团、美菜等近百家优质大客户保持着稳定的供货关系。依托规格化的包装系列产品，银祥豆制品大力拓展电商渠道和商超渠道，全年新增合作电商15家，原合作客户朴朴电商实现25%的销售增长，实现与大润发的福建全省深度合作，2021年与头部火锅连锁企业海底捞国际及家庭火锅餐饮巨头锅圈食汇均实现销售收入50%的增长。2021年4月15日，银祥豆制品再次荣膺“中国豆制品行业品牌企业50强”。

图 24：厦门银祥豆制品产品示意图



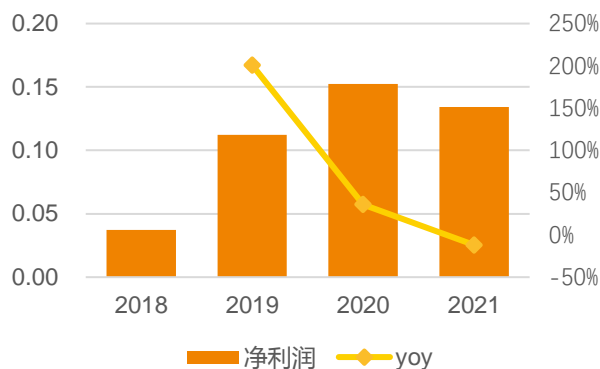
资料来源：厦门银祥豆制品官网，天风证券研究所

图 25：厦门银祥豆制品总营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：东方集团历年年报，天风证券研究所

图 26：厦门银祥豆制品净利润&同比增速（亿元，%）



资料来源：东方集团历年年报，天风证券研究所

### 3.2.2. 深加工：米糠技术&人造肉

**何为“米糠”？**米糠是稻谷加工中主要副产物、是糙米碾白过程中被碾下的皮层及米胚和少量碎米的混合物。米糠约占稻谷重量的6%—8%，包括稻谷的果皮、种皮、糊粉层及部分米胚芽等，又称“米皮、谷皮”或“清糠”，谷类加工是通过适当的碾磨，除去杂质和糠皮，但谷类里的维生素和膳食纤维多存在于糠皮中，所以加工越精细的米面所含的维生素就越少，营养价值不及糙米。新鲜米糠呈黄色，有一股米香味，具有鳞片状不规则结构。据美国农业部研究报告称，稻谷中64%的营养素集中在米糠中，被誉为“天赐营养源”，含有生育酚、植酸、28 烷醇、 $\gamma$ -谷维醇等多种生物活性物质，由此可见，米糠是一种较好的营养物质和膳食纤维的来源。

图 27：米糠是稻谷加工中主要副产物



资料来源：东方人微信公众号，天风证券研究所

公司拥有“全脂稳定米糠”技术，相关产品用途广泛，目前已应用于：

- **稻谷加工领域。**2015 年，东方粮仓“食品级全脂稳定米糠产业化项目”年底顺利通过国家发改委组织的项目终审验收。其产业化实施，为米糠副产物的梯次增值、利用，以及提升稻谷加工循环经济创利空间开辟了新途径，解决了长期以来新鲜米糠无法保鲜不能直接食用的技术难题。
- **健康食品领域——米糠粉。**米糠粉产品呈粉末状，具有特殊香气，是食品行业的食品原料与辅料，可应用于烘焙食品、保健主食、代餐粉、全谷物早餐等领域。2017 年，公司推出全脂米糠产品，包括米糠粉，以精选优质东北糙米的新鲜米糠为原料，采用国际先进的专利工艺技术，钝化内源酶（过氧化物酶和脂肪水解酶）制成的可以稳定储存的米糠粉产品，最大程度保留了米糠的营养物质活性。产品有两个规格：25 公斤纸塑牛皮纸包装，适用于烘焙行业、主食行业的食品原料和辅料；500 克家庭装，包

装形式为铝箔内袋+纸盒，适用于家庭 DIY 制作米糠粉面包、米糠粉馒头、花卷、面条等、也可制作米糠粥。以及三款米糠粉冲调糊产品，产品已于 2018 年实现上市销售。

- **美容美妆领域——米糠面膜。**2019 年，公司子公司东方优品与北京故宫文化服务中心旗下企业北京故宫观唐文化发展有限公司开展合作，研发并推出以全脂稳定米糠为主要成分的护肤品“东方缙妆光彩焕活面膜”。公司从稻米中提取米糠所加工的“全脂稳定米糠”，能够在不改变米糠营养成分的前提下，保证米糠约一年不变质，从而符合成为护肤品功效成分的条件。该产品现已向市场推出，目前市面上价格为 198 元 50 克。

表 2：东方集团粮油食品有限公司申请的米糠技术相关专利

专利（申请）号	申请日期	公开日期	公开号	摘要
CN201210007591.6	2012.01.11	2012.07.11	CN102550934A	全脂稳定米糠产品
CN201210007481.X	2012.01.11	2012.07.04	CN102524657A	生产全脂稳定米糠粉的方法
CN201210007616.2	2012.01.11	2012.07.04	CN102524658A	生产全脂稳定米糠粉的设备

资料来源：专利汇，天风证券研究所

同时，随米糠技术商业化持续推进，公司进一步入局“人造肉”行业。目前，公司依托米糠技术商业化的原料优势进军植物蛋白肉行业，是目前中国领先布局全产业链高水分植物蛋白肉解决方案供应商。

- **原料端：公司“全质稳定米糠”技术可用于人造肉加工，提升“真肉感”。**人造肉产品的关键在于“真肉感”，公司米糠技术最大程度地保留了新鲜米糠中营养物质的活性，能够为仿肉制品提供可稳定储存的米糠辅料来源。传统的素肉主成分为大豆组织蛋白，虽具有与肉类相似的咀嚼感但仿肉口感不足。经双螺杆挤压技术生产出的大豆拉丝蛋白具有更好的油脂吸附性，且具有易咀嚼的质构特性，在质地、口感上更接近原肉，因此被认为是更好的素肉材料。米糠富含膳食纤维，具有良好的油脂吸附性，其本身也含有大量油脂、蛋白等，通过特殊提取方法作为仿肉食品的添加剂可增加其类肉口感。
- **生产端：公司旗下全资子公司哈尔滨福肴食品有限公司主要负责人造肉的生产。**2021 年 8 月，该公司年产 5000 吨高水分植物蛋白肉产线建成投产。公司计划总投资 1.57 亿元，将在未来持续投入研发和扩大产能。现已形成的产品线有：植物蛋白肉水饺、小酥肉、狮子头、肉丸、肉馅、鸡肉棒、牛肉饼、炸鸡块等。福肴公司作为大豆产业食品深加工的企业之一，所申报的“高水分植物肉”项目，已入选《2021 年黑龙江省重大科技成果转化项目拟支持名单》，是 17 个项目里唯一一个食品项目。
- **研发端：公司植物肉相关技术目前处于全国领先水平。**研发团队采用双螺杆高水分挤出技术，对植物蛋白进行加工调理，使其质构、风味接近动物肉的形态、口感，利用独有的高水分基材特点，开发出零胆固醇、低脂肪、高蛋白的高水分植物蛋白肉产品，在国内率先实现最接近肉制品 65%的含水量。截至 2021 年数据，公司涉及高水分植物肉研发已获得和在申请专利共计 12 项，目前已开发 3 种形状的高水分植物肉基材产品，12 种高水分植物肉终端产品，一期上线 5 种；“高水分植物基蛋白素肉加工关键技术及成套装备产业化示范”项目被中国粮食行业协会评价为技术复杂度高、系统研制难度大，具有较高的自主创新性，项目总体技术达到国际先进水平。
- **销售端：公司已与中国植物蛋白肉第一品牌“珍肉”达成战略合作，联袂推出“东方珍肉”品牌，还与部分经销商达成合作并签订相关产品订单，**产品主要包括植物蛋白肉基材，小酥肉，牛肉饼，肉馅等。

图 28：福肴公司植物蛋白肉佳肴宴



资料来源：东方人微信公众号，天风证券研究所

图 29：哈尔滨福肴食品有限公司工厂



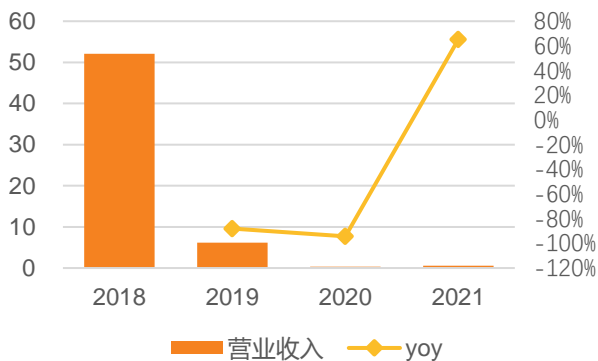
资料来源：东方人微信公众号，天风证券研究所

#### 4. 地产业务加速剥离，现金流有望改善

公司房地产业务集中在北京地区，国开东方是公司旗下主要进行房地产经营子公司。目前开发项目全部集中在北京市西南六环外的青龙湖区域，主要业务包括在该区域内的土地一级开发、二级房地产项目开发、文旅产业资源整合。2021 年，国开东方经营方向仍是延续加快现有项目的销售，多渠道推介促进沉淀资产处置，以期加快现金回流，缩减债务，加快收缩房地产业务规模。

2021 年，国开东方实现营业收入 5,815.39 万元，主要为实现二级开发销售收入所致；实现净利润为-19.98 亿元，主要为对存货、其他应收款计提资产减值损失和信用减值损失、财务费用增加和投资性房地产估值下降所致。

图 30：国开东方总营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：东方集团历年年报，天风证券研究所

图 31：国开东方净利润&同比增速（亿元，%）



资料来源：东方集团历年年报，天风证券研究所

2022 年，国开东方将积极通过合作、转让、资源整合等方式，加快成本回收和现金回流，进一步降低债务规模。我们认为，后期待公司盘活存量资产、加快房地产业务资产变现，有望有效改善公司现金流。

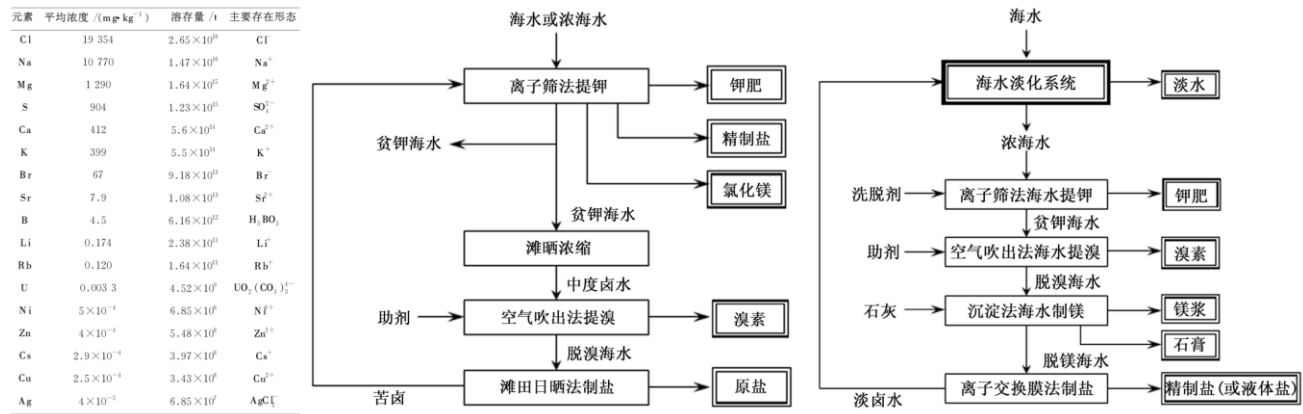
#### 5. 海水提钾：中试车间已建成，20 万吨产能有望 23 年达产

海水拥有广泛的化学资源。根据《海水化学资源利用技术的进展》（袁俊生等），海水的总体积约为  $1.37 \times 10^9 \text{m}^3$  溶存有 80 余种化学元素。海水中溶存的化学矿物资源总量十分巨大。其中海水中钾的总储量达  $550 \times 10^{12} \text{t}$  是世界陆地总资源量（ $1480 \times 10^8 \text{t}$ ）的 5000 倍；锂的储量  $2400 \times 10^6 \text{t}$  为陆地总储量（ $1700 \times 10^4 \text{t}$ ）的 15000 倍；铀的储量  $45 \times 10^8 \text{t}$  为陆地总储量

( $400 \times 10^4 t$ ) 的 1000 倍；而全球的溴资源几乎全部储存在海水中。根据《能源与节能》(2020,(03)) 数据，海水中还含有  $2.00 \times 10^6 t$  重水，是核聚变原料和未来的能源。

开发海水化学资源是解决我国陆地矿物资源短缺的战略途径。在我国，与国民经济发展密切相关的固体矿产资源十分短缺。以钾肥为例，我国是一个陆地钾矿资源十分贫乏的国家，根据中国地质调查局全球矿产资源战略研究中心发布《全球锂、钴、镍、锡、钾盐矿产资源储量评估报告(2021)》，截至 2020 年底，钾盐储量 3.17 亿吨，占全球 2.46%。我国钾肥主要靠进口，且近几年钾肥进口价格不断攀升，给农民增加较大负担，从而严重影响着国家“三农政策”贯彻实施和国家的粮食安全。

图 32：海水中主要元素的浓度和存在形势及储量&两套海水资源综合利用流程示意图



资料来源：《海水化学资源利用技术的进展》(袁俊生等)，天风证券研究所

2022 年 3 月，公司控股子公司厦门东方银祥油脂有限公司与河北工业大学、以及袁俊生教授团队签署 20 万吨/年海水提取氯化钾工程《技术开发合同》。袁俊生教授团队曾参与多项海水提钾综合利用项目工程设计和建设，在海水提钾工业化领域具备丰富的理论基础和产业化落地经验。

袁俊生教授本人是教育部海水利用技术工程中心主任，教育部“海水资源高效利用化工技术”创新团队带头人，中国无机盐协会钾盐(肥)分会副会长，曾任河北工业大学海洋科学与工程学院院长。公司本次与河北工业大学、以及袁俊生教授团队签署《技术开发合同》，旨在以公司现有的钾离子吸附技术、洗脱液循环技术和能源管理技术储备为基础，充分发挥后者工程建设设计经验和优势，加速推进首期 20 万吨/年海水提取氯化钾工程产业化路径设计和工程设计，并开展相关智能化工厂选址、建设及相关准备工作，推动海水提钾项目尽快实现产业化落地。

本次项目将采用“沸石离子法海水提取钾肥的高效节能技术”。袁俊生教授及其带领的团队历经 40 年研发，创新出具原创性自主知识产权的“沸石离子法海水提取钾肥的高效节能技术”，技术成果达到国际领先水平。技术团队获批国家重点科技项目 8 项，授权专利 30 项，制定标准 2 项，曾参与多项海水提钾项目工程设计和建设，在海水提钾工业化领域具备丰富的理论基础和产业化落地经验。

“沸石离子筛法海水提钾高效节能技术”是什么？根据天津科技成果网，该技术以(浓)海水和原盐为基本原料，以沸石离子筛为吸附剂，首先通过高效富集工艺制得富钾液，再采用蒸发结晶技术分离制得产品氯化钾。本技术产品氯化钾质量达到 GB 6549-2011 II 类优等品标准，成本远低于进口产品价格，钾提取率≥80%；氯化钾产品质量达国家优级品标准。用于浓海水提钾，可同时产生重大的社会环境生态效益。

公司研发团队通过系列实验，在钾离子海水分离核心技术上取得关键突破。2021 年 12 月开始不间断实验室数据监测，所取得结果远高于目前已查阅的行业相关文献对比数据，预计能够满足产业化转化要求。公司正在积极推进海水提钾项目进行产业化论证，目前已在中试阶段，中试设备正在调试中。

目前，公司已在厦门东方银祥油脂有限公司厂区建成海水提钾中试车间，生产能力为氯化

钾铵 50 公斤/天或氯化钾 25 公斤/天，公司从海水中提取的氯化钾样本所检项目符合 GB/T37918—2019《肥料级氯化钾》要求，达到粉末结晶状 I 型级别。公司正在积极推进一期年产 20 万吨氯化钾项目，已初步选址为福建省泉州市石狮市鸿山镇。项目一期计划 2022 年下半年开始建设，2023 年年中将实现达产。

此外，公司拟在海水提钾项目基础上，积极推进海水提锂、溴技术等产业化研究。目前公司海水提锂、提溴技术尚未进行中试，产业化存在较大不确定性。

## 6. 盈利预测&投资建议

核心假设：

- 1、农产品供应链业务稳定发展；农产品加工销售业务随疫情平复，企稳向好；
- 2、地产业务加速剥离；
- 3、海水提钾业务项目进展顺利。

表 3：东方集团盈利预测（亿元，%）

	(亿元，%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
农产品供应链业务	营业收入	89.87	97.62	100.06	102.56	105.12
	yoy	20.36%	8.62%	2.50%	2.50%	2.50%
	毛利润	1.31	1.01	1.23	1.46	1.70
	毛利率 (%)	1.46%	1.04%	1.23%	1.43%	1.62%
农产品加工销售业务	营业收入	63.73	52.74	50.78	54.08	65.74
	yoy	27.59%	-17.26%	-3.71%	6.50%	21.57%
	毛利润	2.83	1.32	4.52	5.11	5.31
	毛利率 (%)	4.44%	2.50%	8.90%	9.45%	8.07%
土地及房地产开发	营业收入	0.23	0.47	0.00	0.00	0.00
	yoy	-96.24%	101.55%	-100.00%	0.00%	0.00%
	毛利润	0.00	-0.15	0.00	0.00	0.00
	毛利率 (%)	0.83%	-31.52%	0.00%	0.00%	0.00%
海水提钾	营业收入			0.00	4.00	7.00
	yoy			0%	0%	75%
	毛利润			0	2.3	3.7
	毛利率 (%)			0%	58%	53%
其他收入	营业收入	0.45	0.62	0.50	0.51	0.50
	yoy	10.14%	37.29%	-19.85%	2.85%	-2.58%
	毛利润	0.39	0.52	0.30	0.29	0.31
	毛利率 (%)	85.93%	83.56%	61.03%	56.25%	62.55%
其他业务	营业收入	0.45	0.43	0.59	0.54	0.52
	yoy	-21.27%	-2.78%	35.35%	-7.59%	-5.03%
	毛利润	0.17	0.15	0.32	0.27	0.24
	毛利率 (%)	39.03%	34.08%	55.00%	49.16%	46.69%
总计	<b>总营收</b>	<b>154.73</b>	<b>151.87</b>	<b>151.92</b>	<b>161.69</b>	<b>178.88</b>
	yoy	17.41%	-1.85%	0.03%	6.43%	10.63%
	营业成本	150.03	149.03	145.54	152.26	167.62
	yoy	16.58%	-0.67%	-2.34%	4.62%	10.08%
	<b>毛利润</b>	<b>4.71</b>	<b>2.85</b>	<b>6.38</b>	<b>9.43</b>	<b>11.26</b>
	毛利率 (%)	3.04%	1.88%	4.20%	5.83%	6.29%



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 151.92/ 161.69/ 178.88 亿元，同比增长 0.03%/ 6.43%/ 10.63%；净利润 1.03/8.13/10.18 亿元，同比扭亏 106.02%/增长 686.10%/25.29%。

**估值分析：综上所述，东方集团未来净利润将主要由 3 项业务提供，我们采用分部估值法对公司进行估值：1) 联营企业的投资收益。**东方集团对民生银行和锦州港分别持股 2.92% 和 15.39%，以后两家上市公司（2021/7/29 至 2022/7/28）一年内总市值平均数为参考，则东方集团此部分投资收益的对应市值合计约在 60 亿元；**2) 海水提钾业务。**我们选择盐湖股份、亚钾国际作为对标公司，由于东方集团海水提钾技术先进，且项目处于早期阶段，未来或存更大成长潜力，给予 2023 年 20 倍 PE；**3) 现代农业及健康食品业务。**我们选择 Wind 食品与肉类加工指数作为参考，由于公司拥有布局全国的食品原料供应链，以及米、面、油、豆制品数十万吨级加工能力，并拥有国内领先的植物蛋白肉技术、建有 5000 吨生产线，给予 2023 年 30 倍 PE。三项业务目标总市值为 159 亿元，对应 2023 年 20 倍 PE。

表 4：估值分析

对应市值 (亿元)	对应业务	对标企业	Wind 一致预测 PE (2022/7/28)	
60	<b>1) 联营企业</b>	公司持股 (%)		
+50	• 民生银行	2.92%		
+10	• 锦州港	15.39%		
		<b>给予估值</b>	<b>证券代码</b>	<b>证券简称</b>
20	<b>2) 海水提钾业务</b>	20	000792.SZ	盐湖股份
			000893.SZ	亚钾国际
79	<b>3) 现代农业及健康食品业务</b>	30	882481.WI	食品与肉类加工
			22E	23E
			10.83	10.50
			16.28	13.31
			58.84	19.09
<b>目标总市值</b>	<b>对应 PE</b>			
159	20			

资料来源：Wind，天风证券研究所

**投资建议：**我们预计 2022-2024 年，公司实现营收 151.92/ 161.69/ 178.88 亿元，同比增长 0.03%/6.43%/10.63%；净利润 1.03/8.13/10.18 亿元，同比扭亏 106.02%/增长 686.10%/25.29%；对应 EPS 0.03/0.22/0.28 元/股。我们看好公司主业困境反转进展，以及公司从海水提钾切入海水资源化领域、未来在国内双碳大背景下的发展前景，给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 4.4 元，给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

- 农产品价格风险。**国内粮食资源供给丰富，但粮食价格受到境外局部战争影响，全球大宗商品价格上涨，进口商品价格连带波动，粮食价格存在持续维持高位运行风险。同时，受疫情持续的影响，区域粮食流动性会出现短期限制，导致区域阶段性供给不平衡的价格波动风险。
- 人造肉技术研发进展不达预期。**由于国内人造肉市场尚处于培育期，受疫情影响，市场增长速度可能会放缓；由于植物基食品相关技术属于合成生物学，需要有加大的资金投入及较长的研发周期，所以企业收益时间存在不确定性。
- 农业供应链金融政策变动风险。**由于金融行业受国家宏观经济监管和各地疫情管控政策影响较大，当前金融领域整体存在投资减弱、不良资产、债券违约等累积风险，存在融资需求下降、贷款不良率升高等风险。同时，供应链金融市场基础较差，信用体系建设水平低于城市，农业领域的生产者、经营者经济状况易受到农业生产周期及行业波动的影响，可能导致逾期率升高，出现信用风险。
- 房地产剥离进展不达预期。**由于新冠肺炎疫情持续反复影响、大宗商品价格上涨、房

地产调控政策、房地产企业资金融资监管、以及预期客流下降等原因，国开东方商办资产处置仍面临较高难度。土地集中供应政策，会导致新增项目集中上市，产品和市场竞争激烈，不利于区域二级开发项目的去化，国开东方存在土地开发项目周期延长、资金回笼未达预期等风险。

5. **海水提钾项目进展不达预期。**1) 海水提钾项目工程建设尚未正式开展。公司正在进行项目建设前置准备工作，包括但不限于选址、立项、环评等，工程建设开工时间及达产时间尚存在较大不确定性；2) 目前氯化钾价格仍处于近年来的市场高位，未来氯化钾价格存在波动风险，将对公司海水提钾项目未来盈利空间存在较大影响；3) 公司海水提钾项目未来营业收入、净利润尚存在不确定性，对公司当期业绩不存在重大影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,172.18	4,437.60	1,215.35	1,293.54	1,431.03
应收票据及应收账款	279.64	240.59	267.22	279.95	321.68
预付账款	531.56	360.11	521.63	395.14	617.22
存货	8,859.96	7,952.53	9,213.32	8,355.18	11,199.97
其他	8,013.38	6,795.34	7,319.00	7,239.12	8,820.03
<b>流动资产合计</b>	<b>22,856.73</b>	<b>19,786.16</b>	<b>18,536.51</b>	<b>17,562.93</b>	<b>22,389.93</b>
长期股权投资	16,083.33	16,737.59	16,737.59	16,737.59	16,737.59
固定资产	803.52	981.16	954.81	960.24	987.43
在建工程	5.38	26.08	82.19	186.89	265.42
无形资产	240.80	261.52	247.70	233.88	220.05
其他	6,906.04	6,508.25	6,476.18	6,490.83	6,482.13
<b>非流动资产合计</b>	<b>24,039.07</b>	<b>24,514.60</b>	<b>24,498.46</b>	<b>24,609.43</b>	<b>24,692.61</b>
<b>资产总计</b>	<b>46,895.79</b>	<b>44,300.76</b>	<b>43,034.97</b>	<b>42,172.36</b>	<b>47,082.54</b>
短期借款	6,938.82	8,379.72	9,673.39	6,217.37	10,049.51
应付票据及应付账款	563.13	844.53	743.03	806.56	960.57
其他	8,922.16	10,871.62	9,336.94	11,063.32	10,174.03
<b>流动负债合计</b>	<b>16,424.10</b>	<b>20,095.88</b>	<b>19,753.36</b>	<b>18,087.25</b>	<b>21,184.11</b>
长期借款	3,757.08	1,508.10	1,000.00	1,000.00	1,775.35
应付债券	1,790.75	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,721.38	2,627.07	2,680.85	2,676.43	2,661.45
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,269.21</b>	<b>4,135.17</b>	<b>3,680.85</b>	<b>3,676.43</b>	<b>4,436.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>25,514.33</b>	<b>24,751.53</b>	<b>23,434.20</b>	<b>21,763.68</b>	<b>25,620.92</b>
少数股东权益	259.42	135.05	137.16	153.75	174.53
股本	3,714.58	3,714.58	3,659.15	3,659.15	3,659.15
资本公积	8,869.57	8,819.00	8,819.00	8,819.00	8,819.00
留存收益	8,718.09	6,999.34	7,102.73	7,915.51	8,933.86
其他	(180.20)	(118.73)	(117.28)	(138.74)	(124.92)
<b>股东权益合计</b>	<b>21,381.46</b>	<b>19,549.23</b>	<b>19,600.77</b>	<b>20,408.67</b>	<b>21,461.63</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>46,895.79</b>	<b>44,300.76</b>	<b>43,034.97</b>	<b>42,172.36</b>	<b>47,082.54</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	233.53	(1,833.69)	103.39	812.78	1,018.35
折旧摊销	77.34	63.62	67.57	70.68	75.11
财务费用	924.60	1,115.47	977.36	901.18	900.13
投资损失	(1,053.54)	(772.14)	(1,071.21)	(1,179.25)	(1,287.29)
营运资金变动	161.33	1,739.46	(2,985.63)	2,526.93	(5,655.34)
其它	(295.12)	187.27	(0.55)	17.91	20.73
<b>经营活动现金流</b>	<b>48.14</b>	<b>499.99</b>	<b>(2,909.07)</b>	<b>3,150.24</b>	<b>(4,928.31)</b>
资本支出	318.13	1,426.20	29.72	171.42	181.98
长期投资	330.63	654.26	0.00	0.00	0.00
其他	81.85	233.17	1,233.36	703.31	1,007.07
<b>投资活动现金流</b>	<b>730.61</b>	<b>2,313.63</b>	<b>1,263.09</b>	<b>874.72</b>	<b>1,189.05</b>
债权融资	(295.92)	(2,270.79)	(1,522.30)	(3,925.31)	3,862.94
股权融资	(134.80)	10.89	(53.97)	(21.46)	13.82
其他	330.59	(1,194.72)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(100.13)</b>	<b>(3,454.62)</b>	<b>(1,576.27)</b>	<b>(3,946.77)</b>	<b>3,876.76</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>678.62</b>	<b>(640.99)</b>	<b>(3,222.25)</b>	<b>78.19</b>	<b>137.49</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>15,473.42</b>	<b>15,187.45</b>	<b>15,191.84</b>	<b>16,169.23</b>	<b>17,887.91</b>
营业成本	15,002.91	14,902.56	14,553.92	15,226.47	16,761.95
营业税金及附加	37.47	31.52	32.92	32.69	33.77
销售费用	157.52	104.27	98.75	97.82	107.33
管理费用	311.05	298.21	283.10	220.47	270.74
研发费用	2.02	5.72	5.87	6.17	24.71
财务费用	810.81	1,037.31	977.36	901.18	900.13
资产/信用减值损失	(107.29)	(976.80)	(50.00)	(5.00)	(1.00)
公允价值变动收益	181.86	(180.18)	(2.66)	1.33	(0.05)
投资净收益	1,053.54	772.14	1,071.21	1,179.25	1,287.29
其他	(2,270.40)	762.98	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>293.93</b>	<b>(1,570.27)</b>	<b>258.47</b>	<b>860.01</b>	<b>1,075.52</b>
营业外收入	7.34	11.65	12.00	10.00	8.00
营业外支出	13.32	368.69	160.00	15.00	15.00
<b>利润总额</b>	<b>287.95</b>	<b>(1,927.32)</b>	<b>110.47</b>	<b>855.01</b>	<b>1,068.52</b>
所得税	54.42	(93.63)	4.97	25.65	29.38
<b>净利润</b>	<b>233.53</b>	<b>(1,833.69)</b>	<b>105.50</b>	<b>829.36</b>	<b>1,039.13</b>
少数股东损益	(6.92)	(114.95)	2.11	16.59	20.78
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>240.45</b>	<b>(1,718.75)</b>	<b>103.39</b>	<b>812.78</b>	<b>1,018.35</b>
每股收益(元)	0.07	(0.47)	0.03	0.22	0.28

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.41%	-1.85%	0.03%	6.43%	10.63%
营业利润	-50.88%	-634.23%	-116.46%	232.73%	25.06%
归属于母公司净利润	-58.80%	-814.81%	-106.02%	686.10%	25.29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	3.04%	1.88%	4.20%	5.83%	6.29%
净利率	1.55%	-11.32%	0.68%	5.03%	5.69%
ROE	1.14%	-8.85%	0.53%	4.01%	4.78%
ROIC	3.14%	-1.81%	4.44%	5.77%	7.07%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.41%	55.87%	54.45%	51.61%	54.42%
净负债率	67.98%	71.80%	85.27%	66.69%	84.97%
流动比率	1.33	0.96	0.94	0.97	1.06
速动比率	0.81	0.57	0.47	0.51	0.53
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	61.35	58.39	59.83	59.10	59.46
存货周转率	1.68	1.81	1.77	1.84	1.83
总资产周转率	0.33	0.33	0.35	0.38	0.40
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.07	-0.47	0.03	0.22	0.28
每股经营现金流	0.01	0.14	-0.80	0.86	-1.35
每股净资产	5.77	5.31	5.32	5.54	5.82
<b>估值比率</b>					
市盈率	44.44	-6.22	103.34	13.15	10.49
市净率	0.51	0.55	0.55	0.53	0.50
EV/EBITDA	16.09	17.49	14.85	9.55	10.87
EV/EBIT	16.91	18.57	15.60	9.94	11.29

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com