

信用等级公告

联合[2014] 2101 号

联合资信评估有限公司通过对东方集团股份有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

东方集团股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

东方集团股份有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

东方集团股份有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 7.5 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息, 到期一次性还本

发行目的: 补充流动资金, 偿还银行借款

评级时间: 2014 年 12 月 2 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	130.04	148.15	169.39	185.61
所有者权益(亿元)	64.86	75.07	90.13	101.22
长期债务(亿元)	8.00	7.36	12.20	20.51
全部债务(亿元)	54.92	60.63	72.06	71.18
营业收入(亿元)	41.14	64.73	82.24	40.51
利润总额(亿元)	6.99	8.39	10.25	11.01
EBITDA(亿元)	11.32	12.82	14.88	--
经营性净现金流(亿元)	0.25	-8.10	15.92	6.10
营业利润率(%)	12.94	5.55	3.70	3.49
净资产收益率(%)	9.85	10.76	11.32	--
资产负债率(%)	50.12	49.33	46.79	45.46
全部债务资本化比率(%)	45.85	44.68	44.43	41.29
流动比率(%)	104.81	105.96	92.01	63.86
全部债务/EBITDA(倍)	4.85	4.73	4.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.61	3.31	3.71	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.51	1.71	1.98	--

注: 1. 2014 年三季度财务数据未经审计;

2. 2011 年、2012 年及 2014 年 9 月底公司计入其他流动负债的短期融资券在指标计算时已计入短期债务。

分析师

车 飞 景 雪

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

东方集团股份有限公司 (以下简称“公司”) 是一家以粮油购销为主业, 并通过股权投资涉足金融、港口交通业及文化产业等多板块、综合类投资控股公司。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对公司的评级反映了其在品牌知名度、产业布局、股权投资质量等方面的综合优势。同时联合资信也关注到近年来公司主业盈利有所下滑, 且公司主业经营 (扣除投资收益) 呈现亏损, 2014 年以来原粮业务收入降幅较大以及短期偿付压力较大等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

2011 年以来, 公司相继转让家具商铺出租、家具装饰业务、建材流通业务及矿产加工等亏损业务, 一定程度降低其对利润水平造成的影响。未来公司发展重点将集中在粮油购销板块, 并积极拓展股权投资和文化及城建等领域。公司多板块、跨行业的产业架构有助于分散经营风险, 提高整体抗风险能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 得益于优越的自然条件, 近年来黑龙江省农业经济呈现平稳增长趋势, 为公司粮油购销业务经营提供良好的外部环境。
2. 粮油购销业务已成为公司最主要的收入来源, 未来公司将重点发展成品米加工贸易, 该业务板块有望成为新的利润增长点。
3. 公司生产的“天地道”、“天缘道”、“天赐道”等五常稻花香系列品牌米具有较高的市场知名度。
4. 金融及港口领域是公司的投资重点, “坐港

经营”的策略为公司开展贸易提供便利。
同时，公司参股企业经营良好，股权投资增值显著，使得公司整体保持较高盈利水平。

关注

1. 公司盈利水平对投资收益依赖程度高，收益的现金实现质量不高。
2. 由于粮食价格涨幅受到国家抑制且波动频繁，公司粮油购销业务利润空间受到挤压，毛利率有所波动且一直处于较低水平，主业经营（剔除投资收益）呈现亏损。
3. 2013 年，受到黄金市场低迷的影响，公司矿产加工业务出现较大亏损，2014 年已将该业务转让。
4. 2014 年以来，受部分原粮产品市场剧烈波动的影响，公司营业收入规模下滑程度较大，未来原粮市场运行情况仍存在一定不确定性。
5. 公司债务结构欠合理，自身现金流波动较大，且股权质押规模较大，存在较大的短期偿债压力。同时 2014 年第一期中期票据与本期中期票据发行间隔较短，未来存在集中支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与东方集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与东方集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因东方集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由东方集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、东方集团股份有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

东方集团股份有限公司（以下简称“公司”或“东方集团”）是 1992 年 12 月经黑龙江省体改委黑体改发[1992]第 417 号文批准对原东方集团进行改组成立的股份有限公司，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）。截至 2014 年 9 月底，公司总股本为 166680.54 万股，其中自然人张宏伟持有公司 0.52% 的股权，并通过东方集团实业股份有限公司（以下简称“东方实业”）持有公司 27.98% 的股权。公司控股股东为东方实业，实际控制人为张宏伟。

公司经营范围涵盖建材连锁超市、商业银行、证券公司、港口交通、加工制造业和矿产资源开发。截至 2013 年底，公司合并报表范围内拥有 3 家一级子公司（见附件 1-1）；总部设有总裁办公室、财务部、经营部、投资部、矿业部、法务部、审计稽核部等 12 个部门（见附件 1-2）；拥有在职员工 754 人。

截至 2013 年底，公司资产（合并）总计 169.39 亿元，所有者权益合计 90.13 亿元（其中包含少数股东权益 5.91 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 82.24 亿元，利润总额 10.25 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 185.61 亿元，所有者权益 101.22 亿元（其中少数股东权益 5.03 亿元）；2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 40.51 亿元，利润总额 11.01 亿元。

公司注册地址：哈尔滨市南岗区红旗大街 240 号；法定代表人：张宏伟。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2014 年注册额度为 15 亿元的中期票据，2014 年第一期中期票据拟发行额度为 7.5 亿元，已于 12 月 2 日发行。2015 年第一期

中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行额度为 7.5 亿元，期限为 3 年，偿还方式为每年付息，到期一次性还本。募集资金用途为补充流动资金，偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中

国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平

稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预

期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 粮油购销行业

(1) 中国粮食产销状况

农业是中国国民经济的基础，也是社会稳定的基础。中国作为一个发展中国家和人口大国，粮食问题关系到国计民生和社会稳定。在中国，粮食是战略物资。

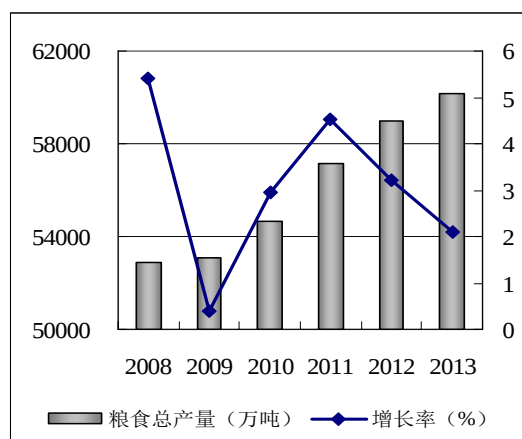
粮食连年增产，产量增幅取决于耕地

2004~2012 年，中国粮食产量实现连续九年增产，其中 2008~2012 年连续 5 年稳定在 5 亿吨以上，受粮食播种面积不断扩大和单产量继续提高等影响，增幅较 2007 年均有所上升。2012 年全国粮食种植面积比 2011 年增加 69 万公顷，达 11127 万公顷；全年粮食总产量为 58957 万吨，较上年增产 1836 万吨，增长 3.2%。其中主要粮食品种中，稻谷产量 20429 万吨，增产 1.6%；小麦产量 12058 万吨，增

产 2.7%；玉米产量 20812 万吨，增产 8.0%。

2013 年全国粮食种植面积比 2012 年增加 68 万公顷，达 11195 万公顷；全年粮食总产量为 60194 万吨，较上年增产 1237 万吨，增长 2.1%，再创历史新高。

图 1 2008~2013 年中国粮食总产量



资料来源：Wind 资讯

供需结构长期偏紧，缓解平衡依靠贸易

从粮食品种结构看，中国粮食处于紧平衡状态。分品种看，玉米产需勉强平衡，小麦少量进口，稻谷产需偏紧，大豆进口量大幅增加，国内粮食处于紧平衡状态，粮食品种结构不平衡的矛盾突出，粮食外贸（进出口）成为缓解平衡中国粮食结构矛盾的重要手段。

从粮食产销区域看，中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，加之粮食具有季节生产性，存在粮食周期性需求的矛盾，因此粮食内贸成为调节粮食产销区域分布和季节周期性需求矛盾的重要手段。

粮食进出口逆差扩大，对外依存度增加

近年来随着中国经济的高速发展，粮食需求大幅增加，不少国内农产品供求基本面发生重大变化，对外依存度提高，如每年大豆压榨需求 7000 万吨，其中 5500 万吨来自国外（主要进口自美国、巴西），大豆消费对外依存度达 80%，而玉米消费随着饲料消费的稳定增加及玉米深加工需求的大幅增加，出现供不应求的局面。

据海关统计,2013年中国农产品进出口贸易总值为1850.9亿美元,同比增长6.2%。其中,出口671.0亿美元,同比增长7.2%;进口1179.9亿美元,同比增长5.9%。贸易逆差为508.9亿美元,同比增长3.5%,贸易逆差规模继续扩大。2014年1-10月,中国农产品进出口贸易总值为1451.5亿美元;其中,出口939.6亿美元,同比增长8.9%;进口511.9亿美元,同比增长6.7%;贸易逆差为427.7亿美元。

国内市场粮食价格持续上涨,增速趋缓

原粮收购价格方面,2009年以来,在国家不断提高粮食最低收购价和不断加大粮食收储力度等综合政策措施下,原粮收购价格呈上涨的趋势。根据中储粮全国粮油价格监测系统统计显示,全国原粮综合收购价格指数(周度指数,基期以2008年为100)从2009年初的98.33一路上行升至2012年底的144.43。2013年起增速放缓,波动上升至年底的147.63。2014年前三季度继续上行,9月11日到达顶点153.82后在10月底回落至149.00。分品种看,2009年初至2012年底间,除玉米在2012年初开始大幅波动外,小麦和稻谷收购价格指数均有大幅度上升,2013年多种粮食价格指数均以小幅震荡为主,并于年底向同一水平靠拢。2013年底,玉米、小麦、稻谷和大豆价格指数分别为148.64、145.69、147.87和122.38。

(2) 粮食贸易体制

改革开放以来,中国粮食流通体制坚持市场化改革取向,逐步打破统购统销体制。从2004年开始,国家全面放开粮食收购和销售市场,实行购销多渠道经营,市场机制在粮食流通中起到基础性作用。现行粮食流通管理体制的主要特点是:

①中央和地方对粮食分级管理,责权分开,实行在国家宏观调控下省级政府对粮食生产和流通全面负责的体制。

②政企分开,粮食行政管理部门代表政府对全社会粮食流通进行管理,粮食购销企业

(包括乡镇粮库)主要面向市场,自主经营,独立核算,自负盈亏。

③出口配额管理,中央对从事玉米、水稻和小麦粮食作物的进出口业务实行统一配额管理。

④中国粮食市场化流通体制尚处于初期阶段,为规避市场投机风险,保障粮食供应安全,稳定粮食贸易市场,中国通过粮食国储作为粮食贸易市场的调节杠杆,并通过限定粮食最低收购价格来保障农民利益,从而稳定粮食市场价格。

(3) 行业竞争

目前粮食流通行业按主体可划分为国有粮食流通企业、地方粮食流通企业和社会粮食流通企业。

国有粮食流通企业主要从事国家政策性收储业务,其拥有仓储网点多、容量大,储备轮换量大的优势,是目前粮食流通领域的领导者。中国现存国有粮食流通企业主要包括:中国储备粮食管理总公司、中粮集团和吉粮粮食集团有限公司。

地方粮食流通企业:原省市县三级粮食系统中的粮食购销企业改制形成,其经营方式相对国有粮食流通企业更加灵活。虽单体经营规模小,但地方粮食流通企业拥有的库点总量庞大,并逐渐成为一些大型加工企业主要合作单位。

社会粮食流通企业:指私人粮商,其经营灵活性高于其他粮食流通企业。

整体看,中国粮食流通行业已进入多元化竞争整合时代。由于粮源紧张,粮食流通盈利微薄,国有大型粮食贸易企业将有望在竞争整合中抓住机遇,得到进一步发展。

(4) 粮食物流

中国粮食主产区和主销区的矛盾决定了中国“北粮南运”、“东粮西运”的态势明显。对于粮食贸易企业而言,粮食运输是粮食贸易中的重要环节。目前,粮食从生产区运到销售区的流通费用占粮食销售价格的30%~35%。

在粮食运输方式上，粮食内贸主要以铁路、公路、水路运输为主，粮食外贸主要以航运为主。铁路运输方面，铁路系统的垄断性一方面使得收费不尽合理，另一方面运力不足制约了粮食流通效率。公路运输灵活性较好，但成本最高，加之近几年汽柴油价格不断上涨，物流成本进一步增加。水路运输成本低于铁路运价，但耗时长、损耗多。

整体看，粮食运输在粮食贸易中占有重要地位，能够掌握粮食资源、保障粮食运输效率的粮食贸易企业在竞争中占有较大优势。

（5）粮食政策

中国作为粮食生产和消费大国，粮食生产和粮食市场的稳定至关重要。多年来，中国一直重视粮食安全工作，通过增加农资补贴、增加收储量及提高最低收购价格等措施，带动农民粮食生产的积极性，保障粮食供应稳定。此外，粮食进出口管理一直是中国调节粮食余粮和国内市场供需的重要手段。近年，粮食出口政策变化较大，一方面中国为了保障国内粮食市场供应的稳定，加大了对粮食出口的限制；另一方面，随着中国连续多年粮食增产，对部分粮食作物产品存在余粮调节的需求，本着适时、适度的原则中国逐步放松了粮食出口。

2009年4月8日的国务院常务会议讨论并原则通过《全国新增1000亿斤粮食生产能力规划（2009-2020）》，提出到2020年，中国粮食生产能力达到11000亿斤以上，比现有产能增加1000亿斤；耕地保有量保持在18亿亩，基本农田面积15.6亿亩，粮食播种面积稳定在15.8亿亩以上，粮食单产水平达到700斤，落实增产措施分别为改造中低产田、选育推广优良品种、提高复种指数、推广重大技术措施、提升农业机械化水平和加大病虫害防控，挖掘粮食增产潜力。

政府对农村基建投资、农资、粮种、粮种补贴、粮食最低收购价格、适时临时收储政策、完善农村保险补贴等方面，均加大强农惠农政策，用以保障粮食产量，平抑物价。

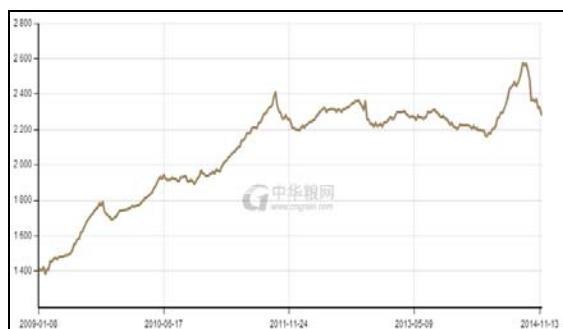
2012年，中央财政共安排农业综合开发资金290亿元，比2011年增加60亿元，增长26.09%。2013年初，为支持春耕生产，中央财政向各省（自治区、直辖市）拨付粮食直补资金151亿元、农资综合补贴资金1071亿元；此外，为支持地方做好粮食直补和调控工作，中央财政还拨付2013年粮食风险基金中央补助款315亿元，加上地方配套资金67亿元，粮食风险基金规模为382亿元。

（6）2014年粮食市场运行情况

2014年一季度，随着企业春节备货行为结束，国内粮油产品购销进入淡季，国内粮油市场整体呈稳中偏弱态势。分品种来看，小麦市场平稳运行；由于深加工企业和饲料养殖企业多亏损，对玉米的采购较为谨慎，玉米需求不旺行情始终承压弱势运行；稻米市场政策性收购支撑了价格，整体表现平稳；国产大豆随临储收购进程有所波动，由于油厂压榨收益亏损扩大，且进口大豆同比大幅增加，国产大豆后期呈价格弱势。从价格来看，多种原粮收购价格均呈小幅下降趋势，其中玉米价格下降较为明显，3月底指数降至144.74，大豆则较为平稳。

分品种来看，2014年前三季度，小麦出库价格变化趋势与上年一致，呈现出明显的先降后升态势，在经过长期竞价之后陈麦价格不断下调，5月22日达最低点2491.79元/吨，后随着对新麦的追捧，价格波动上升，至9月下旬回弹至2980元/吨左右的水平；玉米出库价一改上年小幅波动下降的情况，由于国内玉米产区干旱天气不断，自4月至8月下旬迅速攀升，后随着新季玉米的逐步全面上市，价格快速回落，10月底收于2372.82元/吨；大豆出库价格整体仍呈现显著波动态势，介于在4500元/吨和4950元/吨之间，但平均价格较上年变动不大；粳稻出库价格波动显著，以5月初的2850元/吨触底，后于7月底以3080元/吨触顶，均价较上年同期小幅下降，但波动更为明显。

图2 2009~2014年全国玉米出库价情况



来源：中华粮网

图3 2009~2014年全国粳稻出库价情况



来源：中华粮网

图4 2009~2014年全国大豆出库价情况



来源：中华粮网

(7) 未来发展

根据2011年9月10日发布的“全国农垦经济和社会发展的第十二个五年规划”（以下简称“农垦十二五规划”），农垦“十二五”期间要努力实现以下规划。

表1 十二五期间农垦经济发展主要指标

指标	单位	2010年	2015年	年均增长(%)
农垦生产总值	亿元	3381	5200	9.0
粮食总产量	亿斤	590.7	>650	>2.0
天然橡胶产量	万吨	66.5	80	3.8
棉花产量	万吨	143.9	150	1.1

糖料产量	万吨	766.9	850	2.1
牛奶产量	万吨	366.1	470	5.2
肉类产品总产量	万吨	256.4	350	6.6
水产品总产量	万吨	115.2	160	7.0
人均纯收入	元	8232	>11600	>7.0
出口商品供货总额	亿元	541.6	870	10.0
农业机械总动力	万千瓦	2126.5	2770	5.4
农作物耕种收综合机械化水平	%	84	>88	>4
城镇化率	%	47	52	5

资料来源：农业部网站，联合资信整理

农垦“十二五”规划提出提升粮食等主要农产品生产能力。坚持把发展粮食生产作为农垦现代农业建设的重点，稳定面积，提高单产，优化品种结构，改善品质。扩大水稻、玉米等高产作物的种植面积。全国农垦粮食播种面积要稳定在6650万亩以上，棉花种植面积稳定在960万亩以上。巩固提升粮、棉、油、糖等农产品大型生产基地建设水平，建设一批标准化、规模化、集约化、机械化的优势种子生产基地，组织实施好全国新增千亿斤粮食生产能力规划中的农垦建设任务。同时，农垦十二五规划还提出优化区域布局。东北垦区继续重点发展粮食生产，打造构建水稻、大豆、玉米等优势粮食产业。总体看，东北垦区在十二五农垦发展中仍起到至关重要的作用。

2. 区域经济发展

公司地处中国最东北的省份黑龙江省。近年来，黑龙江省经济运行状况良好，总体上呈现平稳增长的态势。根据国家统计局社情民意调查网公布的数据，2013年黑龙江省全年实现地区生产总值（GDP）14382.9亿元，按可比价格计算比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值2516.8亿元，增长5.1%；第二产业增加值5918.2亿元，增长6.6%；第三产业增加值5947.9亿元，增长10.4%。三次产业结构为17.5：41.1：41.4，第一、二、三产业对GDP增长的贡献率分别为7.4%、40.8%和51.8%。全省人均地区生产总值实现37509.3元，比上

年增长 7.9%。

黑龙江省土地条件优越，人均耕地和农民人均经营耕地是中国平均水平的 3 倍左右；土壤有机质含量高于中国其它地区，黑土、黑钙土和草甸土等占耕地的 60%以上，是世界著名的三大黑土带之一。黑龙江省盛产大豆、小麦、玉米、马铃薯、水稻等粮食作物以及甜菜、亚麻、烤烟等经济作物。从气候条件来看，黑龙江省年平均气温在 1.8 至 3.2℃之间，最高气温在 7 月份，日平均温度为 25.3~27.4℃，无霜期在 120~145 天，年有效积温为 2400~2550℃，太阳辐射每平方米为 110~120 千卡。日照 4 至 9 月为 1500~1700 小时，有利于一年一季的农作物生长发育和优质农产品生产。

近年来，黑龙江省农业经济平稳发展，粮食产量屡创新高。2013 年全省实现农业（第一产业）增加值 2516.8 亿元，总量比上年增加 403.1 亿元，按可比价格计算比上年增长 5.1%。其中，种植业增加值 1823.3 亿元，增长 5.9%。全年粮食总产量增加，继续保持“中国产粮第一大省”地位。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司第一大股东东方实业持有公司 27.98% 的股份，东方实业的实际控制人为张宏伟先生，张宏伟先生即为公司的实际控制人。

2. 规模与竞争力

经过多年发展和一系列资本运作，公司从原有相对单一的建材流通产业结构逐步向多元化产业布局转型，目前形成了以粮油购销为主，以股权投资涉足金融证券业和港口基础设施建设业的多板块、综合性投资控股公司。

2010 年以来，公司全资控股的东方集团粮油食品有限公司（以下简称“东方粮油”，原为公司一级子公司，现为 2013 年公司新成立的东方粮仓有限公司的下属子公司）大力发展

粮油购销业务，积极实践农业生产方式的转变，确立了以获得优质产业资源基地和园区建设为核心的发展模式；通过订单农业，实现“从田间到餐桌”各环节农业产业链一体化的多赢局面；围绕产品的核心资源优势，形成了“东方香米”为基础框架的“天地道”、“天缘道”、“天赐道”等品牌体系与供应链架构。近年来，东方粮油配合农民新建、改建了 135 个农民专业合作社；公司先后聘请了 30 位高级农艺师作为培训师，对农民分别进行了水稻育苗、泡田、整地、东方栽培模式、栽培技术等专题培训；公司选聘了 11 位国内知名水稻专家组成东方水稻研究所专家委员会，在海南三亚建立了 10 亩育种基地。公司水稻研究所已通过黑龙江省级鉴定的品种有两个品种；2010 年东方粮油取得食品 ISO9001 质量管理体系、ISO22000 食品安全体系、ISO14000 环境管理体系认证证书。

公司参股的民生银行股份有限公司（持股比例 3.13%）、锦州港股份有限公司（持股比例 15.39%）、方正证券股份有限公司（以下简称“方正证券”，持股比例 1.21%）¹等企业取得了良好的投资回报，股权增值较为显著。

近年来，公司通过深化管理体制、整合资源、引入战略投资者等多种形式提高各专业化子公司的独立运营能力和市场竞争力，产业架构进一步优化，整体竞争力和抗风险能力有所加强。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员 8 人，其中总裁 1 人，副总裁 4 人，副总裁财务总监 1 人，副总裁兼董事会秘书 1 人，财务副总监 1 人。

公司董事长张宏伟先生，60 岁，现任东方实业董事局主席、东方集团董事长、中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）副董事长、中国民族证券有限责任公司（以下简

¹公司原持有中国民族证券有限责任公司（以下简称“民族证券”）4.67% 的股权，2014 年方正证券与民族证券合并后，公司现持有方正证券 1.21% 股权。

称“民族证券”)董事、全国政协委员、中国民间商会副会长。张宏伟先生作为公司创始人之一,具有较强的管理能力,对于公司发展起到了重要作用。

公司总裁孙明涛先生,37岁,本科学历。历任天津鑫茂科技股份有限公司总经理助理、董事会秘书、副总裁,兼任天津鑫茂天财酒店总经理、鑫茂科技园开发事业部总经理,美加投资(天津)有限公司执行董事,2012年12月起任公司总裁。

截至2014年9月底,公司共有在职员工682人。其中,具有大专以上学历人员占57.78%,大专以下学历人员占42.22%;从岗位构成来看,财务和行政人员占26.55%,市场人员占15.10%,技术人员占8.50%,生产人员占23.90%,管理人员占25.95%。

总体看,公司主要高层管理人员管理经验丰富;员工岗位构成合理,教育程度较高,符合公司发展需要。

六、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》等有关法律、法规的要求,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架构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制,并结合监管部门的要求不断完善公司治理结构,目前公司董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核等专业委员会,各委员会依照其职责分工,规范有序的开展工作,运行情况良好。

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4名为独立董事,董事长1人,副董事长1人,均由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由5名成员组成,包括监事会主席1名。公司实行董事会领导下的总裁负责制,由总裁主持公司的生产经营和日常管理工作,组织实施董事会决

议,对董事会负责,由董事会聘任或解聘。

未来公司将进一步加强各项制度的管理工作,确保公司的各项管理制度符合《公司法》、《证券法》等法律法规以及证监会、上海证券交易所的相关要求。在制定或修订相关制度的同时关注制度的执行情况,梳理工作流程,确保保证公司各项管理活动和内控制制在系统性、执行流程及效率方面等有效执行,法人治理结构进一步完善。

2. 管理体制

公司在组织架构上确立了集团母体为投资控股公司、各产业为专业化公司的经营管理体制。公司总部设有总裁办公室、经营管理处、计划财务处、人力资源处等多个部门,针对具体情况采取各子公司自主管理和总部管理相结合的管理方式,同时致力于建立健全的内部控制制度,使公司的内控体系不断完善。

按照财政部、证监会、审计署、银监会和保监会颁布的《企业内部控制基本规范》、上海证券交易所《上市公司内部控制指引》的要求,为进一步完善公司内部控制制度,公司董事会通过了《东方集团股份有限公司内部控制规范实施工作方案》。根据该方案,公司成立了以董事长为第一负责人的内控规范实施工作领导小组以及工作小组,将公司全资子公司东方集团粮油食品有限公司作为试点纳入公司内控体系建设范围,并聘请辽宁国富浩华管理咨询有限公司协助开展内控体系建设工作。2013年1月16日,公司第七届董事会第二十次会议审议通过了《关于公司内部控制工作进展情况及内部控制规范实施工作方案调整的议案》。该方案结合公司内部控制建设工作进度,对内部控制规范实施工作方案进行了调整,并于2013年年度报告披露同时披露内部控制自我评价报告和内部控制审计报告。

经营管理方面,公司由经营管理处负责日常经营活动,并参与、渗透到项目立项、投资管理、制定计划以及与之相关的资产、合同及

财务管理的各个环节，对经营管理的各项活动进行事前、事中和事后的动态跟踪管理，保障公司经营活动的正常进行。

人力资源管理方面，对于规模较大的子公司在与公司管理制度不冲突的情况下由其自行管理，对于其他子公司和公司总部，每年年初由人力资源处按照各用人单位统计的用人需求状况统一招聘、培训及录用。对于在岗人员，除定期进行培训外，公司总部中高层管理人员均须签订《工作责任状》，按照约定的经济指标和工作指标完成情况进行年终考核，根据考核结果采取相应的奖惩措施，人力资源管理相对到位。

财务管理方面，公司实行以总裁和财务总监为主的“财务统管”方式，对公司的资金和财务进行统一管理。鉴于公司业务板块多，且行业和地域跨度大，公司在一定额度内适当授予子公司对外融资权，并要求子公司按期向总部上报财务管理和资金情况，便于总部进行资金调剂。2011年底，公司制定了《东方集团股份有限公司重大资金往来控制制度》。该制度进一步规范了公司的资金管理制度，可以有效防范和杜绝控股股东、实际控制人及其他关联方占用公司资金行为的发生，保护公司、股东和其他利益相关人的合法权益。

总体看，公司结合业务板块特性进行分别管理，符合公司经营发展状况。为加强对重大资金往来的管理力度，控制相关风险，公司已于2011年底建立了重大资金往来控制制度。

七、经营分析

1. 经营概况

经过多年发展和一系列资本运作，公司已从原有相对单一的、以建材流通为主的产业结构逐步转变成以粮油购销为主，以股权投资涉足金融证券业和港口基础设施建设业等多板块综合性业务格局。2013年以来，公司已在剥离了家居装饰及出租业务的基础上，进一步将

传统的建材零售业务进行清理，截至2013年年公司仅保留粮油购销及矿产加工两项业务（公司已于2014年决定出售矿产加工业务）。

2013年公司主营业务收入规模82.11亿元，同比增长28.13%，其中粮食购销业务同比增长35.16%，而矿产加工的业务规模迅速收缩，2013年仅占主营业务收入的2.32%。

从毛利率情况来看，公司主营业务毛利率呈快速下滑趋势，近三年毛利率分别为10.18%、4.79%、3.58%，主要由于一方面毛利率较高的建材零售业务比重逐年下滑直至剥离；另一方面由于粮食价格涨幅受到国家抑制且波动频繁，该业务板块利润空间受到挤压；同时，金价下滑导致矿产加工业绩大幅下滑。2012年以来，主营业务毛利率始终处于较低水平。

2014年1~9月，公司实现主营业务收入40.49亿元，仅为2013年收入的49.32%，主要系粮油购销规模缩减所致。2014年一季度粮油贸易同比下降规模尤为显著（营业收入同比下滑66.56%），公司粮油购销业务规模缩减较大，一方面系玉米产品下游深加工企业和饲料养殖企业多出现亏损，影响玉米购销；另一方面，2014年一季度油厂压榨亏损严重，且国内豆粕价格整体走低，导致大豆收购出现观望态势，影响了大豆产品的销售。同时，由于公司销售客户主要地处南方，2014年采取的采购价格加上运费高于南方地区粮食收购价格，从而形成了粮食价格倒挂，公司可赚取利润被压缩，因而大幅减少了贸易交易规模。随后，公司在市场转好的情况下，于二季度及三季度实现了正常经营，但受到一季度销量较少及2014年以来主要原粮价格波动剧烈的影响，整体销售额仍呈现下滑。公司2014年前三季度未实现加工收入系由于金价持续下跌，公司未实现加工精矿的销售（但发生成本465.08万元），并已于2014年4月将加工业务剥离转让。2014年1~9月，公司整体毛利率（即粮油购销业务毛利率）为3.48%，较2013年略有下降。

表 2 2011~2014 年 9 月公司主营业务收入和利润率情况

业务板块	主营业务收入（万元）				主营业务毛利率（%）			
	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~9 月	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~9 月
建材零售	94869.59	28039.89	--	--	24.09	23.97	--	--
加工业	4179.7	6738.26	1908.84	--	17.32	30.65	-116.85	--
粮油购销	297217.82	606069.42	819198.39	404949.69	5.64	3.61	3.86	3.48
合计	396267.1	640847.56	821107.23	404949.69	10.18	4.79	3.58	3.48

资料来源：公司年报

注：1. 2011 年建材零售业务收入、毛利率统计数据包含家居装饰和出租收入；

2. 2014 年 1~9 月公司加工业未实现收入但产生成本

2. 粮油购销

公司粮油购销业务主要由下属子公司东方粮油经营，业务模式包括原粮贸易和成品米加工。近年来，公司持续加大粮油购销业务的发展力度，特别是利润较高的成品米加工贸易量大幅增长。2013 年粮油购销业务实现收入 81.92 亿元，同比大幅增长 35.16%，主要为公司玉米等产品经营量增加所致。

原粮收储

东方粮油原粮收购模式包括农民和合作社直接采购和委托贸易公司代理采购。2013 年采购各类原粮 312.51 万吨，同比增长 19.39%，主要来自大米和玉米采购量上升；采购金额 86.02 亿元(含税价)，同比增长 26.01%。从 2014 年 1~9 月原粮采购品种来看，玉米仍为主要品种，且由于二季度以来玉米行情转好，公司加大了对玉米品种的购销，而由于水稻、大豆等品种的波动，同时处于清理库存的考虑，水稻、大豆的采购量同比大幅下滑。

细分品种来看，玉米、水稻为最主要的采购产品，2013 年采购量占比分别为 70.29%、

17.62%。2013 年公司水稻收购量增长 8.92%，但同时采购额下滑 15.56%，系水稻价格从 2012 年的高位回落所致；同期，由于 2013 年大豆价格上涨，因此虽大豆采购量回落，但采购金额上升。

原粮储备方面，东方粮油采用第三方代储与公司自有园区自储方式，其中第三方代储为主要的仓储模式。目前拥有的五常园区、方正园区及肇源园区仓储能力各达 10 万吨；公司另拥有两处小包装分装点，分别在北京及杭州，现均正常运营。2013 年，东方粮仓有限公司（以下简称“东方粮仓”）启动了仓储基地项目建设，在垦区 291 农场开展了益源仓储建设项目，在 597 农场开展了清源仓储建设项目。同时，东方粮仓启动了中转仓容建设工作，对锦州港、鲅鱼圈港、丹东港和大连港建设中转仓容的可行性进行了调研。东方粮仓储备物流体系将逐步打造以东北粮食产区为基地，以北方港口为中转枢纽，以京津唐、长三角、珠三角三大经济圈为主要集散地的现代粮食购销网络体系。

表 3 2013 年公司原粮采购、销售情况（含税价，单位：吨、万元）

产品	采购		销售		
	数量	金额	数量	金额	销售占比
水稻	550637.58	176781.10	580494.28	190998.15	20.66%
玉米	2196625.59	490114.00	2238567.70	505690.62	54.71%
大豆	257527.71	136304.11	287000.74	152732.88	16.52%
大米	105764.65	48995.29	95741.44	55442.79	6.00%
杂粮	14525.80	8045.53	35018.51	19477.61	2.11%
合计	3125081.33	860240.03	3236822.67	924342.05	100%

资料来源：公司提供

表 4 2014 年 1~9 月公司原粮采购、销售情况（含税价，单位：吨、万元）

产品	采购		销售		
	数量	金额	销售数量	销售金额	销售占比

水稻	79340.49	23623.57	165921.78	50523.81	11.09%
玉米	1320052.03	322759.14	1279133.27	317927.67	69.81%
大豆	6200.00	2934.60	86995.40	41729.53	9.16%
大米	53119.80	24917.62	66270.52	36426.80	8.00%
杂粮	12136.71	5068.73	17304.19	8530.34	1.87%
种子	236.75	155.17	298.98	268.85	0.06%
合计	1471085.78	379458.83	1615924.14	455407.01	100.00%

资料来源：公司提供

原粮销售

东方粮油原粮销售品种包括水稻、玉米、大豆、大米及杂粮。其中，水稻、玉米和大豆为主要的贸易品种，2013 年上述产品销售额占比分别为 20.66%、54.71%和 16.52%。从 2014 年 1~9 月原粮销售情况来看，水稻、玉米、大豆销售金额比重分别为 11.09%、69.81%、9.16%。

从销售渠道来看，水稻销售渠道主要包括华东（上海、江苏、浙江）、华北（北京、天津、河北）两大主销区域，选择中储、地储粮有限公司及大型大米加工企业为销售客户；玉米和大豆销售主要以锦州港为主，以营口港、鲅鱼圈、大连港为辅，重点利用锦州港和营口港开展坐港经营业务。公司主要客户包括温氏饲料、双胞胎饲料、南宝集团饲料等大型饲料企业和福建平安、大连顺业、福州东亚等大型贸易商，目前客户群相对比较稳定。近年来，公司通过组织参加金秋粮油交易洽谈会，推进产销衔接。公司积极参加黑龙江省粮食局召开的金秋粮油交易洽谈会，与上海、山东、浙江、陕西等地 40 余家政府粮食主管部门和粮食购销企业进行了洽谈，积极拓展客户和渠道。2013 年，公司与南方十余省市签订了粮食购销合同，利用北粮南运机遇，进一步扩大销售规模，扩大在南方粮食主销区的市场份额。

从销售回款情况来看，港口客户回款时间在一周之内；饲料加工企业和大型贸易企业回款时间在 15 天之内。

表 5 显示了 2013 年东方粮油水稻、玉米和大豆的采购价格与销售价格。2013 年上述三类品种销售价格增幅或降幅均高于采购价格，导致粮油购销业务毛利率同比略有提升。由于

粮食价格涨幅受到国家抑制且波动频繁，该业务板块毛利率有所波动且处于较低水平。2013 年公司粮油购销业务毛利率为 3.86%，同比上升 0.25 个百分点。

2013 年以来，由于公司判断未来市场低迷，公司开始采用以销定采政策。2014 年一季度，由于水稻、玉米、大豆等产品均受到下游市场需求的影响，销售出现低迷，对南方客户销售出现了价格倒挂现象，公司以销定采，采购规模同比缩减，导致了收入出现大幅下滑。2014 年二、三季度虽玉米市场情况略有好转，但整体原粮市场需求仍未充分消化库存，2014 年前三季度公司水稻、玉米、大豆销售单价分别为 3045.04 元/吨（较 2013 年下降 7.45%）、2485.49 元/吨（较 2013 年增长 10.03%）、4796.75 元/吨（较 2013 年下降 9.86%）。

表 5 2013 年主要原粮贸易品种采购和销售均价

品种	采购单价 (元/吨)	同比变化 (%)	销售单价 (元/吨)	同比变化 (%)
水稻	3210.48	-5.70	3290.27	-3.37
玉米	2231.21	11.61	2259.00	12.86
大豆	5292.79	41.24	5321.69	41.81

资料来源：公司提供

表 6 2014 年 1~9 月主要原粮贸易品种采购和销售均价

品种	采购单价 (元/吨)	与 2013 年变化 (%)	销售单价 (元/吨)	与 2013 年变化 (%)
水稻	2977.49	-7.26	3045.04	-7.45
玉米	2445.05	9.58	2485.49	10.03
大豆	4733.22	-10.57	4796.75	-9.86

资料来源：公司提供

品牌米加工贸易

目前公司已初步建立了收储、加工和销售等成品米贸易产业链。品牌米加工贸易利润相对高于原粮贸易，对粮油购销板块利润贡献较大。2013 年生产加工品牌米 20653.98 吨，销售品牌米 3491.50 吨；销售均价为 10097.11 元/吨。

目前公司品牌米加工主要集中在五常稻米加工园区和方正稻米加工园区，年加工产能 50.84 万吨，其中方正稻米加工园区于 2012 年通过黑龙江省稻谷加工园区建设项目现场考评验收并正式挂牌。同时，公司在黑龙江优质水稻主产区五常地区进行了土地流转，一期流转核心主产区 12000 亩土地，为公司掌控优质水稻资源奠定了基础。流转土地的整理工作于 2013 年 11 月份开始，整理项目包括：土地平整、方条田改造、渠系硬化、田间道路、水利工程等项目建设，建设目标为：田成方、树成网、路相通、渠相连。2014 年上半年，五常农业示范区开展了智能浸种催芽、大棚户苗工作，已经完成了上述 12000 亩流转土地的平整改造及水稻种植工作。

从销售渠道来看，东方粮油采购的水稻经过深加工成大米后通过直接贸易、大客户、农超、农批、军粮特供等渠道进行销售。其中，直接贸易是采用比较多的销售模式，销售额占总销售量的 80% 左右。从销售回款情况看，军粮特供回款时间较长；一般零售商汇款在一个半月左右。

在品牌建设方面，目前公司形成了“东方香米”为基础框架的“天地道”、“天缘道”、“天赐道”等品牌体系与供应链架构。2012 年公司“天缘道”、“稻可道”系列品牌米被授予“哈尔滨市名牌产品”称号。公司五常大米加工园区主要生产“稻花香”系列品牌米。稻花香是中国黑龙江省哈尔滨市五常地区特产的一种长粒水稻，水稻秧苗散发一种香气，具有口感好、不回生等优点。2013 年，公司着力打造东方品牌农业，东方香米“天地道”品牌产品荣获“黑龙江

省消费者最喜爱的 100 种绿色有机食品”称号，东方香米“天缘道”注册商标被认定为黑龙江省著名商标，东方粮仓下属公司东方粮仓五常稻谷产业公司荣获“2013 年黑龙江质量奖”。稻花香水稻享誉全国，是目前最高档的大米之一。由于有机稻田稀缺，稻花香大米的产量相比于普通大米要低很多：普通大米的产量高达每亩 1300~1400 斤；稻花香米最高产量只有每亩 900~1100 斤。目前五常地区稻花香水稻种植面积约 60 万亩，公司订单采购面积约 40 万亩，市场份额较高。

在新产品项目开发方面，公司的研发中心相继成功开发了全脂稳定米糠、营养强化米、全脂米乳等项目产品，并先后调研、论证、储备了稻壳发电、二氧化硅、米乳、发芽糙米、生物质油等项目。其中全脂稳定米糠项目已申请 3 项国家发明专利，其关键技术与开发项目成果已通过专家鉴定。该项目属自主研发、自主创新、国际首创，填补了全脂稳定米糠产品的国内空白。

未来公司将重点发展成品米加工贸易，即将完成肇源等米业园区的建设。随着肇源等园区投产，公司成品米加工产能有望提高，从而进一步提升粮油购销业务的收入及利润规模。

3. 建材流通

公司建材流通业务形态包括家居建材零售、家居装饰、家居商铺出租。家居装饰和商铺出租原由下属子公司东方家园有限公司（以下简称“东方家园”）旗下的东方家园实业有限公司（以下简称“家园实业”）及东方家园建筑装饰工程公司（以下简称“家园建筑”）经营；建材零售由东方家园家居建材商业有限公司（以下简称“家园商业”）经营。2011 年东方家园转让家园实业和家园建筑后，公司不再经营经营家居商铺出租和家居装饰业务。2012 年东方家园对家园商业不再具有实际控制关系后，建材零售退出公司主营业务范围。2012 年合并报表范围仍包含家园商业的利润表和现金流

量表。2013 年开始财务合并范围不再包括建材零售业务。

近年来，东方家园一直没有摆脱经营困难、营业利润减少的局面，下属的家园商业经营的部分门店已于 2012 年底暂停营业，主要原因包括①受宏观政策调控房地产市场的影响，家装、建材消费群体高端客户转向中低端客户，东方家园改变市场定位，大幅减少集采团购、工程单业务；②东方家园采取多种促销手段的同时也增加了销售费用，降低了盈利水平。2012 年东方家园实现营业收入 32662.48 万元，营业利润-11755.72 万元。

4. 加工制造

公司加工制造业主要由控股子公司赤峰银海金业有限责任公司（以下简称“银海金业”）经营。银海金业成立于 1998 年 8 月 11 日，地处赤峰市松山区上官地镇，地理位置优越，原为公司控股股东东方实业所有，2007 年 8 月以资产注入的形式由公司取得控制权。

2010 年银海金业增储工作在完成评审中心的评审后，向内蒙古国土资源厅申报备案工作已经完成。评审结果为：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。

截至 2013 年底，银海金业公司共拥有 4 条矿脉，其中 I 号矿脉矿石储量 20 万吨和 III 号矿脉矿石储量 11 万吨目前尚未进行开采，主要系采矿权证正在办理中。II 号矿脉矿石储量 50 万吨，已开采量较小，约占目前总资源量的 18%。目前开采主要以 IV 号矿脉为主，占公司目前总开采量的 89%，日开采能力 500 吨。

2013 年底，新增矿石储量 135.72 万吨，若按目前年开采矿石 14 万吨计算，矿山总储量 185 万吨，银海金业自有矿山服务年限为 13.2 年。目前矿山仍将继续加强矿区深部、周边及外围的地质勘探以增加矿山储量延长矿山服务年限。

赤峰银海金业主要下游客户为山东恒邦冶炼股份有限公司和山东招金矿业股份有限公司。结算模式为：与下游客户签订为期一年的销售合同，标的额以每次实际结算为准，下游客户向赤峰银海采购银金粉时，将货款 110%以电汇的方式汇入赤峰银海金业指定的银行账户，金粉的价格以当天上海黄金交易所 2 号金的收盘价为基准，银粉以上海华通交易所 1 号银结算价为准，赤峰银海金业收到货款后，通知下游客户，下游客户自备运输工具，将货物提走。

2013 年，银海金业销售精粉 2382.38 吨；实现营业收入（未进行合并核销）1158.86 万元，同比下降 71.67%，2013 年归属于母公司净利润-1658.55 万元。由于金价持续下跌，银海金业精金矿粉销售受到很大影响，加之固定成本规模较大，直接导致银海金业 2013 年大幅亏损。公司已于 2014 年 4 月 30 日以 7920.32 万元对价将银海金业股权转让给公司第一大股东东方实业公司并出具了《关联交易公告》，矿产加工业退出主营业务范围。

5. 股权投资

股权投资是公司一项重要的业务构成，是公司核心价值的重要组成部分，其中金融领域是公司的投资重点。

表 7 2011 年~2013 年公司主要股权投资情况

项目	2011 年			2012 年			2013 年		
	锦州港	民生银行	合计	锦州港	民生银行	合计	锦州港	民生银行	合计
初始投资额(万元)	25435.17	18619.99	44055.16	25435.17	18619.99	44055.16	25435.17	18619.99	44055.16
期末账面值(万元)	81987.77	442223.75	524211.52	84577.79	521432.05	606009.84	89588.08	630010.07	719598.15
对公司投资收益贡献(万元)	4940.19	92906.79	97846.98	2590.03	120186.64	122776.67	6280.53	132495.34	138775.87

现金分红(万元)	1540.89	8889.70	10430.59	--	40003.66	40003.66	801.26	27380.28	28181.54
----------	---------	---------	----------	----	----------	----------	--------	----------	----------

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司持有锦州港股份有限公司（股票简称：锦州港，股票代码：600190）和（股票名称：民生银行，股票代码 600016）两家上市公司股权，截至 2014 年 9 月底持股比例分别为 15.39% 和 3.13%。从表 7 中可以看出，2011~2013 年公司对于锦州港和民生银行的股权投资账面价值较初始投资有了较大的增值，并为公司贡献了较高的投资收益，其中 2013 年分别占到当期投资收益总额的 4.37% 和 92.28%。需要注意的是，由于会计核算的原因，公司投资收益体现的只是公司对于被投资单位应享有的净损益份额，而从实际现金分红情况看，2011~2013 年锦州港和民生银行现金分红与公司账面获得的投资收益有较大差距，从实际收现角度考虑公司投资收益的实现质量一般。但从锦州港和民生银行的市值来看，公司股权一旦变现将获得较高的收益回报，并回笼大量的资金。

2013 年公司持有民族证券 4.67% 的股权，2013 年民族证券实现收入 10.40 亿元，净利润 1.54 亿元。2013 年底，民族证券资产总计 140.17 亿元，所有者权益合计 68.81 亿元。2014 年 8 月，方正证券完成对民族证券的吸收合并，公司转持方正证券 1.21% 股权。此资产重组事宜不仅扩大了方正证券的规模，提升了公司股权投资的质量，同时公司持有上市公司股权也增加了资产的流动性。

6. 重大事项

出让家居装饰出租业务

公司于 2011 年 8 月 18 日召开 2011 年第一次临时股东大会，审议并通过了《关于哈尔滨透笼轻工批发市场有限公司和北京凯利蓝茵园林绿化有限公司拟分别受让子公司东方家园有限公司持有的东方家园实业有限公司 65% 和 35% 股权的议案》。2011 年 9 月 6 日，东方家园已收到哈尔滨透笼轻工批发市场有限公司和北京凯利蓝茵园林绿化有限公司支

付的全部股权收购价款，共计人民币 79644.98 万元。此次股权转让后，家居商铺出租业务退出公司主营业务范围。

出让家居装饰业务

公司于 2011 年 12 月 31 日以协议方式将家园建筑的全部股权出售给家园实业，由于家园建筑已资不抵债，故转让价款为零。此次股权转让后，公司不再持有家园建筑股权，家居装饰业务退出公司主营业务范围。

对家园商业不再具有实际控制

2012 年 12 月 5 日，公司第七届董事会第十九次会议审议通过了《关于公司合并报表范围发生变更的议案》。因东方家园对家园商业不再具有实际控制关系，家园商业自 2012 年 12 月不再纳入公司合并报表范围，建材流通不再作为公司的主营业务之一。

总体来看，公司退出家居商铺出租、家居装饰以及建材零售等三大建材流通业务对主营业务收入有一定影响。但由于建材流通业务较高期间费用导致净利润长期为负，因此上述业务的转让有利于减少公司整体亏损额。

出售东方家园及上海家园有限公司股权

2013 年 6 月 7 日，公司召开董事会议，决定将持有的东方家园和上海家园有限公司（以下简称“上海家园”）全部股权转让给东方实业公司，股权转让金额分别为按照东方家园和上海家园截至 2013 年 5 月 31 日经审计评估净资产值的 95%、80% 计算，即人民币 28596.31 万元和 8611.11 万元。

东方家园旗下主要子公司家园实业及家园建筑资产均已出售，此次出售东方家园及上海家园对公司主营业务范围及规模的实际影响不大。

收购北京大成饭店有限公司部分股权

2013 年 12 月 9 日，公司召开董事会议，决定公司控股子公司东方集团商业投资有限公司（以下简称“商业投资”）拟分别收购资源网

络有限公司和西藏赛斯投资管理有限公司持有的北京大成饭店有限公司 28.45%和 30%股权，同时再向北京大成饭店有限公司（以下简称“大成饭店”）增资 48145 万元，上述股权收购和增资价款合计人民币 121208 万元。上述股权收购暨增资事项完成后，北京大成饭店注册资本将增至 1773 万美元，其中，商业投资持有其 70%股权，资源网络有限公司持有其 30%股权。公司已办理完毕上述事项涉及的工商变更登记手续。

出售太阳火文化产业投资有限公司全部股权

2011 年 11 月 2 日，公司第七届董事会第八次会议审议通过议案，控股子公司东方家园有限公司与中国中小企业投资有限公司共同出资 20 亿元，设立北京太阳火文化产业投资有限公司(以下简称“太阳火文化”)。其中东方家园出资 8 亿元，占太阳火文化注册资本的 40%，中国中小企业投资有限公司出资 12 亿元，占注册资本 60%，均以货币出资。

2013 年 12 月 9 日，公司召开董事会议，公司控股子公司东方集团商业投资有限公司拟将其持有的北京太阳火文化产业投资有限公司全部股权（40%）转让给中国中小企业投资有限公司。参考太阳火 2013 年 9 月 30 日的经审计净资产 199389.73 万元，转让价格经双方协商确定为人民币 8 亿元。公司已办理完毕上述事项涉及的工商变更登记手续。

收购国开东方城镇发展投资有限公司部分股权

2013 年 12 月 9 日，公司召开股东会议，审议通过了《关于公司控股子公司东方集团商业投资有限公司收购北京太阳火文化产业投资有限公司持有的国开东方城镇发展投资有限公司部分股权的议案》。

国开东方城镇发展投资有限公司（以下简称“国开东方”）现注册资本 18 亿元，北京太阳火文化产业投资有限公司持有国开东方 48%的股权。经国开东方原各方股东商定，国

开东方的原股东国开（北京）城市发展基金（有限合伙）、开元（北京）城市发展基金管理有限公司和北京太阳火文化产业投资有限公司正在对国开东方共同增资 22 亿元，其中北京太阳火文化产业投资有限公司计划增资 11 亿元。增资后国开东方的注册资本变为 40 亿元。增资完成后，北京太阳火文化产业投资有限公司持有国开东方 49.1%股权。

公司决定由下属子公司商业投资支付 18.70 亿元，收购北京太阳火文化产业投资有限公司持有国开东方增资后 39.1%的股权，并以权益法纳入长期股权投资核算。公司已办理完毕上述事项涉及的工商变更登记手续。

国开东方目前主要经营业务为城镇化和文化产业投资，经营状况良好，相关投资项目正在积极推进过程中。公司此次出售太阳火文化全部股权，转而收购国开东方股权，反映了公司调整和梳理投资结构的需要，未来公司对国开东方持股由间接变为直接持股，便于更好的对投资项目进行管理。

转让赤峰银海金业有限责任公司股权

2014 年 4 月 29 日，公司召开董事会议，审议通过决定将持有的赤峰银海金业有限责任公司 51%股权转让给东方实业公司。股权转让金额按照银海金业以 2013 年 12 月 31 日为评估基准日的净资产评估值 51%计算。根据辽宁中华资产评估有限公司出具的《众华评报字[2014]第 42 号》，银海金业股东全部权益在评估基准日所表现的市场价值为 15530.03 万元，51%股东部分权益评估价值即本次交易对价为 7920.32 万元。公司于 4 月 30 日出具《关联交易公告》，将赤峰银海公司以 7920.32 万元的对价转让给股东东方实业公司，2014 年 5 月底已办理完工商过户手续。

公司此次转让银海金业股权，缩减了主业范围，一定程度影响了主营业务收入的规模。但同时也有助于避免承担由于矿业加工行业不景气及激烈竞争带来的经营风险，利于公司优化资产结构、提升主业盈利能力。

7. 在建项目

大成饭店项目

公司 2013 年 12 月控股大成饭店，根据相关项目规划，北京大成饭店将被建设成为集商业、餐饮、娱乐、宾馆客房、公寓为一体的综合性经营项目。

大成饭店位于北京市将台路丽都花园路 5 号，丽都假日饭店东侧，处于力度商圈核心地段，毗邻首都机场，地理位置优越。项目地块面积为 12530.36 平方米，土地使用年限为 1995 年 4 月 25 日至 2035 年 4 月 25 日，共 40 年的土地使用权，实际支付市政府土地出让金总额为 1229.76 万元。本项目是在拆除原有大成酒店基础上重新建设的东方集团企业办公楼项目，该项目计划为超高层，位于四元桥东北处，其功能定位是以写字楼为主体兼有商业、酒店及企业会所的综合体。

该项目预计 2018 年初投产，截至 2014 年 9 月 30 日在建工程累计余额为 35192.77 万元。大成饭店项目设计分为主楼、配楼两部分，1987 年设计，1988 年施工，因工程一直未完成，尚未取得“房屋所有权证”。

大成饭店改造工程完成后，既可以解决公司北京分公司办公场所问题，同时拓展餐饮娱乐产业，并可凭借优越的地理位置吸引商户入驻，进一步开发和提升大成饭店物业品质，获得物业经营收益。

国开东方项目

公司持有国开东方 39.1% 的股权，国开东方成立于 2012 年 12 月，目前投资项目均处于建设阶段，国开东方初步设想以北京青龙湖片区为根基，逐步扩展北京周边、长三角等具有新型城镇化需求的区域；并结合机会导向，开辟一部分具有休闲旅游度假属性的一二线城市（如北京、上海、成都、厦门、三亚等）。当前国开东方在建项目主要为世界种子大会主场馆及配套公寓项目（以下简称“种子大会”项目）、青龙湖文化会都核心区 B、C 地块与二期地块土地一级开发项目（以下简称 B、C 地

块项目）以及 A02 地块自住型商品房及商业办公项目（以下简称 A02 地块项目）。项目资金来源均由自筹加借款的方式获得。

种子大会项目总建设规模 14.4 万平方米，其中酒店项目建筑面积 8.6 万平方米，公寓项目建筑面积 5.8 万平方米。项目建设期为 2012 年 10 月至 2014 年 12 月，截至 2014 年 9 月底已投资 1.30 亿元（不含土地成本）。该项目已经竣工投产，但仍处于市场运作期，未投入使用。项目近期的销售收益将主要来自公寓出售、而种子大会场馆未来以出租为主，因未到市场成熟期，近两年预计不会产生收益。

B、C 地块一级开发项目预计 2015 年完成，该项目总投资 4.54 亿元，截至 2014 年 9 月底实际投资额 2.70 亿元，B 地块正在进行拆迁腾退与场地清理的收尾工作，征地工作开始启动；C 地块已完成总拆迁腾退的 75%，征地工作已开始启动。（根据协议，政府将给予公司不超过总成本 8% 的利润）

A02 地块项目总建设规模 11.3 万平方米，其中自住型商品房地地上建筑面积 3.4 万平方米，商业用房地地上建筑面积 1.7 万平方米，办公用房地地上建设面积 6.2 万平方米。该工程项目仍在前期报批阶段。

总体看，已投入部分资本金支持国开东方在建项目的运行，从现有投资规模来看，资本金投入规模不大。项目投产后，公司在分享投资收益的同时，也将直接受益于如种子大会项目等直接与公司产业相关项目产生的福利效应。

8. 经营效率

2011 年~2013 年，公司总资产周转次数和销售债权周转次数呈上升趋势，2013 年分别为 0.52 次和 42.15 次；存货周转次数自 2012 年以来提升至较高水平，近三年分别为 1.63 次、5.37 次、5.36 次。公司经营效率正常。

9. 未来发展

未来公司将努力把东方粮油发展成为具有东方特色的现代农业公司，不断提高市场占有率和企业知名度，努力实现由贸易商向供应商角色的转变。

原粮贸易方面，公司将重点拓展华东（上海、江苏、浙江）、华北（北京、天津、河北）两大稻谷主销区域，选择中储、地储粮有限公司及大型大米加工企业为销售客户；玉米销售主要以锦州港为主，以营口港、鲅鱼圈、大连港为辅，重点利用锦州港和营口港开展坐港经营业务，辐射广东、福建沿海大型饲料企业；同时开展陆路运输，与山东、湖南、江西、四川等大型饲料企业建立直销关系；大豆销售将稳定饲料厂与油厂这一成熟的销售渠道，另外依托港口平台进行交易，虽然此销售渠道没有稳定客户群，但港口平台大，客户聚集，预计交易量非常可观。

总体看，经过多年发展和一系列资本运作，公司现形成以粮油购销为支撑，以股权投资形式涉足多行业业务经营的格局。近年来，粮油购销业务快速发展带动公司营业收入持续增长。随着公司逐步退出毛利较高建材业务、粮食价格波动及矿产加工业大幅亏损等因素，公司毛利率有所波动。但由于建材流通业务较高期间费用导致净利润长期为负，金市低迷导致矿产加工业务亏损严重，因此上述业务的转让有利于减少公司整体亏损额。公司积极拓展股权投资业务，股权投资收益对公司营业利润贡献较大。2014年一季度，由于部分原粮产品市场低迷，导致价格倒挂，公司以销定采，收入规模受到较大影响。随后，公司在市场转好的情况下，于二季度及三季度实现了正常经营，但受到一季度销量较少及2014年以来部分产品价格波动的影响，整体销售额仍呈现下滑。未来公司发展重点将集中在粮油购销板块，并逐步涉入城建和文化产业投资。公司多板块、跨行业的产业架构有助于分散经营风险，提高整体抗风险能力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011~2013年度财务报表分别已经大华会计事务所有限公司审计，且均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2014年1~9月财务数据未经审计。

2011~2013年，随着公司对所涉业务的整合和调整，公司合并范围出现一定变化。2012年底纳入公司合并财务报表范围的一级子公司共计5家，其中新投资设立并纳入合并范围1家：东方集团商业投资有限公司，分别因减持后丧失控制权和工商注销不再纳入合并范围2家：家园商业和东方集团通河米业有限公司。2012年12月起公司不再将家园商业纳入东方家园合并资产负债表，但家园商业的收入、费用、利润、现金流量已纳入东方家园2012年度合并利润表、合并现金流量表。截至丧失控制权日止，家园商业已严重资不抵债，根据关于印发《上市公司执行企业会计准则监管问题解答》（会计部函[2009]48号），公司已在2012年和以前年度利润表内确认的家园商业超额亏损，作为投资收益计入当期合并利润表。2013年底纳入公司合并财务报表范围的一级子公司共计3家，其中新设东方粮仓并纳入合并范围，原一级全资子公司东方粮油变更为二级全资子公司（东方粮仓一级全资子公司）；因股权转让不再纳入合并范围子公司2家：东方家园和东方家园（上海）有限公司。2013年公司将所持有的东方家园95%股权和东方家园（上海）有限公司80%股权全部转让给控股股东东方集团实业股份有限公司。2014年9月底公司合并范围新增2家新设立子公司、1家购买所得子公司：大连闽丰贸易有限公司（以下简称“闽丰贸易公司”）；减少2家已处置原子公司：银海金业和北京东方九龙香稻食品有限公司。近年合并范围的变化对财务数据可比性产生一定影响，下文财务分析中具体体现。

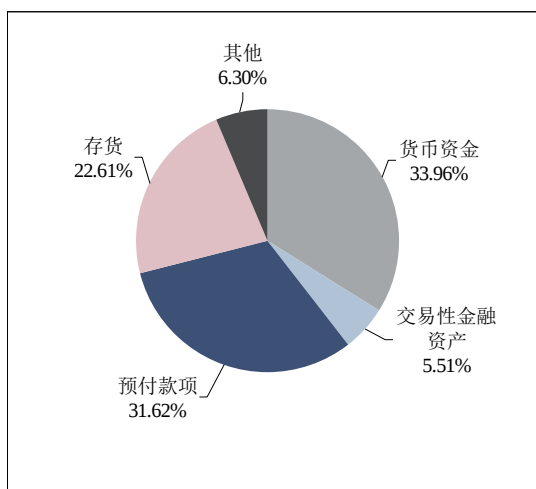
截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 169.39 亿元，所有者权益 90.13 亿元（其中少数股东权益 5.91 亿元）；2013 年公司实现营业收入 82.24 亿元，利润总额 10.25 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司（合并）资产总额 185.61 亿元，所有者权益 101.22 亿元（其中少数股东权益 5.03 亿元）；2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 40.51 亿元，利润总额 11.01 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司流动资产年均增长 1.44%，其中 2012 年预付款项和存货的大幅增加带来较大变动。截至 2013 年底，公司流动资产 61.59 亿元，同比下降 11.45%，主要由存货、预付款项、货币资金和交易性金融资产构成。

图 5 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金余额 20.92 亿元，同比增长 13.86%；货币资金构成主要为银行存款（占 89.64%）。货币资金中使用受限的金额为 1.99 亿元，为信用证保证金和银行承兑汇票保证金，占比分别为 57.18%和 42.82%。

2013 年公司新增交易性金融资产 3.39 亿元，系通过网上配售认购的民生银行 A 股可转债，当期购买 786.739 万张，金额 7.87 亿元；2013 年度公司共出售 436.739 万张，实现投资

收益 0.41 亿元，年底剩余持有债券 350 万张，期末公允价值合计 3.39 亿元。

2011~2013 年，公司存货账面余额波动增加，年均增长 39.85%，其中 2012 年底同比增长 96.72%，主要是粮油购销业务量快速增多带来库存商品增长较快。2013 年公司适当处理库存，年底存货账面余额 14.01 亿元，同比下降 10.93%，构成主要为库存商品（占 86.47%）。截至 2013 年底，公司已累计提取存货跌价准备 834.95 万元。

2011~2013 年，公司应收账款波动增加，截至 2013 年底应收账款净额为 1.57 亿元，同比下降系子公司东方粮仓加强销售回款管理带来客户欠款余额减少所致。从账龄结构来看，应收账款余额 1.58 亿元，其中账龄 1 年以内的占 90.29%，整体账龄较短；公司累计计提坏账准备 165.55 万元。前五名客户欠款金额占比 62.19%，集中度较高。

2011~2013 年，公司预付款项波动增加，年均增长 18.17%，2013 年底为 19.47 亿元，账龄在 1 年以内的占 99.56%，其中包括子公司东方集团预付收购太阳火文化持有的国开东方 39.1%股权的受让款 18.70 亿元（由于股权收购尚未完成，2013 年底公司未将其计入长期股权投资）。

2011~2013 年，公司其他应收款金额快速减少，年均下降 70.82%，2013 年公司将东方家园转让后，其他应收款进一步收缩至 1.31 亿元。截至 2013 年底，公司其他应收款账面余额 6.53 亿元，其中两笔共计 4.45 亿元为本年新收购的子公司大成饭店的应收款项，因评估后预计无法收回已全额计提坏账准备；另有应收北京青龙湖盛城体育文化有限公司的 1.11 亿元款项已于审计报告出具日之前收回。按照账龄分析法计提的 0.95 亿元其他应收款中，账龄 1 年以内的占 12.25%、2~5 年的占 13.47%、5 年以上的占 74.28%。截至 2013 年底，公司累计计提坏账准备 5.22 亿元，计提比例 79.98%，计提较为充分。

2011~2013 年，在无形资产和长期股权投资增加的带动下，公司非流动资产年均增长 23.93%。截至 2013 年底，公司非流动资产 107.80 亿元，同比增长 37.16%，构成主要为长期股权投资（占 70.58%）和无形资产（占 17.50%）。

2011~2013 年，公司长期股权投资不断增加，截至 2013 年底账面余额 76.67 亿元，同比增长 6.35%，主要为公司参股的中国民生银行股份有限公司净利润增加所致；2013 年公司转让所持有的太阳火文化 40% 的股权，导致长期股权投资减少 7.96 亿元。公司对长期股权投资累计提取减值准备 5799.96 万元，为以前年度证券市场不景气的情况下针对民族证券所提取并延续至今。

表 8 截至 2013 年底公司长期股权投资余额明细
(单位: 万元、%)

被投资企业名称	持股比例	账面余额	核算方法
锦州港股份有限公司	15.39	89588.08	权益法
中国民生银行股份有限公司	3.13	630010.07	权益法
东方集团物业管理有限公司	10.00	500.00	成本法
中国民族证券有限责任公司	4.67	20950.00	成本法
北京青龙湖盛城体育文化有限公司	40.00	8884.55	权益法
东方集团网络信息安全技术有限公司	49.00	4699.93	权益法
民生蓝天控股股份有限公司	5.26	3000.00	成本法
民生电子商务有限公司	3.00	9000.00	成本法
合 计	--	766632.63	--

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司固定资产不断增加，2013 年底固定资产账面原值 6.42 亿元，同比增长 12.24%；构成主要为房屋及建筑物（占 74.80%）和机器设备（占 20.57%）；公司固定资产计提累计折旧 1.43 亿元，2013 年底固定资产账面净值 4.99 亿元。

截至 2013 年底，公司在建工程 4.28 亿元，同比增加 3.50 亿元，包括新合并子公司大成饭店的建筑工程 3.89 亿元。截至 2013 年底，公司无形资产账面原值 20.09 亿元，同比增加 18.14 亿元，构成主要为土地使用权（占 91.79%）；根据中瑞国际资产评估（北京）有限公司评估

报告，当期收购的大成饭店在建工程评估价值 22.84 亿元，其中土地使用权 18.95 亿元在合并时计入无形资产；2013 年底公司无形资产净值 18.87 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 185.61 亿元，其中非流动资产占 78.06%，占比进一步上升。资产构成中，交易性金融资产较上年底下降 99.99%，系公司出售所持全部民生银行可转债导致；预付款项 6.51 亿元，较上年下降 66.56%，主要由于公司完成对国开东方 39.1% 股权的收购，上年底计入预付款项的 18.70 亿元股权款转入长期股权投资，余额主要由预付采购款构成；存货 8.56 亿元，较上年底下降 38.54%，系子公司东方粮仓库存商品销售所致。非流动资产构成中，由于民族证券与方正证券资产合并，公司由持有民族证券股权转为持有方正证券股权，共计 9955.87 万股，持股比例 1.21%，按照权益法核算价值 6.11 亿元计入可供出售金融资产；公司完成对国开东方股权收购和对关联公司东方集团财务有限责任公司的增资后（公司出资 3.00 亿元，持股 30%），同时所持民生银行股份权益法核算增加，导致长期股权投资增至 108.02 亿元，较上年底增长 41.98%；子公司东方粮仓土地流转由其他非流动资产调至长期待摊费用核算，导致当期长期待摊费用由上年底的 0.29 亿元增至 2.01 亿元。

从资产受限情况来看，截至 2014 年 9 月底公司分别质押了 897666240 股民生银行股权（质押比例 86.83%）及 308170000 股锦州港股权（股权质押比例 100.00%），以 2014 年 9 月底上述两项资产公允价值（股票收盘价）计算，长期股权质押共计 71.79 亿元，占 2014 年 9 月底长期股权投资余额的 66.45%，质押比例较高。

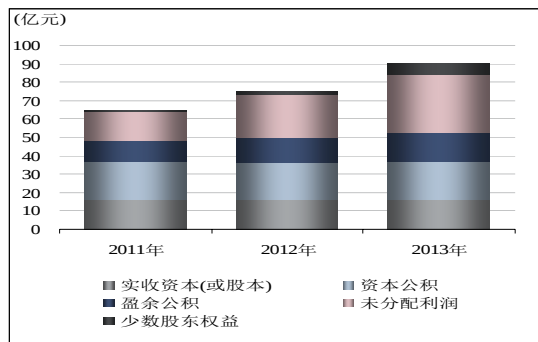
总体看，近年来随着粮油购销业务量和对外投资的增加，公司资产规模不断增长，但行业及业务调整带来的合并范围变化对资产结构产生了一定影响。目前公司资产以非流动资产为主，长期股权投资占比较大，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013年,公司所有者权益年复合增长17.88%,其中归属于母公司所有者权益年复合增长14.68%,增加主要来自未分配利润。截至2013年底,公司所有者权益合计90.13亿元,其中少数股东权益占6.56%;归属于母公司所有者权益中,实收资本占19.79%,资本公积占24.10%,盈余公积占18.51%,未分配利润占37.85%,公司所有者权益稳定性受未分配利润影响较大。

图6 2011~2013年公司所有者权益构成



资料来源: 公司审计报告

截至2014年9月底,公司所有者权益合计101.22亿元,增加主要来自未分配利润,权益构成变化不大。总体看,公司所有者权益稳定性一般。

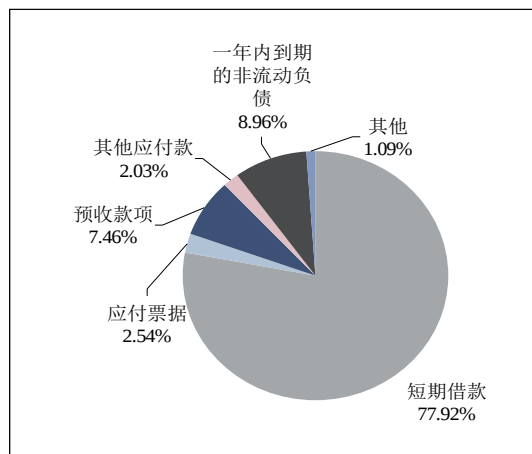
负债

2011~2013年,公司负债总额稳步增加,年均增长10.27%。截至2013年底,公司负债合计79.26亿元,其中流动负债占84.46%,非流动负债占15.54%,公司负债以流动负债为主。截至2013年底,公司流动负债66.94亿元,主要由短期借款(占77.92%)构成。

2011~2013年,公司短期借款不断增加,年均增长28.03%,主要为质押借款增加所致,2013年底短期借款52.16亿元;同期预收款项波动增加,年均增长83.39%,2013年底为4.99亿元,同比下降24.85%,主要为未结算货款。2013年底,公司应付账款0.61亿元,同比减少3.58亿元,主要系转让东方家园及应付粮油采购款

减少所致;其他应付款1.36亿元,主要为3年以上的往来款;一年内到期的非流动负债6.00亿元,为一年内到期的长期借款。

图7 2013年底公司流动负债构成



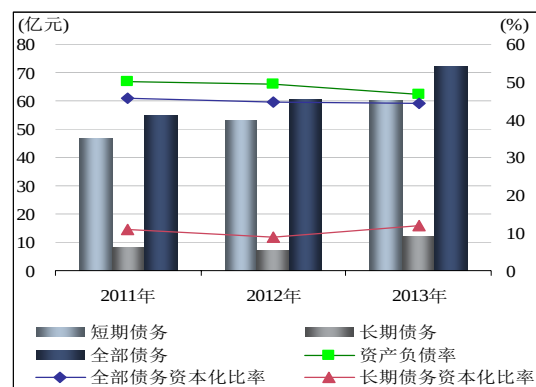
资料来源: 公司审计报告

2011及2012年公司多次发行短期融资券在银行间市场融资,募集资金全部计入其他流动负债,两年年底余额分别为14.97亿元和9.98亿元;2013年底无未偿还短期融资券。

公司非流动负债主要为长期借款,2011~2013年波动增加,年均增长23.49%。截至2013年底,公司非流动负债12.32亿元,其中长期借款12.20亿元。

2011~2013年,公司有息债务规模不断扩大,全部债务年均增长14.55%。截至2013年底,公司全部债务72.06亿元,主要为长短期银行借款;其中短期债务占83.07%,长期债务占16.93%。

图8 2011~2013年公司债务构成及债务指标情况



资料来源: 公司审计报告

从债务指标来看, 2011~2013 年, 随着资产规模和所有者权益的增加, 公司资产负债率和全部债务资本化比率呈下降趋势, 三年平均值分别为 48.22%和 44.79%, 2013 年底分别为 46.79%和 44.43%。同期, 长期债务资本化比率随长期借款的波动增加而波动上升, 2013 年底为 11.92%。

截至2014年9月底, 公司负债合计84.39亿元, 其中非流动负债占24.44%, 较上年底提高8.90个百分点, 主要由于公司调整贷款结构, 偿还短期借款后续以长期借款; 流动负债中, 应付票据增长176.47%至4.70亿元, 主要由于东方粮仓承兑汇票增加所致; 应付账款大幅增至7.19亿元, 增加主要来自新并入的闽丰贸易公司的应付货款; 公司偿还了银行借款全部一年内到期的非流动负债, 另分别于2月和7月发行了两期合计15亿元的短期融资券“14东方CP001”和“14东方CP002”, 计入其他流动负债科目。

截至 2014 年 9 月底, 公司全部债务 71.18 亿元, 总规模较上年持平, 但经过贷款结构的调整, 短期债务占比降至 71.19%, 长期债务占比升至 28.81%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.46%、41.29%和 16.85%, 债务负担变化不大, 债务结构仍待改善, 但仍存在较大的短期偿债压力。

总体看, 公司负债以短期和长期银行借款为主, 有息债务主要由短期负债构成, 债务结构仍待改善。

4. 盈利能力

2011~2013 年, 在粮油购销业务量快速增加的带动下, 公司收入规模迅速扩大, 营业收入年均增长 41.39%; 但由于毛利率较高的建材零售业务比重逐年下滑直至剥离, 粮食价格涨幅受到国家抑制且波动频繁, 同期营业利润率显著下降, 三年分别为 12.94%、5.55%和 3.70%。

2011~2013 年, 公司期间费用分别为 10.13 亿元、8.28 亿元和 6.68 亿元, 分别占营业收入的 24.63%、12.79%和 8.12%, 变动主要来自销售费用的减少。2011~2013 年, 公司销售费用分别为 4.96 亿元、2.66 亿元和 0.73 亿元, 由于 2012 及 2013 年公司合并范围变化, 分别转让东方家园实业及东方家园建筑装饰公司、东方家园和太阳火文化, 销售费用逐年下降。2011~2013 年, 公司财务费用随有息债务的增加而增长, 2013 年为 4.22 亿元, 占当年收入的 5.14%。

2011~2013 年, 公司投资收益分别为 13.95 亿元、13.40 亿元和 14.36 亿元, 分别占当期利润总额的 526.70%、199.68%和 140.09%, 投资收益对公司利润总额贡献程度很高。2013 年公司取得投资收益主要为参股的民生银行行业性利润增长, 其中处置交易性金融资产产生的投资收益主要为出售民生银行 A 股可转换公司债券获得收益。2013 年, 公司获得民生银行和锦州港现金红利合计 2.82 亿元。

表 9 2012~2013 年公司投资收益明细 (单位: 万元)

被投资企业名称	2013 年发生额	2012 年发生额
权益法核算的长期股权投资收益	139515.30	122339.29
其中: 中国民生银行股份有限公司	132495.34	120186.64
锦州港股份有限公司	6280.53	2590.03
东方集团网络信息安全技术有限公司	-110.27	-68.55
北京太阳火文化产业投资有限公司	914.50	-343.86
北京青龙湖盛城体育文化有限公司	-64.79	-24.96
处置长期股权投资产生的投资收益	-858.77	-77.98

处置交易性金融资产取得的投资收益	4815.16	-202.28
其他	100.42	11914.19
合计	143572.11	133973.22

资料来源：公司年报

从盈利指标看，2011~2013年，公司总资本收益率和净资产收益率整体呈上升趋势，2013年分别为8.76%和11.32%。

2014年1~9月，公司实现营业收入40.51亿元，发生营业成本39.09亿元，同比分别下降28.24%和27.76%，主要由于2014年以来原粮市场波动，公司经营业务规模降低；发生管理费用2.21亿元，同比增长75.81%，主要由于公司溢价购买大成饭店，无形资产摊销增加所致。2014年1~9月，公司实现利润总额11.01亿元、净利润10.92亿元，同比分别增长34.12%和34.92%，增加主要来自投资收益；当期公司获得投资收益15.66亿元，同比增长40.14%，主要由于公司所持民族证券股权转让为方正证券股权获得收益4.55亿元以及民生银行等股权投资收益；营业利润率为3.49%，较2013年全年水平下降0.21个百分点。

总体看，2011~2013年公司营业收入随粮油购销业务扩张而快速增加，但2014年以来原粮市场波动导致公司收入明显下滑，且主营业务盈利能力呈下滑趋势，盈利水平对投资收益依赖程度很高。

5. 现金流

从经营活动看，2011~2013年，受益于粮油购销业务收入增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入年均分别增长42.26%和38.01%。同期，由于粮油购销业务支付的原粮采购资金以及存货增加导致了购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出亦大幅增加，年均增长33.44%，低于同期销售商品、提供劳务收到的现金增速；其中2013年公司根据对未来市场的预判采取以销定采的谨慎采购政策，购买商品、接受劳务支付的现金规模有所下降。公司收到其他与经营

活动有关的现金主要为往来款，2013年为4.13亿元。2011~2013年，公司经营活动产生的现金流净额分别为0.25亿元、-8.10亿元和15.92亿元。2011~2013年，公司现金收入比小幅波动，2013年为113.82%，公司收入的实现质量一般。

从投资活动看，近年来公司进行了一系列股权出让行为。2013年，公司收回投资收到现金13.27亿元，主要为出售民生银行可转债收到的现金4.36亿元、转让太阳火文化收到的现金8.00亿元和子公司粮油公司理财赎回0.90亿元；处置子公司及其他单位收到的现金净额3.72亿元，系转让东方家园及东方家园（上海）有限公司股权收到的现金。近年来公司投资活动随股权出让的进程有所波动，现金收入分别为13.39亿元、7.80亿元和20.25亿元。公司投资活动现金流出主要用于股权投资；2011年公司处置子公司及其他单位收到的现金净额和支付其他与投资活动有关的现金分别为7.39亿元和4.80亿元，主要为出让子公司家园实业所得股权款及上年预收股权款的退回；2013年投资支付的现金27.77亿元，其中购买民生银行可转债支付现金7.86亿元、投资民生蓝天控股股份有限公司和民生电子商务有限责任公司分别支付0.30亿元和0.90亿元（计入“长期股权投资”）、收购太阳火文化持有的国开东方城镇发展投资有限公司（以下简称“国开东方”）股份支付18.70亿元；取得子公司等支付的现金4.72亿元，用于支付大成饭店股权款。2011~2013年，公司投资活动产生的现金流量受股权出售和取得影响有所波动，但三年均表现为净流出，分别为-6.93亿元、-0.85亿元和-14.86亿元。

2011~2013年，公司对外投资规模较大，筹资活动前产生的现金流量净额分别为-6.67亿元、-8.95亿元和1.06亿元，2013年公司自身

经营获现水平有所提高, 现金平衡能力得到改善。

从筹资活动看, 2011~2013年, 公司筹资活动产生的现金流主要由取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金(包括获得和偿还公司发行的短期融资券所募集的资金)构成, 筹资活动现金流入和流出量年均分别增长21.21%和30.74%, 2013年分别为80.89亿元和79.91亿元。2011~2013年, 公司筹资活动产生的现金流净额逐年减少, 三年分别为8.31亿元、3.99亿元和0.98亿元。

2014年1~9月, 销售和采购现金流规模缩小, 销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金分别为44.41亿元和50.25亿元, 同比分别下降30.20%和27.70%; 收到其他与经营活动有关的现金5.85亿元, 同比增长51.56%, 主要构成为新并入的闽丰贸易公司帮助客户代收代储货款5.00亿元; 经营活动产生的现金流量净额6.10亿元, 现金收入比为109.62%。投资活动产生的现金流量净额为0.42亿元, 投资活动现金流构成主要为收回投资收到的现金3.27亿元(主要为出售民生银行可转债所得)和投资支付的现金3.80亿元(对东方集团财务有限责任公司增资3.00亿元、对国开东方增资0.78亿元)。筹资活动产生的现金流量净额为-6.74亿元, 主要为取得借款及偿还债务产生的现金流。

总体看, 近几年公司业务结构发生重大变化, 经营性现金流有较大波动; 股权投资及转让活动较频繁, 对外投资规模较大导致投资活动现金净流出规模波动扩大; 2013年以来随着公司经营活动以及投资活动获现能力的提升, 自身现金平衡能力有所改善。

6. 偿债能力

2011~2013年, 公司流动负债不断增加, 随着存货和流动资产的波动, 公司流动比率呈波动下降趋势, 三年均值为98.76%。截至2013年底, 公司流动比率和速动比率分别为92.01%

和71.21%; 2014年9月底, 由于预付款的调出和库存商品的售出, 流动比率和速动比率分别降至63.86%和50.44%。2014年9月底, 公司持有的上市公司股权市值(以2014年9月30日收盘价计算)合计88.46亿元, 为同期短期债务(50.67亿元)的1.75倍, 其中有71.79亿元的股权进行质押, 质押规模较大, 同时考虑公司经营活动现金波动较大, 公司存在较大的短期支付压力。

2011~2013年, 公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA倍数小幅波动, 整体水平变化不大。2013年, 公司EBITDA为14.88亿元, EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为3.71倍和4.84倍。总体看, 公司长期偿债能力一般。

截至2014年9月底, 公司合并范围无对外担保。

截至2014年9月底, 公司共获得各家银行授信额度合计76.90亿元, 其中未用授信额度为23.59亿元, 公司间接融资渠道有待拓宽。作为上海证券交易所上市公司, 公司直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业信用报告(机构信用代码: G1023010300004330L), 截至2014年4月14日, 公司无已结清和未结清不良贷款, 过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司以粮油购销为主业, 并通过股权投资涉足金融和港口交通业等业务领域。公司多板块、跨行业的产业架构有助于分散经营风险, 整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据拟发行额度为7.50亿

元，分别占 2014 年 9 月底长期债务与全部债务额度的 36.57%、8.89%，本期中期票据的发行对公司现有债务结构有一定影响。

本期中期票据发行后，以 2014 年 9 月底财务数据为基准，若不考虑其他因素，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率将分别由 45.46%、41.29%、16.85% 提升至 47.58%、43.73%、21.67%，公司债务负担有所上升。考虑到本期中期票据发行后，一部分募集资金用于置换银行贷款，实际债务负担可能低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

截至 2014 年 9 月底，公司持有的上市公司股权市值合计 88.46 亿元，剔除已质押借款部分后市值合计 16.67 亿元，为本期中期票据发行额度的 2.22 倍，对本期中期票据保障能力仍较强。

2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 6.84 倍、10.65 倍和 13.03 倍，为计划发行的 2014 年第一期 7.5 亿元中期票据和本期中期票据合计发行额度的 3.42 倍、5.32 倍和 6.52 倍；公司经营活动产生的现金流净额分别为本期中期票据发行额度的 0.03 倍、-1.08 倍和 2.12 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度高。2011~2013 年，公司 EBITDA 对本期中期票据的保护倍数分别为 1.51 倍、1.71 倍、1.98 倍，2014 年第一期中期票据和本期中期票据合计发行额度的 0.75 倍、0.85 倍和 0.99 倍。EBITDA 对本期中期票据的保护能力良好。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保护能力强；公司持有的上市公司流通股股权价值较高，可变现性强，能够对本期中期票据提供较好保障。联合资信同时关注到，2014 年第一期中期票据于 2014 年 12 月 2 日发行，与本期票据间隔时间短，未来将形成集中支付压力。

十、结论

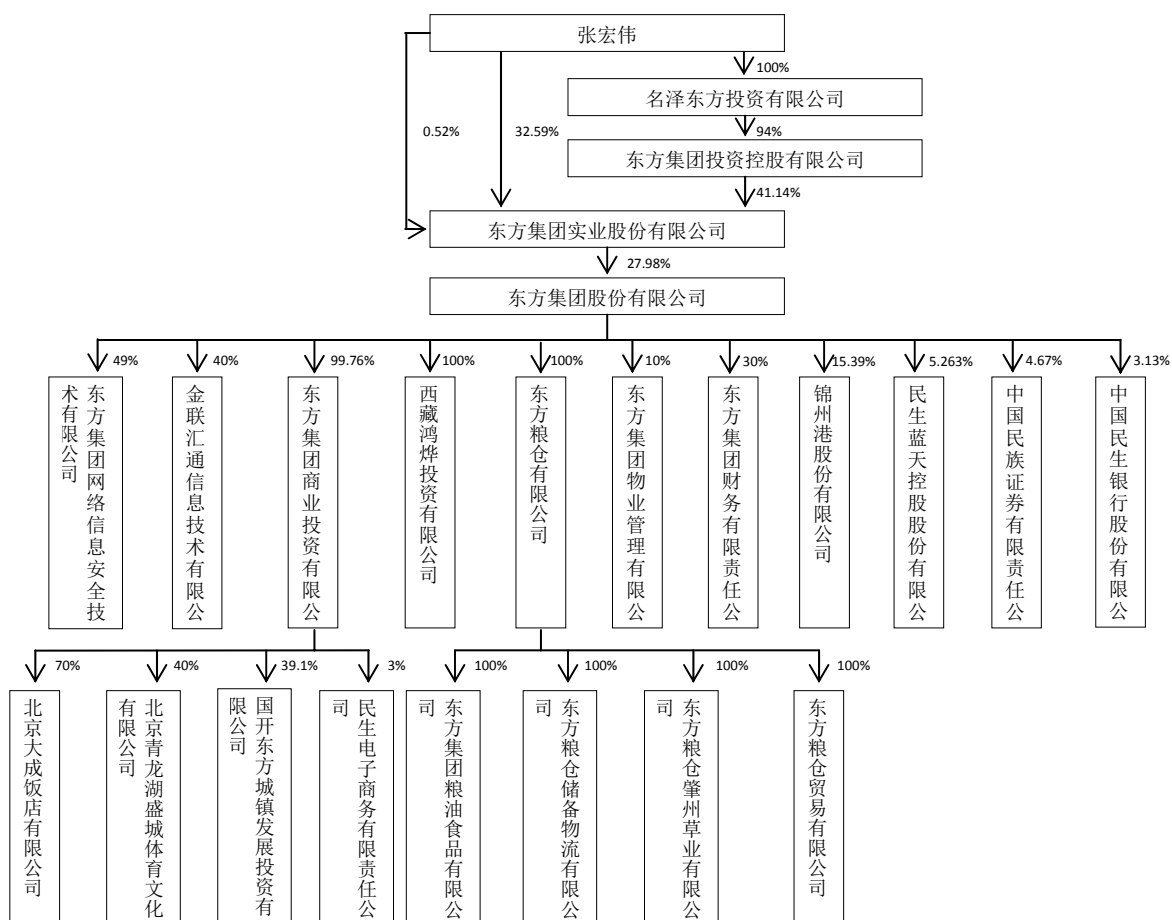
公司是一家以粮油购销为主业，并通过股权投资涉足金融、港口交通业及文化产业等多个板块、综合类投资控股公司。2011 年以来，公司相继转让家具商铺出租、家具装饰业务、建材流通业务及矿产加工业务，并通过股权投资涉足文化及城建产业，现粮油购销业务已成为公司最主要的收入来源。同时，联合资信也关注到 2014 年以来，受到一季度原粮市场低迷以及前三季度主要产品价格整体波动的影响，粮油购销业务规模缩减程度较大，未来原粮市场运行情况仍存在一定不确定性。未来，公司多板块、跨行业的产业架构有助于分散经营风险，提高整体抗风险能力。

近年来公司股权投资增值显著，整体资产质量良好；债务结构仍待改善；主营业务盈利能力有所下降；盈利水平对投资收益依赖程度很高；公司经营活动现金流波动较大，2013 年以来自身现金平衡能力有所改善。公司整体偿债能力尚可。

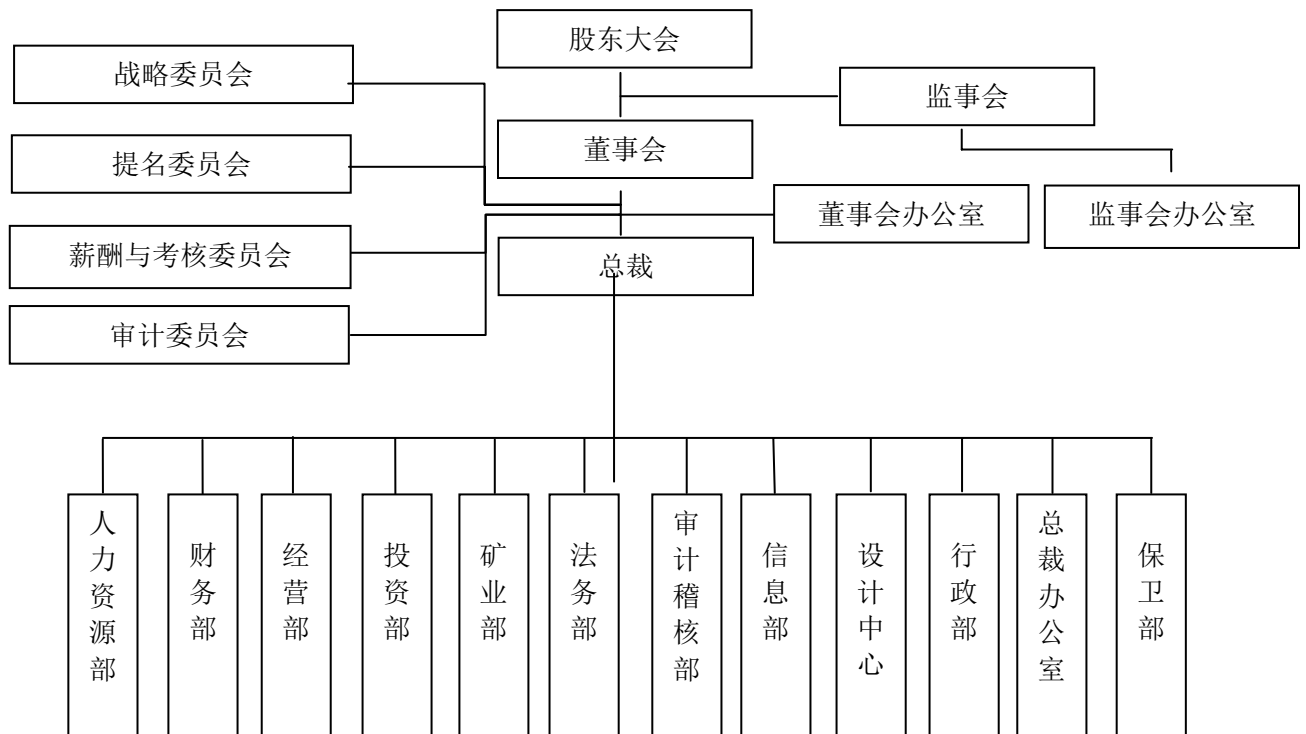
公司经营活动现金流入量及上市股权市值对本期中期票据的保护能力较强，但 2014 年第一期中期票据与本期中期票据发行间隔较短，可能存在集中支付压力。

综合看，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.87	18.37	24.31	21.57
资产总额(亿元)	130.04	148.15	169.39	185.61
所有者权益(亿元)	64.86	75.07	90.13	101.22
短期债务(亿元)	46.92	53.27	59.86	50.67
长期债务(亿元)	8.00	7.36	12.20	20.51
全部债务(亿元)	54.92	60.63	72.06	71.18
营业收入(亿元)	41.14	64.73	82.24	40.51
利润总额(亿元)	6.99	8.39	10.25	11.01
EBITDA(亿元)	11.32	12.82	14.88	--
经营性净现金流(亿元)	0.25	-8.10	15.92	6.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.58	34.90	42.15	--
存货周转次数(次)	1.63	5.37	5.36	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.47	0.52	--
现金收入比(%)	112.42	118.92	113.82	109.62
营业利润率(%)	12.94	5.55	3.70	3.49
总资本收益率(%)	7.95	8.77	8.76	--
净资产收益率(%)	9.85	10.76	11.32	--
长期债务资本化比率(%)	10.98	8.93	11.92	16.85
全部债务资本化比率(%)	45.85	44.68	44.43	41.29
资产负债率(%)	50.12	49.33	46.79	45.46
流动比率(%)	104.81	105.96	92.01	63.86
速动比率(%)	92.34	82.13	71.21	50.44
经营现金流动负债比(%)	0.44	-12.34	23.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.61	3.31	3.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.85	4.73	4.84	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	6.84	10.65	13.03	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.03	-1.08	2.12	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.51	1.71	1.98	--

注：1. 2014 年三季度财务数据未经审计；

2. 2011 年、2012 年及 2014 年 9 月底公司计入其他流动负债的短期融资券在指标计算时已计入短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 东方集团股份有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

东方集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。东方集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，东方集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注东方集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现东方集团股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如东方集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送东方集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

