跟踪评级公告

联合[2016] 1825 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持东方集团股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14东方MTN001”、“15东方MTN001”、“15东方MTN002”和“15东方MTN003”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十八日

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)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

东方集团股份有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14东方MTN001	7.5亿元	2014/12/02-2017/12/02	AA	AA
15东方MTN001	7.5亿元	2015/01/27-2018/01/27	AA	AA
15东方MTN002	7.5亿元	2015/06/18-2018/06/18	AA	AA
15东方MTN003	7.5亿元	2015/11/04-201811/04	AA	AA

跟踪评级时间：2016年7月28日

财务数据

项目	2013年	2014年	2015年	16年3月
现金类资产(亿元)	22.32	23.21	27.31	24.65
资产总额(亿元)	169.39	198.67	212.41	208.01
所有者权益合计(亿元)	90.13	106.47	107.32	108.26
长期债务(亿元)	12.20	21.50	35.88	35.72
全部债务(亿元)	72.06	80.54	91.41	91.53
营业收入 (亿元)	82.24	57.56	62.14	14.70
利润总额 (亿元)	10.25	10.22	5.00	2.31
EBITDA(亿元)	14.88	16.06	11.00	--
经营性净现金流(亿元)	15.92	3.52	-0.96	-4.87
营业利润率(%)	3.70	3.23	0.97	2.23
净资产收益率(%)	11.32	9.43	4.57	--
资产负债率(%)	46.79	46.41	49.47	47.95
全部债务资本化比率(%)	44.43	43.07	46.00	45.81
流动比率(%)	92.01	65.53	72.02	66.25
全部债务/EBITDA(倍)	4.84	5.02	8.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.66	2.36	--
经营现金流动负债比(%)	23.78	5.14	-1.41	--

注：2016年一季度财务数据未经审计；计入其他流动负债的短期融资券计入短期债务；现金类资产已剔除受限资金。

分析师

景 雪　刘 哲
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、港口交通业及文化地产等多板块、综合类投资控股公司。跟踪期内，东方集团在巩固粮油购销传统主业的同时，继续开展多元化投资，2015年5月完成非公开发行并获得募集资金87.03亿元，并表国开东方城镇发展投资有限公司（以下简称“国开东方”），资产、权益及业务规模显著扩大，资本金实力提升，业务转型升级。但同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，原粮价格大幅下降导致粮油购销业务利润水平持续下滑，主业亏损、所持上市公司股票质押比例较高、国开东方投资规模大且销售存在不确定性等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

未来公司在不断拓展粮油购销业务的同时，积极实施股权投资和文化地产开发，业务转型加速，多板块、跨行业的产业架构有助于分散经营风险，提高综合竞争力。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14东方MTN001”、“15东方MTN001”、“15东方MTN002”和“15东方MTN003”的信用等级为AA。

优势

1. 跟踪期内，黑龙江省粮食产量持续增长，优越的农垦自然条件为公司粮油购销业务经营提供良好的资源环境。
2. 公司持有的上市公司股权投资质量高，投资收益使得公司整体保持较高盈利水平。
3. 公司成功完成非公开发行股票，募集资金87.03亿元，国开东方并表，资产及权益规模迅速扩大，资金实力显著提升，业务结构转型升级。

4. 跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入量对存续期内中期票据的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，国内粮食库存高企，市场价格大幅下降，公司粮油购销业务毛利率进一步下降，主业持续亏损，盈利水平对投资收益依赖程度很高。
2. 公司经营活动产生的现金流波动较大，持有上市公司股权质押比例较高，存在一定的短期偿债压力。
3. 国开东方项目融资规模较大，地块集中开发，且销售情况受房地产政策及市场波动影响，未来存在一定的偿债压力。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于东方集团股份有限公司主体长期信用及“14 东方 MTN001”、“15 东方 MTN001”、“15 东方 MTN002”和“15 东方 MTN003”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2016 年 3 月底，公司总股本为 16.67 亿股，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。2016 年 5 月，公司非公开发行股票 11.91 万股，募集资金总额 87.03 亿元。截至 2016 年 6 月底，公司总股本为 28.57 亿股，东方实业持股 16.32%，仍为公司控股股东；公司第二大股东为东方集团投资控股有限公司（以下简称“东方投控”）。张宏伟直接持股 0.30%，并通过东方实业、东方控股和西藏东方润澜投资有限公司持有公司合计控制公司 28.57%的股权，仍为公司实际控制人。

截至 2016 年 3 月底，公司合并报表范围内拥有二级子公司 6 家；总部设有经营部、财务部、法务部、人力资源部、行政部、企划宣传部、信息部、设计中心、审计稽核部等 9 个部门。

截至 2015 年底，公司资产（合并）总计 212.41 亿元，所有者权益合计 107.32 亿元（其中包含少数股东权益 3.47 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 62.14 亿元，利润总额 5.00 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 208.01 亿元，所有者权益合计 108.26 亿元（其中少数股东权益 3.40 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.70 亿元，利润总额 2.31 亿元。

公司注册地址：黑龙江省哈尔滨市南岗区长江路 368 号经开区大厦第 9 层 901 室；法定代表人：张宏伟。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

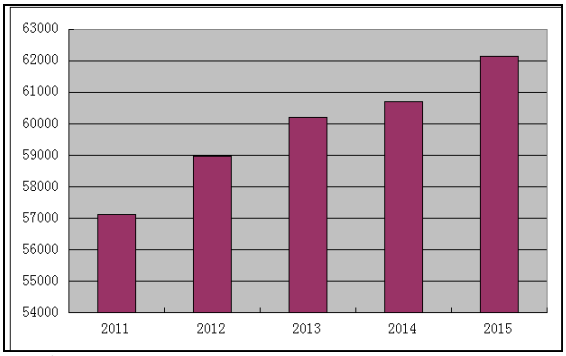
1．行业概况

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。2004 年以来，中国粮食产量实现连续十二年增产，2015 年中国粮食总产量 62143 万吨，比上年增加 1433 万吨，增产 2.4%。从三大粮食品种看，2015 年全国稻谷产量 20824 万吨，增产 0.88%；小麦产量 13018 万吨，增产 3.18%；玉米产量 22458 万吨，增产 4.13%，玉米成为中国第一大粮食作物品种。

尽管国内粮食产量不断增长，但国内耕地、淡水等资源要素逐渐缩减，而且粮食产量的增加赶不上需求的快速增长和结构的不断变化，随着人口增加、人民生活水平提高，特别是城镇化加快推进，粮食需求将继续刚性增长，粮食的品种结构在供给方和需求方还存在着明显的矛盾，紧平衡将是国内粮食安全的长期态势。

图 1　2011～2015 年中国粮食总产量

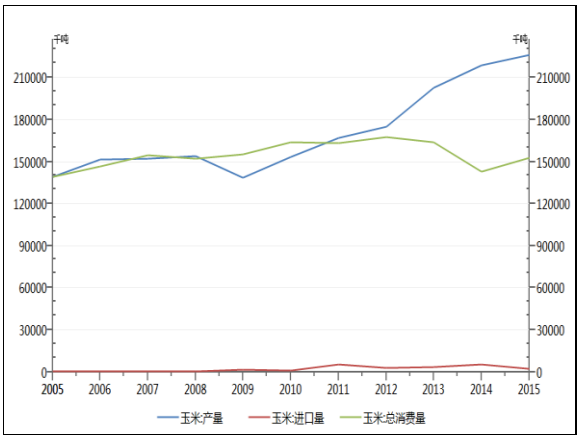
（单位：万吨）



数据来源：国家统计局

图 2　2005～2015 年国内玉米需求与进口量

（单位：千吨）

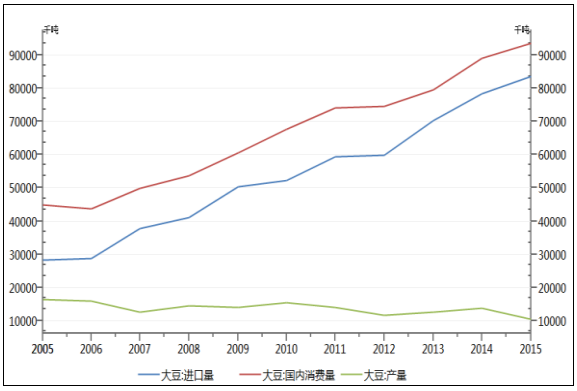


数据来源：Wind 资讯

从粮食品种结构看，2015 年国内小麦大体供需平衡，稻谷满足自给需求后略有结余；大豆缺口非常大，全年进口的大豆相当于国产大豆的 7 倍；玉米供大于求，但玉米及其替代品仍有少量进口，系玉米品种更为丰富所致。

图 3　2005～2015 年国内大豆需求与进口量

（单位：千吨）



数据来源：Wind 资讯

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。

由于粮食存在产区和消费区割裂以及粮食周期性消费与季节性生产的矛盾，加之粮食价格受供求、政治、经济、宏观政策、进出口、运输等多种因素影响，粮食价格波动频繁，从事粮食单边贸易风险较大。因此，从事粮食贸易的企业往往借用套期保值的金融手段来规避风险。

粮食收储及市场价格下降

原粮收购价格方面，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，原粮收购价格呈持续上涨的趋势。而 2015 年以来，粮食库存不断升高，政府下调临储价格，尤其是小麦和玉米。全国玉米原粮周度收购均价由 2014 年 9 月底的 2495.1 元/吨一路降至 2016 年 3 月底的 1702.55 元/吨，而全国玉米原粮周度收购均价从 2015 年年初开始下滑，至 10 月第二周降至最低点 2254.55 元/吨，之后有所反弹。2015 年粳稻原粮价格波动较小，基本维持在 3000-3200 元/吨。

从市场价格来看，2015 年入秋以来，粮食主产区三大主粮小麦、玉米、水稻价格全线下挫，其中玉米尤甚，农户价格平均下跌 20%以上，最高跌幅相比去年高达 30%。造成国内粮价下跌的主要原因首先国际市场大宗商品价格下跌，跌势必要传递到中国市场。同时，2015 年粮食“十二连丰”，国内粮食库存积压，供需失调，粮食形成买方市场，价格下跌是市场调节的必然。

粮食临储政策变更

2016 年中央一号文件已明确提出，要“按照市场定价、价补分离的原则，积极稳妥推进玉米收储制度改革”。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。秋后玉米上市后，价格将由市场形成，反映市场供求关系，生产者随行就市出售，各类市场主体自由入市收购。为保护农民利益，国家将建立玉米生产者补贴制度，将补贴资金直接兑付到实际种植者手中。为应对大范围卖粮难等风险，还将适时安排符合条件企业入市托底收购。新政策实施后，不仅会有效去库存，而且会改善国内外需求状况。从玉米价格的角度来看，除非出现极端天气，否则玉米或将维持震荡下跌态势运行。

粮食对外依存度较高

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。

2. 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。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。

3. 区域经济发展

公司地处中国最东北的省份黑龙江省。在全国经济发展新常态的大背景下，黑龙江经济正处在结构调整期，近年来经济增长处于低速运行状态。根据人民网公布的黑龙江省人民政府 2016 年《政府工作报告》，2015 年全省地区生产总值实现 15083.7 亿元，增长 5.7%。其中，第一产业增长 5.2%，高于全国平均 1.3 个百分点；第二产业由于占规上工业半数的能源工业负增长 3.7%，导致增速回落，增长 1.4%，低于全国平均 4.6 个百分点；第三产业增长 10.4%，高于全国平均 2.1 个百分点。三次产业比重为 17.5：31.8：50.7。因油价大幅下降，公共财政收入实现 1165.2 亿元，下降 10.4%。居民消费价格指数上涨 1.1%。全省城镇新增就业 71.7 万人。城镇居民人均可支配收入增长 7%，农村居民人均可支配收入增长 6.1%。

2015 年，黑龙江省现代农业发展步伐加快，粮食总产达到 1369.58 亿斤，较上年增长 9.7%。新建高标准生态农田 788 万亩。新建水稻标准化育秧大棚 4.4 万栋、智能化催芽车间 93 个。新增家庭农场（大户）1000 多个、农机合作社 117 个。农村宅基地使用权、集体建设用地使用权、集体林权确权发证分别完成 82.8%、72.8%和 98.4%。农村土地流转和规模经营面积达 6897 万亩、6389 万亩，分别增长 6%、7%。农村集体经营性建设用地入市启动。全省涉农贷款余额 7314.3 亿元，增长 27.8%。

总体看，2015 年黑龙江省经济发展遇到多年未有的下行挑战，油、煤、粮、木四大传统产业领域集中出现负向拉动，但全年粮食总产量增加，继续保持“中国产粮第一大省”地位，政府从补贴、政策等方面积极推动粮食综合生产能力，为保障国家粮食安全做出了重大贡献。总体看，黑龙江省农业产业的健康发展，对公司粮油购销业务的持续扩张提供的良好的外部条件。

五、重大事项

2016 年 5 月，公司完成非公开发行股票 11.91 亿股，每股面值 1.00 元；发行价格 7.31 元/股，募集资金总额 87.03 亿元，净额 86.10 亿元。本次发行共计 5 名发行对象，全部以现金方式认购，其中东方投控认购本次非公开发行股份总数的 28.50%，发行后公司控股股东和实际控制人未发生变化。

募集资金扣除发行费用后，计划其中 18.60 亿元用于收购西藏华镧投资有限公司（东方投控全资子公司）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”）37.50%股权，13.50 亿元用于丰台区青龙湖文化会都核心区 B 地块土地一级开发项目，12.20 亿元用于丰台区青龙湖文化会都核心区 C 地块土地一级开发项目，21.80 亿元用于丰台区王佐镇魏各庄 A01、A02 地块公建混合住宅项目，20.00 亿元用于偿还公司和子公司银行及其他机构借款。2016 年 6 月 24 日，国开东方股权收购事项已完成过户及工商变更登记手续，公司控股子公司东方集团商业投资有限公司（以下简称“东方商业”）持有国开东方 78.40%股权。

目前东方商业和国开基金分别持有国开东方 78.40%和 21.60%的股权，东方商业在国开东

方的持股比例超过三分之二。国开东方董事会7人，其中公司方委派5人、国开基金方委派2人，国开东方总经理、财务总监、副总经理由董事会聘任。国开东方监事会3人，其中公司委派2人、国开基金方委派1人。总体看，公司能够对国开东方实施控制。截至2015年底，国开东方资产总计120.05亿元，所有者权益53.80亿元（其中实收资本40.00亿元），2015年实现利润总额-1.98亿元，利润为负是由于国开东方的投资项目正在建设中，尚未产生收入或收益，房产销售尚未结转收入。国开商业增资18.60亿元后，国开东方权益规模进一步提升。

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）。当前国开东方正在进行的二级开发项目为青龙湖文化会都核心区A地块（具体分为A01、A02和A03、A04地块，土地总价33.62亿元，土地由公司完成一级开发）；根据项目可研，A01、A02二级开发项目可形成收入72.61亿元，净利润10.55亿元；其余地块尚无有效测算。正在进行的一级开发项目为B、C和二期地块；根据协议，政府将给予国开东方不超过总成本8%的利润。

目前A02地块的自住房部分售罄，实现预收房款56500万元，计入预收款项科目，计划整体2017年4月交房。A03地块公寓部分已售2.1万平方米，售金额69011万元（包含地下销售部分），计入预收款项科目，计划2016年底前交房。

表1　截至2016年6月底国开东方在建项目情况（单位：万元）

项目		建设内容及进度规划	计划投资	已投资额	募集资金使用额
二级开发	A01	规划建面15万㎡，正在进行规划及报批。计划自住房2016年8月开工，2016年12月开盘。墅艺空间计划2016年11月开工，2017年5月开盘，整体2018年9月交房。	49.87	31.36	21.80
	A02	规划建面11万㎡，已完成策划、规划及建筑方案设计。自住房部分3.3万㎡，已完成封顶及二次结构工程，2015年12月开盘后已全部售罄，销价17000元/㎡，实现预收房款56500万元，计入预收款项科目，计划整体2017年4月交房。叠拼主体结构已封顶，计划2016年10月开盘，2017年9月交房。墅艺空间已于2016年4月开工，已于2016年7月开盘，均价3万/㎡，预计2018年9月交房。			
	A03	规划建面地上7.5万㎡。已建成地上建面4.1万㎡公寓，其中2.1万㎡已完工并实现销售，销售金额69011万元（包含地下销售部分），计入预收款项科目，预计2016年底前交房；剩余未售部分2万㎡，计划2016年底销售。其余3.5万㎡拟规划别墅产品进行二级开发，计划2017年初完成方案设计，2017年4月份开工，2017年8月开盘，2018年10月交房。	48.53	30.65	--
	A04	规划建面8万㎡，已建成地上建面6万㎡、总建面8.6万㎡酒店（东方美高美），于2014年5月开业，成功承办2014年的“世界种子大会”。其余2万㎡拟规划别墅产品进行二级开发，计划2017年初启动，2017年9月开工建设，2019年三季度实现竣备。			
一级开发	B地块	用地面积61.17万㎡，拆迁已基本完成，征地批复正在审批中，计划2017年上半年可具备上市条件。可研测算入市交易底价为37.73亿元。	32.32	21.74	13.50
	C地块	用地面积42.23万㎡，征地批复已经获得，计划2016年内完成拆迁，2017年下半年可具备上市条件。可研预计入市交易底价为39.95亿元。	24.86	17.32	12.20
	二期地块	用地面积21.79万㎡，征地和拆迁工作已完成，计划2016年四季度可具备上市条件。	7.43	5.22	--
合 计		--	**163.01**	**106.29**	**47.50**

资料来源：公司提供

国开东方各地块投资及建设进度详见上表。总体看，国开东方在建项目总投资额163.01亿元，非公开发行可为项目开发提供募集资金47.50亿元，剩余115.51亿元资金缺口，分别

由招商银行和平安银行提供 35.12 亿元借款用于一级开发项目，中国人寿产业基金（10 年期）及平安银行借款提供 28.60 亿元用于二级开项目，自有资金 40 亿元，以及二级项目开发项目销售回款和一级开发成本返还提供；其中借款及产业基金资金均已到位，资金成本约为 7%-9%。此外，国开东方作为国家开发银行国开基金与公司合作直接投资成立的公司，获得国家开发银行的支持力度较大。截至 2016 年 6 月底，国开东方已投资 106.29 亿元。

总体看，公司本次非公开发行股票募集资金规模大，有利于迅速提高资本金实力，进一步推进产业多元化经营、壮大公司经营规模和开拓新市场。国开东方并表后，公司资产及权益规模大幅增长，考虑到资金来源已确定，项目融资压力可控。由于融资规模较大，国开东方项目集中开发且销售情况受房地产政策及市场波动影响，未来存在一定的偿债压力。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司保持以粮油购销为主、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、综合性业务结构。公司粮油购销业务规模持续扩大，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，新增食用油贸易拓宽川渝地区港口到内陆的贸易通路。子公司东方粮仓有限公司（以下简称“东方粮仓”）已建立集种子培育、农业种植、产品研发、稻谷加工、粮食贸易、品牌营销及电子商务于一体的现代化农业产业体系，“食品级全脂稳定米糠产业化项目”于 2015 年底顺利通过国家发改委组织的项目终审验收。

公司参股的民生银行股份有限公司（股票名称：民生银行，股票代码 600016）、锦州港股份有限公司（股票简称：锦州港，股票代码：600190）、方正证券股份有限公司（股票简称：方正证券，股票代码：601901）等企业，跟踪期内持续取得良好的投资回报，股权增值较为显著。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、管理体制、管制制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 粮油购销

2014 年清理矿产加工业务后，公司主业仅保留粮油购销业务，主要由下属子公司东方粮油经营，包括以原粮为主的贸易业务、稻谷加工、仓储物流业务和品牌米销售业务。由于粮食作为民生必要消费，其市场价格受到国家抑制，同时进口粮食加剧了市场竞争。近两年国内经济增长趋缓，大宗商品价格走低，运输、人力等成本的增长对公司原粮贸易业务产生较大压力。

2015 年，公司实现主营业务收入 62.02 亿元，同比增长 7.90%。受国际市场价格走低、国内粮食库存高起，需求低靡，粮价下降等因素的影响，公司粮食贸易和品牌米业务毛利率大幅下降，粮油购销业务毛利率为 1.07%，同比下降 2.06 个百分点。2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 14.56 亿元，同比增长 19.56%；毛利率为 1.37%，同比下降 1.43 个百分点。

原粮收储

公司原粮收购模式包括委托贸易公司代理采购和农民和合作社直接采购，前者为主，约占采购额的 90%，账期一般为 3-6 个月；后者为辅，结算方式为现款现货。由于公司判断未来市场低迷，持续采用以销定采政策。公司主要采购原粮为水稻、玉米、大豆、大米和杂粮，其中以玉米和水稻为主，其他各类原粮的采购量视采购和销售的市场价格而波动明显。2015 年，除大豆外，其他原粮采购价格均有不程度的下降。公司加大业务量，全年采购各类原粮 299.85 万吨，同比增长 29.68%。2016 年 1~3

月，各类原粮采购情况变动不大。

表 2 公司原粮采购情况

（含税价，单位：元/吨、万吨）

产品	采购价格		采购数量	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
水稻	3414.19	2759.80	25.63	26.33
玉米	2354.61	1911.96	190.23	258.69
大豆	3339.81	3903.71	8.73	11.00
大米	5069.93	3797.95	7.46	1.84
杂粮	8595.09	2144.73	0.28	1.98
合计	--	--	232.32	299.85

资料来源：公司提供

注：上表中所采购的水稻部分用于品牌米加工。

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，跟踪期内仓储能力无变化。目前拥有的五常园区、方正园区及肇源园区仓储能力总计达 35.8 万吨；公司另拥有两处小包装分装点，分别在北京及杭州，合计 0.5 万吨的仓储能力。肇源园区拥有储备粮租赁库，仓储能力为 10 万吨，是 2014 年 12 月黑龙江省中储粮分公司批准的第一批租赁库点。中央财政对粮食收储发放补贴，补贴标准首年收购费用 30 元/吨，仓储费用 50 元/吨，以后每年按仓储费用 50 元/吨，按季度计算补贴收入；补贴实际按季度由直属库发放，公司计入其他业务收入。目前，方正园区已经也已与中储粮建立了合作关系，代储业务正在开展中。

原粮销售

东方粮油原粮销售品种与采购品种相同，销售渠道和市场区域变动不大。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；2015 年前五大客户销售额 20.79 亿元，销售商品均为玉米，占当年粮食销售额的比重为 33.53%，集中度一般。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 3 公司原粮销售情况（含税价，单位：元/吨、万吨）

产品	销售均价		销售数量	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
水稻	3589.88	2763.61	19.62	19.55
玉米	2263.88	1936.98	213.79	255.39
大豆	3494.68	3985.95	13.24	8.67
大米	5855.27	4435.67	8.44	7.80
杂粮	7879.60	1894.02	1.06	1.19
合计	--	--	**256.15**	**292.60**

资料来源：公司提供；

注：上表中销售的大米包括公司加工的品牌米和普通米。

与采购品种一致，玉米是最主要的贸易品种，2015 年销售额占比为 79.77%，同比上升 6.53 个百分点。从价格来看，由于国际市场价格走低、国内粮食库存高起，需求低靡，除大豆以外，其他品种售价均出现不动程度的下滑，与采购价格变动趋势一致，但玉米、水稻等主要品种的利润空间持续变窄。从销量来看，玉米销量同比增长 19.45%，水稻、大豆和大米均有下降，但由于玉米占比高，公司粮食整体销售量同比增长 10.33%，达到 292.60 万吨，带动粮油购销收入同比增长 7.90%，达到 62.02 亿元。

总体看，公司粮油购销业务原粮采购和销售价格均为市场价，2015 年国内主要粮食销售价格下行、利润空间收窄，公司粮油购销业务利润水平下滑。

水稻加工销售

目前公司初步已建立了收储、加工和销售等成品米贸易产业链，业务量不断扩大。品牌米加工贸易利润相对高于原粮贸易，但 2015 年

以来受到下游米厂的价格冲击，公司品牌米有机和绿色种植、管理、加工成本较高，导致品牌米业绩下滑。2015 年加工水稻 15 万吨（包括品牌米和普通米，出米率约 50%），同比增长 165.96%。随着销售渠道的拓宽，公司当年销售普通米 3.95 万吨，销售均价为 4765 元/吨；销售品牌米 2.81 万吨，销售均价为 5627 元/吨，同比下降 44.24%，系公司连续主动下调价格以应对市场竞争所致。2016 年 1~3 月，公司加工水稻 12 万吨；销售普通米 2617 吨，销售均价为 4600 元/吨，销售品牌米 1744 吨，销售均价为 5753 元/吨。

目前公司稻米加工主要集中在五常稻米加工园区、方正稻米加工园区和肇源米业园区，年加工产能 35 万吨。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 13000 亩土地，其中 6000 亩为有机种植基地，7000 亩为绿色种植基地，并已于 2014 年完成了流转土地的平整改造，水稻种植已于当年 10 月底达产，2015 年水稻产量 3915 吨。目前五常地区稻花香水稻种植和采购面积合计约 120 万亩，东方粮仓拥有五常地区唯一万亩以上的种植规模，长期经营为后续的持续开发经营奠定了有利基础。

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电商、经销商、大客户、农超、农批、特供等渠道进行销售，其中以大客户为主要渠道。从销售回款情况看，原则先款后货，赊销账期 30 天。

未来发展

针对粮食产销目前的局面，公司将调整粮食贸易的品种，加大大豆的贸易比重，适时介入中储粮去库存的经营活动。同时，公司将着眼国际粮食市场，开展粮食的国际贸易。公司将加大一手粮的收粮规模，降低收粮成本。通过掌控优质水稻资源（水稻种植基地），提升大米的品牌价值，与大型企业开展战略合作，拓展销售渠道，提高品牌米的销售业绩。

2016 年 1 月，东方粮油成都分公司成立，逐步开展食用油贸易业务。考虑到四川、成都地区对食用油需求量较大，但地理位置离港口相对较远，而国内大豆加工区大都在港口附近。公司结合自身粮食物流贸易的优势，计划打通港口到当地的贸易通路。2016 年一季度，食用油业务共签订采销合同 42 笔，采购 14354 吨、销售 3340 吨，销售区域为成都、重庆、天津、日照。业务处于初始阶段，一直按照以销定采、销售保证金制的原则进行。食用油业务最初预定的账期为 15-30 天，后由于运输方式改为水运，延长了运输时间，平均账期为 50 天。未来随着油脂业务逐步成熟，有益于协同打开当地的粮食贸易通路。

东方粮仓“食品级全脂稳定米糠产业化项目”于 2015 年底顺利通过国家发改委组织的项目终审验收。该项目的产业化实施，为米糠副产物的梯次增值、利用，以及提升稻谷加工循环经济创利空间开辟了新途径，也将为公司带来新的经济效益。全脂稳定米糠项目是公司自主知识产权项目，解决了长期以来新鲜米糠无法保鲜不能直接食用的技术难题，是高科技附加值产品。2016 年公司将与韩国公司北京金兑英商贸、达利集团开展合作，建设国内首家且唯一一条工业化生产线，年加工食品级米糠一万吨，做为优质食品原料，可广泛应用于面点、饮料、保健品以致化妆品中。项目计划投资 1.40 亿元，截至 2015 年底，在建工程已投资 8938.87 万元，同步正进行产品宣传和市场推广，相关产品逐步投向市场。

2. 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 4　公司主要上市公司股权投资情况

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1-3 月		
	锦州港	民生银行	方正证券	锦州港	民生银行	方正证券	锦州港	民生银行	方正证券
初始投资额(万元)	25435.17	18619.99	60631.23	25435.17	18619.99	33226.25	25435.17	18619.99	46054.280
期末账面值(万元)	92315.34	760411.46	140278.16	93383.60	891038.89	55456.91	93485.59	919155.63	54480.99
持有/处置获得投资收益(万元)	3411.54	139138.40	--	1986.49	134820.05	24924.90	206.29	40021.52	--
现金分红(万元)	770.45	8571.90	--	1047.80	19735.14	--	--	--	--

资料来源：公司提供

注：表中现金分红金额为公司当年实际收到的现金金额。

公司持有锦州港、民生银行（计入长期股权投资科目，以权益法核算）和方正证券 1.21%股权（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。截至 2016 年 3 月底，公司对上述公司持股比例分别为 15.39%、2.92%和 0.66%；公司所持民生银行和锦州港股权已质押账面价值合计 68.29 亿元，质押比率为 67.44%。跟踪期内，根据公司公告，公司于 2015 年 11 月出售持有的方正证券 0.45 亿股，获税前投资收益 2.49 亿元。

表 5　截至 2016 年 3 月底公司所持民生银行及锦州港股权质押情况（单位：万元）

资产	抵押/质权人	账面价值	抵押/质押期限
民生银行股权	招商银行	19.71	2014.4.8-2016.4.7
	交通银行	5.30	2016.2.2-2017.2.1
	中信沈阳分行	10.43	2013.12.12-2016.12.9
	农业银行	9.27	2015.12.11-2016.10.28
	哈尔滨银行	4.17	2015.9.18-2016.9.22
	龙江银行	1.27	2015.7.10-2016.6.25
	工行开发区支行	2.74	2015.7.9-2017.3.14
	太平洋证券	9.32	2015.12.28-2017.12.28
锦州港股权	哈尔滨银行	4.10	2015.9.28-2016.9-22
	龙江银行	1.98	2015.7.10-2016.6.25
合计	--	**68.29**	--

资料来源：公司提供

公司对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，2015 年合计为公司贡献投资收益 14.26 亿元。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，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。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。但公司所持上市公司股权质押比率较高，变现能力受到限制。

3. 在建项目（除国开东方项目外）

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，处于丽都商圈核心地段，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。2013 年底，公司收购并增资取得了大成饭店 70%的股权。

酒店主体结构工程已于 1991 年完工封顶，因资金问题，工程一直没有完工，处于停工状态。公司收购大成饭店后原计划继续建造酒店并陆续发生约 0.14 亿元的后续投入，但随着周边地区写字楼的稀缺、租金价格的大幅上涨，公司认为该地段综合性商业楼的投资回报率将高于酒店运营，如果能够取得相关政府部门的规划许可、扩大容积率等的批复，则将其改扩建为集商业、办公为一体的综合性商业楼，拆除原在建工程。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。但如果大成饭店改扩建工程项目不能得到相关政府部门的批复同意，则公司不拆除该在建工程，继续原有项目的建设。

根据公司年报，2015 年 11 月 12 日大成饭店与国土部门签订了《国有土地出让合同补充协议》，扩大了原项目建设的容积率，需缴纳新增土地出让价款。2015 年 11 月 23 日大成饭店取得北京市规划委员会下发的大成饭店改建工程《建设工程规划许可证》（建字第 110000201500349 号，2015 规建字 0073 号），建筑规模 10 万平方，地上 27 层，地下 5 层。2015 年 12 月 23 日，大成饭店缴纳了新增土地出让价款 5.43 亿元。《国有土地出让合同补充协议》签署以后，大成饭店对原有酒店进行改扩建已经可行，故对原酒店工程进行了拆除。大成饭店最终确认在建工程拆除损失 3.46 亿元，计入营业外支出科目。大成饭店改造工程计划投资额 8.73 亿元，截至 2015 年底在建工程账面价值 0.27 亿元。

4．经营效率

2015 年，公司总资产周转次数、销售债权周转次数和存货周转次额分别为 0.30 次、20.45 次和 5.51 次。整体看，考虑到主营业务性质，公司经营效率尚可。

九、募集资金使用情况

公司存续期内中期票据为“14 东方 MTN001”、“15东方MTN001”、“15东方MTN002”和“15东方MTN003”募集资金均已按计划使用完毕。跟踪期内，“14东方MTN001”、“15东方MTN001”和“15东方MTN002”已按时足额付息，“15东方MTN003”尚未到付息日。

十、财务分析

公司提供的 2014 及 2015 年度财务报表分别已经大华会计事务所（特殊普通合伙）[1]审计，且均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2016 年 1~3 月财务数据未经审计。2015 年、2016 年 3 月公司合并范围均较 2014 年底无变化，财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司资产（合并）总计 212.41 亿元，所有者权益合计 107.32 亿元（其中包含少数股东权益 3.47 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 62.14 亿元，利润总额 5.00 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 208.01 亿元，所有者权益合计 108.26 亿元（其中少数股东权益 3.40 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.70 亿元，利润总额 2.31 亿元。

1．盈利能力

2015 年，公司粮油购销业务规模扩大，营业收入增至 62.14 亿元。同期，粮食价格不断下降，公司营业利润率为 0.97%，同比下降 2.26 个百分点。2015 年，公司期间费用 7.92 亿元，占营业收入的比重为 12.75%，同比下降 1.18 个百分点，仍以管理费用和财务费用为主。

2015 年，公司投资收益为 15.93 亿元，同比下降 7.58%，仍然主要为民生银行和锦州港等投资的利润分配所得，此外包含处置正证券获得处置收益 2.50 亿元。投资收益占当期营业利润的 177.59%，公司利润总额对投资收益的依赖程度很高，且持续上升。2015 年，公司发生营业外支出 4.08 亿元，其中非流动资产处置损失 3.71 亿元，主要是大成饭店确认在建工程拆除损失 3.46 亿元。

[1]2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016 年 6 月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

表 6 公司投资收益明细（单位：万元）

收益项目	2014 年	2015 年
权益法核算的长期股权投资收益	127573.10	131475.35
处置长期股权投资产生的投资收益	262.92	589.44
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	-1031.95	1997.35
可供出售金融资产等取得的投资收益	--	70.99
处置可供出售金融资产取得的投资收益	45481.19	24967.18
国债逆回购投资收益	--	157.49
其他	37.97	--
合计	**172323.23**	**159257.70**

资料来源：公司审计报告

2015 年，公司利润总额 5.00 亿元、净利润 4.90 亿元，同比分别下降 51.10%和 51.22%，主要是投资收益下降及营业外支出增加所致。从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率为 4.81%和 4.57%，同比分别下降 2.91 和 4.87 个百分点。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 14.70 亿元，同比增长 20.66%，营业利润率降为 2.23%。当期公司实现利润总额 2.31 亿元、净利润 2.25 亿元，其中投资收益 4.50 亿元，主要仍为民生银行等股权投资获得的利润分配收益。

总体看，跟踪期内，公司营业收入保持较大规模，但主营业务盈利能力持续下滑，在建工程拆除损失侵蚀利润，整体盈利水平对股权投资形成的投资收益依赖程度很高，且受其影响有所波动。

2．现金流及保障

从经营活动看，2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别为72.94亿元和85.95亿元，同比分别增长3.88%和7.07%，与营业收入同趋势变动。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金13.01亿元和20.40亿元，，规模较大，主要为关联企业往来款。由于支付的关联款较多，公司经营活动产生的现金流净额-0.96亿元。2015年，公司现金收入比为117.38%，收入实现质量较高。

2015年，公司收回投资收到现金213.19亿元、投资支付的现金228.67亿元，主要为国债逆回购业务资金流动。购建固定资产、无形资产等支付的现金6.77亿元，主要用于大成饭店支付土地款及工程款。取得投资收益收到的现金5.54亿元主要为出售方正证券获得现金回流。2015年，公司投资活动产生的现金流净额-16.07亿元，流出额较大。

从筹资活动看，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（包括获得和偿还短期融资券及中期票据产生的现金流）构成，2015年筹资活动现金流入和流出量分别为118.38亿元和106.96亿元，筹资活动产生的现金流净额为11.42亿元，同比大幅增长。

2016年1～3月，公司经营活动产生的现金流量净额-4.87亿元，现金收入比为98.28%。投资活动现金量净额为1.28亿元，筹资活动产生的现金流量净额为2.64亿元。

总体看，跟踪期内，公司关联企业往来款规模扩大，经营性现金流净额转负；投资活动现金流中国债逆回购业务产生的现金流规模较大。随着非公开发行的完成，公司资本金得到扩充，国开东方项目融资规模大，未来或将存在一定的偿债资金压力。

3．资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 212.41 亿元，同比增长 6.92%，其中非流动资产占比为 76.78%，仍以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产 49.32 亿元，增长 9.87%，主要由存货（占 21.05%）、货币资金（占 37.74%）、其他流动资产（占 17.07%）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 13.60%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金余额 18.61 亿元，同比下降 26.01%；货币资金构成主要为银行存款，使用受限的金额为 1.01 亿元。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产

6.71 亿元，为新增的股票投资。2015 年公司应收票据 3.00 亿元，全部为商业承兑票据。公司存货账面余额 11.94 亿元，同比下降 12.90%，构成主要为库存商品（占 79.06%），其余为原材料、发出商品等；公司对库存商品和发出商品累计计提跌价准备 225.08 万元。公司其他流动资产为 8.42 亿元，同比大幅增加，主要为国债逆回购 7.82 亿元和待抵扣进项税 0.59 亿元等。

截至 2015 年底，公司非流动资产 163.09 亿元，同比增长 6.06%，增加主要来自长期股权投资和无形资产，构成主要为长期股权投资（占 73.69%）和无形资产（占 13.70%）。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 10.41 亿元，主要包括方正证券 5.55 亿元（公允价值计量）、民生电子商务有限责任公司（1.08 亿元，成本法计量）、民生电商控股（深圳）有限公司（3.22 亿元，成本法计量）。公司长期股权投资 120.19 亿元，同比增长 11.56%，主要为公司参股的民生银行和锦州港净利润增加所致。长期股权投资中 53.58 亿元用于股权质押担保，质押比率较高。

表 7　截至 2015 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	账面余额	核算方法
锦州港股份有限公司	93383.36	权益法
中国民生银行股份有限公司	891038.89	权益法
东方集团财务有限责任公司	32065.09	成本法
国开东方	185394.72	成本法
合 计	**120188.23**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 6.32 亿元，同比变化不大；构成主要为房屋及建筑物（占 76.31%）和机器设备（占 19.04%）；公司固定资产计提累计折旧 1.18 亿元，2015 年底固定资产账面净值 5.14 亿元。公司在建工程 1.56 亿元，同比下降 66.21%，主要系大成饭店最终确认在建工程拆除损失 3.46 亿元所致，年底构成主要为方证稳定米糠加工项目 0.89 亿元、大成饭店改造工程 0.27 亿元等。公司无形资产 22.35 亿元，同比增长 25.78%，主要为土地使用权（占 99.90%）增加所致。

截至2016年3月底，公司资产总额208.01亿元，其中非流动资产占79.73%，占比略有上升。资产构成中，预付款项2.39亿元，较上年底大幅增长，主要由于东方粮油依据合同规定预付部分采购粮款。存货大量出售，期末账面余额5.48亿元，较上年底下降47.15%。其他应收款2.11亿元，增长主要为转让原参股公司民生电子商务有限责任公司股权应收股权款1.35亿元。其余科目较上年底无较大变化。从资产受限情况来看，截至2016年3月底公司账面价值为68.29亿元的民生银行和锦州港股权作为质押物进行质押借款，股权投资质押比例较高。

总体看，跟踪期内公司资产仍以非流动资产为主，长期股权投资占比大，整体资产质量较好。考虑到公司股权投资质押比例较高，实际现金分红与公司账面获得的投资收益有较大差距，联合资信将持续关注公司股权投资情况。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计107.32亿元，同比基本持平；归属于母公司所有者权益103.85亿元中，实收资本占16.05%，资本公积占21.42%，盈余公积占19.51%，未分配利润占41.24%；其他综合收益主要为方正证券股票增值收益，因公允价值的变动和出售部分股票而波动。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计108.26亿元，构成较上年底变动不大。

总体看，公司所有者权益稳定性尚可。

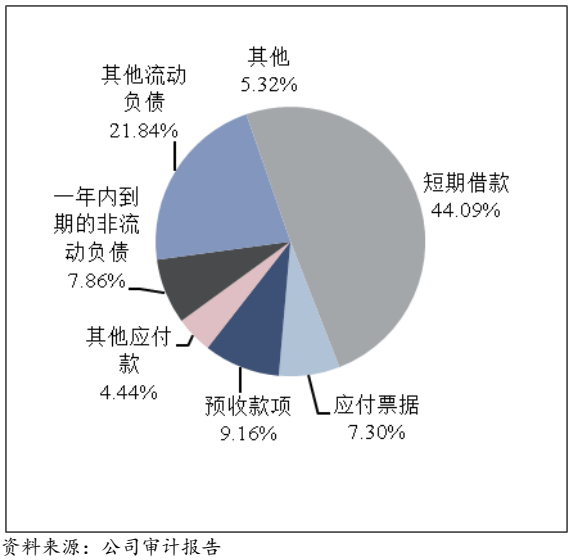
负债

截至2015年底，公司负债合计105.09亿元，同比增长13.98 %。其中流动负债占65.16%，同比持续下降，但仍以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债68.48亿元，主要为短期借款（占44.09%）和其他流动负债（占21.84%）等，同比保持稳定。公司短期借款30.19亿元，构成主要为质押借款、保证借款

和信用借款。预收款项为6.27亿元，同比增长100.00%，全部为未结算货款。其他流动负债14.95亿元，为短期融资券“15东方CP001”和“15东方CP002”。

图4　2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司非流动负债36.61亿元，同比增长54.50%，主要来自应付债券的增加。公司长期借款6.19亿元；应付债券29.69亿元，为公司2014、2015年发行的四期中期票据，均为3年期。

截至2015年底，公司全部债务91.41亿元，同比增长13.50%，主要为发行中期票据所致；其中短期债务占60.75%，长期债务占39.25%，债务结构有所优化。从债务指标来看，2015年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为49.47%、46.00%和25.06%，同比均有所上升。

截至2016年3月底，公司负债合计99.75亿元，其中非流动负债占63.80%，较上年底变动不大。公司全部债务为91.53亿元，短期债务占60.97%，债务结构变动不大。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47.95%、45.81%和24.81%，均有所上升。

总体看，跟踪期内，公司负债结构变化不大，有息债务结构有所优化，债务规模不断扩大，但仍存在短期偿债压力。

4．偿债能力

截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为72.02%和56.86%，同比分别上升6.49和8.71个百分点。2016年3月底，公司流动比率和速动比率分别为66.25%和57.63%。公司持有的主要公司股权市值（以2016年3月31日收盘价计算）合计117.86亿元，剔除已质押部分后为40.13亿元，为流动负债的0.63倍，可对短期债务形成一定保障。考虑到公司短期负债中有息债务占比较高，公司短期偿债能力一般，存在一定的短期偿债压力。

2015年，公司EBITDA为11.00亿元，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为2.36倍和8.31倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至2016年3月底，公司合并范围无对外担保。

截至2016年3月底，公司共获得各家银行授信额度合计55.06亿元，其中未用授信额度为11.66亿元，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。

截至2016年3月底，公司存续期内中期票据合计30亿元。2015年，公司经营活动产生的现金流入量和EBITDA分别为合计额度的2.87倍和0.21倍，分别为年度最高偿付额22.50亿元的3.82倍和0.28倍。截至2016年3月底，持有的主要上市公司股权市值（以2016年3月31日收盘价计算，剔除质押部分后）为合计额度的2.93倍，为年度最高偿付额的5.24倍。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入量对存续期内中期票据的保障能力具备保障能力。

5. 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（银行版，机构信用代码：G1023010300004330L），截至2016年7月4日，公司本部无已结清和未结清不良贷款，存在1

笔关注类已结清贷款，系贷款到期日为周六所致，本息偿付金于次周周一到账。整体看，公司本部过往债务履约情况良好。

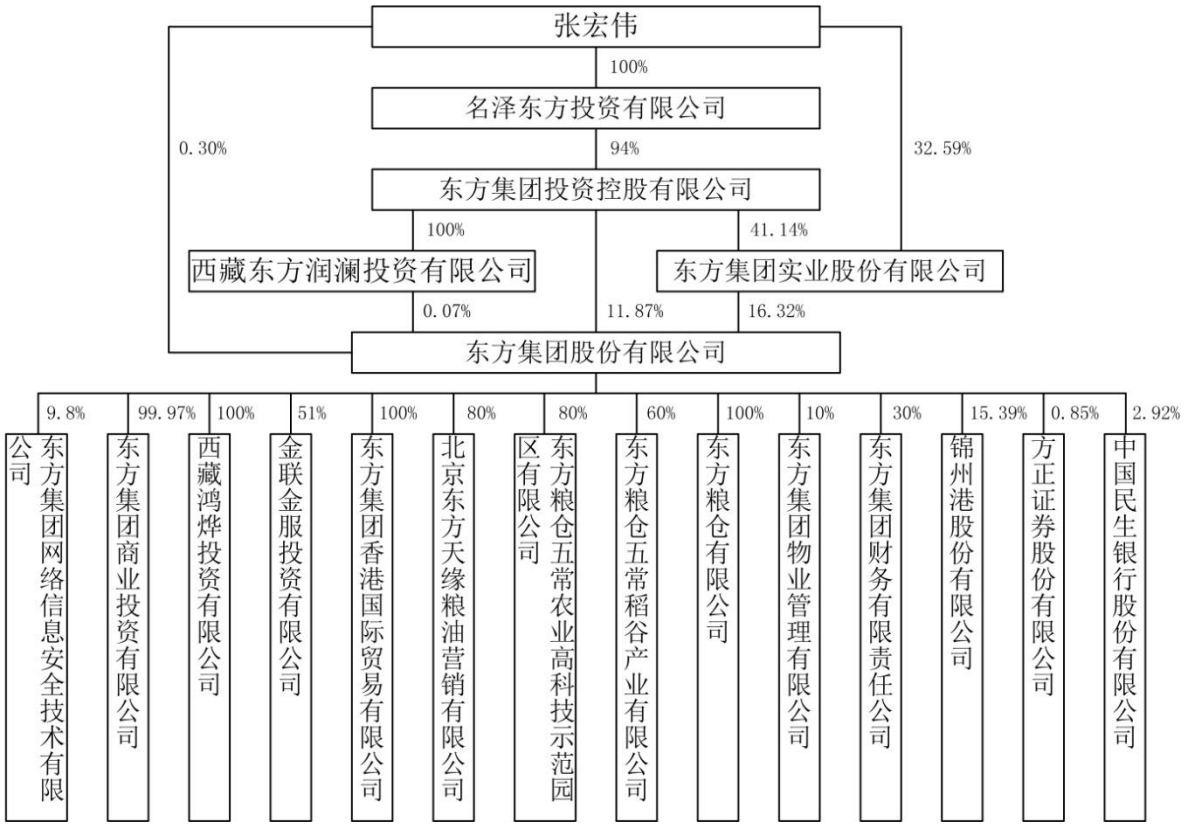
6. 抗风险能力

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，非公开发行后新增文化地产业务，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。

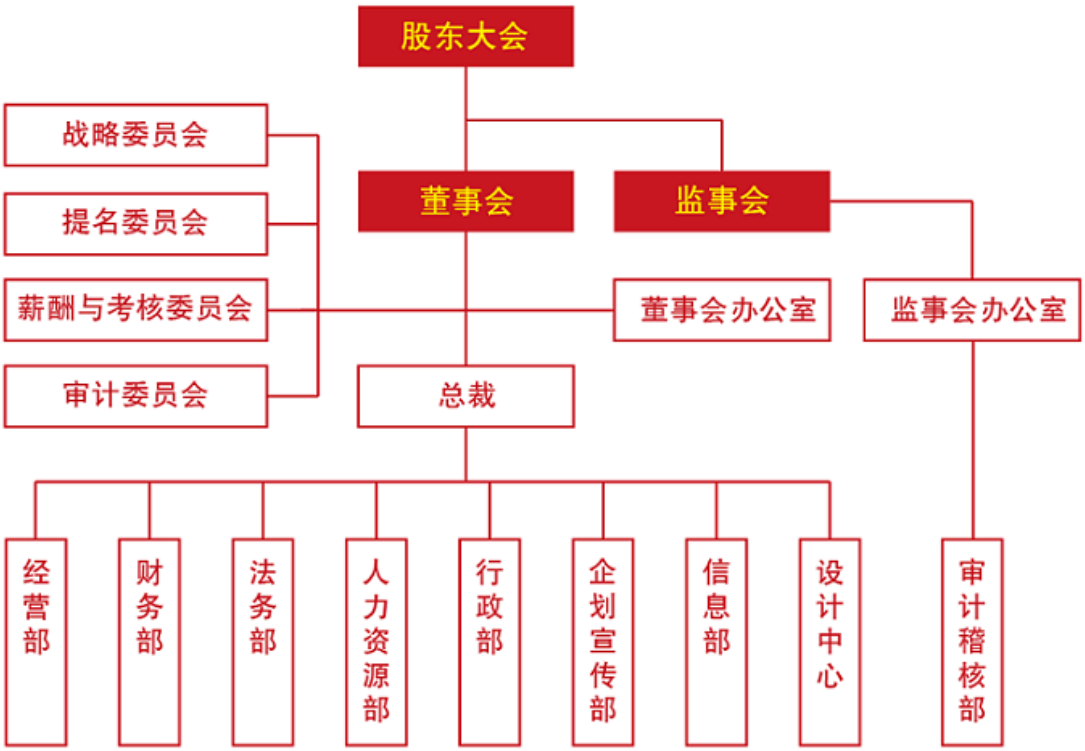
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14东方MTN001”、“15东方MTN001”、“15东方MTN002”和“15东方MTN003”的信用等级为AA。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.32	23.21	27.31	24.65
资产总额(亿元)	169.39	198.67	212.41	208.01
所有者权益(亿元)	90.13	106.47	107.32	108.26
短期债务(亿元)	59.86	59.04	55.53	55.81
长期债务(亿元)	12.20	21.50	35.88	35.72
全部债务(亿元)	72.06	80.54	91.41	91.53
营业收入(亿元)	82.24	57.56	62.14	14.70
利润总额(亿元)	10.25	10.22	5.00	2.31
EBITDA(亿元)	14.88	16.06	11.00	--
经营性净现金流(亿元)	15.92	3.52	-0.96	-4.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	42.15	29.61	20.45	--
存货周转次数(次)	5.36	4.31	5.51	
总资产周转次数(次)	0.52	0.31	0.30	
现金收入比(%)	113.82	122.00	117.38	98.28
营业利润率(%)	3.70	3.23	0.97	2.23
总资本收益率(%)	8.76	7.72	4.81	--
净资产收益率(%)	11.32	9.43	4.57	--
长期债务资本化比率(%)	11.92	16.80	25.06	24.81
全部债务资本化比率(%)	44.43	43.07	46.00	45.81
资产负债率(%)	46.79	46.41	49.47	47.95
流动比率(%)	92.01	65.53	72.02	66.25
速动比率(%)	71.21	48.15	56.86	57.63
经营现金流动负债比(%)	23.78	5.14	-1.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.66	2.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.84	5.02	8.31	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 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；
3. 现金类资产已剔除受限资金。

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%
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%

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+一年内到期的非流动负债+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　主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级