

2014年鲁能集团有限公司

10亿元企业债券信用跟踪评级报告

跟踪评级

企业债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

时间：2014年6月13日

债券存续期间：2006.7.31-2021.7.30

评级历史

	时间	结果
初次评级：	2006年6月12日	AAA
上次跟踪评级：	2013年5月31日	AAA

主要财务指标

人民币：亿元	2011	2012	2013	2014.3
营业额	214.26	121.00	140.26	28.73
EBIT	40.44	44.79	34.46	--
总资产	768.83	974.48	988.26	990.19
所有者权益	335.16	659.18	671.79	673.69
总债务	277.18	160.33	133.26	135.37
毛利率 (%)	27.67	37.42	36.88	37.65
EBIT 收益率 (%)	19.07	37.60	25.19	--
EBIT 利息偿付 (x)	1.19	2.00	4.64	--
净债务/EBITDA (x)	3.57	-3.39	0.67	--
总债务/资本总额 (%)	45.27	19.56	16.55	16.73
经营性净现金流/流动负债 (%)	6.29	11.64	-9.37	--

注：2011-2013年数据来源为公司年度审计报告；表中数据计算公式参见附录2。

分析员：胡婕 黄锋

评级机构：上海远东资信评估有限公司

电话：0086-021-61428000（总机）

传真：0086-021-61428111

网址：www.sfecr.com

注：本报告表述了远东资信的跟踪评级观点，报告中引用的企业资料主要由发行人提供，远东资信不对引用资料的真实性负责。

评级观点

上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）对鲁能集团有限公司（以下简称“公司”）2006年发行的10亿元企业债券的信用评级维持AAA级，主要是基于以下因素：

- 在母公司国家电网公司的规划下，近年来公司资产逐步划转并进行重组，目前公司业务以房地产开发与运营为主，同时发展酒店经营和风电等新能源业务，主业更为突出；公司是国家电网公司下属的唯一房地产业务平台，母公司国家电网公司实力雄厚，可为公司未来发展提供支持；

- 近两年公司债务规模持续下降，资产负债率维持较低水平；近年来公司银企关系较好，融资渠道顺畅，有望保持良好的财务弹性；

- 未来国内风电行业有望步入复苏周期向上通道，公司风电业务将从中受益，同时拥有一定的土地储备为公司未来房地产业务提供了发展空间；

- 担保方国家开发银行股份有限公司资本实力雄厚，资产质量良好，综合竞争能力强，为该笔债券本息的按期偿付提供了有力保障。

远东资信同时关注公司信用评级中的风险因素：

- 2014年初以来房地产行业景气度下行，公司旗下待售项目未来能否如期销售尚存不确定性；

- 现阶段酒店行业依然处于供大于求的局面，整体盈利空间缩小，加之受控制“三公消费”的影响，各种商务会议、商务活动大幅减少，酒店行业面临较大的经营压力；

- 随着房地产项目的陆续开工及酒店、风电项目的持续投入，公司未来投资支出仍较大，需关注其后续资金压力情况。

评级展望

远东资信对公司本期企业债券的信用评级展望为稳定。

跟踪评级报告

企业概况

鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”或“公司”）成立于 2002 年 12 月，系国家电网公司的全资子公司，2010 年以来陆续获得国家电网公司注资，资本实力进一步增强，截至 2013 年末，公司注册资本为人民币 200.00 亿元。

在国家电网公司的规划下，近年来鲁能集团逐步进行资产划转与重组，截至 2012 年末，鲁能集团旗下的火电、电解铝和氧化铝生产业务已全部剥离，现阶段业务以住宅地产开发为主，同时发展酒店经营、风电等新能源开发。资产剥离后住宅地产开发业务占公司营业收入比重逐年提高，2011-2013 年住宅地产开发业务收入占其营业收入比重分别为 29.85%、47.49%、68.01%（参见表 1）。

截至 2013 年末，公司合并范围内包括 42 家全资子公司和 24 家控股子公司，总资产为 988.26 亿元，同比增长 1.41%；净资产 671.79 亿元，同比增长 1.91%；2013 年实现营业收入 140.26 亿元，同比增长 15.92%；净利润 24.41 亿元，同比减少 17.19%。

表 1：2012-2013 年公司营业收入及净利润构成情况 单位：亿元

类别	2012 年		2013 年	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
电力生产	3.72	0.27	5.54	0.63
房地产	57.48	2.04	95.39	11.95
采矿业务	15.27	0.54	--	--
酒店服务	18.47	-1.01	15.10	-1.16
物资及燃料	5.58	0.13	0.88	0.38
其他	22.18	34.65	24.54	20.11
内部抵消	-1.70	-7.14	-1.19	-7.49
合计	121.00	29.48	140.26	24.41

数据来源：公司提供，远东资信整理

企业运营情况

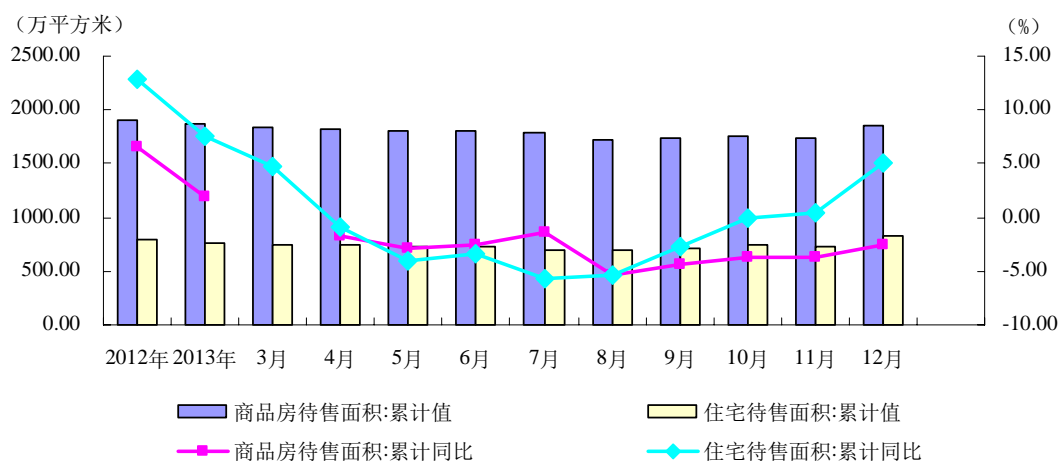
住宅地产开发业务

2013 年公司旗下项目进入集中销售期，住宅地产业务经营状况较往年明显好转，但 2014 年初以来房地产行业景气度下行，公司旗下待售项目未来能否如期销售尚存不确定性

2013 年我国中央及各地政府在信贷、土地、住房供应结构、税收等方面陆续出台了相关调控政策，且在政策执行细节上也进行了明确，不同城市政策导向出现分化。在此背景下，2013 年全国累计完成土地购置面积 38814 万平方米，同比增加 8.8%，累计土地购置面积虽较 2012 年有所增加，但增速趋缓；全国房地产新开工面积、房屋施工面积均较上年有所增长，但竣工面积增幅回落；全国商品房销售面积、房地产累计销售额增长速度均随着 2013 年城镇居民人均可支配收入增速回落而有所放缓；当年随着房地产行业景气度的下行，房地产业企业家信心指数呈回落态势。

就北京市场而言，2013 年北京房地产开发投资额高于上年，但增速有所回落，且远低于全国水平。当年北京商品房施工面积、新开工面积、竣工面积均较上年有所增长，但商品房销售面积较上年同比下降；同时北京商品房市场仍呈现供不应求态势，当年末商品房市场可售面积为 1861.40 万平方米，较上年末相比下降 2.60%；其中住宅市场可售面积为 829.30 万平方米，较上年末的 764.70 万平方米有所增加，全年库存去化迹象明显（参见图 1）。

图 1：2013 年北京商品房待售面积变化情况



资料来源：同花顺 iFind，远东资信整理

就重庆市场而言，2013 年重庆市房地产市场整体运行较平稳。当年房地产开发投资保持增长态势，2013 年完成投资额 3012.78 亿元，同比增长 20.1%，其中商品住宅投资总额 2044.24 亿元，同比增长 19.8%。随着“国五条”细则的出台，受其中“增加普通商品住房供给及供地供应”的影响，重庆市房地产企业景气指数和企业家信心指数均提高，企业开始推进新项目的开工和在建项目的进度，截至 2013 年末，全市商品房施工面积 26251.89 万平方米，同比增长 19.3%；全市商品房新开工面积 7641.63 万平方米，增长 31.4%。受施工周期及上年基数影响，商品房竣工面积略有回落，全市商品房竣工面积 3084.36 万平方米，同比下降 4.7%。同时，2013 年重庆市商品房销售面积增速呈现出高开低走、不断回落至个位数增长的趋势：1-2 月以 24.5% 的增速为全年最高，3-7 月增速维持在 17% 左右小幅波动，下半年则步入持续回落的下降通道。总的来看，2013 年重庆市商品房销售面积 4817.56 万平方米，同比增长 6.5%，

其中商品住宅销售面积 4359.19 万平方米，同比增长 6.2%。

现阶段公司旗下项目集中于北京、重庆、海南、济南、大连等地区。2011 年公司房地产板块实现合同销售面积及合同销售金额均同比下降；合同销售均价约 8239.09 元/平方米。2012 年公司住宅地产业务经营状况较 2011 年有所好转，但整体开发进度放缓，当年竣工面积 79.74 万平方米，同比下降 32.81%。2013 年，公司旗下项目进入集中销售期，实现合同销售金额 106.69 亿元，合同销售均价约 10414.65 元/平方米，销售回款 115.78 亿元，同比均有所增长；当年新开工面积 135.59 万平方米，同比增长 43.18%；竣工面积 85.50 万平方米，同比增长 7.22%；当年住宅地产业务经营状况明显好转（详见表 2）。

表 2：公司 2011-2013 年住宅地产运营情况

指标	2011 年	同比增长 (%)	2012 年	同比增长 (%)	2013 年	同比增长 (%)
新开工面积 (万平方米)	47.58	-70.21	94.70	99.03	135.59	43.18
竣工面积 (万平方米)	118.67	34.85	79.74	-32.81	85.50	7.22
合同销售金额 (亿元)	67.61	-19.25	100.55	48.72	106.59	6.01
销售均价 (元/平方米)	8239.09	-5.62	8665.86	5.18	10414.65	20.18
销售回款 (亿元)	63.14	-18.11	93.58	48.21	115.78	23.72

数据来源：公司提供，远东资信整理

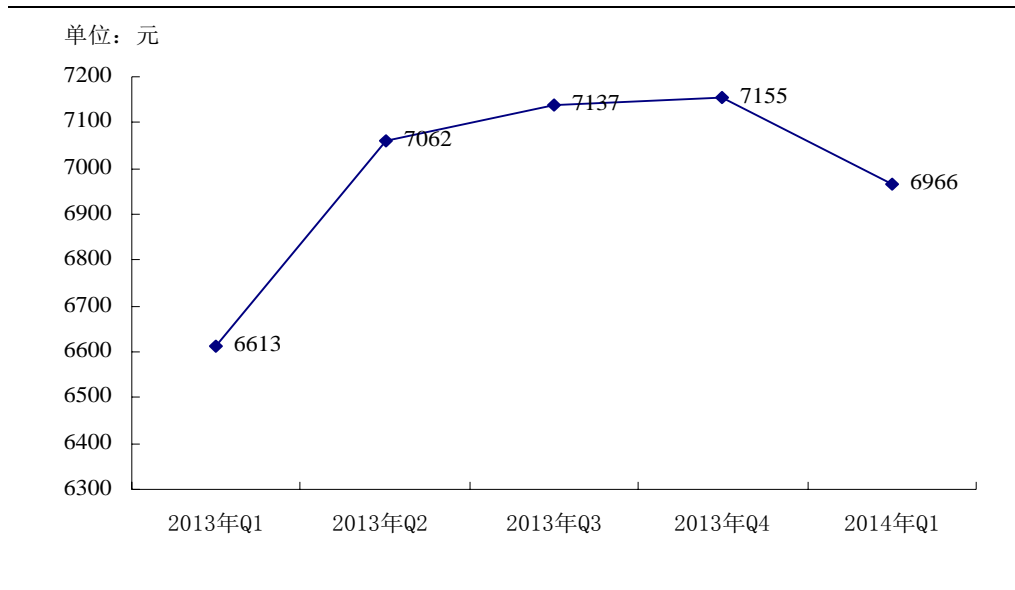
2014 年初以来我国房地产市场进入调整周期，1-3 月房地产开发企业土地购置面积增速同比负增长，地价维持高位；房地产开发商的投资热情趋减，1-3 月房地产开发投资额及施工面积均同比增长，但增速有所回落，房屋新开工面积、竣工面积也随之大幅回落，开发商对市场预期偏谨慎。同时，由于高企的资金利率、人民币汇率的快速升贬、居民预期的调整等加大了我国房地产市场的趋势性、周期性和结构性调整的压力，2014 年初以来我国房地产市场成交量大幅下降，销售面积和销售额降幅扩大。

受全国楼市低迷的影响，购房者观望氛围较浓，2014 年一季度北京房地产市场首次出现供过于求的状况，1-3 月新增商品住宅 14744 套、185 万平方米，同比分别增加 150%和 183%；同期销售新建商品住宅 11646 套、143 万平方米，同比均回落 54%，销供比为 0.77，表现为供过于求。相应地，北京市楼市活跃度波动回落，新建商品住宅成交量由 2013 年一季度的 310 万平方米回落至 2014 年一季度的 143 万平方米，同比回落 54%。但价格方面仍表现为稳中有升，一季度成交均价为 27916 元，同比上涨 12.7%。

2014 年 3 月以来，重庆首套房贷利率普遍上浮 10%，整体收紧的信贷政策一定程度上也影响了消费者的购房意愿。2014 年一季度重庆土地市场活跃度下降，成交量价齐降：根据中指数据统计，第一季度共成交 55 宗土地，总面积 371.9 万平方米，同比下降 24.1%，环比下降 70.1%，其中居住用地的供应大幅度减少，成交 72.2 万平方米，同比减少 71.6%；第一季度

土地总成交金额达 73.1 亿元,同比下降 52.2%,其中居住用地成交金额 27.3 亿,同比下降 77%;重庆居住用地平均成交楼面地价为 1872 元/平方米,同比下降了 13.3%。同时,重庆市房产供应充足,可销售量逐年增加,但成交量价齐降,其中第一季度共成交 36047 套,同比下降 33.5%,环比下降 30.8%;面积 346.9 万平方米,同比下降 34.4%,成交均价为 6966 元,同比增长 5.3% (参见图 2)。

图 2: 2013 年以来重庆市商品住宅成交均价走势



数据来源: 中估联行, 远东资信整理

现阶段鲁能集团待销售的项目集中于北京、重庆等地,在如今房地产景气度下行的背景下,公司现有待售项目未来能否如期销售尚存不确定性,远东资信将持续关注鲁能集团旗下项目未来开发及运营情况。

另外,远东资信关注到,鲁能集团拥有一定规模的土地储备,截至 2013 年末储备的土地面积约 1.82 万亩,主要集中于北京、海南、济南等地。结合北京土地市场表现来看,2014 年一季度共成交 50 宗土地,总面积 406 万平方米,同比增长 12%;总成交金额达 753 亿元,同比增长 57%。整体而言,北京市土地招、拍、挂市场表现出供不应求的态势,仍处于卖方市场。由于居住用地中很大比例是用来建设自住型商品房,因此开发商在土地招、拍、挂市场中的竞争越来越激烈,拿地速度大幅提高,导致住宅土地市场需求旺盛和成交价格的大幅上涨。在此背景下,公司拥有的一定规模土地储备为其未来房地产业务提供了发展空间。

酒店经营

酒店行业依然处于供大于求的局面,整体盈利空间缩小,与此同时,受控制“三公消费”的影响,各种商务会议、商务活动大幅减少,亦使酒店行业面临较大的经营压力,2013 年公司酒店经营板块亏损加大

酒店行业作为直接消费产业，是对经济变化敏感度较高的行业，并受到不断变化的社会、政治、文化、经济、突发事件等多种因素的制约。现阶段，随着“党风廉政建设和反腐败工作”的贯彻执行，“十八大”后各级政府“三公消费”得以控制。在此背景下，各种商务会议、商务活动大幅减少，或者因费用控制更加严格，原有高星级酒店的住宿需求一部分因商务活动取消而彻底减少，另一部分则因费用控制转移到较低星级酒店。星级酒店房价及出租率下降的趋势短期内难以改善。2013 年我国酒店整体平均出租率为 59.57%，同比下降 5.27 个百分点；平均房价由上年的 518.67 元/间/天降至 471.33 元/间/天。其中，2013 年四星级的平均出租率为 59.67%，同比下降 6.39 个百分点，平均房价由上年的 414.00 元/间/天降至 373.00 元/间/天；2013 年五星级的平均出租率为 55.76%，同比下降 2.70 个百分点，平均房价由上年的 639.00 元/间/天降至 620.00 元/间/天。

截至 2013 年末，公司旗下运营酒店 15 家（主要的 9 家酒店见表 3），整体定位以四星级、五星级为主。2013 年公司酒店经营板块实现营业收入 5.3 亿元，同比减少 10.52%；净亏损 0.75 亿元（2012 年净亏损 0.16 亿元），平均房价 433 元/间/天（2012 年为 508 元/间/天），出租率为 59.59%，较上年下降 6.56 个百分点。

表 3：2013 年公司主要高星级酒店经营情况一览

酒店名称	收入 (万元)	利润总额 (万元)	出租率 (%)	平均房价 (元/间/天)
东尊华美达酒店	7087	1.00	53.74	522
山海天大酒店	5162	-1040	60.97	557
北京贵都大酒店	8024	407	73.99	588
北京人济万怡酒店	6156	1335	72.34	658
北京红墙酒店	1952	596	76.71	283
青岛海情大酒店	9202	-116	51.53	529
合计	48381	-3041	59.59	433

资料来源：公司提供，远东资信整理

2014 年一季度全国星级饭店整体运营情况进一步下滑，同期饭店客房平均出租率为 48.90%，同比下降 5.38%，环比下降 10.2%；一季度平均房价为 374 元/间夜，同比降低了 79 元/间/天，环比提高了 4 元/间/天。其中，一季度四星级饭店平均出租率为 49.99%，同比下降了 6.7%，环比下降了 11.12%；平均房价为 366 元/间/天，同比下降 51 元/间/天，环比维持不变。一季度五星级饭店平均出租率为 47.89%，同比下降 1.98%，环比提高了 10.83%；平均房价为 604 元/间/天，同比下降 11 元/间/天，环比下降 8 元/间/天。

就北京区域表现来看，2014 年 1-4 月北京市星级饭店总收入 76.75 亿元，同比下降 11.9%，其中四星级饭店收入 24.44 亿元，同比下降 12.40%；五星级饭店收入 33.89 亿元，同比下降

12.10%，整体经营情况明显弱于上年同期。

在如今国内星级酒店行业整体下行的背景下，鲁能集团酒店板块经营不佳，面临较大盈利压力。

风电开发

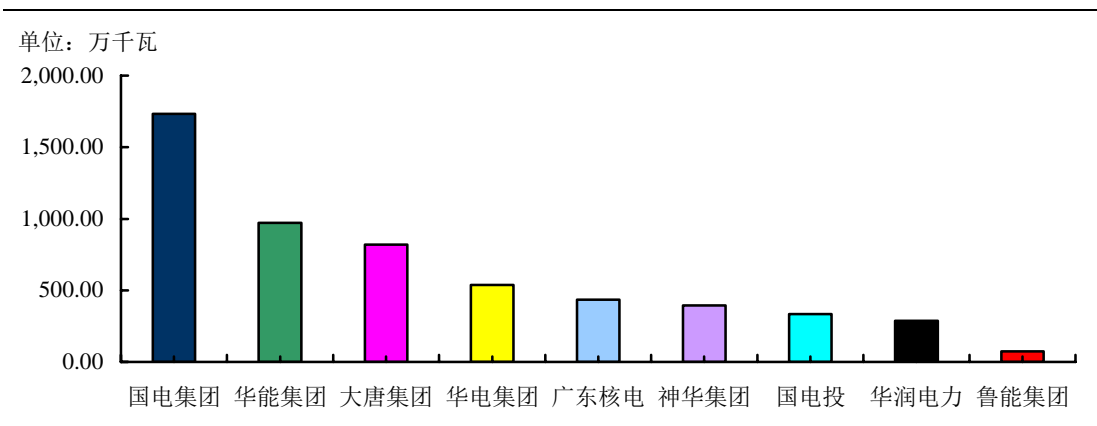
得益于风电行业一系列鼓励政策的出台，2013 年我国风电行业开始复苏，当年公司风电开发业务运营情况好转；但与行业内大型风电运营企业相比，公司总装机容量规模较小，风电设备利用率亦较低，未来发展面临较大的竞争压力

2013 年，我国出台了一系列鼓励能源产业发展的政策以推动风电产业健康有序发展，我国弃风限电情况及风电并网状况有所改善，促进了风电行业的复苏。根据国家能源局统计信息，2013 年我国风电新增并网容量为 1449 万千瓦，累计并网容量 7716 万千瓦，同比增长 23%；风电利用小时数较上年提高 184 小时，达到 2074 小时；弃风率由 2012 年的 17% 降至 11%。

随着风电行业一系列鼓励政策的出台，我国（不包括台湾地区，下同）风电新增装机容量自 2011 年和 2012 年负增长后首次实现正增长。根据中国风能协会数据，2013 年我国风电新增装机容量和累计装机容量两项数据均居世界第一，其中，新增装机容量 1609 万千瓦，同比增长 24.1%，；累计装机容量 9141 万千瓦，同比增长 21.4%，风电继续领先核电占据第三大电源的位置，仅位于火电和水电之后，占我国总装机容量的 6%。

从我国风电行业运营格局来看，五大电力集团仍占据了较多的市场份额（五大电力集团分别为中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司和中国电力投资集团公司），尤其是中国国电集团公司，根据彭博新能源财经发布的研究报告，2012 年末中国国电集团公司为全球营运风电资产规模最大的企业。除五大电力集团外，中国广东核电集团、华润电力控股有限公司和神华集团有限责任公司（风电业务的主要运营主体为其子公司国华电力公司）亦占据了一定的市场份额。2013 年，鲁能集团风电累计装机容量为 74.35 万千瓦，与这些大型的风电运营企业相比，鲁能集团的总装机容量规模仍较小，市场竞争力较为不足。2013 年我国主要的风电运营企业累计装机容量如图 3 所示。

图 3：2013 年我国主要风电运营企业累计装机情况



注：中国大唐集团公司、中国电力投资集团公司和神华集团有限责任公司未公布 2013 年末累计装机容量，上图中，中国大唐集团公司为 2012 年末数据，中国电力投资集团公司和神华集团有限责任公司为 2013 年 9 月末数据；华润电力控股有限公司为 2013 年末权益累计装机容量，其余企业为 2013 年末控股累计装机容量。

资料来源：各公司官网，远东资信整理

从我国风电行业的未来发展看，由于环境污染和能源短缺，同时秉承国家的可持续发展原则，新能源的开发和利用日益重要。根据国家电网的规划，未来几年特高压和超高压的线路将继续建设，预计 2015 年输送容量将超过 13700 万千瓦。而随着 2015 年大通道，如特高压的陆续建设，并网设施将得以进一步改善。此外，海上风电亦有望大力发展。国家能源局 2014 年能源工作指导意见中提出，2014 年将稳步发展海上风电。而且，已有地方政府出台补贴政策支持海上风电发展。2014 年 5 月 4 日，上海发布新能源发电补贴政策，提出对海上风电补贴 0.2 元/度，为陆上风电补贴的两倍，海上风电装机容量有望在未来几年内保持较高增长。李克强总理在 2014 年全国两会政府工作报告明确指出要提高非化石能源发电比重，鼓励发展风能、太阳能。随后召开的新一届全国能源委员会再次明确鼓励发展风电等清洁能源，我国能源结构已开始转型。随着后续的政策支持、特高压建设、海上风电的发展以及充裕的可再生能源发展基金会继续给予运营商较强的装机动力，国内风电行业有望步入复苏周期向上通道，公司亦将从中受益。

从公司的风电业务运营来看，公司旗下风场主要位于内蒙古、新疆、甘肃、陕西及江苏地区。截至 2013 年末，公司合计拥有风电子公司 9 家，包括内蒙古新锦风电、陕西靖边一期、干河口第三风电场、达坂城风电场、康保二期风电场、干河口南部风电场和干河口北部风电场。2013 年，上述风场的总装机容量为 74.35 万千瓦，同比增加 35.55%；合计完成发电量 12.66 亿千瓦时，同比增长 48.94%；设备利用小时为 1947 小时，与上年基本持平，但低于我国风电设备利用小时平均数（2074 小时）；综合厂用电率为 2.96%，同比增加 0.04 个百分点；相组可用系数为 99.71%，同比增加 0.49 个百分点；当年电费回收率为 100.00%（详见表 4）。2013 年，公司风电业务实现营业收入 5.54 亿元，同比增长 48.92%；实现净利润 0.63 亿元（上年为 0.27 亿元）。

表 4：2013 年公司风力发电基本情况一览

风场名称	发电量 (亿千瓦时)	设备利用小时 (小时)	综合厂用电率 (%)	机组可用系数 (%)	电费回收率 (%)
新锦	3.25	2188	3.1	99.75	100.00
靖边一期	0.90	1899	3.33	99.75	100.00
干三	3.60	1791	2.75	99.81	100.00
达坂城	1.45	2938	3.18	98.87	100.00
康保二期	1.74	1707	3.17	99.68	100.00
干南	0.76	1594	2.82	99.54	100.00
干北	0.81	1682	2.76	99.60	100.00
合计	12.66	1947	2.96	99.71	100.00

资料来源：公司提供，远东资信整理

财务分析

2013 年公司营业收入保持增长，但毛利空间收窄，加之较大规模的期间费用及资产损失确认，公司利润水平不及上年

2013 年公司实现营业收入 140.26 亿元（详见表 1），同比增长 15.92%，主要系房地产板块收入的大幅增长（具体见表 5）。2013 年公司其他业务板块收入中包含了当年煤炭业务收入 13.98 亿元，该业务仅系山东鲁能菏泽煤电开发有限公司的彭庄矿井与郭屯矿井，产品主要供给山东省内各发电厂，年产煤炭 350 万吨。

表 5：2012-2013 年公司主要板块收入及毛利率变动情况

业务板块	2012 年			2013 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
风电开发	3.72	3.07	43.10	5.54	3.95	43.95
房地产	57.48	47.50	51.19	95.39	68.01	40.67
酒店服务	18.47	15.26	37.77	15.10	10.76	38.17

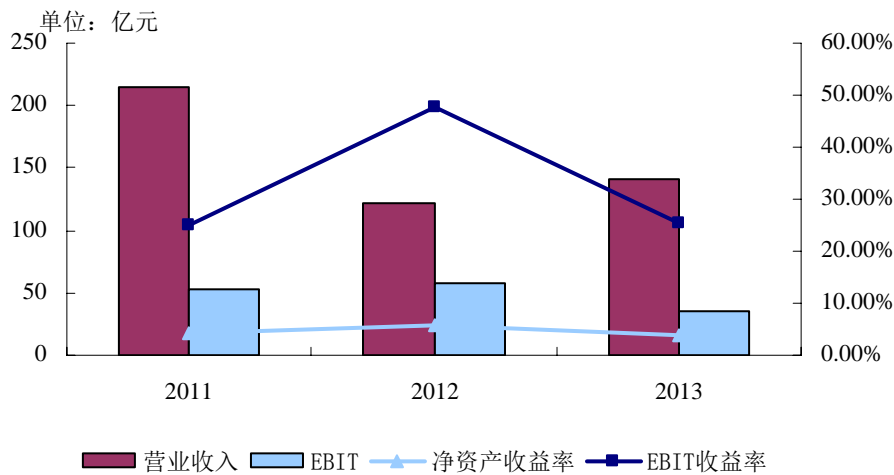
资料来源：公司 2013 年审计报告，远东资信整理

公司风电开发业务规模不大，但近年来该板块的营业收入比重有所提高，该板块毛利率较稳定；由于在收入中占比较大的房地产业务板块毛利率由 2012 年的 51.19% 降至 40.67%，2013 年公司综合毛利率为 36.88%，较上年下降了 0.54 个百分点。

2013 年公司期间费用为 30.68 亿元，同比增长 4.92%。因 2013 年旗下住宅项目的集中销售，当年销售费用、管理费用均较上年有所增加；财务费用由上年的 9.73 亿元降至 5.74 亿元，主要系当年银行借款规模下降相应利息支出减少所致；当年期间费用占营业收入的比例由

2012年的24.16%降至21.87%；当年公司实现投资收益20.10亿元，同比减少19.01%。2013年公司毛利空间收窄，加之较大规模的期间费用及资产损失确认，公司利润空间有所压缩，营业利润由上年的34.94亿元降至27.15亿元；实现净利润24.41亿元，同比减少17.19%；2013年EBIT收益率为25.19%，同比下降12.41个百分点，整体利润水平不及上年（参见图4）。

图4：2011-2013年公司营业收入及经营效益情况



资料来源：公司历年审计报告，远东资信整理

近两年公司债务规模持续下降，资产负债率维持较低水平，但2013年新开工住宅项目的增加及酒店、风电项目的投入，导致公司现金流呈净流出状态

2011-2013年末公司银行借款余额分别为226.08亿元、108.82亿元、81.40亿元，呈逐年下降态势，一方面是受2012年资产剥离的影响，另一方面是由于2013年公司资金相对宽裕，到期偿还了部分银行借款。相应地，公司债务规模逐年下降，2011-2013年末公司总债务¹分别为277.18亿元、160.33亿元、133.26亿元，近两年资产负债率基本维持于较低水平，2012年末、2013年末分别为32.36%、32.02%。得益于盈利的不断积累，近年来公司未分配利润逐年增加，所有者权益亦逐年增加，2013年末为671.79亿元，同比增长1.91%。相应地，2013年末，公司总债务与资本总额的比率为15.99%，较上年末下降了3.00个百分点。

公司负债中流动负债占比较大，2013年末公司流动负债为205.07亿元，占负债总额的64.80%，其中短期借款0.72亿元，一年内到期的非流动负债35.81亿元，合计占流动负债的比重为17.81%；预收账款余额为104.67亿元，占流动负债的比重为51.04%，主要系旗下各住宅项目的预售回款，随着旗下房产项目的陆续销售，预售回款逐年增加。公司非流动负债余额为111.40亿元，其中长期借款余额74.80亿元，占负债总额的23.64%；应付债券余额21.00亿元，系公司历年发行的债券及中期票据的票面价值及应付利息。

¹总债务=年末短期借款余额 + 年末应付票据余额+一年内到期的非流动负债 + 年末长期借款余额 + 年末应付债券余额+年末短期债券余额

2013 年末公司流动资产余额为 648.15 亿元，占总资产比重为 65.58%，主要集中于存货、其他应收款、货币资金，分别占流动资产的比重为 51.63%、29.26%、15.81%。其中存货余额 334.67 亿元，同比增长 29.60%，系开发成本增加所致；其他应收款余额 189.65 亿元，较上年末大幅增加，主要系公司提供给关联企业的委托贷款（期限在 1 年以内，利率为银行基准利率下浮一定比例），该行为实系公司对集团系统内的资金进行统一调配，截至 2014 年 3 月末其他应收款余额已降至 111.45 亿元；货币资金余额 102.45 亿元，同比降幅 70.08%。非流动资产余额为 340.11 亿元，占比 34.42%，其中固定资产净值 109.89 亿元，同比增长 9.52%，主要是房屋建筑及机器、办公设备的增加；在建工程余额 42.21 亿元，同比增长 14.34%，系当年对多个酒店及风电项目的持续投建。

整体而言，公司资产与负债期限结构较匹配，近年来流动比率均处于较高水平，2013 年末为 316.06%，速动比率为 146.37%。

房屋设备等固定资产的增加及对多个酒店及风电项目的持续投建，导致 2013 年公司投资性现金大量流出，投资性现金流由上年净流入 5.65 亿元转为净流出 186.46 亿元；2013 年新开工住宅项目的增加，导致公司经营性现金流由往年的净流入转为净流出状态，为 18.06 亿元。

表 6：近年来公司部分指标变化情况

指标	2011 年	2012 年	2013 年
总资产（亿元）	768.83	974.48	988.26
长期债务（亿元）	196.82	121.62	95.80
总债务（亿元）	277.18	160.33	133.26
所有者权益（亿元）	335.16	659.18	671.79
资产负债率（%）	56.41	32.36	32.02
总债务/资本总额（%）	43.77	18.99	15.99
EBIT 利息偿付（X）	1.19	2.00	4.64
净债务/EBITDA（X）	3.57	-3.39	0.67
经营性现金净额（亿元）	14.57	23.62	-18.06
投资性现金净额（亿元）	-14.96	5.65	-186.46

资料来源：远东资信整理

据了解，“十二五”期间，公司规划实现住宅地产开工面积 643.40 万平方米，竣工面积 643.50 万平方米，开发资金需求 551.27 亿元；规划新建及扩建酒店、商业综合体等物业总建筑面积约 354 万平方米；规划在风力发电板块下辖的风场地区总投资 92.50 亿元，新开工 84.80 万千瓦，投产 99.70 万千瓦。可见，随着房地产项目的陆续开工及酒店、风电项目的持续投入，公司未来投资支出仍较大，远东资信将关注其后续资金压力情况。

公司拥有较强的国资背景，融资渠道较为顺畅，且对外担保规模不大，或有风险较小

公司国资背景较强，与工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、中信银行等金融机构保持了长久良好的合作关系，截至跟踪评估日，鲁能集团在各金融机构共有综合授信额度 263.00 亿元，其中未使用额度为 191.30 亿元，公司银企关系较好，融资渠道较为顺畅。

截至 2013 年末，公司对外担保余额为 1.66 亿元，担保比率为 0.25%，其中公司对济高速公路有限公司提供的担保为 1.63 亿元，下属企业天津广宇发展股份有限公司对天津立达集团有限公司提供的担保为 0.03 亿元。截至跟踪评估日，公司对济高速公路有限公司的担保尚未解除；由于天津立达集团有限公司逾期未归还贷款，天津广宇发展股份有限公司承担担保连带责任，确认预计负债 0.03 亿元。整体而言，公司面临的或有风险较小。

募集资金项目进展

公司于 2006 年 7 月发行 10 亿元 15 年期企业债券，所募集的资金均用于煤电一体化项目，包括山西鲁晋王曲发电有限责任公司一期、山东鲁能菏泽煤电开发有限公司彭庄矿井与郭屯矿井。截至跟踪评估日，募集资金发债项目按计划顺利进行，整体资金使用情况良好，且募集资金发债项目均已完工投产（详见表 7）。

表 7：募集资金项目情况（截至 2014 年 3 月末）

项目名称	项目概况	总投资 (亿元)	项目建设进展
山西鲁晋王曲发电有限公司一期	2×600MV 超临界燃煤机组	58.18	2006 年 8 月投产
山东鲁能菏泽煤电开发有限公司彭庄矿井	煤炭产能 110 万吨/年	6.50	2006 年 9 月投产
山东鲁能菏泽煤电开发有限公司郭屯矿井	煤炭产能 240 万吨/年	19.97	2010 年 3 月整体验收结束
合计		84.65	/

资料来源：远东资信整理

2011 年 6 月末，根据证监许可【2011】1013 号、国资产权【2010】424 号文件，公司将所持有的山西鲁晋王曲发电有限责任公司的 75% 股权、山西鲁能河曲发电有限公司 60% 股权、山西河曲电煤开发有限责任公司的 70% 股权，整体注入广东金马旅游集团股份有限公司（以下简称“金马集团”，股票代码 000602），2012 年 2 月末金马集团又整体转让至国网能源开发有限公司。重组完成后，公司仍作为“06 鲁能债”的发行人和债务人，按时承担债券的本息偿付责任。

担保主体情况

国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）成立于 1994 年 3 月，前身系一家国有政策性金融机构，2008 年 12 月改制为股份制商业银行，由中华人民共和国财政部（以下简称“财政部”）、中央汇金投资有限责任公司（以下简称“汇金公司”）和社保基金理事会共同

发起设立，截至 2013 年末注册资本人民币 3067.11 亿元，财政部、汇金公司、社保基金理事会分别持股 50.18%、47.63%、2.19%。

国开行主要职能是通过开展中长期信贷与投资等金融业务，支持国家“两基一支”、“走出去”和民生领域等重大工程和重点项目，为国民经济重大中长期发展战略服务。经国家有关部门批准，国开行先后成立了国开金融有限责任公司、国开证券有限责任公司、国银金融租赁有限公司和中非发展基金有限公司等子公司，是国内第一家具有“投、贷、债、租、证”全金融牌照、混业经营的金融机构，可为客户提供全方位金融服务。

2013 年，国开行贯彻国家宏观经济政策，发挥中长期投融资优势，着力支持新型城镇化建设，优化资源配置，在保障“两基一支”重点领域和重大项目融资需求同时，继续加大对棚户区改造等民生领域支持力度，积极促进经济结构调整和产业升级转型，着力服务经济发展和社会建设。截至 2013 年末，国开行资产总额为 81880.00 亿元，同比增长 8.15%，其中人民币贷款余额 71483.00 亿元，同比增长 10.22%，外币贷款余额 15656.00 亿元，同比增长 12.85%；资本总额 8603.91 亿元，同比增长 10.60%，资本充足率 11.28%，同比增加 0.36 个百分点；不良贷款率 0.48%，连续 35 个季度控制于 1% 以内；净利润 799.00 亿元，同比增长 21.02%；平均资产收益率 1.02%、平均股东权益收益率 15.07%，分别同比增加 0.1 个百分点、1.7 个百分点。

2013 年，国开行继续支持煤电油运、农林水、通讯和公共基础设施等重点领域，新增境内人民币贷款 3910.00 亿元，占比 54%，重点支持了高速公路、铁路、城市轨道交通、小城镇建设、大型机场扩建、煤矿企业兼并重组、新能源发电等一大批国家重点项目建设。截至 2013 年末，国开行电力、公路、铁路、石油石化、煤炭、邮电通讯、农林水利、公共基础设施行业贷款余额分别为人民币 7505.00 亿元、12382.00 亿元、5411.00 亿元、4773.00 亿元、1575.00 亿元、899.00 亿元、1910.00 亿元、13248.00 亿元。2013 年国开行新增中西部人民币贷款 3,437 亿元，占比 55.9%；新增东北等老工业基地人民币贷款 703 亿元，占比 11.4%；新增西藏和四省藏区贷款人民币 213 亿元；新增新疆贷款人民币 307 亿元，居全国金融机构首位，继续贯彻国家区域发展总体布局，积极推动通过产业转移实现中西部较快发展。同时，国开行继续积极开展绿色信贷，加大对大气污染、循环经济、流域治理、污水处理、生态环境保护、工业节能技改、清洁及可再生能源利用等重点领域建设，推动低碳城市建设，截至 2013 年末，环保及节能减排贷款余额人民币 8945.00 亿元，同比增长 5.8%。

2013 年，国开行积极与有关部委和地方政府合作，引导社会力量共同支持住房、医疗卫生、就业、教育、农业和新农村建设等民生领域发展，当年向国家和省级贫困县发放贷款人民币 2221.00 亿元。发放应急贷款人民币 80 亿元，有力支持芦山、雅安抗震及振兴工作。保障性安居工程累计发放贷款人民币 6235.00 亿元，同业占比 24.10%；继续加大对中小企业的支持力度，当年中小企业贷款人民币 20824.00 亿元，同比增长 14%，惠及中小企业、个体经营户 195 万家，创造就业岗位超过 508 万个，荣获中国中小企业协会颁发的“年度中

小企业融资突出贡献奖”；当年发放助学贷款人民币 125.20 亿元，支持学生 220.9 万人次，累计发放助学贷款人民币 544.70 亿元，累计支持学生 994.9 万人次。

作为中国最大的对外投融资合作银行，2013 年国开行继续深化与各国政府、企业和金融机构在基础设施、农业、民生、能源等重点领域的项目合作，积极推动落实上合银联体、中国-东盟银联体、金砖国家银行合作机制等多项多边金融合作成果；推动与世界银行在非洲开展务实合作，发挥中非发展基金、中葡基金等对外投资平台作用；积极服务中国企业“走出去”，推动人民币国际化。截至 2013 年末，外币贷款余额 2505.00 亿美元，跨境人民币贷款余额 630.00 亿元，继续保持我国对外投融资主力行地位。境外代理行网络进一步发展，国际业务代理行全球布局初具规模，已与 106 个国家和地区的 670 家银行建立代理行关系。

同时，国开行 2013 年积极应对流动性紧张带来的不利市场影响，灵活调整发行方案，严控成本，拓展发行渠道，债券发行量再创新高，当年人民币债券发行量达 12400.80 亿元；独家试点发行交易所债券 120 亿元；首批发行 30 亿元同业存单，创新一揽子发行浮动利率基准债券；赴香港成功发行 45 亿元人民币债券，发行首支以 CNH HIBOR（香港人民币同业拆借利率）为基准的 2 年期浮息债券，获海外货币当局积极认购；首次面向东盟地区投资者配售人民币债券逾 5 亿元，助力打造亚洲投融资合作体系。

2013 年国开行继续发展以受托管理、债券承销、咨询顾问为重点的中间业务，中间业务净收入人民币 121 亿元，同比增长 21.7%，收入结构更趋优化。当年成功发行 2013 年第一期开元铁路专项信贷资产支持证券人民币 80 亿元；是国内首笔以专项贷款为基础资产的证券化产品。全年累计承销债券 286 只，承销总量人民币 6481.00 亿元，其中主承销份额人民币 3091.00 亿元，承销规模位列国内金融机构首位；大力支持西部开发，当年为西部企业发行债券 81 只，融资人民币 992.6 亿元，其中为新疆地区发债 15 只，融资人民币 101.40 亿元；承销 15 年期超长信用债券，大力支持债券市场建设，市场份额位列第一；牵头承销上海、山东、深圳地方政府债，助推地方投融资体系改革。

另外，国开行 2013 年进一步深化全面风险管理，加强对光伏、钢铁、船舶等重点行业及融资平台、中小企业、国际业务等重点领域的风险管控。建立重点风险管控客户名单机制，制定风险管控预案；初步建立管理责任明确、严格认责、尽职尽责、失职追责的风险管理责任机制；建立集团客户风险管理框架，对集团客户进行全面识别、管理分类和主协管行认定，开展集团客户的动态监控预警；继续通过绩效考核推进业务管理、融入业务流程的方式，助力各分行和子公司在稳健发展业务的同时提升风险管理能力。截至 2013 年末，国开行不良贷款人民币 345.84 亿元，不良贷款率 0.48%，连续 35 个季度保持在 1% 以内。

整体来看，近年来国开行经营业绩稳步增长，2013 年实现营业利润人民币 1057.51 亿元，同比增长 21.85%；净利息收入、手续费及佣金净收入增幅均处于历年较高水平，当年实现利息收入净额人民币 1714.72 亿元，同比增长 11.05%，实现手续费及佣金收入人民币 129.37 亿元，同比增长 24.45%。

综上所述，远东资信认为，国开行市场地位稳固，资本实力雄厚，资产质量良好，综合竞争能力强，能为公司本期债券本息的按期偿付提供有力保障，债券信用风险较小。

附录 1：长期信用等级符号及释义

银行间债券市场长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。等级释义如下：

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，有较高违约风险。
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。

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。

附录 2：主要财务指标定义

营业额=报告期主营业务收入（新会计准则下为营业收入）

EBIT = 报告期息、税前盈余；

总债务 = 年末短期借款余额 + 年末应付票据余额 + 一年内到期的非流动负债 + 年末长期借款余额 + 年末应付债券余额 + 年末短期债券余额；

净债务 = 总债务 - 年末货币资金余额；

短期债务= 年末短期借款余额 + 年末应付票据余额 + 一年内到期的非流动负债 + 年末短期债券余额；

长期债务=年末长期借款余额 + 年末应付债券余额；

资本总额 = 总债务 + 年末所有者权益（包括年末少数股东权益）；

毛利率 = （主营业务收入 - 主营业务成本） / 主营业务收入 * 100%；

EBIT 收益率 = EBIT / 主营业务收入 * 100%；

EBIT 利息偿付 = EBIT / （报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息）；

净债务 / EBITDA = 净债务 / （EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额）；

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 * 100%。

经营性净现金流与流动负债的比率=经营性现金净流入/流动负债平均余额×100%

附录 3：鲁能集团主要财务数据概要（合并报表）

单位：万元人民币

资产负债表项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额	7688281.32	9744830.55	9882582.76
流动资产	4128030.13	6712020.75	6481510.89
其中：货币资金	864633.72	3423679.07	1024466.64
存货	2629889.27	2582321.41	3346744.26
应收票据及应收账款	143103.64	116594.66	71244.52
其他应收款	241617.58	255314.79	1896535.03
其他			
长期资产	3560251.19	3032809.80	3401071.87
其中：长期投资	415604.30	384008.78	367551.74
固定资产净额	1751051.60	1003359.49	1098891.14
在建工程	224974.15	369119.36	422068.81
其他	2376.11	26864.35	23343.77
负债总额	4336695.77	3153077.18	3164721.67
流动负债	2254716.88	1805724.59	2050694.09
其中：短期借款及一年内到期的长期借款	800109.10	380292.09	365305.74
应付票据及应付账款	620083.36	373515.60	360193.22
其他应付款	276239.72	143245.51	188463.15
其他			
长期负债	2081978.89	1347352.59	1114027.58
其中：长期借款	1460685.35	707875.83	748001.77
专项应付款			
少数股东权益	209141.43	247689.18	283014.31
所有者权益总额	3351585.55	6591753.37	6717861.09
实收资本	2000000.00	2000000.00	2000000.00
未分配利润	600460.22	865180.11	910954.28
其他			
未确认投资损失			
利润表项目	2011 年	2012 年	2013 年
主营业务收入	2120168.61	1191226.52	1368041.90
主营业务利润	586685.79	445799.05	584534.88
其他业务利润	9222.09	10383.17	11327.56
营业利润	190271.76	349429.25	271539.18
投资收益	181163.38	248207.56	201021.88
利润总额	194615.41	345740.29	273387.81
少数股东损益	16006.19	1260.30	22916.89
净利润	131277.36	294757.39	244101.44

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与鲁能集团有限公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析员与鲁能集团有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员保证出具的评级报告的客观、准确、公正；本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对鲁能集团有限公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售鲁能集团有限公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海远东资信评估有限公司内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有，未经上海远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。