

# 信用等级通知书

信评委函字 [2013]跟踪754号

## 鲁能集团有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我对贵公司2008年6亿元公司债券、2009年度第一期30亿元中期票据的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA<sup>+</sup>的主体信用等级，评级展望为稳定，维持公司债券AAA的债项信用等级和中期票据AA<sup>+</sup>的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一三年十二月三十一日

## 鲁能集团有限公司 2013 年度跟踪评级报告

发行主体 鲁能集团有限公司

本次主体信用等级 AA<sup>+</sup> 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AA<sup>+</sup> 评级展望 稳定

### 存续企业债券和中期票据列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
08 鲁能债	6.00	15 年	AAA	AAA
09 鲁能 MTN1	30.00	5 年	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

### 概况数据

鲁能集团	2010	2011	2012	2013.9
总资产(亿元)	894.73	882.36	974.48	953.25
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	290.19	374.82	659.18	669.16
总负债(亿元)	604.55	507.54	315.31	284.08
总债务(亿元)	405.32	341.55	160.33	122.90
营业总收入(亿元)	289.16	250.59	121.00	76.53
EBIT(亿元)	38.04	53.70	44.79	--
EBITDA(亿元)	53.14	72.78	53.72	--
经营活动净现金流(亿元)	3.23	28.76	23.62	-25.36
营业毛利率(%)	22.42	27.62	37.70	44.60
EBITDA/营业总收入(%)	18.38	29.04	44.40	--
总资产收益率(%)	4.19	5.97	5.14	--
资产负债率(%)	67.57	57.52	32.36	29.80
总资本化比率(%)	58.28	47.68	19.56	15.52
总债务/EBITDA(X)	7.63	4.69	2.98	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.05	2.66	5.26	--

注：1、公司 2010~2012 年度财务报表根据新会计准则编制，2013 年三季度财务报表未经审计；2、公司 2012 年利息支出未包含资本化利息。

### 基本观点

中诚信国际维持鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”或“公司”）主体信用等级 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“08 鲁能债”AAA 的债项信用等级，维持“09 鲁能 MTN1”的债项信用等级 AA<sup>+</sup>。

2012 年股东国家电网公司的注资使得公司总资产规模上升，资本实力进一步增强。中诚信国际在肯定公司极强的股东背景、偿债能力增强和融资渠道畅通等因素的同时，将关注公司房地产项目开发和销售的增速放慢以及公司未来几年投资规模较大对公司信用状况的影响。

“08 鲁能债”的债券担保主体山东电力集团公司（以下简称“山东电力”）继续保持极强的担保实力，能够为“08 鲁能债”的偿还提供强有力的保障。

### 优势

- **强有力的股东背景。**公司为国家电网公司（以下简称“国家电网”）的全资子公司，国家电网综合实力雄厚，可为公司的发展提供积极的支持。2012 年，国家电网向公司提供注资后，公司资本实力进一步增强。截至 2013 年 9 月末，公司所有者权益（含少数股东权益）达 669.16 亿元。
- **偿债能力进一步增强。**随着公司资产重组与划转的完成、股东注资到位，公司偿还了较多的债务，资产负债率进一步下降。截至 2013 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别下降至 29.80% 和 15.52%，处于较低水平，偿债能力进一步增强。
- **良好的银企关系。**截至 2013 年 9 月末，公司在各金融机构共有综合授信额度 254.94 亿元，其中未使用额度为 187.31 亿元，可为公司未来发展及资金需求提供有力支撑。
- **强有力的担保实力。**“08 鲁能债”的担保主体山东电力继续保持极强的担保实力，对“08 鲁能债”的还本付息起到强有力的保障作用。

### 关注

- **营业总收入规模有所下降。**随着公司资产的逐步整合与剥离，公司营业总收入规模有所下降。2012 年公司实现营业总收入为 121.00 亿元，同比下降 51.71%；2013 年 1~9 月，公司营业总收入为 76.53 亿元，同比下降 18.04%。
- **公司房地产业务面临一定去库存压力。**截至 2013 年 9 月末，公司已确权待开发土地约 1.92 万亩，项目储备规模较大。但公司销售速度较慢，未来面临一定的去库存压力。

山东电力	2010	2011	2012
总资产(亿元)	1,163.37	1,223.72	1,333.66
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	312.60	395.73	386.66
总负债(亿元)	850.77	827.99	946.99
总债务(亿元)	311.75	330.41	343.34
营业总收入(亿元)	1,441.65	1,664.46	1,895.07
EBIT(亿元)	--	--	--
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营活动净现金流(亿元)	257.14	213.68	255.86
营业毛利率(%)	4.56	4.55	5.16
EBITDA/营业总收入(%)	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--
资产负债率(%)	73.13	67.66	71.01
总资本化比率(%)	49.93	45.50	47.03
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--

注：1、山东电力 2010~2012 年度财务报表根据新会计准则编制；2、山东电力 2010~2012 年利息支出未包含资本化利息。

## 分析师

项目负责人：高仁航 [rhgao@ccxi.com.cn](mailto:rhgao@ccxi.com.cn)

项目组成员：苗萌 [mmiao@ccxi.com.cn](mailto:mmiao@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013 年 12 月 31 日

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在中期票据及企业债的存续期内对中期票据及企业债每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级，此次为定期跟踪评级。

## 募集资金项目进展

“08 鲁能债”发行总额为 6 亿元，期限为 15 年。所募资金中 5 亿元用于福州港罗源湾港区碧里作业区 4 号和 5 号泊位项目，1 亿元用于罗源县牛坑湾港口及加工物流区围垦项目。2009 年底，公司与山东电力、华能国际电力股份有限公司签订《产权转让合同》，根据合同及其附件条款约定，公司持有的福建罗源湾鲁能海港有限公司 60.25% 股权，山东电力持有的福建罗源湾鲁能海港有限公司 39.75% 股权，以及福建罗源湾鲁能海港有限公司所持有的“罗源湾 2\*66 万千瓦新建项目”将全部转让给华能国际电力股份有限公司。转让完成后，鲁能集团仍作为“08 鲁能债”的发行人和债务人，按时承担债券的本息偿付责任，此项目转让所得的转让价款 67,749.89 万元作为发行人专项偿债基金的资金来源，保障“08 鲁能债”的本息偿付。

“09 鲁能 MTN1”发行总额为 30 亿元，期限为 5 年。所募集资金中的 4 亿元用于公司持股 90% 的黑龙江宝清煤电项目。该项目已获国家发改委《国家发展改革委关于鲁能宝清朝阳露天煤矿项目核准的批复》(发改能源[2009]2772 号)核准，并获得国家环境保护总局《关于鲁能宝清煤电化开发有限公司朝阳露天煤矿环境影响报告书的批复》(环审[2007]430 号)文件批复，项目总投资 25.48 亿元，其中资本金 8.92 亿元，拟在黑龙江省双鸭山市建设 1,100 万吨新建煤田，项目符合国家产业政策、煤炭工业发展“十一五”规划和矿区总体规划，布局合理。该项目已于 2010 年划转至国网能源开发有限公司，但鲁能集团仍作为“09 鲁能 MTN1”的发行人和债务人，按时承担债券的本息偿付责任。

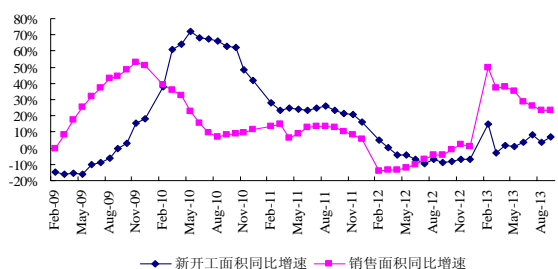
## 基本分析

**房地产市场自 2012 年年中以来持续回升，成交量逐步放大、价格持续反弹，房地产开发企业投资活动逐步增强。房地产政策调控长效机制有待进一步清晰，短期内行政性调控政策不会退出**

2012 年，房地产调控政策趋于平稳，市场逐步消化前期调控政策的影响，供需达到新的均衡，商品房销售面积增速自 2012 年中开始逐步回升。2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，整体增速水平较 2012 年有显著提升。2013 年 1~9 月，商品房销售面积 84,383 万平方米，同比增长 23.3%；其中，住宅销售面积增长 23.9%。

调控初期，房地产开发企业通过放缓开发节奏、降低供给以应对政策调控，商品房新开工增速持续下降。商品房新开工面积和房地产投资增速在 2010 年二季度开始大幅下调，新开工面积增速从最高点时的 72.4% 跌至 2012 年 7 月的 -9.80%。2012 年下半年随着商品房销售的回暖，新开工面积和房地产开发投资增速开始逐步趋于稳定，但全年增速仍显著回落。2012 年，全国房地产开发投资 71,804 亿元(扣除价格因素实际增长 14.9%)，比上年名义增长 16.2%，增速较 2011 年回落 11.9 个百分点；房屋新开工面积 177,334 万平方米，下降 7.3%。2013 年以来，房地产开发企业投资活动加强，房地产开发投资支出和新开工面积增速较 2012 年呈明显提升。2013 年 1~9 月，全国房地产开发投资 61,120 亿元，同比名义增长 19.7% (扣除价格因素实际增长 19.7%)；新开工面积 144,900 万平方米，同比增长 7.3%。

图 1：近年商品房销售面积和新开工面积对比

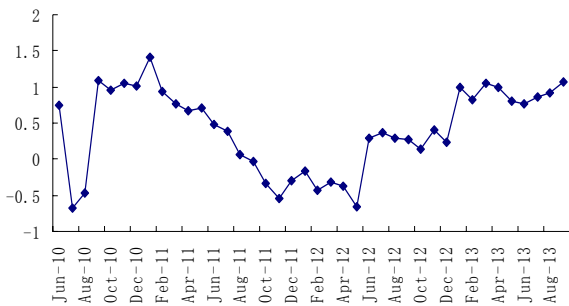


资料来源：国家统计局

2012年，房地产开发企业在政策走势及市场回暖持续性并不明朗、资金面压力依然较大等多方面因素作用下，减少了土地购置活动和支出。2012年，房地产开发企业土地购置面积35,667万平方米，较2011年下降19.5%；土地成交价款7,410亿元，同比下降16.7%，降幅较2011年扩大6.4个百分点。2013年，房地产开发企业补库存需求加强，土地购置支出较调控影响最为显著的时期有了大幅增加。同时，2013年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，土地市场交易明显较2012年活跃。2013年1~9月，房地产开发企业土地购置面积25,167万平方米，同比下降3.3%；土地成交价款6,082亿元，同比增长14.6%。

2012年下半年，房地产市场在达成新的供求平衡后价格持续回升。2013年1~9月，房地产市场延续回暖趋势，住宅价格上涨速度较2012年下半年明显加快。2013年9月，百城住宅价格指数同比增长9.48%。

图 2: 全国百城住宅平均价格指数平均值 (环比, 单位: %)



资料来源: 搜房网、中诚信国际整理

面对房地产市场复苏、房价反弹，政府于2013年2月出台“国五条”，调控政策加码。此次调控延续了以往调控基调，继续着重于抑制投资投机性需求，但该政策实施力度和范围均较为有限。2013年十八届三中全会后，房价上涨较快的部分一、二线城市分别出台新一轮地方版调控政策。目前，有迹象表明新一届管理层倾向于积极发挥市场自身的调节功能并加强政府在住房保障方面的职能，中诚信国际将对此予以关注。总的来看，在长效调控机制尚未确立的情况下，行政性调控政策在供求矛盾较为突出的城市仍不会退出。

**作为国家电网房地产业务的发展平台，公司拥有很强的股东支持。2012年以来，随房地产市场回暖、调控影响趋弱，公司房地产新开工规模显著上升，合同销售金额大幅上升，经营状况改善。同时，公司土地储备规模可观但销售增速较慢，公司存在一定去库存压力**

作为国家电网房地产业务发展的平台，公司“十二五规划”将住宅地产确定为公司业务的核心和支柱，持有型物业为主要发展方向，2013年~2015年公司住宅及商业地产项目计划总投资金额分别达451.76亿元和341.72亿元。其中，公司住宅地产阶段性的发展将围绕存量土地开发和优化产品结构展开。持有型物业方面，公司将加快发展旅游休闲度假地产，重点发展高端酒店、公寓、商场、写字楼等持有型物业。

房地产市场于2012年年中开始复苏并不断回升。在此大环境下，公司房地产开发业务较2011年出现明显好转，实现合同销售面积116.03万平方米，同比上升41.40%；实现合同销售金额100.50亿元，同比上升48.65%，公司合同销售均价约为8,662元/平米，较2011年上升5.13%。2013年前三季度，公司房地产业务增速有所下降。2013年1~9月，公司房地产业务实现合同销售额68.61亿元，同比增长8.97%，增速相对于房地产市场整体运行情况而言较为缓慢，主要是受公司在售项目定位偏高端以及前三季度公司控制推盘节奏所致。

表 1: 公司 2010 年~2012 年房地产运营情况

指标	2010	2011	2012
新开工面积(万平方米)	159.70	47.58	94.70
竣工面积(万平方米)	88.00	118.67	79.73
销售面积(万平方米)	96.00	82.06	116.03
销售金额(亿元)	83.73	67.61	100.50
销售均价(元/平方米)	8,730	8,239	8,662
销售回款金额(亿元)	77.10	63.14	93.60

资料来源: 公司提供

截至2013年9月末公司已确权待开发土地面积约1.92万亩，土地储备规模较大，主要分布在山东、海南、北京、重庆、大连等地。大规模的土地储备为公司未来发展奠定了坚实基础。

但中诚信国际注意到，依照公司“十二五”

规划，近几年内公司库存存在较大的增长空间。相对于公司房地产项目开发规模的增长速度，销售规模增速相对放缓。按照现有的去化速度，未来公司面临一定的去库存压力。

总体来看，资产剥离完成后，公司已明确将房地产开发和运营作为新的业务核心。2012年，房地产市场回暖的环境下公司房地产开发业务经营较2011年出现明显改善，新开工面积与合同销售金额均出现较大幅度增长。同时，公司已形成可观土地储备规模。2013年前三季度，受在售项目推盘节奏的影响，公司房地产项目销售增速较慢，未来公司房地产业务面临一定的去库存压力。此外，未来公司将加快持有型物业的发展，中诚信国际将对此保持关注。

### **公司已围绕房地产开发业务形成商业经营、风电和煤炭业务的多元化布局，对公司多元化收入来源、分散经营风险起到积极作用。2013年前三季度，受经营环境等因素影响，商业经营和煤炭业务收入同比下滑**

公司现有业务除房地产开发外，还包括商业经营、风电和煤炭业务。其中，商业经营主要包括酒店餐饮和商贸业务<sup>1</sup>。截至2012年末，公司拥有酒店共15家，平均出租率66.15%，平均房价为508元/间。2012年，公司商业经营板块共实现营业收入17.67亿元，其中酒店实现营业收入5.89亿元，商贸业务实现营业收入11.78亿元。2013年1~9月，上述业务板块共实现营业收入11.37亿元，同比下降14.23%。其中酒店实现营业收入3.90亿元，同比下降11.02%；商贸业务实现营业收入7.47亿元，同比下降18.84%。其中，酒店业务收入下降主要是受宏观经济增速放缓和政府三公消费的限制，同时公司对部分重点酒店和商场进行扩建和改造，也对当期商业经营板块的运营造成一定影响。

截至2012年底，公司风电业务装机容量达54.85万千瓦；2012年，公司实现发电量8.5亿千瓦时，同比增加4.9亿千瓦时。设备利用小时数达1,951小时，同比增加143小时；综合厂用电率

2.56%，同比降低0.43个百分点；机组可用系数达99.22%。2012年，公司风电业务实现营业收入3.60亿元。2013年前三季度，随着部分新机组的投运，发电量同比提升，当其营业收入同比增加70.55%，至4.40亿元，增速较快。截至2013年末，公司风电总装机容量已达74.35万千瓦。2013年1~9月，公司风电业务实现营业收入4.40亿元，同比增加70.55%，增速较快。

2012年，公司实现原煤产量335万吨，商品煤销量264万吨。原煤单位生产成本累计为339.28元/吨，较年度计划低4.9元/吨。2012年以来，受煤炭价格下跌影响，公司煤炭业务营业收入出现下滑。2012年，公司煤炭业务实现营业收入15.27亿元，同比下降22.30%。2013年1~9月，公司煤炭业务实现营业收入9.47亿元，同比下降21.70%。

总体来看，公司业务呈现多元化格局，为公司分散经营风险起到积极作用。2013年前三季度，受宏观经济和行业环境等因素的影响，公司商业经营和煤炭业务板块收入同比下滑，中诚信国际将对此予以关注。

## **财务分析**

以下分析基于经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的公司2010~2012年度财务报告以及未经审计的公司2013年三季度财务报表。公司财务报表均依据新会计准则编制。

### **2012年公司获股东注资，总资产和所有者权益规模显著上升。同时，资产负债率较高的资产剥离后，公司进一步偿还债务，总债务规模缩减，资产负债率快速回落，公司偿债能力明显提升**

2012年，在完成火电、电解铝等业务<sup>2</sup>剥离的同时公司获得股东国家电网较大规模注资，公司货币资金大幅增加。截至2012年底，公司货币资金为342.37亿元，较2011年底增长247.35%。

<sup>2</sup> 截至2012年末，公司已完成广东金马旅游集团股份有限公司（以下简称“金马集团”）和山西鲁能晋北铝业有限责任公司（以下简称“晋北铝业”）的股权转让，公司所有火电业务、电解铝相关业务均全部剥离。

<sup>1</sup> 公司商贸业务以零售为主。

2013 年前三季度，公司其他应收款和存货快速增加，货币资金快速下降，资产结构发生显著变化。截至 2013 年 9 月末，公司货币资金为 114.69 亿元，较 2012 年底回落 66.50%。截至 2012 年底和 2013 年 9 月末，公司总资产分别为 973.92 亿元和 953.25 亿元。

2012 年，由于剥离的金马集团资产负债率较高，晋北铝业的股权出售收益可观，加之国家电网对公司的注资，使公司进一步偿还大量的银行借款，公司总债务和总负债率水平大幅下降。截至 2012 年底，公司总债务和总负债分别为 160.33 亿元和 315.31 亿元，较 2011 年底分别下降 37.88% 和 53.06%。2013 年前三季度，公司进一步偿还了部分银行借款，债务规模继续下降。截至 2013 年 9 月末，公司总债务和总负债分别为 122.90 和 284.08 亿元。

公司在获得股东注资后，所有者权益明显提升，资本实力显著增强。截至 2012 年底公司所有者权益 658.69 亿元，同比增长 75.87%，增幅显著。截至 2013 年 9 月末，公司所有者权益为 669.16 亿元。债务规模下降和所有者权益快速上升导致公司资产负债率明显下降。截至 2012 年底，公司资产负债率为 32.36%，较 2011 年底下降 25.16 个百分点；截至 2013 年 9 月末，公司资产负债率为 29.80%，较 2012 年底进一步下降。

股东的注资和债务规模的下降使得公司偿债能力明显提升。2012 年公司经营活动净现金流/总债务为 0.15 倍，较 2011 年的 0.08 倍出现明显提升；总债务/EBITDA 也由 2011 年的 4.69 倍下降至 2012 年的 2.98 倍。

总的来看，股东对公司的注资使得公司资本实力明显增强，同时公司加大了债务的偿还力度，负债率水平明显回落，公司偿债能力指标显著增强。

### 2012 年资产剥离后公司收入规模有所下滑，但毛利率水平提高，期间费用明显下降。公司投资收益较大，对利润水平影响较为显著

受资产剥离的影响，2012 年公司营业总收入规模大幅下滑。2012 年公司实现营业总收入 121.00 亿元，同比减少 51.71%。但公司核心业务转向房地

产开发，因此毛利率由 2011 年的 27.62% 上升至 2012 年的 37.70%。2013 年 1~9 月，公司毛利率进一步上升至 44.60%，主要为结算项目毛利较高所致。

表 2: 2012 年和 2013 年前三季度公司主要业务板块收入结构情况 (单位: 亿元、%)

业务	2012		2013.1~9	
	收入	同比	收入	同比
房地产	57.19	-9.7	47.58	17.16
酒店	5.89	2.4	3.90	-11.02
写字楼	1.15	23.65	0.80	32.86
商贸	11.78	1.1	7.47	-18.81
新能源	3.60	107.39	4.40	70.55
煤炭	15.27	-22.30	9.47	-21.70
物业服务	1.81	47.15	1.34	19.53

资料来源：公司提供

期间费用方面，2012 年随着负债率较高的资产剥离和较大规模偿还银行债务，公司财务费用大幅回落，带动期间费用规模明显下降。但由于营业总收入规模下降速度相对更快，三费收入占比出现一定程度上升。2012 年和 2013 年前三季度，公司期间费用分别为 29.24 亿元和 19.35 亿元，分别占营业总收入的 24.17% 和 25.28%，公司期间费用水平较高。

公司投资收益规模可观，为公司利润形成有力支持。2012 年，公司投资收益为 24.82 亿元，较 2011 年增加 6.70 亿元，增幅达 37.00%，其中，当年下属参股企业经营改善及出售山西鲁能晋北铝业有限责任公司股权获得转让收益 7.29 亿元。2013 年前三季度，公司投资收益为 12.35 亿元，同期利润总额分别为 21.60 亿元。此外，截至 2013 年 9 月末，公司还持有可供出售的上市公司股票 61.14 亿元，未来公司将择机出售部分上市公司股票以获取一定规模的投资收益，同时可为公司提供一定的流动性支持。

总的来看，受资产剥离影响，2012 年公司营业总收入规模出现较为明显下滑。但随着将主营业务转移到房地产开发，公司毛利率水平明显增加。同时，公司债务规模的缩减，使得财务费用水平明显下降。此外，中诚信国际注意到公司经营业务利润较少，投资收益对利润总额贡献较大。



**2012年，公司整体现金流状况良好，收到股东注资使得筹资活动净现金流大幅增加。2013年前三季度，因房地产项目销售回款增速较慢，公司经营活动净现金流呈净流出，对关联方提供的委托贷款导致投资活动净现金流出现较为明显上升**

2012年，公司经营活动净现金流为23.62亿元，保持了较好水平。2013年前三季度，公司房地产销售回款增速较慢，而购买商品、接收劳务支付的现金大幅增加，导致2013年前三季度公司经营活动净现金流为-25.36亿元。此外，公司经营活动现金流中，收到和支付的其他与经营活动有关的现金分别为26.26亿元和27.06亿元，同比增长较快。

投资活动现金流方面，2012年公司处置子公司及其他营业单位收回的现金净额较大，达31.08亿元，同时投资支付的现金规模同比2011年减少20.75亿元，当期公司投资活动现金流净流入5.65亿元。2013年前三季度，为提高资金使用效率，公司对关联方提供委托贷款净额达160亿元，投资支付的现金大幅增加，导致当期投资活动现金流净流出161.73亿元。公司提供给关联方的委托贷款利率水平主要为基准贷款利率。2013年前三季度，公司委托贷款共取得利息收入5.10亿元，中诚信国际将持续关注公司与关联方的资金往来。

筹资活动现金流方面，因获股东注资，公司筹资活动净现金流达227.07亿元。2013年前三季度，公司偿还债务支付现金较多，当期筹资活动净流出40.49亿元。

或有事项方面，公司对外担保均为公司对原子公司提供担保，股权划转或转让后公司积极推进担保转移和解除工作，截至2013年9月末，上述担保已基本解除，公司对外担保总额1.80亿元，对外担保总额占公司所有者权益的比例仅为0.27%。

截至2013年9月末，公司在各金融机构共有综合授信额度254.94亿元，其中未使用额度为187.31亿元，可为公司未来发展及资金需求提供积极支撑。公司与各金融机构合作关系稳定，可根据自身需要，在较短时间内获得追加授信。

## 过往债务履约情况

根据公司所提供材料，公司近三年一期的借款

全部能够到期还本按期付息，未有延迟支付本金和利息的情况。目前，公司发行有“08鲁能债”、“09鲁能MTN1”尚未到期。

## 担保实力

“08鲁能债”由山东电力提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

山东电力是国家电网公司的全资子公司。作为国有重要能源骨干企业和山东省最大的公共服务企业，山东电力致力于规划、建设、运营山东电网，优化全省电力资源配置，保障山东能源安全，为山东经济社会发展提供安全、可靠、优质电力供应。山东电力本部设23个部门；下属市供电公司、电科院等28家单位，管理县公司98家，供电区域15.7万平方公里，供电人口9,579万，服务3,570万电力客户。截至2012年底，山东电力拥有110千伏及以上变电站1,744座，变电容量26,010万千伏安，线路50,164公里，已发展成为以±660千伏直流深入负荷中心、“五横三纵”500千伏电网为省域主网架、220千伏电网为市域主网架，各级电网协调发展的超高压、大容量、高参数、高自动化的大型现代化电网。

2012年，山东电力完成售电量3,237.05亿千瓦时，实现营业收入1,895.07亿元，分别同比增长5.81%和13.99%。山东电力连续多年保持国家电网系统年度业绩考评前列和同业对标综合标杆单位，蝉联2011、2012年度山东企业百强首位。2012年，山东电力成功抗击强台风“达维”、“布拉万”，投入应急服务和抢修人员6.6万人次、车辆1.3万台次，安全故障同比下降47.62%；圆满完成十八大、亚沙会等重大保电任务，银东直流连续安全稳定运行，确保了全省电力安全可靠供应。电网发展方面，山东电力投产35千伏及以上线路6,027公里、变电容量2,520万千伏安，电网资产规模实现了3年翻一番，并投资42.8亿元完成农网改造升级中低压工程，解决了172万户“低电压”问题。山东电力高质量完成“三集五大”体系建设任务，被国家电网公司确定为达标单位和唯一省公司展示窗口。开展三个全面诊断

分析，全面推进管理提升重点任务，高分通过标准化良好行为 4A 级现场确认。山东电力在科技创新方面取得省部级及以上成果、荣誉 126 项，荣获国家科技进步二等奖、中国优秀工业设计金奖，科技成果和专利拥有量居各省公司首位。此外，山东电力实施 95598 光明服务工程和居民用电满意工程，建成覆盖全省 3570 万客户的 95598 供电服务中心，恢复送电时间平均缩短 10.77%，客户服务承诺兑现率始终保持 99% 以上，城乡户均停电时间同比减少 0.31 和 5.35 小时。新增缴费网点 6.52 万个，实现了城市“十分钟缴费圈”和农村缴费“村村设点”。

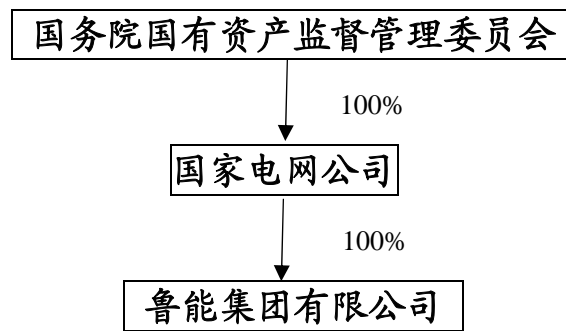
截至 2012 年底，山东电力总资产为 1,333.66 亿元，总负债为 946.99 亿元，所有者权益为 386.66 亿元，资产负债率为 71.01%；2012 年，山东电力实现营业总收入 1,895.07 亿元，经营活动净现金流 255.86 亿元，净利润为 35.99 亿元。

中诚信国际认为，山东电力综合财务实力极强，能够为“08 鲁能债”的偿还提供强有力的保障。

## 结论

综上，中诚信国际维持山东鲁能集团有限公司主体信用等级 AA+，评级展望为稳定；维持“08 鲁能债”的债项信用等级 AAA，维持“09 鲁能 MTN1”的债项信用等级 AA+。

附一：鲁能集团有限公司股权结构图（截至 2013 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：鲁能集团有限公司组织结构图（截至 2013 年 9 月末）

鲁能集团有限公司

公司总部

总部各部门														项目部				
办公室	发展策划部	财务资产部	审计部	思想政治工作部	人力资源部	法律合同部	设计部	成本管理部	工程建设部	物资部	营销部	商业旅游部	科技信息部	安全与企业管理部	对外联络与客服管理部	北京四惠桥项目部	上海项目部	...
公司各全资、控股及参股企业																		
天津广宇发展股份有限公司	海南三亚湾新城开发有限公司	海南盈滨岛置业有限公司	海南英大房地产开发有限公司	北京顺义新城建设开发有限公司	山东鲁能亘富开发有限公司	天津鲁能置业有限公司	鲁能置业集团有限公司	甘肃新泉风力发电有限公司	河北康保广恒新能源有限公司	济南贵和皇冠假日酒店有限责任公司	张家界国宾酒店有限公司	北京贵都大酒店	...	山东鲁能菏泽煤电开发有限公司	山东鲁能物资集团有限公司	国网深圳能源发展有限公司	...	...

资料来源：公司提供

**附三：鲁能集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据(单位: 万元)	2010	2011	2012	2013.9
货币资金	1,256,101.49	985,666.16	3,423,679.07	1,146,875.28
交易性金融资产	0.00	13,700.67	0.00	0.00
应收账款净额	178,995.39	170,292.48	113,556.66	56,826.68
存货净额	2,769,710.66	2,659,301.75	2,582,321.41	3,066,999.49
其他应收款	452,927.89	208,514.44	255,314.79	1,631,862.15
长期投资	593,277.42	990,847.93	1,057,158.26	945,431.01
固定资产（合计）	2,735,232.98	3,045,956.69	1,510,119.89	1,653,516.63
总资产	8,947,312.55	8,823,563.91	9,744,830.55	9,532,477.92
其他应付款	336,582.24	275,245.04	143,245.51	172,046.78
短期债务	446,966.27	949,201.35	387,040.64	94,715.05
长期债务	3,606,267.14	2,466,292.47	1,216,241.57	1,134,238.92
总债务	4,053,233.41	3,415,493.82	1,603,282.21	1,228,953.97
净债务	2,797,131.92	2,429,827.66	-1,820,396.86	82,078.69
总负债	6,045,454.02	5,075,376.89	3,153,077.19	2,840,848.62
财务性利息支出	239,432.08	242,928.87	102,178.06	--
资本化利息支出	19,478.69	30,900.62	--	--
所有者权益（含少数股东权益）	2,901,858.52	3,748,187.02	6,591,753.36	6,691,629.30
营业总收入	2,891,629.34	2,505,896.75	1,210,016.66	765,256.36
三费前利润	547,961.63	590,852.72	353,080.66	283,386.20
投资收益	143,474.65	185,075.49	248,207.56	123,507.33
EBIT	380,390.30	537,020.65	447,918.36	--
EBITDA	531,446.40	727,835.09	537,187.85	--
经营活动产生现金净流量	32,288.58	287,636.53	236,223.83	-253,582.31
投资活动产生现金净流量	405,149.46	-182,158.89	56,492.07	-1,617,346.92
筹资活动产生现金净流量	-83,300.39	-379,355.75	2,270,711.52	-404,931.26
现金及现金等价物净增加额	354,164.33	-273,876.76	2,563,409.95	-2,275,860.49
资本支出	194,045.08	431,717.50	588,265.10	247,513.36
财务指标	2010	2011	2012	2013.9
营业毛利率(%)	22.42	27.62	37.70	44.60
三费收入比(%)	15.44	17.87	24.17	25.28
EBITDA/营业总收入(%)	18.38	29.04	44.40	--
总资产收益率(%)	4.19	5.97	5.14	--
流动比率(X)	2.21	1.75	3.72	2.53
速动比率(X)	1.05	0.69	2.29	0.77
存货周转率(X)	0.80	0.67	0.29	0.37*
应收账款周转率(X)	15.25	14.34	10.85	35.91*
资产负债率(%)	67.57	57.52	32.36	29.80
总资本化比率(%)	58.28	47.68	19.56	15.52
短期债务/总债务(%)	11.03	27.79	24.14	7.71*
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.08	0.15	-0.28*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.07	0.30	0.61	-3.57*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.12	1.05	2.31	--
总债务/EBITDA(X)	7.63	4.69	2.98	--
EBITDA/短期债务(X)	1.19	0.77	1.39	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.05	2.66	5.26	--

注：2010-2012 年度财务报表根据新会计准则编制；2013 年三季度财务数据未经审计；带“\*”指标均经年化处理；公司 2012 年利息支出未包含资本化利息

**附四：山东电力集团公司主要财务数据及指标（合并口径）**

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	1,714,579.13	1,128,453.16	829,418.22
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	224,595.91	69,838.01	54,673.60
存货净额	301,096.99	52,826.88	56,857.71
其他应收款	560,438.61	130,565.96	174,603.75
长期投资	83,252.12	73,343.68	78,475.95
固定资产（合计）	7,448,354.07	10,298,336.21	11,667,025.27
总资产	11,633,749.66	12,237,219.48	13,336,560.99
其他应付款	566,639.36	748,449.79	1,161,259.01
短期债务	1,409,778.64	1,449,816.53	1,171,807.93
长期债务	1,707,763.26	1,854,248.20	2,261,581.66
总债务	3,117,541.90	3,304,064.73	3,433,389.59
净债务	1,402,962.77	2,175,611.57	2,603,971.37
总负债	8,507,747.51	8,279,877.58	9,469,946.89
财务性利息支出	103,297.40	183,266.50	185,009.36
资本化利息支出	--	--	--
所有者权益（含少数股东权益）	3,126,002.15	3,957,341.90	3,866,614.10
营业总收入	14,416,519.04	16,644,642.88	18,950,665.11
三费前利润	604,173.57	701,368.55	907,274.42
投资收益	26,381.26	4,190.50	6,238.69
EBIT	--	--	--
EBITDA	--	--	--
经营活动产生现金净流量	2,571,387.00	2,136,807.31	2,558,633.25
投资活动产生现金净流量	-1,880,139.76	-1,535,508.84	-2,367,923.00
筹资活动产生现金净流量	-91,819.28	-260,341.42	-533,793.83
现金及现金等价物净增加额	594,944.70	340,958.89	-343,105.83
资本支出	1,522,332.27	1,936,225.18	2,360,819.28
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率(%)	4.56	4.55	5.16
三费收入比(%)	1.34	1.30	1.13
EBITDA/营业总收入(%)	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--
流动比率(X)	0.51	0.26	0.18
速动比率(X)	0.47	0.25	0.17
存货周转率(X)	37.71	283.29	632.20
应收账款周转率(X)	69.60	216.23	693.23
资产负债率(%)	73.13	67.66	71.01
总资本化比率(%)	49.93	45.50	47.03
短期债务/总债务(%)	45.22	43.88	34.13
经营活动净现金/总债务(X)	0.82	0.65	0.75
经营活动净现金/短期债务(X)	1.82	1.47	2.18
经营活动净现金/利息支出(X)	--	--	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--

注：2010~2012 年度山东电力财务报表根据新会计准则编制。

## 附五：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

## 附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。



## 附七：企业债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 附八：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。