

东方集团股份有限公司

2019 年公开发行公司债券  
(第二期)信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】第 Z  
【304】号 02

分析师

姓名：  
陈朝阳 胡长森  
陈朝阳 胡长森  
电话：  
010-66216006  
邮箱：  
chenchy@cspengyuan.com

评级日期：  
2019年06月19日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008号阳光高尔夫大厦  
3楼

电话：0755-82872897

网址：  
www.cspengyuan.com

## 东方集团股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过10亿元（含）

评级展望：稳定

债券期限：3年

债券偿还方式：按年付息、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对东方集团股份有限公司（以下简称“东方集团”或“公司”，股票代码：600811）本期拟公开发行总额不超过10亿元（含）公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司粮油购销业务具有较强的产区粮源优势，近年收入规模较大；公司股权投资质量较好；新型城镇化开发业务收入规模逐年增长。同时中证鹏元也关注到了近年公司粮油购销业务利润空间较小，受限资产比例较高，其他应收款规模较大，面临较大的短期偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 公司粮油购销业务具有较强的产区粮源优势，近年收入规模较大。公司粮油购销业务主要由子公司东方粮仓有限公司（以下简称“东方粮仓”）负责，东方粮仓地处黑龙江省，且在五常、方正、肇源三个优质水稻主产区设立了加工园区，具有较强的产区粮源优势。2016-2018年公司粮油购销业务收入分别为56.11亿元、67.20亿元和91.85亿元，规模较大，且持续上升。
- 公司所持股权质量较好，近年持续实现较大规模投资收益。截至2018年末，公司分别持有中国民生银行股份有限公司（股票代码：600016，以下简称“民生银行”）及锦州港股份有限公司（股票代码：600190，以下简称“锦州港”）股数分别为128,011.71万股和30,817.80万股，账面价值分别为120.96亿元和9.87亿元，所持股权质量较好；2016-2018年及2019年1-3月，按照权益法核算的民生银行投资

收益分别为 13.98 亿元、14.41 亿元、14.55 亿元和 4.61 亿元，且 2017 年公司主要通过出售方正证券股份有限公司（股票代码：601901，以下简称“方正证券”）股权获得投资收益 1.72 亿元，对公司营业利润的贡献较大。此外，2018 年公司通过持股锦州港和民生银行合计获取分红 1.03 亿元。

- **公司新型城镇化开发业务收入规模逐年增长。**公司新型城镇化开发业务由子公司国开东方负责，近年新型城镇化开发业务收入规模逐年增长，2016-2018 年分别为 7.17 亿元、11.61 亿元和 51.96 亿元；截至 2018 年末，新型城镇化开发业务二级开发项目计划总投资 133.40 亿元，一级开发项目计划总投资 57.18 亿元，规模较大，收入来源较有保障。

### 关注：

- **公司粮油购销业务利润空间较小，且存在一定的客户集中度风险。**近年受粮食流通行业低迷影响，公司粮油购销业务毛利率较低，2016-2018 年分别为 0.10%、1.90% 和 1.79%，利润空间较小；2016-2018 年公司粮油购销业务前五大客户销售金额占比分别为 41.45%、38.76% 和 38.56%，存在一定的客户集中度风险。
- **公司受限资产比例较高。**截至 2019 年 3 月末，公司所持锦州港和民生银行股权已质押股数占比分别为 86.96% 和 99.99%，股权质押比例较高；2018 年末公司受限资产合计 258.72 亿元，占总资产的比重为 52.25%。
- **公司其他应收款规模较大。**截至 2018 年末其他应收款账面价值为 70.46 亿元，规模较大，公司其他应收款主要为公司子公司借出的项目合作款，需关注该部分款项未来的回收时间和坏账损失风险。
- **公司有息负债规模大，面临较大的短期偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息负债合计 260.14 亿元，占负债总额的比重为 91.08%，短期需偿还负债合计 161.04 亿元，考虑到短期偿债能力指标较弱，公司面临较大的短期偿债压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 30.31 亿元，占当期所有者权益的比重为 14.47%，被担保对象主要为公司控股股东东方集团有限公司（以下简称“东方有限”）及其子公司，以及公司参股公司，考虑到对外担保均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	5,125,673.50	4,951,295.29	4,807,009.11	4,761,898.62

归属于母公司所有者权益	2,079,614.56	2,058,986.50	2,008,319.62	1,938,383.65
有息负债	2,605,779.37	2,601,377.55	2,427,032.58	2,478,178.07
资产负债率	58.77%	57.68%	57.49%	58.55%
流动比率	1.53	1.51	1.78	2.42
速动比率	0.97	0.89	0.94	1.47
营业收入	181,256.94	1,447,993.77	795,209.69	634,319.57
投资收益	45,970.02	153,339.66	168,109.07	153,454.24
营业利润	14,517.84	70,168.42	76,522.86	62,991.38
净利润	14,064.39	64,416.92	74,263.04	72,048.01
综合毛利率	2.51%	6.82%	6.11%	3.37%
总资产回报率	-	2.47%	3.40%	3.65%
EBITDA	-	197,450.76	175,376.54	143,546.26
EBITDA 利息保障倍数	-	1.64	1.35	1.66
经营活动现金流净额	92,866.10	22,931.72	-183,298.44	-156,393.63

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司是在1992年经黑龙江省体改委黑体改发【1992】第417号文件批准，对东方企业集团进行改组成立的有限公司。公司于1993年经中国证券监督管理委员会批准以募集方式向社会公开发行A股股票，并于1994年1月在上海证券交易所上市交易（股票简称“东方集团”，股票代码：600811）。后经历次变更，截至2014年末公司总股本增至166,680.54万股；2016年5月，公司向特定投资者非公开发行股票119,056.09万股，募集资金净额86.10亿元，公司总股本增至285,736.62万股；2017年6月30日，公司股东大会审议通过以资本公积转增股本方案，共计转增85,720.99万股，2017年7月实施转增后，公司总股本增至371,457.61万股。截至2019年3月末公司注册资本为371,457.61万元，东方有限直接持股13.27%，通过西藏东方润澜投资有限公司间接持股16.39%，为公司的控股股东，公司实际控制人为自然人张宏伟<sup>1</sup>。

**图1 截至2019年3月31日公司股权结构关系**



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是一家大型投资控股型企业集团，目前公司股权投资涉及现代农业、金融业、港口运输业以及新型城镇化开发等领域，控股投资的子公司经营业务包括粮油购销、新型城镇化开发等。截至2018年末，公司共有纳入合并范围的一级子公司13家，详见附录三。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**东方集团股份有限公司2019年公开发行公司债券（第二期）；

**发行总额：**不超过人民币10亿元（含）；

**债券期限和利率：**本期债券期限为3年，附第2年末公司调整票面利率选择权和投资者

<sup>1</sup> 截至本报告出具日，公司实际控制人未提供征信报告

回售选择权；

**还本付息方式：**本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

### 三、本期债券募集资金用途

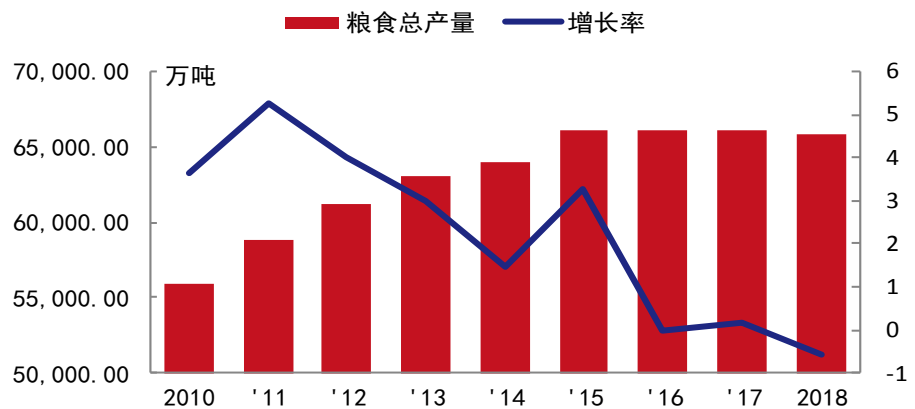
本期债券拟募集资金总额不超过10亿元（含），在扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

### 四、运营环境

受益于国家粮食补贴的持续投入和惠农政策的不断实施，近年我国粮食产量得以维持，但受粮食品种结构性失衡和国内外价差较大影响，粮食进口量仍处高位

一方面，受益粮食补贴等惠农政策的实施及单产平均水平提高，我国粮食总产量继续维持，另一方面国家主动调减库存较多的稻谷和玉米种植面积，扩大大豆种植面积，粮食总产量有所下降。2009-2015年粮食总产量连续多年增长，但2016年以来粮食总产量波动下降，2016-2018年全国粮食产量分别为66,043.52万吨、66,160.72万吨和65,789.00万吨。

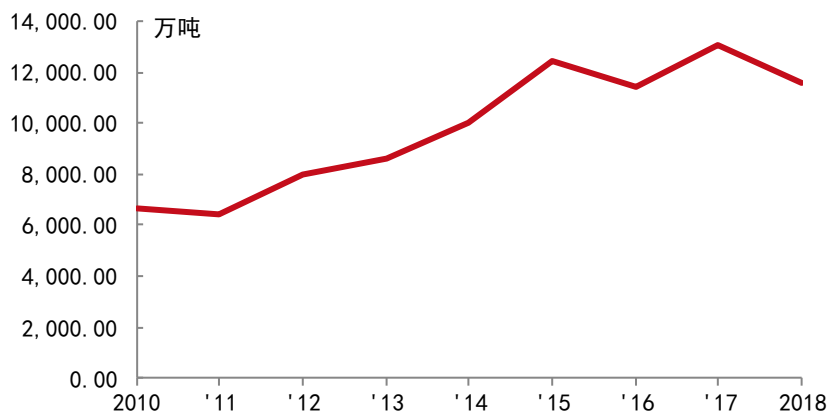
图2 近年全国粮食总产量及同比变化情况



资料来源：国家统计局网站，中证鹏元整理

我国粮食产量长期处于结构性失衡状态，大豆产量远低于国内需求，但玉米和稻谷等农产品供应充足。同时玉米和大豆等农产品进口到岸价低于国内价格，国内外价差导致粮食进口数量维持高位。供需结构性失衡和国内外价差使得近年国内粮食行业出现“高产量、高库存、高进口”并存现象。

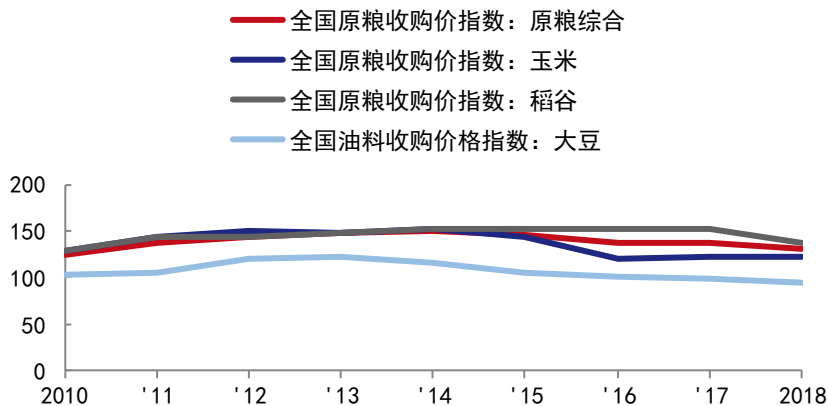
图3 近年我国粮食进口数量情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

价格方面，近年全国原粮综合收购价指数整体下降，2018年末为131.39，较2017年末的137.48继续下降，玉米、稻谷和大豆收购价格指数均有所下降，其中稻谷收购价格指数下降较大。

图4 近年我国原粮收购价格指数



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**粮食产销区域的失衡促进粮食贸易的发展，受最低收购价政策及较高的物流成本影响，粮食流通行业盈利能力普遍较低，国有企业仍是粮食流通行业的主要参与主体**

我国粮食作物主要生长在北方，产销两区市场割裂问题较为严重。近年我国13个粮食主产区粮食产量占全国粮食总产量的比重维持在75%左右；西部部分地区受山地较多、气候等自然条件较差影响，粮食产量有限，粮食供需矛盾较为明显。粮食产销区域的失衡促进粮食流通行业快速发展的同时，也给粮食流通环节带来较大压力。近年粮食流通行业较为低迷，一方面，受最低收购价政策和较高的物流成本影响，粮食收购和运输成本较高；另一方面，近年我国经济持续低迷，粮食的持续增产和消费需求持续下行同步出现，产需



走势逆势而行。受上述因素影响，近年粮食流通行业利润空间较小，行业利润率普遍较低。

目前，粮食流通行业参与主体可划分为三个层级：中央粮食流通企业、地方国有粮食流通企业以及其他粮食流通企业（民营及外资粮食流通企业）。中央粮食流通企业以中储粮、中粮集团为代表，其中中储粮承担国家政策性的收储任务，仓储网点多，覆盖区域广，是粮食流通企业的绝对领导者。地方国有粮食流通企业由原省市县三级粮食系统中的粮油购销企业改制形成，规模和网点数量居于中央及其他粮食流通企业中间。近年，随着我国对粮食市场的进一步开放，较多的民营及外资企业开始进入粮食行业，但受制于规模及粮食进口配额政策限制等因素，其他粮食流通企业竞争力相对较弱，国有企业仍是粮食流通行业的主力。

**表 1 近年我国粮食行业主要政策**

时间	主要内容
2015 年底	明确提出要推进农业供给侧结构性改革，改变目前生产与需求脱节、粮食流通政府收储取代市场机制的局面
2016 年 3 月	国家发改委宣布东北三省和内蒙古自治区将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制，未来“市场价格，价补分离”将成为全国粮食流通体制改革的方向
2016 年 11 月	发改委粮食行业“十三五”规划指出“十三五”期间，继续完善稻谷、小麦最低收购价政策，稳妥推进玉米收储制度改革，优化储量布局和结构，形成统一开放、竞争有序的市场体系
2017 年 2 月	中央 1 号文件明确提出“改善完善粮食等重要农产品价格形成机制和收储制度”
2017 年 3 月	粮食物流业“十三五”规划指出到 2020 年跨省流通比例达到 50%，跨省粮食物流量 2 亿吨，仓储设施完好率 95%，物流节点数量达到 160 个
2017 年 8 月	明确提出在流动领域实施优质粮食工程，将提升收获粮食的优质品率、优质优价收购量和粮油加工产品的优质品率等作为重要考核指标
2018 年 2 月	2018 年国家继续在稻谷主产区实行最低收购价政策，为支持完善稻谷最低收购价政策，国家对有关稻谷主产省份给予适当补贴支持
2018 年 4 月	2018 年中央财政继续加大支农投入，对农民进行直接补贴的同时，大力支持新型农业经营主体发展，支持农业结构调整
2018 年 11 月	国家粮食和物资储备局要求各级粮食部门和有关企业继续落实国家粮食收购政策，保护种粮农民利益，避免出现农民“卖粮难”

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

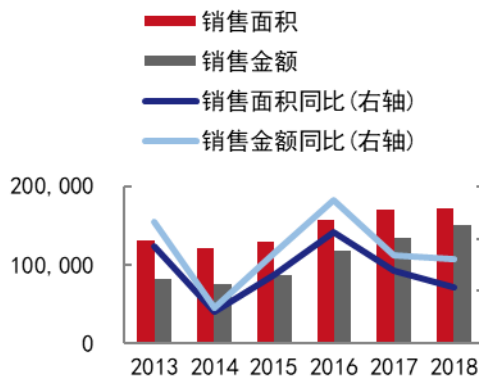
**2017年三四线城市商品房成交活跃，带动全国商品房销售实现增长，但销售增速放缓；2018年成交面积仅较上年微增，其中一线城市商品房成交持续下滑，二线城市同比增速有所回升，三四线城市同比增速明显回落；2019年需关注受棚改货币化影响较大的低能级城市销售情况**

自2016年国内房地产调控以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购、限贷政策；2017年政策调控继续坚持了分类调控、因城施策的原则，其中三、四线城市政策相对宽松，成为市场成交主力。2017年全国商品房销售面积同比增长7.7%，增速同比下滑14.8个百分点。2018年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来

住的、不是用来炒的定位，提出构建房地产市场健康发展长效机制，因城施策、分类指导，当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，带动全国商品房销售面积同比增幅回落。根据国家统计局数据，2018年全国商品房销售面积同比增长1.3%，增速较上年下滑6.4个百分点；销售额同比增长12.2%，增速同比下滑1.5个百分点。在房住不炒的基调下，2018年商品房成交面积较上年微增。

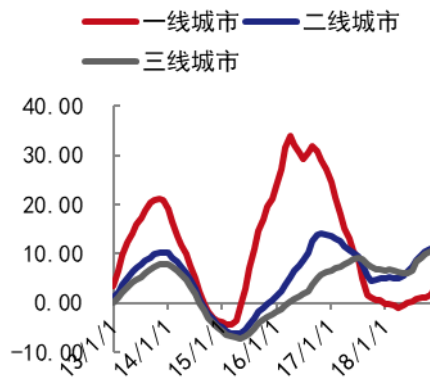
从不同类别城市表现来看，2017年一线城市商品房销售呈持续下滑趋势，当年销售面积和销售金额分别同比下降29.2%和26.1%；二线城市成交面积小幅下降，但销售额同比增长11.1%；三线城市商品房销售面积同比增长10.45%，商品房销售额同比增长28.2%。2018年一线城市商品房成交持续下滑，但在前期深度调控的低基数下，成交面积降幅有所收窄，2018年销售面积同比下降5.11%，销售额同比增长7.62%；二线城市增速有所回升，但仍表现低迷，2018年销售面积同比基本持平，销售额同比增长11.46%；随着去库存红利消退、棚改货币化安置力度走弱，三四线城市同比增速明显回落，2018年商品房销售面积同比仅增加4.95%。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势呈现一定的分化。

图 5 商品房销售情况（万方，亿元，%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 不同能级城市住宅价格指数情况 (%)



资料来源：Wind，中证鹏元整理

棚改货币化安置是本轮三四线城市房地产市场重要的支撑力量，2016-2017 年我国棚改货币化安置比例分别为 48.9% 和 60.0%，其中三四线城市通过棚改货币化安置分别去库存 1.4 亿平方米和 1.8 亿平方米，占销售面积的 14.8% 和 18.0%。2019 年及 2020 年年均棚改任务将明显减少，同时国务院会议也明确提出因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，在商品住房存量不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。因此预计棚改货币化安置带来的购房需求难以长期延续，2019 年部分受棚改货币化支撑较大的低能级城市商品房销售面积将有所下降。

图 7 2018 年棚改实际执行超预期（万套） 图 8 2018 年 H2 新增 PSL 投放量缩减（亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 2016年以来国家及北京市出台了一系列关于土地出让和房地产开发的调控政策，加大了房地产行业的风险

面对北京市“功能疏解促转型创新发展”政策导向和房地产调控政策的密集出台，新型城镇化产业面临土地市场和房地产二级市场的极大挑战。

土地供应方面，受京津冀一体化、功能疏解、控制人口等总体形势影响，2016年北京市严控土地供应，年初计划供地4,100公顷，但2016年全年仅供地43宗，成交面积482.6公顷，占供地计划的12%，其中北京市丰台区年内土地供应为零。2016年9月30日，北京市出台《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的若干措施》，明确试点采取限定销售价格并将其作为土地招拍挂条件的措施，导致土地出让各环节均发生一系列变化：增加入市前房价上限审批，招拍挂程序发生改变，需经过竞地价、竞住宅商业自持比例、比绿建方案三个阶段，同时住宅自持及租赁政策的变化增加了后期持有经营的难度与成本，改变了原土地二级开发的盈利模式。2017年以来，北京开始加大住宅土地供应力度，2017年4月7日北京市政府批准《北京市2017-2021年及2017年度住宅用地供应计划》，根据该计划，北京市今后五年将供应住宅用地6,000公顷，其中国有建设用地5,000公顷，集体建设用地1,000公顷，以保障150万套住房建设需求。

二级开发方面，2016年下半年国家及北京市政府出台了一系列房地产开发的调控政策，进一步整顿规范房地产市场秩序，同时对商办类物业实施限购和严格规范管理。2017年3月26日，北京市相关部门联合发布《关于进一步加强商业、办公类项目管理的公告》，对商业、办公类项目的规划用途、最小分割单元、销售对象和商业银行信贷等实施了更为严格的调控措施，包括商办类项目应当严格按规划用途开发、建设、销售、使用，未经批准，不得擅自改变为居住等用途；新报建商办类项目最小分割单元不得低于500平方米等；开发

企业在建（含在售）商办类项目不得出售给个人；商业银行暂停对个人购买商办类项目的个人购房贷款，对商住类房地产业务的经营产生较大影响。

**商业银行在国民经济和金融体系中处于核心地位，2018年以来商业银行资产质量下降，但风险抵补能力有所提升，资本充足率进一步提升**

商业银行业务范围涵盖了经济领域的大部分行业，是证券公司等其他金融机构业务发展的基础，在现代经济活动中拥有信用中介、支付中介、金融服务、信用创造和调节经济五大功能，在国民经济中居于重要地位。2018年末商业银行正常贷款余额108.5万亿元，其中正常类贷款余额105.0万亿元，关注类贷款余额3.5万亿元。从银行业资产质量看，2018年三季度末商业银行不良贷款余额2.03万亿元，不良贷款率为1.83%，较2017末上升0.09个百分点，资产质量下降。

虽然商业银行资产质量有所下降，但风险抵补能力提升。2018年末商业银行贷款损失准备余额为3.77万亿元，较2017年末增加0.68万亿；拨备覆盖率为186.31%，较2017年末上升4.89个百分点；贷款拨备率为3.41%，较2017年末上升0.25个百分点。资本充足性方面，2018年末商业银行核心一级资本充足率为11.03%，较2017年末上升0.28个百分点；一级资本充足率为11.58%，较2017年末上升0.23个百分点；资本充足率为14.2%，较2017年末上升0.55个百分点。

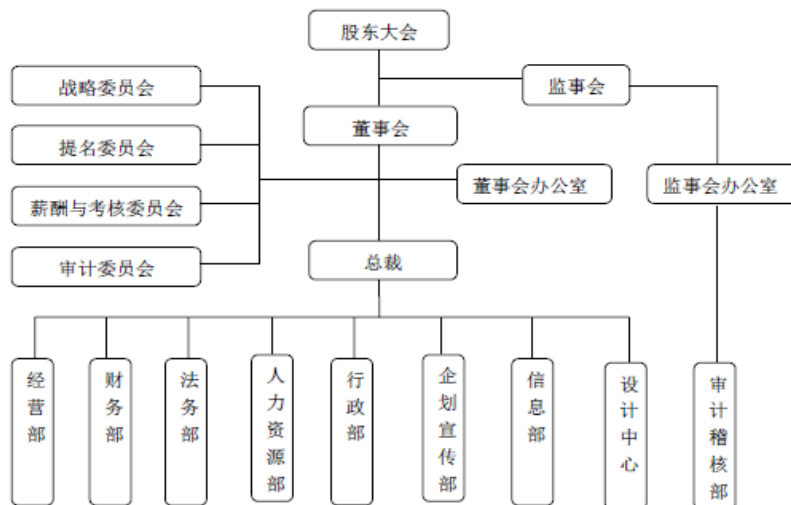
## 五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》及中国证监会及上海证券交易所等颁布的相关法律、法规及规章的相关规定，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的治理机构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据《公司章程》，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由9名董事组成，其中董事长1人、副董事长1人。公司董事长、副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生，董事会人数及人员构成符合法律、法规的要求。公司监事会由5名监事组成，监事会设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。

组织机构方面，公司董事会设立审计、提名、薪酬与考核、战略等4个董事会专门委员会；公司下设经营部、财务部、法务部、人力资源部、行政部、企划宣传部、信息部和设计中心等部门。

图9 截至2018年末公司组织架构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

制度建设方面，近年公司制定了涵盖股东大会履行职责、董事会履行职责、财务管理和审计监察等各项生产经营活动的制度，制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《董事会战略委员会实施细则》、《董事会审计委员会实施细则》、《董事会薪酬与考核委员会实施细则》、《董事会提名委员会实施细则》、《董事会审计委员会年报工作规程》、《独立董事年报工作制度》，《内部控制管理制度》、《经营管理制度》、《公司薪酬管理制度》、《资金管理规定》、《信息披露事务管理制度》、《财务管理制度》和《财务统一管理实施细则》等。

人员素质方面，公司在职工以行政人员和生产人员居多。公司主要高级管理人员具有较丰富的管理经验和较高的专业职称，且较为稳定。

表2 截至2018年末公司主要高级管理人员从业情况

姓名	年龄	现任职务	入职时间	专业职称	学历	从业时间
孙明涛	41	董事长	2009-11-30	-	本科	1999-7
方灏	45	总裁	2017-6-1	-	硕士	1993-7
张惠泉	51	副总裁	2002-1-1	律师执业资格	硕士	1990-7
田健	53	副总裁	2008-1-1	国家一级注册建筑师 高级建筑师	硕士	1986-9
辛赵升	55	副总裁	2009-10-1	会计师	大专	1983-10
张明根	48	副总裁	2017-6-26	律师执业资格	硕士	1998-12
党荣毅	49	财务总监	1995-9-1	注册会计师	硕士	1990-7
王华清	41	董事会秘书	2016-7-29	-	硕士	2001-7

资料来源：公司提供

公司实际控制人张宏伟，1954年出生，硕士研究生学历，中国国籍。曾任公司董事长，

现任公司名誉董事长、董事，东方有限董事长，联合能源集团有限公司董事会主席，中国民生银行股份有限公司副董事长，公司实际控制人管理经验较为丰富。

## 六、经营与竞争

公司是一家大型投资控股型企业集团，投资的子公司业务涉及现代农业、金融业、港口交通业及新型城镇化开发等领域。近年公司收入主要来源于粮油购销业务，2016-2018年，公司分别实现粮油购销业务收入56.11亿元、67.20亿元和91.85亿元，占公司当年主营业务收入的比重分别为88.66%、84.81%和63.62%。2016年6月公司收购国开东方剩余多数股权，国开东方纳入合并范围，公司新增新型城镇化开发业务收入，近年公司新型城镇化开发收入规模逐年增长。从盈利水平来看，2016-2018年，公司主营业务毛利率分别为3.21%、6.03%和6.75%，均处于较低水平，主要系粮油购销业务毛利率低所致。

**表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2019年1-3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
粮油购销	17.91	2.34%	91.85	1.79%	67.20	1.90%	56.11	0.10%
新型城镇化开发	0.02	21.21%	51.96	15.27%	11.61	26.89%	7.17	27.55%
其他	0.14	-	0.58	29.05%	0.43	89.71%	0.00	-
<b>主营业务收入</b>	<b>18.07</b>	<b>2.33%</b>	<b>144.38</b>	<b>6.75%</b>	<b>79.24</b>	<b>6.03%</b>	<b>63.28</b>	<b>3.21%</b>

注：公司 2016 年年报中粮油购销业务收入与成本金额有误，中证鹏元根据公司提供的说明已在表 3 中更正。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）粮油购销业务

**公司粮油购销业务贸易规模较大，且收入规模持续增长，但该业务整体利润率较低**

公司主要通过东方粮仓等一级子公司开展粮油购销业务，近年来粮油购销业务是公司营业收入的主要来源，2016-2018年，粮油购销业务收入分别为56.11亿元、67.20亿元和91.85亿元，收入规模较大，且持续增长。2016-2018年公司粮食购销业务毛利率分别为0.10%、1.90%和1.79%，2016年毛利率较低主要系公司主营粮食品种玉米价格大幅下降所致，且当年销售较多库存玉米所致，整体来看公司粮油购销业务利润率较低。考虑到粮食流通行业利润空间有限，且粮食价格存在一定波动，公司盈利能力及其稳定性持续承压。

东方粮仓成立于2009年，业务涵盖种子培育、农业种植、产品研发、稻谷加工及仓储、原粮贸易、成品米加工贸易及电子商务等现代化农业产业。截至2018年末，东方粮仓资产总额为51.71亿元，所有者权益合计为9.51亿元，资产负债率为81.61%；2018年，东方粮仓

实现营业收入87.56亿元，营业亏损1,269.76万元，亏损额有所上升。

**表 4 东方粮仓主要财务指标（单位：万元、天）**

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	632,930.19	517,129.27	529,381.90	409,741.04
所有者权益合计	92,217.40	95,105.69	100,193.11	98,404.52
营业收入	175,416.43	875,624.95	650,513.62	566,321.08
营业利润	-989.38	-1,269.76	-316.32	-4,182.36
利润总额	-989.27	-1,242.82	102.79	466.97
资产负债率	85.43%	81.61%	81.07%	75.98%
综合毛利率	1.97%	1.59%	1.81%	1.12%
应收账款周转天数	-	10.57	11.48	22.25
存货周转天数	-	46.41	58.25	228.34
经营活动产生的现金流净额	26,236.29	-42,176.30	-183,054.58	-6,853.75

注：受合并抵消因素影响，东方粮仓营业收入和毛利率与公司指标存在一定差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

东方粮仓粮油购销业务经营模式分为原粮贸易和成品米加工贸易，近年来依托产区粮源优势和港口优势，东方粮仓粮油购销业务发展较快且贸易规模较大。

#### （1）原粮贸易

公司原粮贸易具有较强的产区粮源优势，业务规模较大，整体购销渠道稳定，账款回收期限较短，但存在一定的客户集中度风险

黑龙江省土地条件优越，粮食产量较高，东方粮仓地处黑龙江省，在五常、方正、肇源等地设立仓储园区，仓容分别为五常10万吨、方正16万吨、肇源20万吨和龙江县5万吨，具有较强的产区粮源优势。

东方粮仓在东北产区采购水稻、大米和玉米等原粮，通过铁路和海运将原粮运输至销售区销售，采购模式包括三种：（1）代收代储模式：与粮库和企业进行合作，委托其代收原粮，同时租赁其经营场所进行代储，占总采购量的40%左右，目前合作的粮库主要有良运库、万马库、良丰库、建三江雪那红库、红兴隆农垦亿鑫库、山东潍坊植物油库等，结算模式为东方粮仓将全款预付给代理收购企业。（2）直接贸易模式：直接与贸易商进行粮食贸易（包括坐港收储模式），占总采购量50%左右，结算模式主要为：先预付给供货商约80%货款，待收到该笔业务的发票及货物，再支付余下约20%货款。（3）直收模式：直接向农民和合作社采购，结算模式为现金结算。

近年公司原粮贸易规模较大，为规避粮食贸易风险，东方粮仓针对不同的粮食品种制定了不同的采购策略：（1）玉米主要采用以销定采策略：东方粮仓针对南方销区市场出现

的价格差，根据合作客户提出的产品价格及标准，及时进行玉米补库或者直接在港口进行玉米采购，快进快出。（2）大豆主要采用期现结合策略：东北大豆在国际市场上缺乏一定的市场竞争力，采购价高于南美大豆的港口到岸价格。为了规避价格风险，东方粮仓开展大豆期货业务以配合现货大豆业务进行套期保值。（3）水稻主要采用集中收储策略：东方粮仓根据市场价格差异情况及未来价格预期，从秋冬季开始大规模采购水稻入库。

2016-2018年，公司主要贸易品种玉米的采购均价分别为1,593.45元/吨、1,445.22元/吨和1,581.38元/吨，有所波动，水稻、大米和杂粮采购均价亦有所波动。采购量方面，2016-2018年公司玉米采购量分别为200.80万吨、241.51万吨和276.05万吨，逐年增长，其他粮食品种采购量有所波动。

**表 5 公司粮油购销业务收储情况（单位：元/吨、吨、万元）**

项目	2018 年			2017 年		
	采购均价	采购量	采购金额	采购均价	采购量	采购金额
水稻	2,650.44	459,542.65	121,798.81	2,848.63	591,453.69	168,483.27
玉米	1,581.38	2,760,484.45	436,538.30	1,445.22	2,415,084.19	349,032.80
大豆	3,333.53	426,599.80	142,208.11	3,476.20	311,773.23	108,378.61
大米	3,677.51	19,582.77	7,201.59	4,233.59	830.50	351.60
杂粮	-	295,302.00	149,126.89	-	67,595.29	83,340.80
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>3,961,511.67</b>	<b>856,873.70</b>	<b>-</b>	<b>3,386,736.89</b>	<b>709,587.08</b>

项目	2016 年		
	采购均价	采购量	采购金额
水稻	2,828.05	318,702.23	90,130.74
玉米	1,593.45	2,007,987.33	319,962.63
大豆	3,396.75	317,328.19	107,788.40
大米	4,601.53	1,393.19	641.08
杂粮	-	59,056.85	45,260.55
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>2,704,467.79</b>	<b>563,783.40</b>

注：杂粮品种为除水稻、玉米、大豆、大米之外其他品种的归类。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年东方粮仓原粮供应商主要大型贸易商。公司采购供应商较为集中，2016-2018年前五大供应商采购金额占比分别为26.70%、40.59%和35.14%，占比较高。

**表 6 公司粮油购销业务前五名供应商情况（单位：万元）**

年份	公司名称	采购金额	占年度采购总额比例
2019 年 1-3 月	供应商 A	21,446.89	10.65%
	供应商 B	17,382.68	8.64%
	供应商 C	11,488.20	5.71%
	供应商 D	11,048.45	5.49%



	供应商 E	10,721.90	5.33%
	<b>合计</b>	<b>72,088.12</b>	<b>35.81%</b>
2018年	供应商 A	100,575.40	11.74%
	供应商 B	59,655.23	6.96%
	供应商 C	56,625.94	6.60%
	供应商 D	45,377.96	5.29%
	供应商 E	38,970.93	4.55%
	<b>合计</b>	<b>301,205.46</b>	<b>35.14%</b>
2017年	供应商 A	71,318.70	9.93%
	供应商 B	70,091.26	9.76%
	供应商 C	62,831.16	8.75%
	供应商 D	46,647.77	6.50%
	供应商 E	40,513.03	5.64%
	<b>合计</b>	<b>291,401.93</b>	<b>40.59%</b>
2016年	供应商 A	45,979.21	8.16%
	供应商 B	30,455.19	5.40%
	供应商 C	25,522.32	4.53%
	供应商 D	25,287.61	4.49%
	供应商 E	23,304.87	4.13%
	<b>合计</b>	<b>150,549.19</b>	<b>26.70%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原粮销售方面，东方粮仓以沿海地区为主线，以华中、华南、西南地区为辅线，重点选择京津唐、长三角、珠三角三大经济圈为销售区域，主要采用以下几种销售方式：（1）产区采购后如果价格上涨，则可以在产地直接销售；（2）通过铁路北粮南运，定点向销售区域（如湖南、江西、四川等地）客户销售粮食；（3）以锦州港为主，以营口港、大连港和丹东港为辅，开展坐港收储、运输中转和销售业务，即将收购的原粮运输到港口销售或通过港口运输到目的地销售，以及在港口开展即买即卖业务。

东方粮仓原粮销售货款结算主要采用先款后货方式，占比在90%以上，如有赊销须对客户授信评级，中小企业一般不予以赊销，通过授信的企业给予一定的账期及赊欠额度，账期一般是45天或60天，授信额度根据企业的规模及信用情况不等，整体来看，账款回收期限较短。2018年东方粮仓销售市场拓展至江西、安徽、江苏、湖南、湖北等地，客户主要为饲料厂和贸易商。销售均价和销售金额方面，近年来公司玉米、大豆、大米和杂粮销售均价走势与采购均价基本一致，但2016年水稻和2018年玉米的销售价格与采购价格出现倒挂。

**表 7 公司粮油购销业务销售情况（单位：元/吨、吨、万元）**

项目	2018年	2017年
----	-------	-------

	销售均价	销售量	销售金额	销售均价	销售量	销售金额
水稻	2,876.09	541,557.49	155,756.61	2,921.06	285,760.60	83,472.38
玉米	1,580.50	2,776,545.75	438,832.67	1,467.07	2,354,844.38	345,472.15
大豆	3,544.52	400,255.47	141,871.50	3,497.01	338,401.34	118,339.29
大米	4,290.39	75,194.82	32,261.50	5,122.53	61,011.39	31,253.27
杂粮	-	323,318.98	149,737.58	-	58,880.97	73,555.93
<b>合计</b>	-	<b>4,116,872.51</b>	<b>918,459.86</b>	-	<b>3,098,898.67</b>	<b>652,093.03</b>

项目	2016年		
	销售均价	销售量	销售金额
水稻	2,761.86	256,394.89	70,812.56
玉米	1,637.92	1,986,464.69	325,366.42
大豆	3,438.76	308,795.00	106,187.12
大米	4,703.26	42,351.33	19,918.93
杂粮	-	53,144.47	38,820.23
<b>合计</b>	-	<b>2,647,150.38</b>	<b>561,105.26</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2016-2018年前五大客户销售金额占比分别为41.45%、38.76%和38.56%，占比较高，存在一定的客户集中度风险。

**表 8 公司粮油购销业务前五名客户情况（单位：万元）**

年份	公司名称	销售金额	销售占比
2019年1-3月	客户 A	19,588.69	10.93%
	客户 B	15,933.51	8.89%
	客户 C	11,540.54	6.44%
	客户 D	10,432.64	5.82%
	客户 E	10,044.05	5.61%
	<b>合计</b>	<b>67,539.41</b>	<b>37.69%</b>
2018年	客户 A	100,092.64	10.90%
	客户 B	95,076.72	10.35%
	客户 C	59,948.90	6.53%
	客户 D	53,641.46	5.84%
	客户 E	45,378.28	4.94%
	<b>合计</b>	<b>354,138.00</b>	<b>38.56%</b>
2017年	客户 A	80,753.72	12.02%
	客户 B	78,261.35	11.65%
	客户 C	35,920.69	5.35%
	客户 D	34,616.25	5.15%
	客户 E	30,935.46	4.60%
	<b>合计</b>	<b>260,487.46</b>	<b>38.76%</b>
2016年	客户 A	68,353.88	12.18%

客户 B	64,490.94	11.49%
客户 C	59,242.70	10.56%
客户 D	20,838.03	3.71%
客户 E	19,639.59	3.50%
<b>合计</b>	<b>232,565.12</b>	<b>41.45%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （2）成品米加工贸易

### 公司成品米加工贸易业务发展良好，但近年该项业务收入规模较小

东方粮仓在进行原粮贸易的同时，还开展品牌米和普通米加工和销售业务，该业务采取以销定采，产量与销量基本一致。公司在黑龙江的方正、五常和肇源投资设立三个加工园区，通过园区收储大米和杂粮等进行加工和销售。

目前东方粮仓品牌米主要为“天地道”、“天缘道”、“天赐道”东方香米系列，销售方式主要为线上营销和线下营销，目前线下销售是公司的主要销售模式，线下营销分为直销模式和代销模式。直销模式是指东方粮仓直接供货商超等渠道，与商超签订合同，直接配送商超和承担各类商超费用，结算方式一般为按月结算，考虑结算和押款时间，账期一般为45天；代销模式是指东方粮仓开发区域经销商，经销商与商超等各渠道签订合同，服务于零售终端，结算方式一般是先款后货。2016-2018年，公司品牌米销售量分别为2.88万吨、4.50万吨和4.47万吨，分别实现品牌米销售收入1.30亿元、2.17亿元和2.17亿元，其中2017年销售量同比大幅增长主要受益于团购客户订单量增加影响，但近年东方粮仓品牌米销量及销售收入规模均较小。此外，2016-2018年，公司分别实现普通米销售量为5.99万吨、1.56万吨和3.05万吨，普通米销售收入2.33亿元、0.99亿元和1.06亿元，销量及销售收入规模均较小，未来该业务发展仍存在较大的不确定性。

公司粮油购销业务进一步向农业全产业链拓展。2018年公司全资子公司东方优品健康食品控股有限公司完成了厦门银祥豆制品有限公司77%股权的收购，并与厦门银祥油脂有限公司共同出资设立厦门东方银祥油脂有限公司，将业务拓展至生鲜豆制品加工和菜籽加工领域。

## （二）新型城镇化开发业务

近年公司新型城镇化开发业务收入规模逐年增长，但目前该业务尚处于亏损状态，且一级土地开发项目回款滞后；随着A地块项目陆续出售，公司项目储备有所下降

公司新型城镇化开发业务主要由子公司国开东方负责，主要进行北京丰台区青龙湖地区的土地一级开发整理和二级开发工作。国开东方成立于2012年12月31日，主营业务为城

镇化建设和文化产业投资，初始注册资本为18亿元，后增资至40亿元。2015年子公司东方集团商业投资有限公司（以下简称“东方商业”）以16.36亿元购得国开东方40.90%股权，以权益法纳入长期股权投资核算。2016年6月24日，公司使用非公开发行股票募集资金收购西藏华镞投资有限公司（以下简称“华镞投资”）持有的国开东方37.50%股权。本次收购完成后，公司共持有国开东方78.40%股权，并纳入公司合并报表范围，公司业务拓展至新型城镇化开发。2016-2018年国开东方分别实现营业收入7.43亿元、11.63亿元和52.07亿元，逐年增大，实现利润总额-1.60亿元、-1.92亿元和-5.55亿元，持续亏损，且亏损额加大；经营活动产生的现金流净额分别为-15.28亿元、-1.34亿元和0.42亿元，表现较差，主要系国开东方房地产项目建设和竞拍土地资金支出规模较大以及一级开发项目回款滞后所致。

**表9 国开东方主要财务指标（单位：万元）**

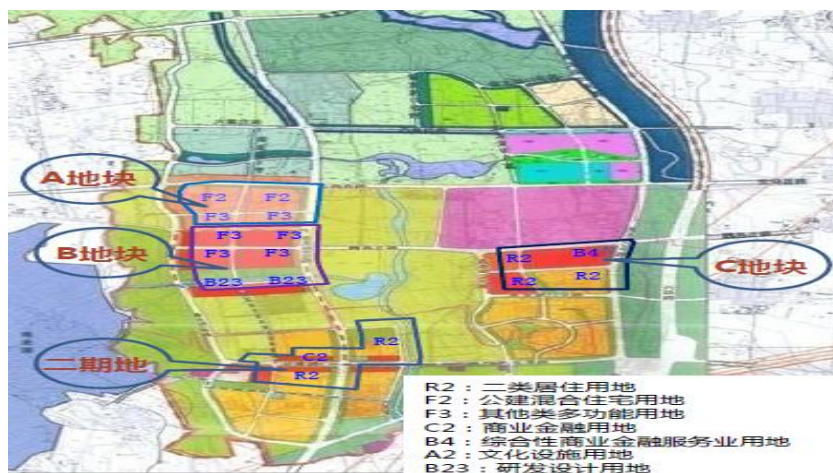
项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	2,120,658.90	2,083,286.40	2,126,054.58	2,267,718.18
所有者权益合计	254,796.84	275,021.91	329,754.54	324,374.63
预收款项	27,386.78	6,218.59	141,507.49	149,968.63
营业收入	413.17	520,718.06	116,251.94	74,337.88
营业利润	-20,213.82	-55,268.78	-18,821.71	-16,610.44
利润总额	-20,213.97	-55,498.24	-19,169.63	-16,031.45
综合毛利率	56.80%	15.38%	23.76%	46.79%
资产负债率	87.99%	86.80%	84.49%	85.70%
经营活动产生的现金流净额	80,075.00	4,164.95	-13,351.12	-152,767.98
收现比	51.69	0.26	1.44	1.85

注：2016年国开东方借出项目合作款流出的现金计入经营活动现金流出，2017年借出项目合作款流出的现金计入投资活动现金流出。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前国开东方主要负责北京青龙湖国际文化会都项目土地一级开发整理和土地二级开发工作。青龙湖国际文化会都项目规划用地25.30平方公里，位于北京市丰台区王佐镇，属丰台区河西地块，东邻西六环，总建设用地面积约450.45公顷，居住用地面积约200.93公顷，容积率为1.2。此外，国开东方于2015年5月与房山区政府签订战略合作框架协议，获得青龙湖西岸青龙湖镇96平方公里镇域整体开发权，公司负责编制整体区域产业发展规模、投资建设房山区的示范合作项目以及引进国际机构和国内外企业入驻，房山区政府负责协助办理相关审批手续并提供政策支持，公司新型城镇化项目开发规模扩大至121.30平方公里，为国开东方后续发展奠定良好基础。截至2018年末，公司新型城镇化开发业务一级开发项目计划总投资57.18亿元，已投资50.72亿元，尚需投资6.46亿元。

## 10 国开东方青龙湖国际文化会都项目开发规划图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年国开东方作为开发主体实施的一级开发项目主要为丰台区青龙湖国际文化会都核心区B地块、C地块和二期地块。其中B地块、C地块项目规划用地面积分别为61.17万平方米和42.23万平方米。根据国开东方与丰台区政府签订的土地整理协议，国开东方以自有资金进行土地一级开发整理，丰台区政府协助拆迁、安置等工作的进行，待相关土地交由丰台区政府完成出让后，丰台区政府按照开发成本加成8%的比例给予国开东方土地一级开发整理款项。2017年4月二期地块一级开发工作完成并上市，由国开东方（占比60%）和北京万科企业有限公司联合竞拍取得；2018年，根据丰政函（2018）391号文件，公司将B地块调整为北京市战略储备用地，同时将B地块开发成本并入C地块，由C地块全部承担，并随C地块上市进行开发成本返还。截至2018年末，C地块南侧已入市，北侧已完成征地工作，但尚未完成拆迁，预计于2019年底达到入市条件。

截至2018年末，国开东方正在进行的二级开发项目主要为丰台区青龙湖国际文化会都核心区A地块（A01、A02、A03、A04地块）、二期地、房山区青龙湖镇青龙头地块的二级土地开发等。2017年4月，国开东方与北京万科企业有限公司（以下简称“北京万科”）以联合竞拍方式取得二期地的土地使用权，成交金额为58.50亿元。2017年5月，国开东方与北京万科出资成立项目子公司北京青龙湖盛通房地产开发有限公司（以下简称“盛通房地产”）负责二期地的开发工作，盛通房地产注册资本为1.00亿元，国开东方持股60.00%，北京万科持股40.00%。此外，国开东方分别于2017年6月和8月以联合竞拍的方式陆续取得青龙湖镇青龙头地块和未来科技城（杭州市余杭区余政储出（2017）11号商住用地）等土地使用权，为下一步二级开发打下良好基础。截至2018年末，公司纳入合并报表的二级开发项目为A地块和未来科技城项目，按权益占比计算合作开发项目储备及在建的二级开发项目总建筑面积73.30万平方米，项目储备量仍较大，其中未纳入合并报表按权益占比计算合作开发项目储备及在建的二级开发项目总建筑面积66.00万平方米；按权益占比计算公司

合作二级开发项目计划总投资133.40亿元，已投资规模90.54亿元，面临较大资金压力。

**表 10 截至 2018 年末国开东方房地产项目储备及在建情况（单位：万平方米、亿元）**

项目	建筑用地面积	总建筑面积	在建建筑面积	已竣工面积	计划投资	已投资	是否合作开发	合作开发项目权益占比
A01	8.85	21.45	-	5.67	28.40	23.98	否	-
A02	6.68	16.40	2.59	13.81	21.46	26.28	否	-
A03	6.82	10.32	-	5.82	13.57	9.23	否	-
A04	7.27	11.71	-	8.56	24.48	20.33	否	-
二期地	22.62	56.50	20.70	-	108.00	73.86	是	60%
青龙头项目	13.00	43.50	-	-	82.00	63.42	是	40%
未来科技城	4.37	10.43	10.43	-	19.87	13.45	是	70%
杭州临安 34 号地块	5.96	21.08	21.08	-	30.81	12.89	是	30%
杭州临安 31 号地块	4.56	16.75	16.75	-	25.29	15.15	是	50%
<b>合计</b>	<b>80.13</b>	<b>208.14</b>	<b>71.55</b>	<b>33.86</b>	<b>353.88</b>	<b>258.59</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

国开东方在售的二级开发项目为核心区A地块（分为A01、A02、A03），房产类型为自住型商品房和商业、办公用房。A04地块的建设内容主要为东方美高美（北京）国际酒店，该酒店已于2014年5月竣工。

2019年1月，国开东方与山东天商置业有限公司、先锋中润生物科技有限公司签署《山东天商置业有限公司与国开东方城镇发展投资有限公司与先锋中润生物科技有限公司关于北京市丰台区A01、A03、A04地块合作协议书》，将A01剩余地块项目资产（不含已经建设的自住房、幼儿园及配套商业权益）跟随北京青龙湖腾实房地产开发有限公司100%股权、A03、A04地块剩余地块项目资产一并出售，交易总金额约为30.54亿元，2019年1月公司收到首期款项10亿元，目前相关资产出售事宜正在进行中，未来随着A地块项目陆续出售完毕，公司项目储备将下降，截至2018年末，公司纳入合并报表范围内的剩余可售二级开发项目为A地块项目中的西阙台大酒店和未来科技城项目。2018年公司二级开发项目销售收入来自A01、A02和A03地块，其余项目暂未实现收入，但二期地项目已于2018年10月正式对外销售；目前青龙头项目已取的《工程施工许可证》，计划2019年正式对外销售；未来科技城已于2019年1月份正式对外销售；杭州临安31号地块已于2018年10月份正式对外销售，截止2018年12月31日部分楼栋已封顶；杭州临安34号地块项目已于2018年8月份正式对外销售，截止2018年12月31日部分楼栋已封顶。截至2018年末，A01、A02和A03地块可售面积为21.75万平方米，已售面积为18.91万平方米，剩余可售面积较少，主要为西阙台大酒

店项目，该项目预计于2019年内完成竣工备案。

**表 11 截至 2018 年末 A 地块房地产项目销售情况（单位：万平方米、亿元）**

项目地块	经营业态	可售面积	已售面积	累计签约额	当期转入收入金额
A01、A02	自住型商品房	7.7	7.7	13.2	6.8
	LOFT	6.1	5.9	17.9	11.2
	其他（包含库房、商业及车库）	2.75	0.11	0.12	-
A03	公寓	5.2	5.2	14.4	7.1
<b>合计</b>		<b>21.75</b>	<b>18.91</b>	<b>45.62</b>	<b>25.10</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除开展新型城镇化开发业务外，公司通过子公司北京大成饭店有限公司（以下简称“大成饭店”）拓展商业地产业务。东方金融中心项目（原大成饭店项目）位于北京市朝阳区将台路丽都花园5号，丽都假日饭店东侧，处于丽都商圈核心地段，毗邻首都机场高速公路，地理位置优越。根据项目规划，东方金融中心项目将建设成为集商业、办公为一体的综合性建筑。目前该项目已全面开展招商工作，其中，办公部分目标客户主要为信息、科技、金融、媒体行业的国内知名企业；商业部分目标客户主要为餐饮、零售、生活服务业态的一线品牌。截至2018年末，东方金融中心项目已完成竣工备案及相关验收手续，并于2019年实现客户正式入驻。

### （三）股权投资业务

公司所持股权质量较好，近年持续实现较大规模的投资收益，对营业利润贡献较大，但目前大部分股权已用于借款质押，流动性受限

股权投资是公司重要的业务构成，其中金融领域是投资重点。公司持有锦州港、民生银行（两者计入长期股权投资科目，以权益法核算）和方正证券（计入可供出售金融资产科目，以公允价值计量）三家上市公司股权。2016年东方集团通过买入1,502.11万股、卖出1,544.97万股方正证券获得税前投资收益0.15亿元。2017年东方集团继续减持方正证券股票，获得投资收益为1.72亿元。截至2018年末，公司持有民生银行和锦州港股数分别为128,011.71万股和30,817.80万股。近年东方集团对民生银行的股权投资账面价值较初始投资额有较大的增加值，为公司实现了较高水平的投资收益，2016-2018年及2019年1-3月按照权益法核算的民生银行投资收益分别为13.98亿元、14.41亿元、14.55亿元和4.61亿元，对公司营业利润的贡献较大。

**表 12 公司主要股权投资情况（单位：万股、万元）**

项目	2019年1-3月			2018年		
	锦州港	民生银行	方正证券	锦州港	民生银行	方正证券
持股数	30,817.80	128,011.71	70.78	30,817.80	128,011.71	70.78
初始投资额	25,435.17	18,619.98	480.05	25,435.17	18,619.98	480.05
期末账面价值	99,376.92	1,258,694.86	543.60	98,665.57	1,209,565.86	375.85
投资收益	690.80	46,112.64	-	3,722.87	145,537.83	-
现金分红	-	-	-	677.99	9,600.88	0.07

项目	2017年			2016年		
	锦州港	民生银行	方正证券	锦州港	民生银行	方正证券
持股数	30,817.80	106,676.43	70.78	30,817.80	106,676.43	5,416.01
初始投资额	25,435.17	18,619.98	480.05	25,435.17	18,619.98	35,853.22
期末账面价值	95,501.06	1,089,385.34	487.68	93,626.19	983,014.01	41,161.69
投资收益	2,202.48	144,115.81	17,178.02	854.25	139,817.15	1,525.17
现金分红	308.18	30,402.78	-	616.35	37,336.75	626.21

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司通过持有锦州港股份为原粮和成品米的港口贸易提供了便利条件，有利于公司粮食销售体系的建设，且锦州港和民生银行市场认可度较高，出售其股票可为公司带来较大规模的现金流入，但大部分股权已用于借款质押。截至2019年3月末，锦州港和民生银行股权已质押股数占比分别为86.96%和99.99%。

**表 13 截至 2019 年 3 月 31 日公司股权投资资产受限情况（单位：万股）**

股权名称	持股数	质权人	质押数	质押期限
锦州港	30,817.80	浦发银行哈尔滨分行	12,400.00	2019.1.16-2019.7.16
		龙江银行西大直支行	14,400.00	2018.4.7-2019.4.7
合计	<b>30,817.80</b>	-	<b>26,800.00</b>	-
民生银行	128,011.71	招商银行	27,223.95	2018.10.16-2020.3.24
		交通银行	7,740.00	2018.11.26-2019.7.11
		中信银行沈阳分行	5,112.00	2019.1.21-2020.1.17
		中信银行沈阳分行	7,680.00	2019.1.21-2020.1.17
		中信银行沈阳分行	7,080.00	2018.4.26-2019.4.24
		中信银行沈阳分行	4,620.00	2018.6.11-2019.6.7
		农业银行	8,400.00	2019.3.21-2020.3.17
		哈尔滨银行	10,056.00	2018.6.21-2020.6.14
		哈尔滨银行	7,824.00	2018.7.24-2020.7.16
		工商银行开发区支行	3,780.00	2019.3.29-2020.3.28
浦发银行哈尔滨分行	5,160.00	2019.3.18-2020.1.25		



		兴业银行哈尔滨分行	18,334.00	2018.8.15-2019.8.14 2019.3.29-2020.3.18
		进出口银行	5,880.00	2018.10.30-2019.10.23
		厦门国际银行	2,950.00	2018.9.29-2020.9.4
		厦门国际银行	3,520.00	2018.11.21-2020.9.4
		厦门国际银行	2,640.00	2019.1.23-2020.9.4
<b>合计</b>	<b>128,011.71</b>	-	<b>127,999.95</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。近年公司合并报表范围变化情况见附录四。

### 资产结构与质量

**公司资产规模逐年增长，目前以货币资金、存货和长期股权投资为主，资产质量较好，但受限资产规模较大，整体流动性一般**

2018年末公司总资产为495.13亿元，规模较上年末变动不大。资产结构仍以流动资产为主，2018年末流动资产占总资产的比重为55.61%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。公司货币资金以银行存款为主，因公司非公开发行股票募集资金到位以及发行超短期融资券，2016年末公司货币资金规模较大。2018年末公司货币资金为61.73亿元，其中银行承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款、售房款监管账户存款及其他使用受限货币资金合计14.60亿元，使用受限。应收账款主要为应收土地开发项目款，2018年末为28.27亿元，较2017年末增加较多，主要系子公司国开东方应收北京市土地整理储备中心丰台区分中心土地开发项目款增加所致。2016年国开东方纳入公司合并范围，公司其他应收款规模快速增长，截至2018年末账面余额为70.46亿元，其中应收北京青龙湖盛通房地产开发有限公司和北京滨湖恒兴房地产开发有限公司款项分别为36.33亿元和24.89亿元，该部分项目合作款按照资金占用费收取费用；公司其他应收款计提的坏账准备规模较大，截至2018年末，累计计提的坏账准备为6.08亿元，主要为子公司大成饭店应收上海波士强实业有限公

司4.31亿元，预计无法收回。2016-2018年末公司存货账面价值分别为115.29亿元、133.06亿元和97.52亿元，其中2018年较2017年末下降26.71%，主要系与新型城镇化开发业务相关的开发成本结转所致，其中2018年末公司开发成本、开发产品、库存商品（粮食）和原材料（原粮）分别为83.57亿元、2.14亿元、8.55亿元和3.19亿元，考虑到原粮价格和成品米价格波动较大，面临一定的跌价风险，2018年末公司存货跌价准备合计为0.54亿元，主要为原材料和开发成本跌价准备。公司其他流动资产主要为理财产品投资，2018年末为12.32亿元。

**表 14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	61.68	12.03%	61.73	12.47%	59.04	12.28%	132.38	27.80%
应收账款	28.41	5.54%	28.27	5.71%	0.93	0.19%	0.42	0.09%
其他应收款	73.08	14.26%	70.46	14.23%	66.77	13.89%	7.22	1.52%
存货	105.29	20.54%	97.52	19.69%	133.06	27.68%	115.29	24.21%
其他流动资产	12.47	2.43%	12.32	2.49%	16.56	3.45%	27.69	5.82%
<b>流动资产合计</b>	<b>287.96</b>	<b>56.18%</b>	<b>275.32</b>	<b>55.61%</b>	<b>280.52</b>	<b>58.36%</b>	<b>294.40</b>	<b>61.82%</b>
可供出售金融资产	0.00	0.00%	3.17	0.64%	5.98	1.24%	8.37	1.76%
长期股权投资	150.90	29.44%	146.06	29.50%	129.18	26.87%	117.50	24.68%
投资性房地产	50.81	9.91%	50.65	10.23%	17.70	3.68%	0.00	0.00%
固定资产	9.78	1.91%	9.95	2.01%	8.15	1.70%	23.34	4.90%
在建工程	0.09	0.02%	0.08	0.02%	6.31	1.31%	2.32	0.49%
无形资产	2.84	0.55%	2.87	0.58%	20.98	4.37%	23.55	4.94%
商誉	2.21	0.43%	2.21	0.45%	4.24	0.88%	4.24	0.89%
<b>非流动资产合计</b>	<b>224.61</b>	<b>43.82%</b>	<b>219.81</b>	<b>44.39%</b>	<b>200.18</b>	<b>41.64%</b>	<b>181.79</b>	<b>38.18%</b>
<b>资产合计</b>	<b>512.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>495.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>480.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>476.19</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、投资性房地产、在建工程、无形资产及商誉构成。公司可供出售金融资产主要为参股投资企业的股权及投资的影视项目，近年不断下降，2016-2017年末分别为8.37亿元、5.98亿元和3.17亿元，2017年末较2016年末下降主要系公司减持方正证券股票所致，2018年末较2017年末下降主要系公司对其持有的民生电商控股（深圳）有限公司股权的核算调整至长期股权投资所致。公司长期股权投资为持有的联营企业股权，近年规模较大，2018年末为146.06亿元，具体投资构成情况如下表所示。

**表 15 截至 2018 年 12 月 31 日公司长期股权投资主要构成情况（单位：万元）**

被投资单位	核算方法	账面价值
东方集团财务有限公司	按权益法计量	94,951.05
锦州港股份有限公司	按权益法计量	98,665.57
中国民生银行股份有限公司	按权益法计量	1,209,565.86
民生电商控股（深圳）有限公司	按权益法计量	11,605.02
Orent Art Limited	按权益法计量	35,662.10
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>1,450,449.58</b>

资料来源：公司提供

公司固定资产主要为房屋及建筑物，2016年6月公司收购国开东方剩余多数股权，东方美高美（北京）国际酒店计入固定资产；因东方美高美（北京）国际酒店收入水平一般，2017年公司对外整体出租东方美高美（北京）国际酒店，并将其转入投资性房地产核算，2017年末固定资产下降至8.15亿元；2018年末公司固定资产规模同比变化不大。2017年以来公司投资性房地产规模逐年增加，2017年末东方美高美（北京）国际酒店转入投资性房地产核算；2018年末公司投资性房地产继续增长至50.65亿元，采用公允价值计量，主要系东方金融中心项目转入投资性房地产及其公允价值变动增加所致，东方金融中心项目尚未办妥产权证书。2018年末公司在建工程账面价值较2017年末大幅减少，主要系在建的东方金融中心项目转入投资性房地产核算所致。2018年末公司无形资产账面价值为2.87亿元，较2017年末大幅下降，主要系东方金融中心项目的土地使用权转入投资性房地产所致；其中账面价值为0.24亿元的土地使用权和采矿权未办妥产权证。公司商誉主要为2016年收购国开东方时形成的商誉，因国开东方商誉减值，以及大成饭店因投资性房地产公允价值变动商誉转出，公司2018年末商誉下降至2.21亿元，其中国开东方商誉为1.91亿元；若被合并企业经营不善，公司商誉存在一定减值风险，2018年公司新增商誉减值1.97亿元。

截至2018年末，公司受限资产合计258.72亿元，占总资产的比重为52.25%，受限规模较大，整体资产流动性一般。

**表 16 截至 2018 年末公司受限资产情况（单位：万元）**

项目	账面价值	受限原因
货币资金	145,996.67	银行承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款及售房款监管账户存款等
应收股利	6,131.40	质押股权对应的部分已发放但本公司尚未收到的股利
其他应收款	38,714.39	用于担保或保证的款项
存货	434,767.39	质押借款、开立保函
其他流动资产	1,258.40	仓单质押
可供出售金融资产	11,168.30	质押借款
长期股权投资	1,400,315.39	质押借款
投资性房地产	506,526.05	抵押借款

固定资产	18,648.14	抵押借款、融资租赁
无形资产	18,813.49	抵押借款
发放贷款及垫款	4,900.00	商业保理业务
<b>合计</b>	<b>2,587,239.61</b>	-

资料来源：公司提供

总体来看，公司资产以货币资金、其他应收款、存货和长期股权投资为主，资产质量仍较好，但受限资产规模较大，整体资产流动性一般。

## 资产运营效率

### 受业务结构变动影响，近年公司整体资产运营效率有所波动

近年粮油购销业务在公司主营业务结构中所占比重较大，货款结算主要采用先款后货方式，仅对通过授信的企业给予一定的账期及赊欠额度，账期一般是45天或60天，账款回收期较短，应收账款周转率较高。因粮食购销业务对固定资产的依赖程度较弱，公司固定资产规模较小，固定资产周转率较高。

随着国开东方纳入合并范围，公司开发成本和开发产品规模大幅攀升，使得公司存货周转效率下降，受此影响，2017年公司净营业周期增加至575.54天，总资产周转天数增加至2,165.97天，资产运营效率下降。2018年公司新型城镇化开发收入规模大幅增长，存货周转效率显著提升，净营业周期下降至325.29天，总资产周转天数下降至1,213.05天，资产运营效率提升。

整体来看，随着业务结构的变化，公司整体资产运营效率有所波动。

**表 17 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	40.97	10.44	17.54
存货周转天数	307.61	598.73	369.06
应付账款周转天数	23.29	33.64	49.86
净营业周期	325.29	575.54	336.74
流动资产周转天数	690.96	1,301.36	975.36
固定资产周转天数	22.49	71.28	81.93
总资产周转天数	1,213.05	2,165.97	1,950.17

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

近年公司主营业务盈利能力较弱，利润主要来源于投资收益

近年公司营业收入规模较大，2016-2018年分别为63.43亿元、79.52亿元和144.80亿元，其中粮油购销业务收入占比较大，营业收入对其依赖程度较高，但2018年新型城镇化开发业务收入规模大幅增加。2016-2018年，公司分别实现新型城镇化开发收入7.17亿元、11.61亿元和51.96亿元，收入规模逐年增长。

盈利能力方面，近年公司粮油购销业务收入占比较高，且该部分业务毛利率较低，公司综合毛利率水平较低，2016-2018年分别为3.37%、6.11%和6.82%，公司盈利能力持续改善，但仍较弱。期间费用率方面，近年公司期间费用率较高，2016-2018年分别为14.21%、16.25%和10.04%，2018明显下降，主要系收入规模大幅增长所致。

投资收益方面，近年公司投资收益规模较大，2016-2018年分别为15.35亿元、16.81亿元和15.33亿元，主要为锦州港和民生银行等投资的利润增长，占当期营业利润的比重分别为243.61%、219.68%和218.53%，股权投资对公司利润的贡献度较高。但需关注的是，公司持有锦州港和民生银行获得的投资收益与公司实际获得的现金分红存在较大的差异，且公司持有的锦州港和民生银行股票大部分已用于借款质押。

**表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
营业收入	181,256.94	1,447,993.77	795,209.69	634,319.57
投资收益	45,970.02	153,339.66	168,109.07	153,454.24
营业利润	14,517.84	70,168.42	76,522.86	62,991.38
利润总额	14,408.77	67,036.29	76,240.74	68,587.05
净利润	14,064.39	64,416.92	74,263.04	72,048.01
综合毛利率	2.51%	6.82%	6.11%	3.37%
期间费用率	20.54%	10.04%	16.25%	14.21%
营业利润率	8.01%	4.85%	9.62%	9.93%
总资产回报率	-	2.47%	3.40%	3.65%
净资产收益率	-	3.11%	3.70%	4.75%
营业收入增长率	4.03%	82.09%	25.36%	2.07%
净利润增长率	-6.67%	-13.26%	3.07%	81.67%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

**受营运资本变化影响，经营活动现金流表现较差，资金需求对外部筹资的依赖性较大**

2016-2018年公司收现比分别为1.27、1.19和0.79，整体经营收现情况较好。随着国开东方纳入合并报表范围，公司存货规模大幅攀升，占用较多资金，使得公司2016-2017年经营活动现金净流出规模扩大；2018年公司存货规模显著下降，资金占用减少，经营活动现金

流改善。2016-2018年公司经营活动现金流净额分别为-15.64亿元、-18.33亿元和2.29亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流主要表现为股权投资、理财产品的购买和赎回。近年公司投资活动产生的现金流量净额波动较大，主要系国债逆回购业务量波动所致。筹资活动方面，公司资金需求对外部筹资的依赖性较大，2016年公司通过银行借款以及非公开发行股票等方式进行外部融资，筹资活动产生的现金流量净流入规模较大，2017-2018年公司偿付的债务规模较大，筹资活动产生的现金流表现为净流出，后续仍需关注债务到期对公司现金流形成的压力。

**表 19 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	0.79	1.19	1.27
净利润	64,416.92	74,263.04	72,048.01
非付现费用	52,733.83	13,638.77	22,478.12
非经营损益	-76,063.65	-84,259.04	-105,127.18
<b>FFO</b>	<b>41,087.11</b>	<b>3,642.77</b>	<b>-10,601.05</b>
营运资本变化	7,468.72	-202,816.69	-132,736.97
其中：存货减少（减：增加）	356,865.86	-144,194.78	-86,120.71
经营性应收项目的减少（减：增加）	-279,380.60	-157,673.36	421,963.32
经营性应付项目的增加（减：减少）	-70,016.54	99,051.44	-468,579.58
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>22,931.72</b>	<b>-183,298.44</b>	<b>-156,393.63</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>9,557.94</b>	<b>-375,001.63</b>	<b>-151,055.79</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-88,778.70</b>	<b>-173,586.81</b>	<b>1,397,208.82</b>
现金及现金等价物净增加额	-59,171.87	-745,115.32	1,099,450.97

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

近年公司有息负债规模较大，且以短期债务为主，面临较大的短期偿债压力

近年公司负债规模始终较大，2016-2018年末分别为278.79亿元、276.36亿元和285.61亿元。近年公司所有者权益小幅增长，2018年末为209.52亿元。截至2018年末，公司负债与所有者权益比率为136.31%，权益对负债的保障程度较弱。

**表 20 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	3,012,308.27	2,856,054.97	2,763,624.34	2,787,919.19
所有者权益合计	2,113,365.23	2,095,240.33	2,043,384.77	1,973,979.43
负债与所有者权益比率	142.54%	136.31%	135.25%	141.23%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，截至2018年末，公司流动负债占负债总额的比重为64.00%。

公司流动负债主要由短期借款、预收款项、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债构成。近年公司短期借款规模较大且快速增长，2018年末为91.35亿元，包括质押借款59.65亿元、保证借款11.16亿元、抵押借款6.90亿元、信用借款1.00亿元以及其他借款12.65亿元。公司预收款项主要为预收的售粮款和购房款，2016-2017年末公司预收款项规模较大，2018年末为3.96亿元，较2017年末大幅下降，主要系部分开发项目结转收入所致。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款，2018年末为63.31亿元，其中一年内到期的长期借款为55.49亿元，一年内到期的应付债券为7.7亿元，包括“17国东01”和“18东方02”，发行规模分别为4.1亿元和3.6亿元，分别于2019年4月26日和2019年5月6日兑付。公司其他流动负债为应付短期融资券17东方SCP001，已于2018年7月15日兑付。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款主要为质押借款和抵押借款，2018年末为70.35亿元。随着公司发行的超短期融资券、短期融资券和中票陆续到期，近年应付债券规模大幅下降，截至2018年末公司应付债券转入一年内到期的非流动负债科目。公司长期应付款主要为国开东方及其子公司北京国开国寿城镇发展投资企业（有限合伙）（以下简称“国开国寿”）应付股东的借款：2016年8月31日，国开东方以明股实债方式取得国开（北京）新型城镇化发展基金三期（有限合伙）借款9.14亿元。子公司国开国寿于2014年2季度以明股实债方式取得中国人寿保险（集团）公司借款16.00亿元，以明股实债方式取得中国人寿财产保险股份有限公司借款3.60亿元，借款期限为10年。

**表 21 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	79.34	26.34%	91.35	31.99%	84.04	30.41%	55.12	19.77%
预收款项	9.93	3.30%	3.96	1.39%	19.32	6.99%	17.68	6.34%
一年内到期的非流动负债	65.64	21.79%	63.31	22.17%	36.61	13.25%	17.43	6.25%
其他流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	4.99	1.80%	14.99	5.38%
<b>流动负债合计</b>	<b>187.70</b>	<b>62.31%</b>	<b>182.80</b>	<b>64.00%</b>	<b>157.36</b>	<b>56.94%</b>	<b>121.60</b>	<b>43.62%</b>
长期借款	81.06	26.91%	70.35	24.63%	92.33	33.41%	103.12	36.99%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	4.07	1.47%	22.34	8.01%
长期应付款	29.14	9.67%	29.14	10.20%	19.66	7.11%	28.78	10.32%
<b>非流动负债合计</b>	<b>113.53</b>	<b>37.69%</b>	<b>102.80</b>	<b>36.00%</b>	<b>119.01</b>	<b>43.06%</b>	<b>157.19</b>	<b>56.38%</b>

<b>负债合计</b>	<b>301.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>285.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>276.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>278.79</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息负债	260.58	86.50%	260.14	91.08%	242.70	87.82%	247.82	88.89%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息负债合计260.14亿元，占负债总额的比重为91.08%，短期需偿还负债为161.04亿元，占有息负债的比重为61.91%，存在较大的短期偿债压力。

从财务弹性来看，近年公司通过银行借款、非公开发行股票以及发行债券等方式进行融资，融资渠道较为畅通。截至2018年末，公司授信额度合计341.48亿元，未使用授信额度95.07亿元。

2016年以来公司资产负债率基本稳定，2018年末为57.68%。从短期偿债能力指标来看，公司流动比率和速动比率处于较低水平，且逐年趋弱。近年公司EBITDA逐年增加，但有息债务水平始终较高，2018年末公司有息负债/EBITDA仍达到13.17，公司面临很大的刚性债务压力。

**表 22 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	58.77%	57.68%	57.49%	58.55%
流动比率	1.53	1.51	1.78	2.42
速动比率	0.97	0.89	0.94	1.47
EBITDA（万元）	-	197,450.76	175,376.54	143,546.26
EBITDA 利息保障倍数	-	1.64	1.35	1.66
有息负债/EBITDA	-	13.17	13.84	17.26
债务总额/EBITDA	-	14.46	15.76	19.42
经营性净现金流/流动负债	-	0.01	-0.12	-0.13
经营性净现金流/负债总额	-	0.01	-0.07	-0.06

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

首先，公司经营活动产生的现金流入是本期债券还本付息资金的主要来源。2016-2018年，公司分别实现营业收入63.43亿元、79.52亿元和144.80亿元，经营活动现金流入规模分别为85.23亿元、103.21亿元和121.27亿元。近年依托于产区粮源优势和港口优势，公司粮油购销业务稳定发展，但近年公司粮油购销业务受行业环境和政策影响，利润空间较小。近年公司新型城镇化开发业务收入规模逐年增长，但2019年1月公司将A01剩余地块项目资产（不含已经建设的自住房、幼儿园及配套商业权益）跟随北京青龙湖腾实房地产开发有限公司100%股权、A03、A04地块剩余地块项目资产一并出售，项目储备有所下降。



其次，公司可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过资产变现来补充所需的偿债资金。截至2018年末，公司货币资金、存货、其他流动资产中固定收益理财产品投资、可供出售金融资产等资产合计172.09亿元；此外，截至2018年末公司长期股权投资中锦州港与民生银行等股权投资账面价值为130.82亿元，上述资产的可变现价值为本期债券的还本付息提供了一定保障。但部分货币资金和存货使用受限、公司持有的锦州港和民生银行股票大部分已质押，未来上述资产能否顺利变现存在一定确定性，且目前中国股市持续下跌，未来出售价格受股票市场行情影响，变现金额存在一定不确定性。

## 九、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2015年5月14日），公司本部不存在未结算不良类贷款记录，各项债务工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额合计30.31亿元，占期末所有者权益的比重为14.47%，占比较高。被担保对象主要为公司控股股东及其子公司、以及公司参股公司，考虑到对外担保金额较大，且均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

**表 23 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
东方集团有限公司	5,000.00	2019/1/15	否
东方集团有限公司	20,000.00	2019/5/23	否
东方集团有限公司	50,000.00	2019/3/14	否
东方集团有限公司	10,000.00	2019/3/4	否
东方集团有限公司	49,998.30	2019/11/23	否
东方集团产业发展有限公司	20,000.00	2019/3/27	否
东方集团产业发展有限公司	44,965.53	2019/10/26	否
东方集团财务有限责任公司	4,000.00	2019/7/2	否
杭州碧锦置业有限公司	30,000.00	2021/5/17	否
杭州鑫悦置业有限公司	69,146.57	2021/6/7	否
<b>合计</b>	<b>303,110.40</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	616,807.52	617,268.74	590,368.51	1,323,806.81
其他应收款	730,835.56	704,566.50	667,748.70	72,163.69
存货	1,052,946.77	975,156.49	1,330,551.52	1,152,940.15
长期股权投资	1,508,987.61	1,460,556.95	1,291,768.74	1,175,030.32
投资性房地产	508,056.89	506,526.05	177,004.46	-
总资产	5,125,673.50	4,951,295.29	4,807,009.11	4,761,898.62
短期借款	793,414.35	913,530.42	840,431.54	551,200.00
一年内到期的非流动负债	656,421.58	633,116.68	366,092.31	174,282.60
长期借款	810,641.00	703,528.00	923,300.00	1,031,200.00
应付债券	-	-	40,723.66	223,372.92
长期应付款	291,402.45	291,402.45	196,614.10	287,762.95
总负债	3,012,308.27	2,856,054.97	2,763,624.34	2,787,919.19
有息债务	2,605,779.37	2,601,377.55	2,427,032.58	2,478,178.07
所有者权益合计	2,113,365.23	2,095,240.33	2,043,384.77	1,973,979.43
营业收入	181,256.94	1,447,993.77	795,209.69	634,319.57
营业利润	14,517.84	70,168.42	76,522.86	62,991.38
净利润	14,064.39	64,416.92	74,263.04	72,048.01
经营活动产生的现金流量净额	92,866.10	22,931.72	-183,298.44	-156,393.63
投资活动产生的现金流量净额	-32,635.69	9,557.94	-375,001.63	-151,055.79
筹资活动产生的现金流量净额	-13,699.66	-88,778.70	-173,586.81	1,397,208.82
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数（天）	-	40.97	10.44	17.54
存货周转天数（天）	-	307.61	598.73	369.06
应付账款周转天数（天）	-	23.29	33.64	49.86
净营业周期（天）	-	325.29	575.54	336.74
流动资产周转天数（天）	-	690.96	1,301.36	975.36
固定资产周转天数（天）	-	22.49	71.28	81.93
总资产周转天数（天）	-	1,213.05	2,165.97	1,950.17
综合毛利率	2.51%	6.82%	6.11%	3.37%
期间费用率	20.54%	10.04%	16.25%	14.21%
营业利润率	8.01%	4.85%	9.62%	9.93%
总资产回报率	-	2.47%	3.40%	3.65%
净资产收益率	-	3.11%	3.70%	4.75%
营业收入增长率	4.03%	82.09%	25.36%	2.07%

净利润增长率	-6.67%	-13.26%	3.07%	81.67%
资产负债率	58.77%	57.68%	57.49%	58.55%
流动比率	1.53	1.51	1.78	2.42
速动比率	0.97	0.89	0.94	1.47
EBITDA (万元)	-	197,450.76	175,376.54	143,546.26
EBITDA 利息保障倍数	-	1.64	1.35	1.66
有息债务/EBITDA	-	13.17	13.84	17.26
债务总额/EBITDA	-	14.46	15.76	19.42
经营性净现金流/流动负债	-	0.01	-0.12	2.07%
经营性净现金流/负债总额	-	0.01	-0.07	2.07%

资料来源公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年3月末公司前十大股东持股情况

股东名称（全称）	期末持股数量 （万股）	持股比例 （%）	质押或冻结情况	
			股份状态	数量（万股）
西藏东方润澜投资有限公司	60,885.46	16.39	质押	47,069.12
东方集团有限公司	49,282.21	13.27	质押	44,110.28
昆仑信托有限责任公司-昆仑信托·东方集团定增一号集合资金信托计划	13,871.41	3.73	无	-
昆仑信托有限责任公司-昆仑信托·东方集团定增二号集合资金信托计划	13,871.41	3.73	无	-
博时资本-民生银行-博时资本创利5号专项资产管理计划	13,291.64	3.58	无	-
西藏东滨投资有限公司	11,968.08	3.22	无	-
西藏骊锦投资有限公司	9,686.70	2.61	无	-
博时资本-民生银行-博时资本创利2号专项资产管理计划	6,977.96	1.88	无	-
创金合信基金-招商银行-西藏华鸣定鑫30号资产管理计划	6,744.29	1.82	无	-
中央汇金资产管理有限责任公司	6,622.43	1.78	无	-

资料来源：公司 2019 年一季度报

### 附录三 截至2018年末纳入合并范围的一级子公司

公司名称	持股比例(%)	注册资本(万元)	营业范围
东方粮仓有限公司	100.00	90,000.00	粮食收购
东方集团商业投资有限公司	100.00	736,000.00	投资管理、资产管理
西藏鸿烨投资有限公司	100.00	70,000.00	投资管理、资产管理、委托经营管理
东方粮仓五常稻谷产业有限公司	80.00	10,000.00	粮食加工、仓储、销售
北京东方天缘粮油营销有限公司	100.00	5,000.00	批发预包装食品、投资管理等
东方粮仓五常农业高科技示范园区有限公司	100.00	15,000.00	稻谷收购、稻谷仓储、销售
黑龙江东方大厦管理有限公司	100.00	300.00	技术咨询、投资与资产管理
东方粮仓种业科技发展有限公司	100.00	3,000.00	粮食收购
东方集团香港国际贸易有限公司	100.00	35,000.00(万美元)	粮食进出口贸易流通等
金联合众融资租赁有限公司	100.00	20,000.00	融资租赁业务等
金联金融控股有限公司	51.00	150,000.00	实业投资、企业管理与咨询等
北京冰灯米业有限公司	100.00	50.00	粮食加工
东方优品健康食品控股有限公司	100.00	100,000.00	农副食品销售、粮食收购

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 公司合并报表范围变化情况

项目	子公司名称	持股比例	合并范围变更原因
<b>2018 年较 2017 年合并范围变化（增加 15 家，减少 5 家）</b>			
合并范围增加	北京青龙湖嘉禾企业管理有限公司	100.00%	投资设立
	杭州南游投资有限公司	100.00%	投资设立
	杭州开湖房地产开发有限公司	70.00%	投资设立
	四川东方九牛农业股份有限公司	51.00%	购买设立
	长宁县九牛肉牛养殖有限责任公司	100.00%	购买设立
	长宁县九牛食品有限责任公司	100.00%	购买设立
	成都九牛城餐饮管理有限公司	100.00%	购买设立
	长宁县长润冷链物流有限公司	100.00%	购买设立
	黑龙江省东方世粮龙江福油脂有限公司	40.00%	投资设立
	哈尔滨东联农业发展有限公司	62.96%	投资设立
	北大荒供应链管理(大连)有限公司	34.00%	投资设立
	东兴东森食品供应链有限公司	51.00%	投资设立
	东方优品健康食品控股有限公司	100.00%	投资设立
	厦门银祥豆制品有限公司	77.00%	购买设立
	厦门东方银祥油脂有限公司	51.00%	投资设立
合并范围减少	华隆（乳山）食品工业有限公司	51.00%	所持股份全部转让
	乳山市华隆生物科技股份有限公司	70.00%	所持股份全部转让
	天津金联德润投资管理有限公司	100%	注销
	金联成达商贸有限公司	100%	注销
	金联征信有限公司	100%	注销
<b>2017 年较 2016 年合并范围变化（增加 15 家，减少 4 家）</b>			
合并范围增加	杭州丽湖房地产开发有限公司	70.00%	投资设立
	西安合远房地产开发有限公司	70.00%	投资设立
	金联云通商业保理有限公司	100.00%	投资设立
	天津金联德润投资管理有限公司	100.00%	投资设立
	金联成达商贸有限公司	100.00%	投资设立
	金联盛源供应链管理有限公司	100.00%	投资设立
	内蒙古嘉润现代牧业有限公司	100.00%	投资设立
	宁波梅山保税港区泓沣投资管理有限公司	51.00%	投资设立
	共青城钰璟投资管理合伙企业（有限合伙）	51.00%	投资设立
	黑龙江省东方世粮米业有限公司	40.00%	投资设立
	哈尔滨东方粮仓投资管理有限公司	100.00%	投资设立
	东方粮仓龙江经贸有限公司	100.00%	投资设立
	山东世粮粮油有限公司	51.00%	购买股权

	金联合众融资租赁有限公司	100.00%	投资设立
	金联金融控股有限公司	51.00%	投资设立
合并范围减少	东方美高美国国际酒店有限公司	100.00%	所持股份全部转让
	东方集团红兴隆农垦清源粮食仓储有限公司	90.00%	所持股份全部转让
	东方集团红兴隆农垦益源粮食仓储有限公司	90.00%	所持股份全部转让
	东方粮仓肇州草业有限公司	100.00%	注销
<b>2016年较2015年合并范围变化（增加28家，减少2家）</b>			
合并范围增加	东方集团香港国际贸易有限公司	100.00%	投资设立
	金联金服投资有限公司	100.00%	投资设立
	金联合众农业科技有限公司	100.00%	投资设立
	金联普惠信息咨询有限公司	100.00%	投资设立
	金联盛源商贸有限公司	100.00%	投资设立
	金联盛源信息咨询有限公司	100.00%	投资设立
	深圳泰智影视传媒投资合伙企业	100.00%	投资设立
	国开东方城镇发展投资有限公司	100.00%	非同一控制下企业合并
	国开东方（北京）企业管理有限公司	100.00%	非同一控制下企业合并
	北京国开国寿城镇发展投资企业（有限合伙）	100.00%	投资设立
	北京滨湖文慧置业有限公司	100.00%	投资设立
	北京东方美高美物业管理有限公司	90.00%	投资设立
	北京滨湖城镇投资发展有限公司	90.00%	投资设立
	北京青龙湖腾祥房地产开发有限公司	100.00%	非同一控制下企业合并
	北京国开东方投资发展有限公司	40.00%	投资设立
	北京青龙湖腾实房地产开发有限公司	100.00%	投资设立
	北京青龙湖国际会展有限公司	100.00%	非同一控制下企业合并
	东方美高美（北京）国际酒店有限公司	100.00%	投资设立
	北京滨湖东方市政投资发展有限公司	100.00%	投资设立
	黑龙江金联云通小额贷款有限公司	100.00%	投资设立
	金联征信有限公司	100.00%	投资设立
	金联金融服务（黑龙江）有限公司	100.00%	投资设立
	黑龙江金联云通农业合作金融有限公司	100.00%	投资设立
	黑龙江金联云通农业金融租赁有限公司	100.00%	投资设立
	东方粮仓商贸有限公司	100.00%	投资设立
	大连鑫兴贸易有限公司	100.00%	非同一控制下企业合并
华隆（乳山）食品工业有限公司	100.00%	非同一控制下企业合并	
乳山市华隆生物科技股份有限公司	100.00%	非同一控制下企业合并	
合并范围减少	大连闽丰贸易有限公司	100.00%	出让所持股权
	东方粮仓储备物流投资有限公司	100.00%	注销

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理



## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
负债与所有者权益比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息负债	短期借款 + 应付票据 + 其他应付款有息部分 + 一年内到期的非流动负债中有息部分 + 短期应付债券 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中有息部分
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。