

东方集团股份有限公司

2019 年公开发行公司债券
(第一期)2019 年跟踪信用评级报告



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】跟踪
第【322】号 03

债券简称: 19 东方 01

债券剩余规模: 5.00 亿
元

债券到期日期: 2022 年
1 月 29 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 到期一次还本,
在本期债券存续期的第
1、2 个计息年度末附公
司调整票面利率选择权
和投资者回售选择权

分析师

姓名:
陈朝阳 胡长森

电话:
010-66216006

邮箱:
chenchy@cspengyuan.co
m

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(第一期) 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 21 日	2019 年 01 月 08 日

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.SH)及其 2019 年 1 月 29 日发行的公司债券(第一期)(以下简称“本期债券”)的 2019 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA+, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司粮油购销业务具有较强的产区粮源优势, 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大幅增长。同时中证鹏元也关注到了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, 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, 具有较强的产区粮源优势。2018 年公司粮油购销业务收入为 91.85 亿元, 规模较大, 同比增长 36.68%。
- 公司所持股权质量较好, 投资收益规模较大。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, 账面价值分别为 120.96 亿元和 9.87 亿元, 所持股权质量较好; 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 14.55 亿元和 4.61 亿元, 对公司营业利润的贡献仍较大; 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。

- 随着部分项目出售，公司新型城镇化开发业务收入规模大幅增长。2018 年公司 A 地块部分项目陆续交房和 C 地块部分项目上市，新型城镇化开发业务收入规模大幅增长，2018 年为 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。受粮食流通行业低迷影响，公司粮油购销业务毛利率较低，2018 年为 1.79%，利润空间较小；2018 年公司粮油购销业务前五大客户销售金额占比为 38.56%，仍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、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年1月29日发行3年期5亿元公司债券，募集资金原计划用于偿还公司债务。截至2019年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为4,150元（全部为利息）。

二、发行主体概况

2018年以来，公司总股本未变化。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¹，公司前十大股东持股情况见附录二。截至2018年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共75家，比上年度增加15家，减少5家，具体情况见附录三。

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

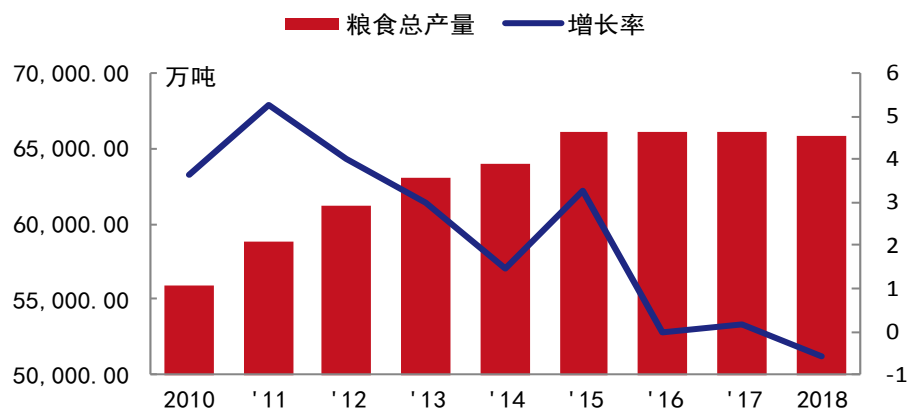
三、运营环境

受农业供给侧改革影响，2018年我国粮食产量小幅下降，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。2018年全国粮食总产量为65,789.00万吨，较2017年有所下降，其中玉米和稻谷产量同比分别下降4.52%和2.83%，但大豆产量同比增长2.61%。

¹ 截至本报告出具日，公司实际控制人未提供征信报告

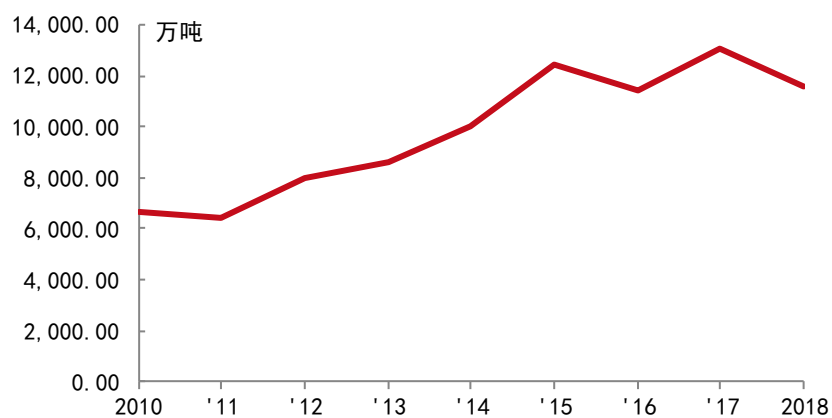
图2 近年全国粮食总产量及同比变化情况



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。2018年我国玉米产量同比下降，但消费量同比增长，年末库存下降明显。2018年我国粮食进口数量为11,555.00万吨，较2017年有所下降，其中大豆进口数量为8,803.10万吨，亦有所下降，但是仍整体维持在高位。

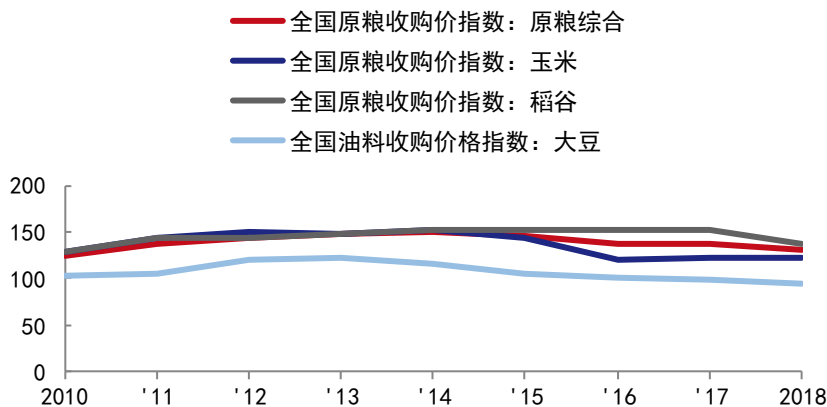
图3 近年我国粮食进口数量情况



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”

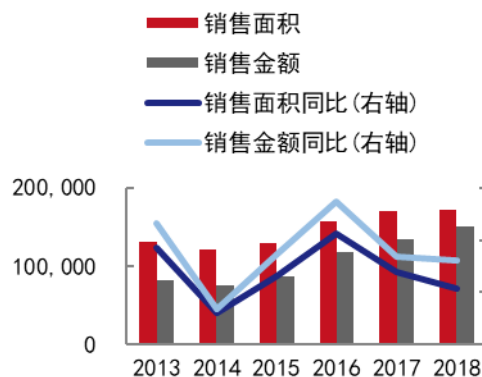
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

在房住不炒的基调下，2018年商品房成交面积较上年微增，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

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，其中三四线城市成交面积占比达到83%。

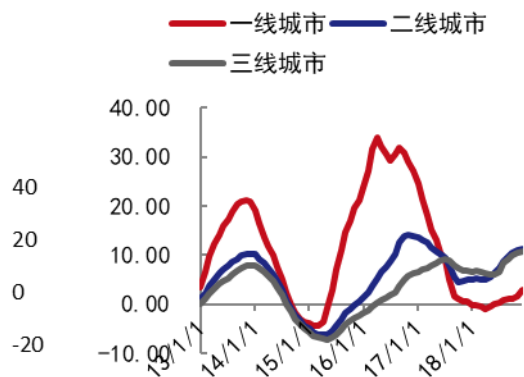
从不同类别城市表现来看，一线城市商品房成交持续下滑，但在前期深度调控的低基数下，成交面积降幅有所收窄，2018年销售面积同比下降5.11%，销售额同比增长7.62%；二线城市增速有所回升，但仍表现低迷，2018年销售面积同比基本持平，销售额同比增长11.46%；随着去库存红利消退、棚改货币化安置力度走弱，三四线城市同比增速明显回落，2018年商品房销售面积同比仅增加4.95%。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势呈现一定的分化。

图 5 商品房销售情况(万方, 亿元, %)



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

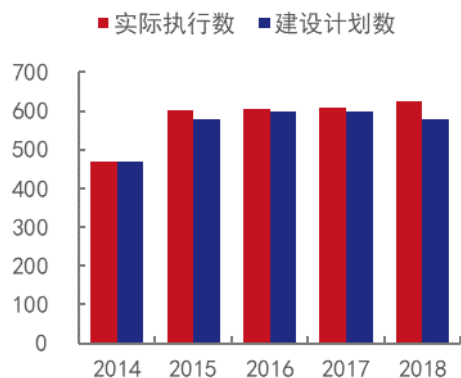
图 6 不同能级城市住宅价格指数情况(%)



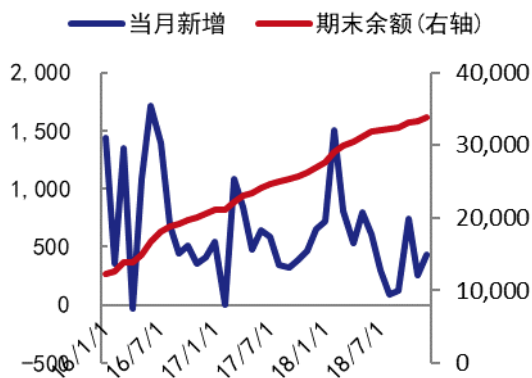
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

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明显下降。

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。

四、经营与竞争

公司是一家大型投资控股型企业集团，投资控股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。2018年公司主营业务收入仍主要来源于粮油购销业务，且随着子公司国开东方城镇发展投资有限公司（以下简称“国开东方”）A地块已售楼盘陆续交房及青龙湖核心区域一级开发项目出售，新型城镇化开发业务收入大幅增长。具体来看，2018年公司实现主营业务收入144.38亿元，同比增长82.21%，其中粮油购销业务收入占比下降至63.62%。受益于毛利率相对较高的新型城镇化开发业务收入规模大幅增长，公司主营业务毛利率上升至6.75%，仍处于较低水平。

表 2 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	
	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%
新型城镇化开发	0.02	21.21%	51.96	15.27%	11.61	26.89%
其他	0.14	-	0.58	29.05%	0.43	89.71%
主营业务收入合计	18.07	2.33%	144.38	6.75%	79.24	6.03%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司粮油购销业务规模继续增长，但整体利润仍低，且仍面临一定的客户集中度风险

公司粮油购销业务仍主要由东方粮仓及其子公司运营，2018年公司粮油购销业务规模继续扩大。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。跟踪期内，受农业供给侧改革影响，全国各地以玉米为重点推进种植业结构调整，东方粮仓调整了粮油贸易业务结构，加大了与大型饲料企业的合作比重，粮食贸易业务量大幅增长。

2018年公司粮油购销业务收入为91.85亿元，同比增长36.68%，毛利率为1.79%，仍处于较低水平。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 3 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
总资产	632,930.19	517,129.27	529,381.90
所有者权益合计	92,217.40	95,105.69	100,193.11

营业收入	175,416.43	875,624.95	650,513.62
营业利润	-989.38	-1,269.76	-316.32
利润总额	-989.27	-1,242.82	102.79
资产负债率	85.43%	81.61%	81.07%
综合毛利率	1.97%	1.59%	1.81%
应收账款周转天数	-	10.57	11.48
存货周转天数	-	46.41	58.25
经营活动产生的现金流净额	26,236.29	-42,176.30	-183,054.58

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

2018年东方粮仓水稻采购45.95万吨、玉米采购276.05万吨、大豆采购42.66万吨、杂粮采购29.53万吨，除水稻外其余品种采购量较2017年均呈现不同程度的增长。采购价格方面，在国内粮食供需整体宽松、粮食库存水平保持高位、进口粮食低价冲击及政策变动等因素影响下，国内粮食市场总体呈现振荡偏弱走势。除玉米采购价格小幅增长外，其余品种的采购价格均有所下降。东方粮仓原粮供应商主要是大型贸易商，2018年以来公司采购供应商集中度有所下降，2018和2019年1-3月前五大供应商采购金额占比分别为35.14%和35.81%。

表 4 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
合计	-	3,961,511.67	856,873.70	-	3,386,736.89	709,587.08

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

表 5 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%
	合计	72,088.12	35.81%
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%	
	合计	301,205.46	35.14%	
	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%	
	合计	291,401.93	40.59%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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年东方粮销售市场拓展至江西、安徽、江苏、湖南、湖北等地，除饲料厂外客户还包括福州平安、福建闽航、深圳闽安等客户。销售均价方面，2017-2018年水稻、玉米和大米的销售均价走势与采购均价走势保持一致。2018年粮油购销业务前五大客户销售金额占比为38.56%，仍存在一定的客户集中度风险。

表 6 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
合计	-	4,116,872.51	918,459.86	-	3,098,898.67	652,093.03

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表 7 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%
	合计	67,539.41	37.69%
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%
	合计	354,138.00	38.56%
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%
	合计	260,487.46	38.76%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

东方粮仓在进行原粮贸易的同时，还开展品牌米和普通米的加工和销售。产品加工方面，东方粮仓按订单进行加工，在五常、方正、肇源三个稻谷核心产区分别建设了年加工生产能力30万吨的稻谷加工园区。产品销售方面，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。普通米主要由大型贸易商进行大宗采购。2018年公司品牌米销量为4.47万吨，较2017年略有下降，销售收入为2.17亿元，与去年基本持平。但普通米销量增加，2018年公司普通米销量为3.05万吨，销售收入为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。

公司新型城镇化开发业务收入规模大幅增长，但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，主要进行北京青龙湖地区的土地一级开发整理和二级开发工作。2018年国开东方营业收入为50.07亿元，较2017年增长347.92%，主要系A地块二级开发项目陆续交房及青龙湖核心区域C地块南侧一级开发项目入市供应所致；利润总额-5.55亿元，亏损幅度继续扩大，主要系利息费用停止资本化导致财务费用增加所致；经营活动产生的现金流净额为0.42亿元，但2018年收现情况不佳，主要系一级开发项目回款滞后所致。

表 8 国开东方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年
总资产	2,120,658.90	2,083,286.40	2,126,054.58

所有者权益合计	254,796.84	275,021.91	329,754.53
预收款项	27,386.78	6,218.59	141,507.49
营业收入	413.17	520,718.06	116,251.94
营业利润	-20,213.82	-55,268.78	-18,821.71
利润总额	-20,213.97	-55,498.24	-19,169.63
综合毛利率	56.80%	15.38%	23.76%
资产负债率	87.99%	86.80%	84.49%
经营活动产生的现金流净额	80,075.00	4,164.95	-13,351.12
收现比	51.69	0.26	1.44

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

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 9 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%
合计	80.13	208.14	71.55	33.86	353.88	258.59	-	-

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 10 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
合计		21.75	18.91	45.62	25.10

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。

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

公司所持股权质量较好，所持上市公司股权主要包括民生银行、锦州港（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。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。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14.55亿元和4.61亿元，对公司营业利润的贡献仍较大。此外，2017年方正证券产生投资收益1.72亿元，主要系出让部分方正证券股票所致。

表 11 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					
	锦州港	民生银行		方正证券		
持股数	30,817.80	106,676.43		70.78		
初始投资额	25,435.17	18,619.98		480.05		
期末账面价值	95,501.06	1,089,385.34		487.68		
投资收益	2,202.48	144,115.81		17,178.02		
现金分红	308.18	30,402.78		-		

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 12 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	30,817.80	-	26,800.00	-
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		
合计	128,011.71	-	127,999.95	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、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2017-2018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。2018年，公司合并报表范围新增子公司15家，减少子公司5家。

资产结构与质量

公司资产以货币资金、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%，变动不大。

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等构成。公司货币资金以银行存款为主，2018年末为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。公司其他应收款主要为应收的往来款和土地开发合作项目款项，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，拥有固定收益；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。公司存货规模有所下降，2018年末账面价值为97.52亿元，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 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年
----	---------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	616,807.52	12.03%	617,268.74	12.47%	590,368.51	12.28%
应收账款	284,143.06	5.54%	282,656.42	5.71%	9,318.76	0.19%
其他应收款	730,835.56	14.26%	704,566.50	14.23%	667,748.70	13.89%
存货	1,052,946.77	20.54%	975,156.49	19.69%	1,330,551.52	27.68%
其他流动资产	124,676.31	2.43%	123,241.87	2.49%	165,607.52	3.45%
流动资产合计	2,879,602.85	56.18%	2,753,178.74	55.61%	2,805,205.68	58.36%
发放贷款及垫款	15,926.39	0.31%	17,467.50	0.35%	45,975.05	0.96%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	31,719.50	0.64%	59,827.18	1.24%
长期股权投资	1,508,987.61	29.44%	1,460,556.95	29.50%	1,291,768.74	26.87%
投资性房地产	508,056.89	9.91%	506,526.05	10.23%	177,004.46	3.68%
固定资产	97,770.51	1.91%	99,451.80	2.01%	81,487.57	1.70%
在建工程	942.16	0.02%	791.25	0.02%	63,094.39	1.31%
无形资产	28,384.83	0.55%	28,720.53	0.58%	209,828.40	4.37%
商誉	22,056.69	0.43%	22,056.69	0.45%	42,432.69	0.88%
非流动资产合计	2,246,070.65	43.82%	2,198,116.55	44.39%	2,001,803.43	41.64%
资产合计	5,125,673.50	100.00%	4,951,295.29	100.00%	4,807,009.11	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 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发放贷款及垫款、可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产及商誉构成。2018年末公司发放贷款及垫款大幅下降，主要系公司子公司金联金服投资集团有限公司之下属子公司收回贷款所致。公司可供出售金融资产主要为参股投资企业的股权，2018年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，使得2018年末可供出售金融资产规模下降至3.17亿元。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 14 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
合计	-	1,450,449.58

资料来源：公司提供

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，主要系子公司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。公司固定资产主要为房屋及建筑物，2018年末为9.95亿元。2018年末公司在建工程账面价值大幅减少，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。公司无形资产大幅下降，主要系东方金融中心的土地使用权转入投资性房地产所致，2018年末为2.87亿元，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 15 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
合计	2,587,239.61	-

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

公司整体资产运营效率有所改善

2018年公司粮油购销和新型城镇化开发收入规模大幅增长，带动营业收入规模大幅增长，公司资产运营效率整体有所改善。2018年公司存货周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数分别下降至307.61天、22.49和1,213.05天。

因国开东方一级开发项目回款滞后，2018年公司应收账款规模显著增加，应收账款周转效率有所下降，但受国开东方开发产品和开发成本规模下降影响，公司存货周转效率显著提高，经营业周期显著下降至325.29天。整体来看，公司整体资产效率有所改善。

表 16 公司资产运营效率指标（单位：天）

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

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司主营业务盈利能力仍较弱，利润主要来源于投资收益

2018年公司实现营业收入144.80亿元，仍主要来自粮油购销业务，但新型城镇化开发收入显著增长，2018年公司实现新型城镇化开发收入51.96亿元，同比增长347.49%。

盈利能力方面，2018年公司综合毛利率为6.82%，盈利能力仍较弱。公司三项费用规模不同程度增长，其中财务费用和销售费用显著增长，对利润形成较大侵蚀，2018年公司营业利润率为4.85%，显著下降；2018年公司期间费用率有所下降，主要系主营业务收入规模大幅增长所致。

2018年公司投资收益规模较大，达到15.33亿元，仍主要来自锦州港和民生银行，占当期营业利润的比重为218.53%，投资收益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。

总体来看，公司主营业务盈利能力仍较弱，利润主要来源于投资收益。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	181,256.94	1,447,993.77	795,209.69
投资收益	45,970.02	153,339.66	168,109.07
营业利润	14,517.84	70,168.42	76,522.86
利润总额	14,408.77	67,036.29	76,240.74
净利润	14,064.39	64,416.92	74,263.04

综合毛利率	2.51%	6.82%	6.11%
期间费用率	20.54%	10.04%	16.25%
营业利润率	8.01%	4.85%	9.62%
总资产回报率	-	2.47%	3.40%
净资产收益率	-	3.11%	3.70%
营业收入增长率	4.03%	82.09%	25.36%
净利润增长率	-6.67%	-13.26%	3.07%

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

现金流

公司经营活动现金流净额有所改善

2018年公司收现比为0.79，经营收现情况一般，主要系土地一级开发业务回款滞后所致；实现净利润64,416.92万元，同比略有下降，考虑非付现费用和非经营损益后，FFO为41,087.11万元，现金生成能力有所改善但仍然弱。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，2018年经营活动现金流净额为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，2018年公司投资活动产生的现金流量净额为0.96亿元。筹资活动方面，公司主要通过银行借款和发行债券等方式筹资，但当期偿付的债务规模较大，2018年筹资活动产生的现金流量净额为-8.88亿元。

表 18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.79	1.19
净利润	64,416.92	74,263.04
非付现费用	52,733.83	13,638.77
非经营损益	-76,063.65	-84,259.04
FFO	41,087.11	3,642.77
营运资本变化	7,468.72	-202,816.69
其中：存货减少（减：增加）	356,865.86	-144,194.78
经营性应收项目的减少（减：增加）	-279,380.60	-157,673.36
经营性应付项目的增加（减：减少）	-70,016.54	99,051.44
经营活动产生的现金流量净额	22,931.72	-183,298.44
投资活动产生的现金流量净额	9,557.94	-375,001.63
筹资活动产生的现金流量净额	-88,778.70	-173,586.81
现金及现金等价物净增加额	-59,171.87	-745,115.32

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模大，且以短期债务为主，面临较大的短期偿债压力

公司负债规模始终较大，2018年末为285.61亿元。同期，公司所有者权益规模变动不大，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 19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	3,012,308.27	2,856,054.97	2,763,624.34
所有者权益	2,113,365.23	2,095,240.33	2,043,384.77
产权比率	142.54%	136.31%	135.25%

资料来源：公司 2017-2018 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。公司短期借款规模较大，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，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。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 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	793,414.35	26.34%	913,530.42	31.99%	840,431.54	30.41%

预收款项	99,319.93	3.30%	39,647.31	1.39%	193,236.14	6.99%
一年内到期的非流动负债	656,421.58	21.79%	633,116.68	22.17%	366,092.31	13.25%
其他流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	49,870.98	1.80%
流动负债合计	1,876,999.61	62.31%	1,828,017.33	64.00%	1,573,553.25	56.94%
长期借款	810,641.00	26.91%	703,528.00	24.63%	923,300.00	33.41%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	40,723.66	1.47%
长期应付款	291,402.45	9.67%	291,402.45	10.20%	196,614.10	7.11%
非流动负债合计	1,135,308.66	37.69%	1,028,037.63	36.00%	1,190,071.08	43.06%
负债合计	3,012,308.27	100.00%	2,856,054.97	100.00%	2,763,624.34	100.00%
其中：有息负债	2,605,779.37	86.50%	2,601,377.55	91.08%	2,427,032.58	87.82%

资料来源：公司 2017-2018 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。

2018年末公司资产负债率为57.68%，同比略有上升。从短期偿债能力指标来看，2018年末公司流动比率和速动比率处于较低水平。2018年公司EBITDA有所增加，EBITDA利息保障倍数上升至1.64，但是仍处于偏低水平。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 21 公司偿债能力指标

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

资料来源：公司 2017-2018 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

六、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，无逾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 22 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
合计	303,110.40	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

公司粮油购销业务仍具有较强的产区粮源优势，2018年公司粮油购销业务收入为91.85亿元，规模较大；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，股权质量较好，投资收益规模较大；随着部分项目出售，2018年公司新型城镇化开发业务收入规模大幅增长。

同时中证鹏元也关注到，公司粮油购销业务毛利率较低，2018年为1.79%，且存在一定的客户集中度风险；公司受限资产比例较高；2018年末公司其他应收款账面规模较大，截至2018年末账面价值为70.46亿元；2018年末公司短期有息负债规模大，面临较大的短期偿

债压力，公司对外担保余额占当期所有者权益的比重为14.73%，面临一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

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
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 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2018年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例		注册 资本	主营业务	
	直接	间接			
北京青龙湖嘉禾企业管理有限公司	-	100%	10,000	企业管理服务；酒店管理	投资设立
杭州南游投资有限公司	-	100%	3,000	实业投资；房地产开发经营；房地产信息咨询等	投资设立
杭州开湖房地产开发有限公司	-	70%	3,000	房地产开发经营、房地产经纪、房地产营销、房屋租赁、企业管理等	投资设立
四川东方九牛农业股份有限公司	-	51%	16,047	肉牛养殖；销售：饲料，农副产品，土特产品；餐饮管理	购买设立
长宁县九牛肉牛养殖有限责任公司	-	100%	9,000	肉牛养殖、销售；牧草种植；饲料、农产品、土特产品销售	购买设立
长宁县九牛食品有限责任公司	-	100%	9,000	肉牛屠宰、加工、销售；速冻食品、生产、销售	购买设立
成都九牛城餐饮管理有限公司	-	100%	500	餐饮管理；中西餐服务；销售预包装食品	购买设立
长宁县长润冷链物流有限公司	-	100%	1,500	货物冷冻、冷藏、运输；普通货物运输	购买设立
黑龙江省东方世粮龙江福油脂有限公司	-	40%	1,000	粮食收购；食品生产经营；粮油仓储服务	投资设立
哈尔滨东联农业发展有限公司	-	62.96%	270	粮食收购。销售初级农产品、饲料；水稻种植	投资设立
北大荒供应链管理(大连)有限公司	-	34%	3,000	供应链管理服务；仓储；国内货运代理	投资设立
东兴东森食品供应链有限公司	-	51%	2,000	对冷链物流、旅游、酒店的投资	投资设立
东方优品健康食品控股有限公司	100%	-	100,000	食品生产经营；粮食收购	投资设立
厦门银祥豆制品有限公司	-	77%	1,600	豆制品制造；肉制品及副产品加工；米、面制品制造；蛋品加工等	购买设立
厦门东方银祥油脂有限公司	-	51%	1,000	食用植物油加工；米、面制品及食用油类散装食品批发	投资设立

2、2018年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例		注册 资本	主营业务	不再纳入 合并报 表的原因
	直接	间接			
华隆（乳山）食品工业有限公司	-	51%	7,386	食品制造	所持股份全部转让

乳山市华隆生物科技股份有限公司	-	70%	270	食品制造	所持股份全部转让
天津金联德润投资管理有限公司	-	100%	1,000	投资管理	注销
金联成达商贸有限公司	-	100%	5,000	初级农产品等日用百货 批发兼零售、机械设备 租赁、商务信息咨询	注销
金联征信有限公司	-	100%	5,000	企业信用评估评级服 务、数据处理和存储服务、 技术咨询、技术服务	注销

资料来源：公司提供

附录四 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
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加

附录五 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。