

进军农业，打造国内高端大米品牌

研究结论

- 公司是国内大型的投资控股集团，业务涉及金融、矿产、农业等六大产业，其中农业产业包括：小包装大米、原粮贸易和军粮三大业务板块。公司未来几年将聚焦农业板块，致力于打造成为国内高端小包装大米的第一品牌和国内最大的原粮贸易商之一。
- **天时、地利、人和打开粮油业务增长空间。**公司粮食业务的发展背靠东北——我国最大的商品粮基地，顺应“北粮南运”的大趋势。同时中央到地方都给予了东北巨大的政策支持，东北有望成为农业机械化、产业化和现代化的标杆。公司作为土生土长的东北企业，有望得到政策更多的倾斜。此外，国内小包装大米市场的启动以及国内小包装高端大米的缺失，为公司发展预留巨大空间。公司以“企业+政府+合作社+农民”的“订单农业”模式作为快速扩张的基础，在未来几年争取覆盖良田 500 万亩，达到 200 万吨的收购量；粮油贸易量到达 500 万吨。目前公司已经黑龙江 5 个县市签订了“唯一长期战略合作伙伴关系”，对应的占到黑龙江稻米园区规划的 25%，目前已与农户签订了协议的面积覆盖了 115 万亩。
- **打造小包装大米市场的“茅台酒”。**公司小包装大米以“国宴大米”闻名遐迩的五常稻花香米作为主要原粮，采取“差异化”的市场战略，主打高端市场。公司的核心竞争力在于对资源具有良好的控制力：1)公司作为五常市唯一战略伙伴关系，已经覆盖五常市 44.6 万亩的水稻面积，占到全市水稻面积的 1/4；2) 公司利用合作社减小农民的违约风险；3) 公司作为民营企业在处理地方利益上的能力要强于国有企业。公司引进强大的管理团队，配合五常市政府建立“水稻身份证”制度，通过“打假”活动，进行了大规模的品牌宣传。我们测算公司小包装大米的毛利率在 50% 以上，保守预计明年公司该块业务利润可望达到 1.8 亿。
- **原粮贸易：成本优势突出。**公司是国内最大玉米中转港锦州港的大股东，在原粮贸易上具有巨大的资源优势，在“铁海联运”背景下，公司运往南方的贸易量成本可以比一般贸易商节约 0.15 元/斤。同时，公司原粮贸易将受益于粮价的长期上涨。我们保守预计公司该业务利润可达 0.4 亿。
- **其他资产：盈利好转。**公司还拥有建材流通和矿产业务，我们预期这两块业务的盈利将呈现上升趋势。前不久公司实际控制人变相增持股票，说明其看好公司，特别是农业板块未来的发展。同时，我们不排除大股东向公司注入资产，继续扩大公司投资控股集团规模的可能。
- **首次给予“增持”评级。**我们预计 2010-2012 年公司 EPS 为 0.13 元、0.32 元和 0.52 元。我们对公司的各项资产进行价值的测算，并且鉴于公司农业板块的资源优势，给予公司农业板块 2011 年 40X 的估值，得到公司合理市值在 165.1 亿，应对股价为 9.9 元，对应 2011 年动态市盈率为 30X，首次给予公司“增持”评级。风险提示：1) 小包装大米销量低于预期；2) 公司费用超预期；3) 东方家园等资产盈利继续恶化。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

叶烽

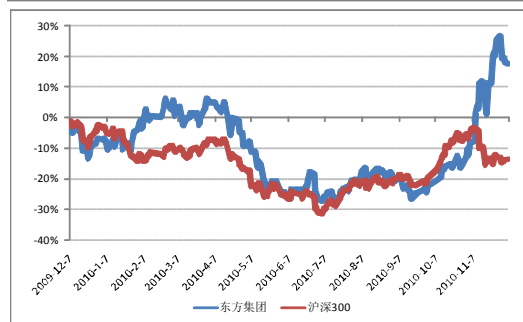
农业分析师
8621-50366888 × 6094
yefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110060046

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师
8621-50366888 × 6075
shijianggang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210020003

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价(2010年12月24日)	7.83 元
目标价格	9.90 元
总股本/A股(万股)	166,681/14,851
A股市值(百万元)	14800
国家/地区	中国
行业	农业
报告日期	2010年12月27日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	27.29%	48.50%	17.39%
相对表现 (%)	38.08%	38.74%	31.11%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	1355	1645	3948	6236
营业利润(百万)	1011	1382	3039	4729
净利润(百万)	191	210	525	871
EBITDA(百万)	214	658	1046	1371
每股收益(元)	0.11	0.13	0.32	0.52
净资产收益率(%)	2.5%	2.7%	8.8%	11.6%
每股经营现金流(元)	-0.33	-0.01	0.12	0.16
市盈率(X)	71	62	23	16
EV/EBITDA(X)	61	20	12	10

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一、未来几年聚焦粮油业务	4
1、简介：打造投资控股的大集团	4
2、粮油业务将是公司未来几年的重中之重	5
二、天时、地利、人和打开粮油业务增长空间	6
1、粮油业务基础——“订单农业”模式	6
2、地利：“北粮南运”是未来趋势	7
3、天时：政策助力和消费市场的开启	8
4、人和：本土优势	9
三、小包装大米：打造大米行业的“茅台酒”	10
1、五常稻花香：国宴大米	11
2、核心竞争力：把控“稀缺资源”	12
3、“好产品”+“强大营销团队”=不愁卖	14
4、收益测算：毛利率有望在 50%以上	15
四、原粮贸易：成本优势突出	19
1、核心竞争力：拥有港口等资源优势	19
2、收益测算：受益粮价上涨	20
五、其他资产：盈利好转	20
1、东方家园和银海金业：经营好转	20
2、控制人股权集中：看好公司未来发展	21
六、盈利预测和估值	22
1、盈利预测	22
2、相对估值	23
五、风险提示	24

图表目录

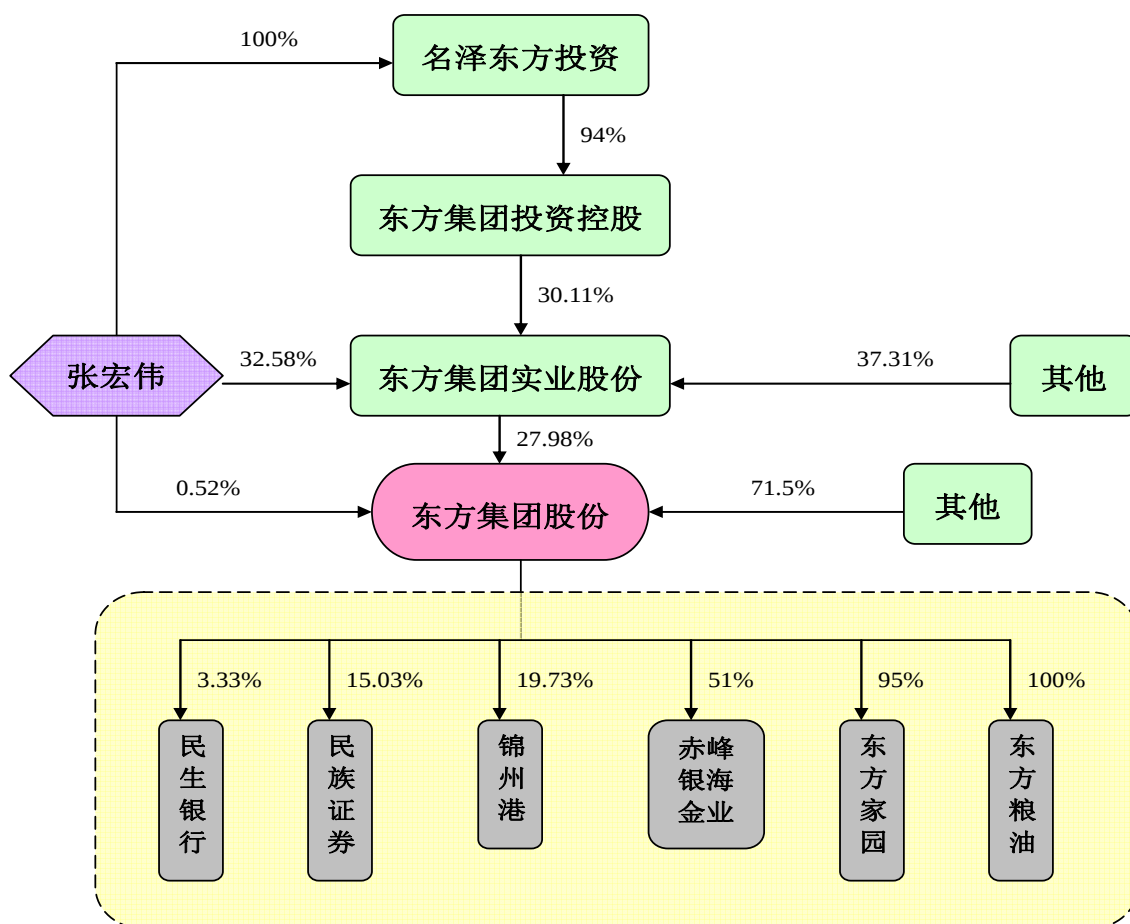
图 1： 公司股权结构和公司架构	4
图 2： 农业产业将贡献公司主要收入（万元）	5
图 3： 公司“订单农业”模式	6
图 4： 黑龙江稻米产量和比重逐步攀升	7
图 5： 黑龙江省稻谷主产区商品量及加工园区分布图	8
图 6： 公司小包装大米产品	10
图 7： 公司全程品控体系	13
图 8： 公司销售区域划分	15
图 9： 公司稻米加工产能投放量	16
图 10： 锦州港地理位置	19
图 11： 东方家园毛利率逐步提升	21
表 1： 公司连续增资东方粮油	5
表 2： 黑龙江稻米商品化率和省外销售率日趋增加	7
表 3： 东北农业政策	9
表 4： 公司与五大县市的合作	10
表 5： 五常稻花香的特点	11
表 6： 五常稻花香的生长要素	11
表 7： 五常政府的“水稻原料身份证”	12
表 8： 公司小包装大米产品系列	14
表 9： 公司小包装大米毛利率测算（元/斤）	16
表 10： 2011 年公司小包装大米营业收入预测	17
表 11： 2011 年公司小包装大米毛利预测	17
表 12： 公司小包装大米收益预测	17
表 13： 公司小包装大米收益预测（万元）	18
表 14： 2011 年公司原粮贸易的净利润预测	20
表 15： 东方家园的销售假设（亿元）	22
表 16： 矿业加工业的销售假设（亿元）	22
表 17： 盈利预测	22
表 18： 各资产价值估算（亿元）	23
附表： 财务报表预测与比率分析	25

一、未来几年聚焦粮油业务

1、简介：打造投资控股的大集团

公司成立于 1978 年，是定位于投资控股的大型集团企业。目前公司主要投资和经营六大产业：银行、证券等金融业、粮油食品业、矿产资源开发、港口运输业、家居建材流通业，其中主营业务包括家居建材流通业、矿产资源开发和粮油食品业务。同时，公司拥有锦州港 19.73% 的股份，是其第一大股东；拥有民族证券 15.03% 的股权，是其第二大股东；还拥有民生银行 3.33% 的股权。公司的实际控制人为张宏伟，其间接和直接控制公司股权 28.5%。

图 1： 公司股权结构和公司架构



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司的投资和经营战略非常明确：

- 1) 投资主要在资源领域和流通流域，因为公司认为资源和流通行业决定国家经济发展命脉；公司关注的是有长远发展空间的朝阳行业。从公司投资和经营的业务看，不难看出这一点。
- 2) 从产业管理到投资管理的过渡；比如说东方家园，公司从一开始亲自培育和管理逐步过渡到引入外脑，引入战略合作伙伴来管理，通过先进的管理经验和资源的引入来做大做强业务。而公司的关键在于保持相对控股地位，并且通过引进多层次的战略合作伙伴来使得他们相互制衡。

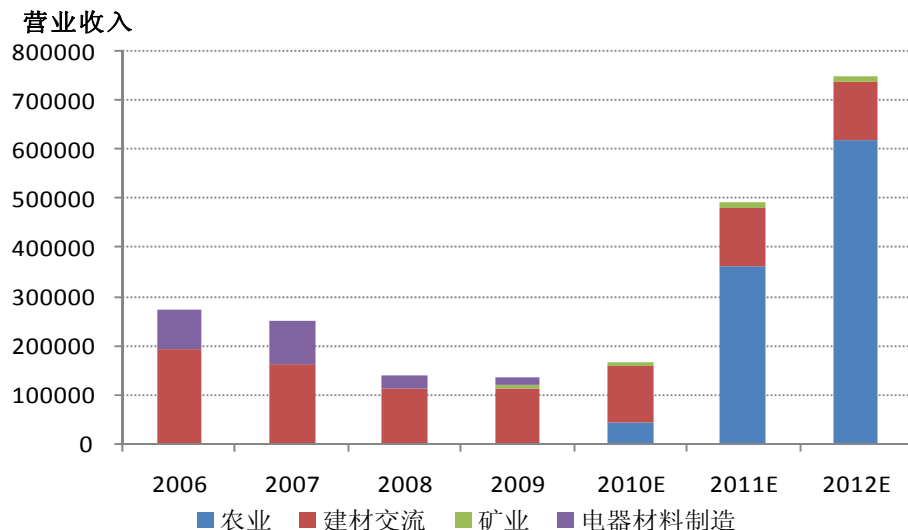
2、粮油业务将是公司未来几年的重中之重

公司 09 年开始组建粮油业务板块，2009 年 7 月 15 日东方集团粮油食品有限公司成立标志着公司正式进军粮油市场。从战略看，公司之所以看重粮油板块在于几个方面的原因：

- 1) 符合资源的战略定位，耕地资源特别优良耕地资源的稀缺性在未来将越来越明显，而农业产业化中的资源属性也将越显突出。
- 2) 符合朝阳行业的战略定位；我国农业产业化进程未来几年将快速前进，未来农业行业的集中度将会大幅的提高。

从业务收入结构上来看，虽然公司粮油业务才起步一年，但其今年上半年收入已经占到整体收入的 26%，明年公司农业收入将超过 60% 以上，成为公司主要的利润来源。

图 2：农业产业将贡献公司主要收入（万元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

目前公司的粮油板块还处于起步阶段，但其在整个公司主营业务中占有最重要的战略地位。在未来几年，公司将大力开拓粮油业务。这也可以从公司连续为东方粮油增资扩股中看出。

表 1：公司连续增资东方粮油

	增资\出资时间	增资\出资金额（亿）
东方粮油成立	2009.7.15	1
第一次增资	2009.8.25	1
第二次增资	2009.12.14	3

资料来源：东方证券研究所

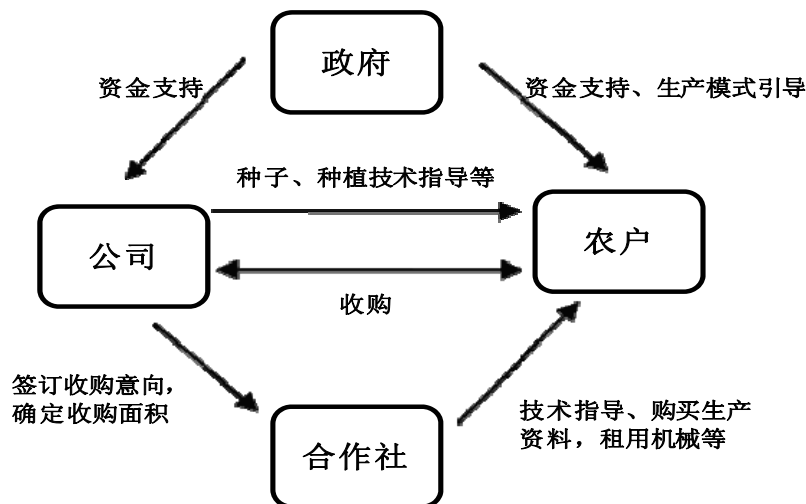
二、天时、地利、人和打开粮油业务增长空间

1、粮油业务基础——“订单农业”模式

公司粮油食品业务的收入主要包括三块：1) 中高端的小包装大米；2) 原粮贸易（包括玉米、大豆）；3) 军粮等特供渠道。未来随着稻米深加工产业打造完成，公司业务还将延伸至米糠蛋白、米糠油、白炭黑等深加工产品。由于受到农业季节的影响，公司一般是前一年收原粮，后一年加工销售。因此，明年将是公司农业板块释放的年份。

“订单农业”是公司后续供给的保证，合作社的引入减小农民违约风险。公司粮油业务依赖于东北丰富的农业资源和“公司+政府+合作社+农户”四位一体的“订单农业”模式，所谓“订单农业”模式就是公司与稻农签订合同，从种子选种到田间管理，到收割，完全按照规范耕种，秋季的时候，公司按照事先协商的价格收购稻农的水稻。值得注意的是，这里的“订单农业”模式中引入了政府和合作社，他们在“订单农业”中起到非常巨大的作用：1) 政府（包括银行）制定政策引导和鼓励农民和企业进行合作，银行对于农民在资金上进行担保支持；2) 合作社作为一个农民自发成立的组织，在模式中为农民提供机械、技术指导以及承担集中采购等角色；另一方面，合作社寻求的是合作社农民整体利益的最大化，而在小部分农民利益损害整体合作社利益的时候，合作社就会“惩罚”这小部分农民。可以说在一定程度上，合作社充当了管理农民的角色。因此，在“订单农业”中，对于公司来说，引入合作社将减小农民的违约风险。同时公司在一定程度上给予合作社和农户一定的利益，以加强其合作。

图 3：公司“订单农业”模式



资料来源：东方证券研究所

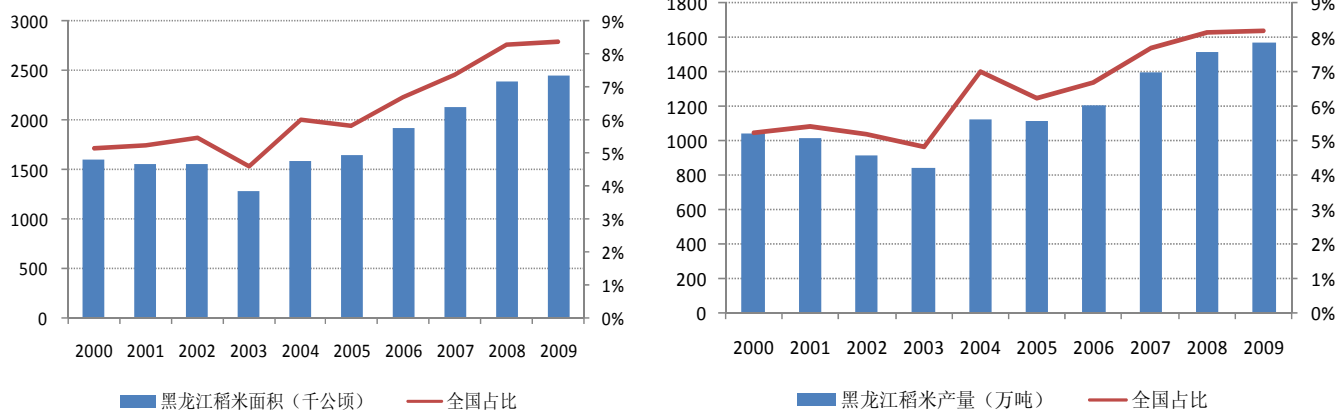
截止今年上半年，公司已经完成了 115.8 万亩的基地建设任务，共与 131 个合作社、4912 个农户签订了收储协议。按照每亩 600 公斤的单产算，公司目前已经覆盖的粮食产量将近 70 万吨。未来几年内，公司将实施开发“六个新品种试验试繁园区”，建设“五个稻米加工园区”（即五常、方正、通河、肇源、庆安五个县市），掌握“一个批发物流中心”（即五常大米流通中心），打响“一个品牌”的战略规划，未来公司“订单农业”争取覆盖 500 万亩，达到 200 万吨的收购量；粮油贸易量在 500 万吨。我们认为，公司发展粮油业务的天时、地利、人和一应俱全，这些方面的因素都为公司发展粮油业务打开了巨大的增长空间。

2、地利：“北粮南运”是未来趋势

黑龙江是我国粳稻、玉米以及大豆的主要产区，是我国最大的商品粮生产基地，在保障国家粮食安全上起着举足轻重的作用。

90 年代以来，我国水稻产区逐渐北移，南方水稻种植面积递减，东北稻谷种植面积递增，尤其是黑龙江的水稻种植面积增长迅速。2009 年，黑龙江省的水稻面积超过全国种植面积的 8%，稻谷产量超过全国总产量的 8%。除了水稻，黑龙江还种植玉米和大豆，黑龙江省粮食产能已达 800 亿斤，约占全国粮食总产的 8%。同时从我国目前的粮食运输和流通总体上来看，“北粮南运”是我国目前粮食物流和将来主要发展趋势。

图 4：黑龙江稻米产量和比重逐步攀升



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

由于南方水稻需求刚性以及粳稻的独特口味，东北特别是黑龙江逐渐成为我国最主要的商品粮生产省。2006 年以来，黑龙江省每年销往省外的商品粮均在 225 亿公斤以上，占全国省际间商品粮净调出量的三分之一。黑龙江省已是我国粮食调出的第一大省，是我国粮食安全的“北大仓”。从某种意义上说，东北已经成为了全国粮食（特别是对于水稻和玉米来说）的定价中心。

表 2：黑龙江稻米商品化率和省外销售率日趋增加

年度	稻米商品化率	省内消费占比	省外销售占比
2005	65.88%	39.42%	60.58%
2006	72.12%	35.48%	64.52%
2007	75.88%	33.60%	66.40%
2008	76.87%	32.10%	67.90%

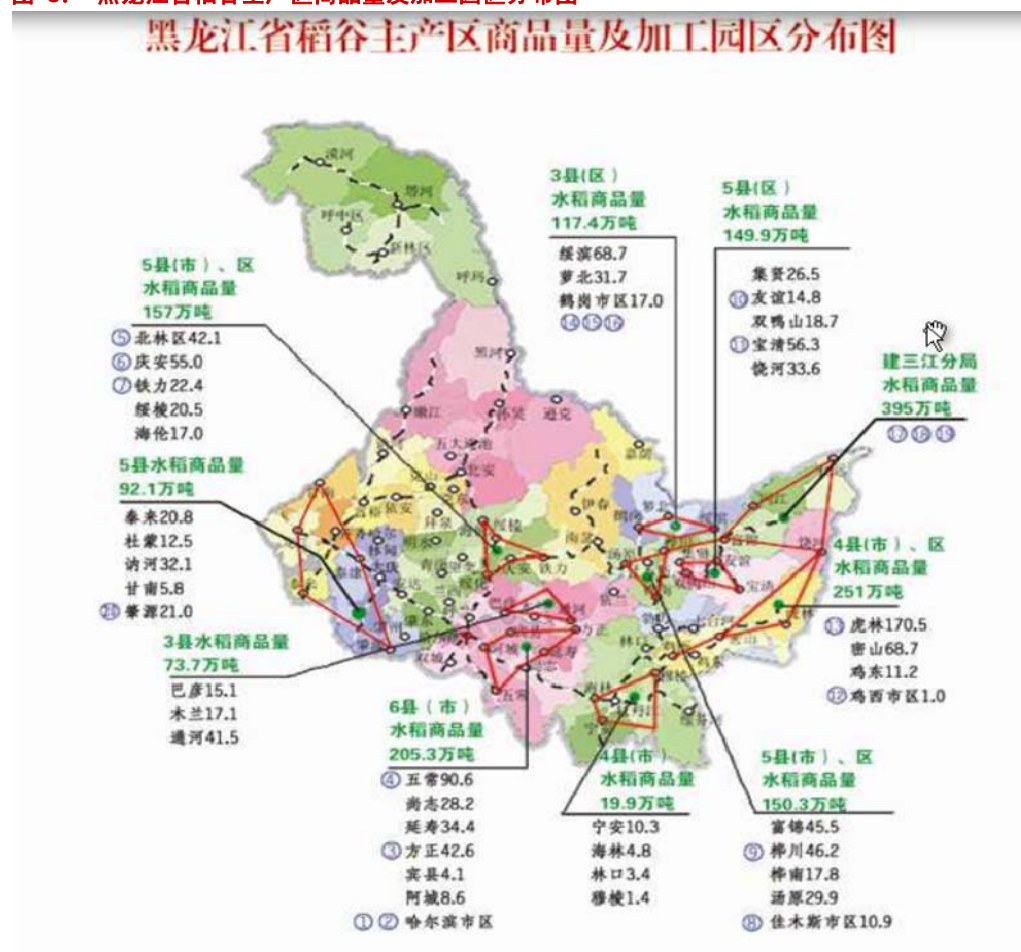
资料来源：东方证券研究所

3、天时：政策助力和消费市场的开启

政策引导带动东北农业产业加速产业化，公司加速扩张步伐。东北地区是我国重要的商品粮和农牧业生产基地，也是农业资源禀赋最好、粮食增产潜力最大的地区，其广阔平坦的地势、肥沃的土壤以及相对较少的人口，决定了东北将成为未来我国农业机械化、产业化和现代化发展的标杆。这在2010年12月3日国务院办公厅转发发展改革委农业部《关于加快转变东北地区农业发展方式建设现代农业指导意见》得到了最大的体现。文件中明确指出要创新现代农业经营机制，要推进土地适度规模经营，扶持农民专业合作社发展和培育壮大农业产业化龙头企业。我们对此的理解是，要实现农业产业现代化，达到美国等发达国家的机械化耕作水平，就必须推动土地的流转，这需要依赖农业龙头企业和合作社的力量；公司“订单农业”符合农业产业化思路，也必将得到政府大力的支持和推广，因此公司的扩张能力将得到很大的提升。

此外在稻米加工领域，为了实现规模化与集约化经营，解决目前黑龙江省稻米经营企业小而散、资源浪费，产品品牌杂等问题，黑龙江政府在2009年颁布了《黑龙江省稻米加工园区建设发展规划》，明确指出要利用3—5年时间，依托农业产业龙头来建设整合拓展20个稻米加工园区。目前公司和五常等五个县市签订的加工园区合作规划涉及产能达到150万吨，占到黑龙江政府规划的园区加工产能的20%以上。

图 5： 黑龙江省稻谷主产区商品量及加工园区分布图



资料来源：东方证券研究所

注：1-20 代表本区域加工园区

表 3：东北农业政策

政策	目标	实现手段
《关于加快转变东北地区农业发展方式建设现代农业指导意见》	到 2015 年，东北地区粮食综合生产能力稳定在 1 亿吨以上，农业科技进步贡献率达到 60%，农产品加工率达到 70%，农作物耕种收综合机械化水平达到 80%，耕地灌溉率达到 30%，农业灌溉水利用系数达到 0.6 以上	建立现代农业产业体系，推进土地适度规模经营，扶持农民专业合作社发展，培育壮大农业产业化龙头企业
《黑龙江省千亿斤粮食生产能力建设规划》	到 2015 年，粮食单产由 2007 年的 488 斤提高到 616 斤，总产达到 1000 亿斤以上，向国家年提供商品粮 700 亿斤以上	通过实施水利、农机等“六项重点工程”和“三项保障工程”
《黑龙江省稻米加工园区建设发展规划》	利用 3—5 年时间，建设整合拓展 20 个稻米加工园区，园区稻米加工企业年销售额占全省稻米加工行业年总销售额的 50%	依托农业产业化稻谷加工龙头企业

资料来源：东方证券研究所

小包装大米消费市场发展空间巨大。我国是全球最大的稻谷生产国、大米消费国，人们买大米的习惯是去农贸市场或超市称散装大米，但随着生活水平的提高和人们消费习惯的改变，以胶袋、尼龙或纸包装的，规格在 1KG-5KG 的小包装大米越来越多的受到消费者的青睐。从某种意义上来说，小包装大米就类似于小包装食用油。从上世纪九十年代小包装食用油首次进入家庭开始，小包装食用油市场迅猛发展，每年的增长率在 30% 以上。目前我国每年消费大米 1 亿吨以上，而小包装大米还处于市场起步阶段，占全部大米市场的份额还不到 4%，但每年的增长速度却在 50% 以上的速度增长。目前大米的品牌化也只是处在起步阶段，发展空间巨大。

国内高端品牌大米品牌缺失，为公司打造品牌预留空间。在日本、港澳等成熟大米市场，消费者对大米品质的诉求已经上升到了第一位，一些具有高附加值的特色大米产品，如有机米、胚芽米、五谷米越来越多的迎合消费者的需求。在国内随着人们对生活品质的追求，大米质量和口感也越来越受到消费者的关注，而一些高端大米已经开始进入家庭。但是看看高端大米市场，几乎都是“洋品牌”的天下，比如日本的越光大米（198 元/2 公斤），泰国香米。这为公司进入高端大米市场预留足够的空间

4、人和：本土优势

公司是土生土长的黑龙江企业，我们认为其相比较中粮、益海等大粮商来说，更能得到当地政府政策的倾斜。从与公司签订合同的五个县市来看，这五个地区属于黑龙江松嫩平原上第一积温带和第二积温带的县市，并且除了庆安县之外，其他县市都跟公司签订了唯一长期的战略合作关系，显示出公司巨大的本土优势。

表 4：公司与五大县市的合作

地方政府	全县水稻面积 (万亩)	全县水稻商 品量 (万吨)	投产后产能 (万吨)	已建产能 (万吨)	与公司的关系
五常	180	90.6	30	12	唯一战略合作关系
方正	100	42.6	30	0	唯一长期战略合作关系
通河	107	41.5	30	0	唯一长期战略合作关系
肇源	35	21	30	0	唯一长期战略合作关系
安庆	130	55	30	0	合作关系

资料来源：东方证券研究所

三、小包装大米：打造大米行业的“茅台酒”

公司小包装大米采取“差异化”的市场战略，主打高端市场，其标杆性的产品“天地道”至尊金装礼盒，价格为 999 元/5KG，其原粮用的是东方粮油自己研发的“坤光 1 号”稻种，经过在五常地区有机种植得到的香米。这区别于中粮、北大荒和益海主打的中低端大米品牌。可以说公司小包装大米的直接竞争对手是泰国香米和日本的越光米，目标就是大米行业的“茅台酒”

图 6： 公司小包装大米产品


资料来源：东方证券研究所

公司依托黑龙江原产地，通过对稻种改良、有机种植和全程品控，生产出产量更高，质量更好的有机水稻，以此为原粮打造有机生态的高端品牌。公司最高端的品牌将主打“五常稻花香米”来树立自身形象。我们认为，作为一个农业品牌依托“产地标识”来推广品牌，是品牌营销中最容易成功的推广方式，就如茅台酒、龙口粉丝等。

1、五常稻花香：国宴大米

五常市隶属于黑龙江省哈尔滨市的县级市，位于北纬 45 度的水稻种植的黄金地段。受独特的地理、气候条件影响，五常大米在干物质形成过程中，积累了丰富的支链淀粉和可速溶解的双链蔗糖，造就了其特有的品质，享有“粒粒珍珠碧，方圆十里香”的美誉。目前五常大米已先后获得“中国地理标志保护产品”、“农产品地理标志证明商标”和“中国名牌产品”等权威认证，**五常大米成为全国唯一集三项桂冠于一身的精品大米。在 2002 年，五常大米被作为“十六大”专用米。**据了解目前许多国家领导人都吃五常稻花香大米，而且根据几个消费者的反映，吃上五常大米的人不会再去吃其他的米。

表 5：五常稻花香的特点

品种	形状	口味	香味	成分含量	种植地区
籼米	细长	粘性较差	无香味	直链淀粉	南方（土壤有机质不超过 1%）
普通粳米	短粗	性粘	无香味	支链淀粉	北方、苏北
稻花香	细长、质地坚硬，色泽清白透明	粘性，有甜味	有淡淡香味	丰富的支链淀粉和双链糖	仅能在五常市周围（土壤有机质在 4%-9%）

资料来源：东方证券研究所

表 6：五常稻花香的生长要素

要素	特点
区位	北纬 45 度水稻种植黄金地带，联合国大气观测组织检测为无污染自然保护区
土壤	弱酸性土壤 PH 值在 6.5 适合水稻最佳生长，黑土层下的砂层积温蓄热养护水稻根系，同时土壤中的有机质含量超过 4%（南方土壤有机质不超过 1%）
日照和积温	全年积温在 2700 摄氏度以上，保证稻米 138 天较长时间的生长期
水源	用龙凤山泉水灌溉稻田，水中富含矿物质，适合稻苗的生长

资料来源：东方证券研究所

五常稻花香种植不可复制，品牌价值突出。五常市的种植环境决定了五常稻花香的不可复制性，在其他地区均不能种。目前全市共有 180 万亩水稻种植田，其中适合有机耕种的水稻田仅为 60 万亩。按照稻花香 2 号亩产乐观估计 500 公斤/亩，出米率 60%算，全市共产稻花香大米 54 万吨，只能供给 540 万人，而有机稻花香 18 万吨，仅供 180 万人。而目前全市有机稻花香的种植仅为 11 万亩左右。因此，五常稻花香具有巨大的稀缺性，在市场上理应享受合理的溢价。

“假稻花香”将慢慢退出市场，市场秩序恢复。2010 年 7 月中央 2 套播放的假冒“五常大米”片子，引起了社会不小的反响。五常市政府也高度重视这次“假大米”事件，对大米市场进行了及时的整顿。目前五常市已经拿出一系列的手段来加强五常大米的监管，并实行**“水稻原料身份证”制度**，同时五常市还在稻谷收割期禁止外来稻谷进入五常，同时也规定五常大米必须在五常市内加工和包装。可以说“假五常大米”将不久慢慢退出市场，市场秩序将得到恢复。同时，为了挽回五常稻花香的名声，五常市政府带领东方集团等一些企业到全国各地进行品牌推广。我们认为，公司很好的利用这次“假大米”事件，借用政府的诉求来宣传自己的品牌形象。

表 7：五常政府的“水稻原料身份证”

	措施
五常政府打假措施	稻农必须按“三品”（无公害、绿色和有机食品）生产规定建立生产记录，加工企业必须与稻农签订种植收购合同协议，否则取消“三品”认证资格，不允许企业使用“五常大米”证明商标
	五常市稻米产业服务中心对稻米产业实行“水稻原料身份证”制度，从源头上准确掌握了水稻生产、收购及加工等全部信息。五常市质检部门依据“三品认证”、“原料身份证”等相关证明，核发数码防伪
	禁止外来稻谷进入五常市、五常大米必须在五常市内进行加工和包装。

资料来源：东方证券研究所

2、核心竞争力：把控“稀缺资源”

公司是五常市政府唯一的战略合作伙伴，已经拥有五常市很大一部分资源。公司已经与五常市政府达成了战略合作协议，将投资 4.98 亿元，建设加工能力为 30 万吨/年的稻谷加工园区，同时共同出资 50 亿建设全国一流的大米物流园区——五常大米交易市场。目前公司已经跟数个合作社签订收购协议，覆盖五常市水稻面积 44.6 万亩，占五常市水稻种植面积将近 1/4，而且这些水稻面积都适合有机耕种，占到适合有机耕种的 74.3%，可以说公司已经拥有了“稻花香品种”一定的话语权。我们认为，未来几年公司还有可能继续扩大五常市的水稻面积。

资源把控：通过合作社来有序管理农民违约风险。之前我们分析了“公司+政府+合作社+农民”的“订单农业”模式。在这种模式下，合作社实际上成为一个管理农民的机构：一方面合作社维护农

民的利益，为农民采购化肥、农药等农资以及租借农机，另一方面合作社维护整体利益的同时，也起到管理小部分农民的违约风险。因此可以说公司通过这种模式，很好利用合作社这个机构来管理农民的违约风险。同时公司通过“放利于合作社、放利于农民”来建立公司与合作社、农民的长期收购的合作关系。

在资源把控上，公司与北大荒、中粮的比较。虽然北大荒、中粮在五常地区已建或在建大米加工能力，但相比较北大荒和中粮这两大国企，我们认为公司作为本土民企在地方政府和合作社利益处理能力上会比较强，同时公司与五常市政府唯一的战略合作伙伴关系可以看到五常市政府对于公司的倾斜。我们参加了公司在北京和上海的产品推介会，也看到了五常市政府领导悉数到场，可见五常市政府对公司的重视。同时，目前为止公司是五常市产能最大的企业。

通过种研种繁推广优质品种，确保“订单模式”正常运行，增强资源获取能力。为了保证公司产品的质量，公司确立了“全程品控体系”，即从田间到餐桌全程进行质量监控。同时，公司加强了对种研、种繁的技术支持。公司收购了东北的龙坤种业，由水稻专家王象坤教授带领研发团队，并在哈尔滨郊区和海南建立了两块种研基地，未来公司将使种研基地的规模扩大到 6 块，成为国内最大的寒地粳稻种子繁育企业，为公司下游提供优质产品原料打好基础。

目前公司已经在王象坤的带领下研发出了适合在五常生长的“坤光 1 号”粳稻种子，目前正在申请独家品种权。未来公司还将陆续有“东方香米”系列种子推出，其种子相比较传统稻花香 2 号在生长周期、产量，抗病、抗伏倒等方面都有很大的优势。我们认为，这将有助于公司“订单农业”更好的推广，以及更好的确保公司产品的质量，把控东北的优良资源。

图 7： 公司全程品控体系



资料来源：东方证券研究所

3、“好产品”+“强大营销团队”=不愁卖

目前公司的产品分为两个系列：天地道和天缘道。两种品牌系列有不同的市场定位，天地道大米主要以五常有机“坤光一号”，五常有机稻花香等高端优质大米为代表，主打高端的礼品、团购等市场，而天缘道系列，主要以五常普通稻花香、方正长粒香等产品为代表，主打商超等中端渠道，针对的目标群体是中产白领。

表 8：公司小包装大米产品系列

品牌	产品名称	原粮	规格 (kg)	渠道	指导价	每斤价格
天地道	至尊金装礼盒	东方坤光 1 号有机香米	5	礼品	999	99.9
	皇家小粮仓礼盒	五常有机稻花香米	2.5	礼品	499	99.8
	醇品稻花香礼盒	五常有机稻花香米（转换期）	5	礼品	399	39.9
	水晶坤光礼盒	东方坤光 1 号香米	2	礼品	199	49.75
天缘道	五福满堂礼盒	五常有机稻花香米（转换期）	5	礼品、商超、团购	258	25.8
	稻花香福利桶装米	五常有机稻花香米（转换期）	5	礼品、商超、团购	199	19.9
	稻花香全家桶	五常有机稻花香米（转换期）	2.5	商超	99	19.8
	稻花香桶桶香	五常有机稻花香米（转换期）	1	商超	39.9	19.95
	稻花香自立袋	五常有机稻花香米（转换期）	0.5	商超	19.9	19.9
	糙米自立袋	有机糙米	0.5	商超	19.9	19.9
	方正长粒香自立袋	方正长粒香	0.5	商超	9.99	9.99
	稻花香米自用袋	五常稻花香	5	商超	99.9	9.99

资料来源：东方证券研究所

注：有机不单是对于耕种模式的定义，而是对于耕种土壤、水、空气以及耕种模式整体的定义。而一般的水稻种植要获得有机认证，需要三年时间，转换期就是指一般种植到有机认证过程这三年。

公司的渠道分为两块：1) 礼品渠道，包括企事业单位、机关等定制产品的渠道，会员制服务，精品店，酒店（比如与一些生态农庄合作）；2) 商超传统渠道。公司按照每一个渠道一个经销商来做，产品和渠道匹配，高端产品走礼品渠道；中低端产品走商超传统渠道。公司的产品结构将分金字塔型：同时在营销策略上，公司利用商超传统渠道来宣传自己的品牌形象，扩大自己的市场份额，而礼品渠道更多的是立竿见影的获取利润。从营销模式来看，公司两个渠道分为 2 个模式：礼品渠道主要采用直销的模式，商超传统渠道主要采用经销模式。

强大的销售团队。公司邀请了北京 2008 奥运标识中国印的总设计师张武先生，带领其核心团队加盟公司，并担任东方粮油的董事长。张武曾为中国工商银行、海尔、燕京啤酒等知名企业做品牌营销顾问，拥有丰富的营销管理经验和渠道拓展能力。目前公司销售团队已经超 70 人。

华东和华北市场空间足够大。目前上海、北京两区域的销售已经启动，而两个地方的分装厂也将在 12 月 10 日投入使用。根据国家粮油信息中心的统计，单单华东市场（上海、浙江、江苏）的稻谷消费量在 2550 万吨，折合大米 1400 万吨左右；华北市场（北京、天津和河北）的稻谷消费量在 690 万吨，折合大米 380 万吨。两个市场合起来将近 1800 万吨的市场容量。未来公司销售还将成立除上海和北京之外的成都、深圳、西安等三大运营中心，并在各区域中心设立分装厂。

图 8：公司销售区域划分



资料来源：东方证券研究所

我们认为，公司拥有具有不可复制的“稻花香”产品，加上“差异化”的营销定位和策略，在优秀营销团队的带领下，可望在国内高端大米市场上打下一片天地。同时，公司作为大型的控股集团公司，具有很强的社会资源，通过整合这些资源，将有利于公司销售渠道的开拓。

4、收益测算：毛利率有望在 50%以上

根据我们在五常市的草根调研，目前五常市有 80%以上是种五优稻 4 号，即稻花香 2 号，其产量在 1060 斤/亩，相比其他种子如 639、松粳 9 号每亩 1500 斤/亩要少不少，因此稻花香 2 号的收购价也相对比较高，目前在 2.2 元/斤左右，按照出米率 60%算，其原料成本为 3.7 元/斤，加上加工费用 0.5 元/斤，其普通的稻花香大米的成本在 4.2 元/斤左右。如果是有机稻花香，我们了解到成本在 6 元/斤左右，主要有有机稻花香不能施化肥，产量相应的较低，需要花费的人工也比较大。同时由于为保持“订单农业”的长期性，公司给予农民和合作社按照市场价一定程度的收购溢价，有机稻花香成本在 8 元/斤左右。另一品种有机转化期的稻花香，成本介于普通稻花香和有机稻花香，其成本在 6 元/斤左右。

由于公司高端产品都是礼盒装，我们假设其高端包装成本在 2 元/斤，而桶装米包装在 0.5 元/斤。因此我们这里估计高端产品为有机稻花香（“坤光 1 号”的亩产与稻花香类似）的成本在 10 元/斤，普通稻花香为 4.7 元/斤。我们给出了在悲观估计下公司产品毛利率的测算。

高端产品毛利率测算：我们保守拿“天地道”中最便宜的醇品稻花香礼盒作为测算，其价格在 39.9 元/斤，假设经销商的加价率如茅台等奢侈品一样在 100%，那么毛利率在 50%以上；

中低端产品毛利率测算：我们拿“天缘道”中最便宜的稻花香自用袋作为测算，其价格在 9.99 元/斤，成本在 4.5 元/斤，假设按照一般零售超市加价率 10%，经销商加价率在 20%计算，那么毛利率也在 41%左右。

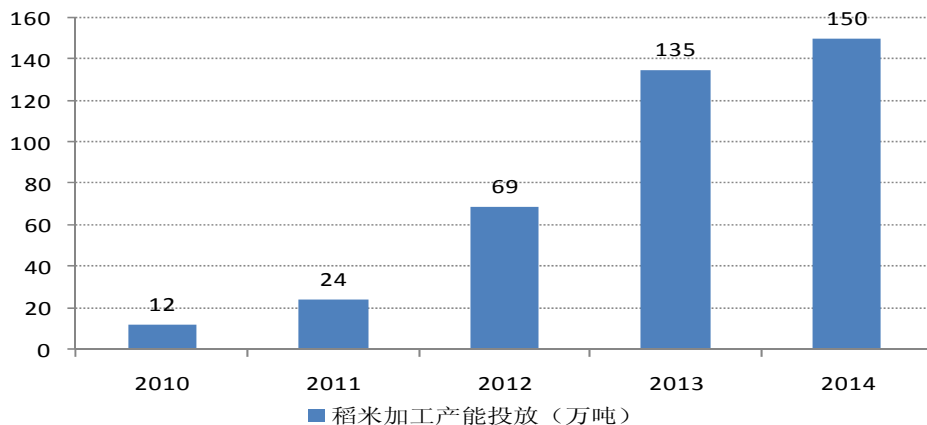
表 9：公司小包装大米毛利率测算（元/斤）

	产品分类	平均零售价格	流通环节加价率	实际价格	成本	毛利率
悲观预计	高端大米	39.9	100%	20	10	50%
	中低端大米	9.99	10%+20%	7.57	4.5	41%
乐观预计	高端大米	99.9	100%	50	10	80%
	中低端大米	19.9	10%+20%	15.08	6.5	57%
中性预计	高端大米	69.9	100%	34.95	10	71%
	中低端大米	14.95	10%+20%	11.32	5.5	51%

资料来源：东方证券研究所

目前公司与农户签订的合同覆盖 115.8 万亩的水稻面积，在五常拥有 44.6 万亩（4 万亩为有机稻、40.6 万亩为有机转化期稻），按照保守东北水稻 500 公斤/亩的产量，公司覆盖的水稻产量为 58 万吨左右，其中五常市稻花香在 22.3 万吨，折算成大米 34.8 万吨，五常稻花香 13.2 万吨。目前公司已经在五常市完成了 12 万吨产能投产，而方正市的 12 万吨产能也有望明年投产。因此，根据公司跟几个县市签订的合作协议，我们假设按照协议的最低限时间来估算，公司未来的产能明后年投放量在 24 万吨和 69 万吨。

图 9：公司稻米加工产能投放量



资料来源：东方证券研究所

对于销量的假设。我们假设公司只卖五常米，不考虑方正市等其他县市收购的米。我们测算公司明年可卖的五常有机稻花香米和稻花香有机转化期米的产量分别为 1.2 万吨和 12 万吨，按照毛利率的中性预估，全部实现销售，公司销售收入将有望达到 36 亿，毛利有望达到 20 亿。由于公司 11 月份才开始小包装大米的销售，许多投资者可能并不认为“五常稻花香”可以全部销售，这里我们对应的做了敏感性分析表供参考。我们认为，比较保守的预测收入在 10.5 亿，毛利在 5.69 亿，

表 10：2011 年公司小包装大米营业收入预测

营业收入（亿元）		中低端大米销售（万吨）				
		1	4	7	10	12
高端大米销售（万吨）	0.2	3.7	10.6	17.5	24.4	29
	0.4	5.1	12	18.9	25.8	30.4
	0.6	6.5	13.4	20.3	27.2	31.8
	0.8	7.9	14.8	21.7	28.6	33.2
	1	9.3	16.2	23.1	30	34.6
	1.2	10.7	17.6	24.5	31.4	36

资料来源：东方证券研究所

表 11：2011 年公司小包装大米毛利预测

毛利（亿元）		中低端大米销售（万吨）				
		1	4	7	10	12
高端大米销售（万吨）	0.2	2.17	5.69	9.21	12.72	15.07
	0.4	3.16	6.68	10.20	13.72	16.06
	0.6	4.16	7.67	11.19	14.71	17.06
	0.8	5.15	8.67	12.19	15.71	18.05
	1	6.14	9.66	13.18	16.70	19.05
	1.2	7.14	10.66	14.18	17.69	20.04

资料来源：东方证券研究所

净利润预测。产品销售费用决定于销售渠道，比如定制化产品的费用几乎为零，机关企事业单位渠道的费用也比较少，而像商超、礼品店的销售费用相对比较大，我们假设销售费用率、管理费用率和财务费用率总和为 30%，所得税为 25%，则公司净利润测算：

表 12：公司小包装大米收益预测

小包装大米	2010E	2011E	2012E
业务收入	0.00	104,400.00	193,200.00
业务成本	0.00	48,000.00	87,000.00
业务毛利	0.00	56,400.00	106,200.00
毛利率	0.00%	54.02%	54.97%
其中：高端米			

平均价格（元/公斤）	0.00	70	70
单位成本	0.00	20.00	20.00
销量(万吨)	0.00	0.20	0.50
业务收入	0.00	14,000.00	35,000.00
业务成本	0.00	4,000.00	10,000.00
业务毛利	0.00	10,000.00	25,000.00
毛利率	0.00	71.43%	71.43%

其中：中低端米

平均价格（元/公斤）	0.00	22.6	22.6
单位成本	0.00	11.00	11.00
销量(万吨)	0.00	4.00	7.00
业务收入	0.00	90,400.00	158,200.00
业务成本	0.00	44,000.00	77,000.00
业务毛利	0.00	46,400.00	81,200.00
毛利率	0.00	51.33%	51.33%

资料来源：东方证券研究所

表 13：公司小包装大米收益预测（万元）

小包装大米	2010E	2011E	2012E
营业收入	0.00	104,400	193,200
营业成本	0.00	48,000	87,000
三项费用	0.00	31,320	57,960
三项费用率	0.00	30%	30%
营业利润	0.00	25,080	48,240
所得税	0.00	6,270	12,060
所得税率	0.00	25%	25%
净利润	0	18,810	36,180
EPS	0	0.11	0.22

资料来源：东方证券研究所

四、原粮贸易：成本优势突出

公司原粮贸易主要通过从农民手里收购稻米、玉米和大豆等原粮，卖给加工厂。原粮贸易业务可以分成三块：1) 自建仓储的中转业务；2) 跟政府合作，代收代存业务；3) 向非国仓储租借的中转业务。

1、核心竞争力：拥有港口等资源优势

正如我们前面所阐述的，公司原粮贸易依托我国最大商品粮基地“北大仓”的丰富资源，顺应“北粮南运”的大趋势，可谓天时、地利、人和一应俱全。此外，公司拥有北方粮食贸易第二大港口——锦州港的大股东地位。锦州港位于渤海的西北部，是中国通向东北亚地区最便捷的进出海口。目前锦州港年吞吐能力已近超过 5000 万吨，其中玉米年中转量已在 650 万吨，连续多年成为北方内贸玉米第一大港。港口贯通东北铁路大动脉京哈线，形成巨大铁路海路交通网，公司利用自身资源上的优势，形成粮食物流中心加铁海联运的粮食贸易循环大通道。因此，在这种条件下，公司运往南方粮食能比一般贸易企业节省 0.15 元/斤的成本。我们测算，如果公司南下的粮食贸易量在 50 万吨，可以比一般贸易企业多赚 1.5 个亿。所以，从这个意义上来说，公司南运的原粮贸易将能获得更大的利润。

图 10：锦州港地理位置



资料来源：东方证券研究所

2、收益测算：受益粮价上涨

目前从我们草根调研得到的信息，各个原粮贸易商之间以及不同时期的收益率有很大不同，好的时候可以达到 0.1 元/斤以上，差的时候 0.01 元/斤。这里我们保守估计公司原粮贸易只在北方做（南运粮食利润将更高），我们给出敏感性分析供投资者参考。我们认为，公司已经覆盖 115 万亩水稻田，覆盖水稻产量为 58 万吨，除去我们估计的用于大米加工的 15 万吨水稻，公司单单水稻的贸易量就可以上 40 万吨，因此我们做一个比较保守测算是在明年 50 万吨贸易粮的基础上，其净利润在 4000 万左右。

表 14：2011 年公司原粮贸易的净利润预测

贸易净利润		贸易量（万吨）						
		20	40	50	60	70	80	90
每公斤净利 润水平(元/ 公斤)	0.02	400	800	1000	1200	1400	1600	1800
	0.05	1000	2000	2500	3000	3500	4000	4500
	0.08	1600	3200	4000	4800	5600	6400	7200
	0.1	2000	4000	5000	6000	7000	8000	9000
	0.15	3000	6000	7500	9000	10500	12000	13500
	0.2	4000	8000	10000	12000	14000	16000	18000

资料来源：东方证券研究所

同时，公司的原粮贸易将受益于整个粮价的上涨，在粮价上涨过程中，公司该块业务的弹性也将会很大。

五、其他资产：盈利好转

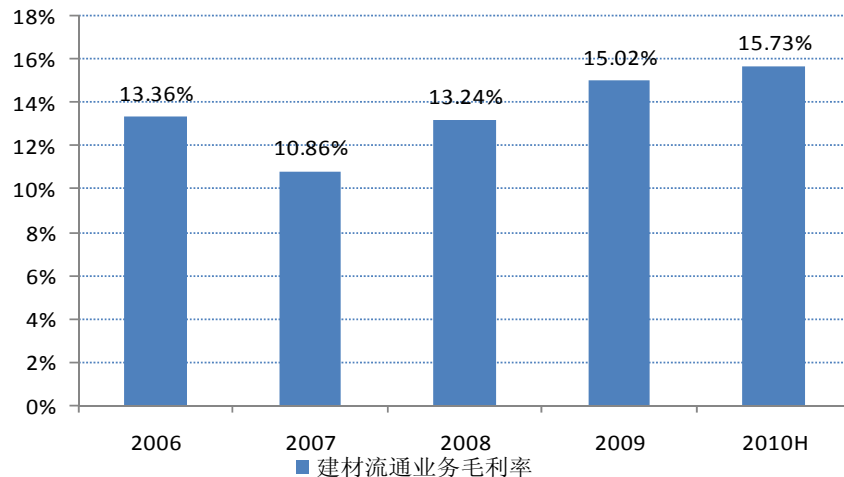
1、东方家园和银海金业：经营好转

公司子公司东方家园是中国最大的家居建材连锁企业之一，1999 年 8 月，东方家园首家门店丽泽店在北京开业，经过十多年发展东方家园已经在北京、沈阳、成都等 16 个城市拥有 27 家直营店，营业面积超过 100 万平米。

08 年初，东方家园进行了自公司创立以来最大的资本、业务与人员三大重组，引进欧洲瑞寰基金（ARCH）等知名国际基金作为公司的战略投资者，组建了既有国际化视野又熟悉本土市场、有良好教育背景和较高综合技能的新管理团队。新管理团队进入东方家园后，对东方家园的定位以及业务模式做了很大调整，特别是建立起了家居广场欧华尚美，并对其进行重新招租（新招租的门店一般有二到三年的免租期）。这也加大了这几年东方家园的费用支出，09 年东方家园共亏损 1.9 亿。但我们看到东方家园的经营状况正在积极好转，上半年东方家园主营利润 7451 万元，同比增长

9.82%，同时东方家园的毛利率也在逐步的提升。随着东方家园业务的转变，公司费用水平将呈下降趋势，公司该块业务有望实现减亏。

图 11：东方家园毛利率逐步提升



资料来源：东方证券研究所

矿业加工：在“黄金牛市”中升值。公司子公司赤峰银海金业在今年年初取得内蒙古自治区出具的矿产资源储量评估，评估矿石量Ag161.32万吨，Ag 金属量271.04 吨，Au 金属量1935.81kg，Ag 平均品位168.02g/t，Au 品位1.20g/t。上半年，公司以掘进为主，兼顾出矿，完成采矿量28,913吨，出矿量42,377 吨，我们预计上半年公司共开采的黄金为50,852g，白银7.12吨，而上半年公司销售的黄金为7,434.48 克，白银650,327.07 克，显然公司还是看好贵金属市场，保留了大部分的黄金和白银。这部分贵金属已经在下半年的“黄金牛市”中得到了巨大的升值。

良好的安全边际。公司同时还拥有 3.33%的民生银行、19.73%的锦州港和 15.03%的民族证券，按照目前市场对于这几块资产的估值，大约在 70-80 亿。因此，公司具有良好的安全边际。

2、控制人股权集中：看好公司未来发展

公司11月24日收到东方集团实业的通知，东方实业的股东池清林、安英、邢文兆分别将其所持有的东方实业4082.32万股、4057.88万股和4004.95万股股权转让给东方集团投资控股有限公司，转让后东方集团投资控股有限公司合计持有东方实业30.11%股权。至此，实际控制人张宏伟在公司的权益从9.64%增加至18.02%，可以看出实际控制人对于公司未来的信心，特别是对于公司农业板块的信心。由于公司定位于大型的投资控股集团企业，后续不排除股东对于公司进行资产注入，以扩大公司投资和控股规模。

六、盈利预测和估值

1、盈利预测

盈利预测假设：

- 我们保守假设公司高端米销量在 2000 吨，价格为 70 元/公斤；中低端米销量在 4 万吨，价格为 23 元/公斤；费用率在 30%；
- 原粮贸易量在 50 万吨，每公斤利润在 0.08 元。
- 东方家园的销售收入和利润的假设：

表 15：东方家园的销售假设（亿元）

东方家园	2009	2010E	2011E	2012E
业务收入	11.16	11.49	11.84	12.19
业务成本	9.48	9.51	9.77	10.00
业务毛利	1.68	1.99	2.07	2.19

资料来源：东方证券研究所

- 矿业加工业收入和利润假设

表 16：矿业加工业的销售假设（亿元）

矿业加工	2009	2010E	2011E	2012E
业务收入	0.66	0.80	1.11	1.34
业务成本	0.52	0.48	0.67	0.80
业务毛利	0.15	0.32	0.45	0.53

资料来源：东方证券研究所

- 2010-2012 销售费用率为：24%、15%和 12%；管理费用率为 10%、6%和 5%。财务费用保持稳定。
- 2010-2012 年投资收益增速按照 20%、8%和 8%假设。

我们预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.13 元、0.32 元和 0.52 元，按照上个交易日股价 7.83 元，对应市盈率为 62X、25X 和 15X。

表 17：盈利预测

利润表（单位：百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,354.88	1,644.87	3,948.25	6,235.85
营业收入	1,354.88	1,644.87	3,948.25	6,235.85
二、营业总成本	1,680.25	2,097.31	4,030.98	5,962.03
营业成本	1,010.92	1,381.73	3,038.91	4,728.57
营业税金及附加	15.99	16.45	39.48	62.36

销售费用	402.23	394.77	564.60	685.94
管理费用	113.50	151.33	217.15	261.91
财务费用	111.10	148.04	165.83	218.25
资产减值损失	26.53	5.00	5.00	5.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.01	0.10	0.00	0.00
投资净收益	509.57	611.48	660.40	713.23
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	184.21	159.14	577.67	987.05
加：营业外收入	11.89	13.16	11.84	12.47
减：营业外支出	34.16	3.29	3.95	3.12
五、利润总额	161.94	169.01	585.57	996.40
减：所得税	22.98	25.35	87.84	149.46
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	138.96	143.66	497.73	846.94
减：少数股东损益	-52.18	-66.08	-27.38	-23.71
归属于母公司所有者的净利润	191.14	209.74	525.11	870.66
七、每股收益：	0.11	0.13	0.32	0.52
八、市盈率	71	62	25	15

资料来源：东方证券研究所

注：股价按照报告日期上一个交易日的收盘价算

2、相对估值

由于公司定位于投资控股公司，因此在相对估值研究中，我们很难用简单给定市盈率的方法去计算其应有的价值。最好的方法是用公司每项资产的价值总和来得到整体价值，得到公司合理价格的估算。我们对于公司各项资产的价值进行估算，并得到公司合理的市值在 165.1 亿左右，对应股价 9.90 元，目前公司股价为元，首次给予“增持”评级。

表 18：各资产价值估算（亿元）

控股公司	股权	控股公司市值/价值 (亿)	对应公司市值 (亿)
民生银行	3.33%	1370	45.62
锦州港	19.73%	76	15.39
民族证券	15.03%	68.8	10.34
东方家园	95%	5	4.75
赤峰银海金业	51%	2	1.00
东方粮油	100%	88	88

合计	165.1
对应股价（元）	9.90

资料来源：东方证券研究所

注：民族证券整体价值估算：给予09年市净率4X（参考东北证券），2009年净资产为17.2亿

东方家园整体价值估算：给予其市净率1X，净资产约5个亿左右；

赤峰银海金业价值估算：1吨黄金矿大约1亿市值，其拥有2吨。

东方粮油价值估算：根据2011年我们预测其利润在2.2亿，鉴于良好的成长性和其产品独特的资源属性，给予其40X市盈率，对应市值在88亿。

五、风险提示

- 1、小包装大米销售低于预期：**1) 公司市场推广出现问题，消费者对产品认可度低于预期，或出现食品安全等事件风险，；2) 原料采购出现问题，合作社带头违约与公司签的合同，或者由于天气因素，导致农民产量大幅下降。其实我们的预测中已经包含了一部分对此风险的考虑。
- 2、粮价呈现持续下降趋势（一年以上）。**粮价长期呈现下降，可能影响公司原粮贸易的利润水平，形成库存积压的风险，
- 3、公司费用超出我们预期。**公司刚进入小包装大米，正处于市场拓展期，营销费用和管理费用超出我们预期。
- 4、经济增速下滑，导致民生银行、锦州港等与经济周期高度相关的资产收益率呈现下降趋势。**
- 5、东方家园等资产盈利水平继续恶化风险。**

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3317	1677	2806	4088	营业收入	1355	1645	3948	6236
现金	1419	417	785	1033	营业成本	1011	1382	3039	4729
应收账款	40	39	87	125	营业税金及附加	16	16	39	62
其他应收款	909	822	987	1434	营业费用	402	395	565	686
预付账款	606	296	711	1122	管理费用	113	151	217	262
存货	194	102	237	374	财务费用	111	148	166	218
其他流动资产	150	0	-0	0	资产减值损失	27	5	5	5
非流动资产	6141	6453	6536	6585	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4179	4179	4179	4179	投资净收益	510	611	660	713
固定资产	1113	1583	1715	1779	营业利润	184	159	578	987
无形资产	198	219	239	258	营业外收入	12	13	12	12
其他非流动资产	652	472	403	370	营业外支出	34	3	4	3
资产总计	9459	8130	9342	10674	利润总额	162	169	586	996
流动负债	3823	2686	3354	3763	所得税	23	25	88	149
短期借款	2353	2450	2800	2900	净利润	139	144	498	847
应付账款	441	39	87	125	少数股东损益	-52	-66	-27	-24
其他流动负债	1030	196	467	738	归属母公司净利润	191	210	525	871
非流动负债	33	33	79	155	EBITDA	214	658	1030	1453
长期借款	0	0	0	30	EPS (元)	0.11	0.13	0.32	0.52
其他非流动负债	33	33	79	125					
负债合计	3856	2719	3433	3918					
少数股东权益	239	173	145	122					
股本	1667	2167	2167	2167					
资本公积	2012	1512	1512	1512					
留存收益	1685	1560	2085	2956					
归属母公司股东权益	5364	5239	5764	6634					
负债和股东权益	9459	8130	9342	10674					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元						2009	2010E	2011E	2012E
	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	-544	-30	270	351	成长能力				
净利润	139	144	498	847	营业收入	-2.1%	21.4%	140.0%	57.9%
折旧摊销	341	279	238	198	营业利润	-43.0%	-13.6%	263.0%	70.9%
财务费用	111	148	166	218	归属于母公司净利润	-40.4%	9.7%	150.4%	65.8%
投资损失	-510	-611	-660	-713	获利能力				
营运资金变动	-309	738	444	717	毛利率(%)	25.4%	16.0%	23.0%	24.2%
其他经营现金流	-316	-727	-415	-916	净利率(%)	10.3%	8.7%	12.6%	13.6%
投资活动现金流	219	-438	-307	-153	ROE(%)	2.5%	2.7%	8.4%	12.5%
资本支出	680	334	74	40	ROIC(%)	2.7%	3.4%	7.3%	10.7%
长期投资	800	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	1700	-105	-232	-113	资产负债率(%)	40.8%	33.4%	36.7%	36.7%
筹资活动现金流	290	-534	404	50	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	372	97	350	100	流动比率	0.87	0.62	0.84	1.09
长期借款	-800	0	0	30	速动比率	0.82	0.59	0.77	0.99
普通股增加	385	500	0	0	营运能力				
资本公积增加	438	-500	0	0	总资产周转率	0.14	0.20	0.42	0.58
其他筹资现金流	-105	-631	54	-80	应收账款周转率	34	42	45	50
现金净增加额	-26	-1002	367	248	应付账款周转率	3.87	52.08	56.82	62.50

每股指标 (元)					估值比率				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
每股收益(摊薄)	0.11	0.13	0.32	0.52	P/E	71.18	62.22	24.85	14.99
每股经营现金流(摊薄)	-0.33	-0.01	0.12	0.16	P/B	2.33	3.14	2.87	2.51
每股净资产(摊薄)	3.36	2.50	2.73	3.12	EV/EBITDA	61	20	13	9

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn