

信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪0001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2014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，我公司对贵公司“08鲁能债”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+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。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司



二零一五年一月六日

鲁能集团有限公司 2014 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⁺ **评级展望** 稳定
上次主体信用等级 AA⁺ **评级展望** 稳定

存续企业债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期限	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
08 鲁能债	6.00	2008.6.18~2023.6.18	AAA	AAA

概况数据

鲁能集团	2011	2012	2013	2014.6
总资产(亿元)	882.36	974.48	988.26	996.07
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	374.82	659.18	671.79	684.02
总负债(亿元)	507.54	315.31	316.47	312.05
总债务(亿元)	341.55	160.33	133.26	139.39
营业总收入(亿元)	250.59	121.00	140.26	65.16
EBIT(亿元)	53.70	44.79	34.46	--
EBITDA(亿元)	72.78	53.72	46.23	--
经营活动净现金流(亿元)	28.76	23.62	-18.07	-114.47
营业毛利率(%)	27.62	37.70	36.78	38.21
EBITDA/营业总收入(%)	29.04	44.40	32.96	--
总资产收益率(%)	5.97	5.14	3.50	--
资产负债率(%)	57.52	32.36	32.02	31.33
总资本化比率(%)	47.68	19.56	16.55	16.93
总债务/EBITDA(X)	4.69	2.98	2.88	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.66	4.64	6.02	--

注：1、公司 2011~2013 年度财务报表根据新会计准则编制；2、2014 年半年度财务报表未经审计，因缺乏相关数据，2014 年 1~6 月与利息支出相关的指标无法计算。

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⁺，评级展望为稳定；维持“08 鲁能债”AAA 的债项信用等级。

2013 年，公司房地产业务开发节奏明显加快，新开工面积同比大幅增长，但项目销售速度依然较慢。2014 年以来，房地产市场下行对公司房地产项目销售造成一定影响，中诚信国际将关注房地产市场疲弱以及房地产项目销售速度较慢对公司信用状况的影响。

“08 鲁能债”的债券担保主体国网山东省电力公司（原名“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。
- **丰富的土地储备。** 截至 2014 年 6 月末，公司已确权待开发土地面积约 1.79 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，丰富的土地储备为公司未来发展奠定了坚实基础。
- **偿债能力很强。** 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 2014 年 6 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 31.33% 和 16.93%，偿债能力很强。
- **良好的银企关系。** 截至 2014 年 6 月末，公司在各金融机构共有综合授信额度 263.42 亿元，其中未使用额度为 191.80 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

- **房地产市场下行压力加大。** 2014 年以来，房地产市场结构性的供求矛盾显现凸显，市场整体成交疲弱，投资增速与销售增速均同比下滑，房地产行业下行压力较大。
- **公司房地产业务面临一定去库存压力。** 受房地产市场调整影响，公司 2014 年上半年房地产销售业绩有所下滑，加之库存规模上升，未来面临一定的去库存压力。

山东电力	2011	2012	2013
总资产(亿元)	1,223.72	1,333.66	1,486.25
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	395.73	386.66	423.88
总负债(亿元)	827.99	946.99	1,062.37
总债务(亿元)	330.41	343.34	396.09
营业总收入(亿元)	1,664.46	1,895.07	2,054.95
EBIT(亿元)	--	--	--
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营活动净现金流(亿元)	213.68	255.86	264.68
营业毛利率(%)	4.55	5.16	4.57
EBITDA/营业总收入(%)	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--
资产负债率(%)	67.66	71.01	71.48
总资本化比率(%)	45.50	47.03	48.31
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--

注：1、山东电力 2011~2013 年度财务报表根据新会计准则编制；2、山东电力 2011~2013 年利息支出未包含资本化利息；财务性利息支出已财务费用代替；3、由于缺乏数据，2011~2013 年与利息支出相关的指标无法计算。

分析师

项目负责人：刘卫华 whliu@ccxi.com.cn

项目组成员：苗萌 mmiao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 1 月 6 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，中诚信国际将在企业债的存续期内对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。

基本分析

2013 年，房地产市场成交活跃，销售金额与面积创新高，商品房价格持续上涨，良好的销售业绩推动房地产开发企业加大开发投资和拿地力度；但 2014 年以来，房地产市场整体呈现下行态势，销售面积与金额同比下降，投资增速同比下滑

2013 年，全国商品房销售面积 130,551 万平方米，较 2012 年增长 17.3%，增幅较 2012 年增加 15.5 个百分点；商品房销售额 81,428 亿元，增长 26.3%，增速比 2012 年提高 16.3 个百分点。2013 年，房地产市场延续 2012 年回暖趋势，住宅价格上涨速度较 2012 年下半年明显加快，但上涨的势头在年末有所衰减。

2013 年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产开发投资支出和新开工面积同比增速均呈现快速提升。2013 年，全国房地产开发投资 86,013 亿元，比 2012 年名义增长 19.8%

(扣除价格因素实际增长 19.4%)；房屋新开工面积 201,208 万平方米，较 2012 年增长 13.5%，增幅较 2012 年提高 2 个百分点。

在良好的去化之下，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，土地市场交易较 2012 年明显活跃。2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38,814 万平方米，比上年增长 8.8%，土地成交价款 9,918 亿元，增长 33.9%，增速提高 2.4 个百分点。

2014 年以来，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售金额加速下滑。2014 年 1~10 月，全国商品房销售面积和销售额分别为 8.85 亿平方米和 5.64 万亿元，同比分别下降 7.8% 和 7.9%，但降幅较 1~9 月有所收窄；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.5% 和 9.9%。在销售下滑和高库存的双重压力下，住房价格涨幅趋缓，2014 年 1~4 月，百城住宅价格指数环比虽有增长，但涨幅亦逐步缩小，2014 年 5~10 月，百城指数环比已经连续下降 6 个月。随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。截至 2014 年 10 月末，全国商品房待售面积 5.82 亿平方米，较 2013 年末增加 0.89 亿平方米。其中，住宅待售面积 3.83 亿平方米，较 2013 年末增加 0.59 亿平方米。根据中国指数研究院的数据显示，主要代表城市的出清周期明显延长。

从政策面来看，住建部在 2014 年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况灵活制定相应的调控手段。对一线城市继续增加供应，抑制、遏制投资投机性需求，限购政策不退出。而对于库存量比较大的城市，要控制 2014 年住宅用地的规模，调整新建商品房上市结构，通过必要的经济手段来支持当地居民合理的住房需求，消化库存。截至目前，46 个限购城市中仅有北京、上海、广州、深圳以及三亚 5 个城市仍在执行限购政策，其他城市均在不

同程度上解除或放松了限购政策。9月30日，央行发布了《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，标志着限贷政策的正式放松。此外，央行于11月21日下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。限贷放松与利率下调一定程度上将刺激需求入市，有助于缓解房地产行业的资金压力以及降低资金成本，但无法改变现阶段市场结构性供求失衡的格局。

总体看，在经历2013年的快速扩张和再杠杆化以后，房地产市场结构性的供求失衡矛盾开始凸显。2014年以来全国商品房销售面积和销售金额持续下降，市场成交下行导致房地产投资增速放缓，房地产开发企业缩减拿地支出。尽管政策面适时放松限购、限贷政策在短期内或有助于改善市场预期进而带动需求释放，但限购松绑无法从根本上扭转市场结构性供需失衡、库存量高企的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。

2013年，房地产市场整体保持活跃，公司房地产新开工规模显著上升。但受项目定位等因素的影响，公司合同销售金额增速慢于行业平均水平。2014年以来，受市场环境变化的影响，公司销售业绩同比回落。由于公司项目储备规模较大，在现有去化速度下，公司存在一定去库存压力

2013年，在房地产市场高位运行的环境下，公司合同销售金额达106.59亿元，较2012年小幅增长6.06%。合同销售金额增速较慢一方面受到公司在售项目定位偏高端的影响，另一方面则是由于公司自身控制推盘节奏所致。同时，公司加快了项目开发速度，全年新开工面积达135.59万平方米，同比大幅增长42.12%；竣工面积达85.50万平方米，同比增长7.24%。

2014年以来，房地产市场成交明显趋弱，市场整体呈下行态势，对公司房地产项目销售带来一定影响。2014年1~6月，公司房地产业务实现合同销售金额34.02亿元，同比下降37.0%；合同销售面积28.92万平方米，同比下降50.0%。

表1：公司2011年~2014年6月房地产运营情况

指标	2011	2012	2013	2014.1~6
新开工面积(万平方米)	47.58	94.70	135.59	56.58
竣工面积(万平方米)	118.67	79.73	85.50	21.21
销售面积(万平方米)	82.06	116.03	102.35	28.92
销售金额(亿元)	67.61	100.50	106.59	34.02
销售均价(元/平方米)	8,239	8,662	10,414	11,763
销售回款金额(亿元)	63.14	93.60	115.78	34.25

资料来源：公司提供

截至2014年6月末公司已确权待开发土地面积约1.79万亩，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，依照公司发展规划，近几年内公司库存将继续保持增长。相对于公司房地产项目开发规模的增长速度，销售规模增速相对缓慢。按照现有的去化速度，未来公司面临一定的去库存压力。同时，持有型物业作为公司未来重点发展的业务，将面临商业地产下行的压力。

总体来看，2013年，公司房地产项目受自身定位的影响，销售增长速度较慢。2014年，受市场环境变化影响，公司房地产销售同比下降，未来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。

2013年，风电新产能的投运带动公司发电量和新能源板块业务收入同比大幅增长，但商贸经营和煤炭业务受经营环境等因素影响收入同比下滑；2014年以来，公司风电业务继续保持增长态势，商贸经营和煤炭业务开始企稳，收入同比小幅增长

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¹。

2013年以来，宏观经济增速放缓和政府严格限制三公消费的影响下，公司商业经营面临较为严峻的经营环境。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，商业经营板块经营业绩同比下

¹ 公司商贸业务以零售为主。

滑。截至 2013 年末，公司拥有酒店共 15 家，平均出租率为 59.59%，较 2012 年下降 6.56 个百分点；平均房价 433 元/间，较 2012 年下降 14.76%。2013 年，公司商业经营板块共实现营业收入 16.94 亿元，同比下降 11.42%。其中，酒店餐饮实现营业收入 5.31 亿元，同比下降 10.52%；商贸业务实现营业收入 10.47 亿元，同比下降 15.39%。2014 年上半年，公司商业经营板块实现营业收入 8.98 亿元，同比增长 6.59%。其中，酒店餐饮实现营业收入 2.34 亿元，与上年同期持平；商贸业务实现营业收入 6.07 亿元，同比增长 6.41%。

风电业务方面，截至 2013 年末，公司风电装机容量达 74.35 万千瓦。随着 2013 年公司 19.5 万千瓦的新产能投运，公司全年发电量同比大幅增长 48.94%至 12.66 亿千瓦时；设备利用小时数达 1,947 小时，与 2012 年基本持平。随着风电发电量的增长，公司新能源业务板块收入规模出现明显提升。2013 年，公司风电业务实现营业收入 5.54 亿元，同比增长 48.81%。2014 年上半年，公司风电业务发电量达 7.48 亿千瓦时，平均设备利用小时数达 1,006 小时，分别同比增长 16.7%和 1.1%；实现营业收入 3.16 亿元，同比增长 9.99%，公司风电业务呈现稳步增长态势。

2013 年，公司实现原煤产量 350 万吨，商品煤销售量 259 万吨，分别与上年基本持平；但受煤炭价格持续下跌影响，公司当年煤炭业务营业收入同比下滑 7.92%至 14.06 亿元。2014 年 1~6 月，公司原煤产量达 189.3 万吨，商品煤销售量为 152.75 万吨，实现营业收入 7.04 亿元，同比小幅增长 1.68%。

总体来看，多元化的业务布局，为公司分散经营风险起到积极作用。其中，风电新产能的投运带动公司发电量和新能源板块业务收入同比大幅增长。2013 年，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。2014 年以来，公司风电业务继续保持增长，商贸经营和煤炭业务呈企稳态势，收入同比小幅增长。

财务分析

以下分析基于经中瑞岳华会计师事务所审计

并出具标准无保留意见的公司 2011、2012 年度财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）²审计并出具标准无保留意见的公司 2013 年度财务报告以及未经审计的公司 2014 年半年度财务报表。公司财务报表均依据新会计准则编制。

盈利能力

2013 年，公司实现营业总收入 140.26 亿元，同比增长 15.92%；毛利率达 36.78%，同比小幅下降 0.92 个百分点。公司营业总收入增长主要来自房地产板块营业收入的快速提升，全年房地产营业收入达 94.32 亿元，同比增长 64.92%。商贸经营与煤炭板块收入同比下滑，但占比较小，对营业总收入的影响有限。2014 年 1~6 月，公司营业总收入达 65.16 亿元，同比增长 16.30%；营业毛利率为 38.21%，较 2013 年同期下降 7.71 个百分点，主要是当期结算项目中刚性需求项目占比上升，导致毛利率水平有所收窄。

表 2: 2013 年和 2014 年上半年公司主要业务板块收入结构情况
(单位: 亿元、%)

业务	2013		2014.1~6	
	收入	同比	收入	同比
房地产	94.32	64.92	45.78	26.21
酒店	5.31	-8.61	2.34	0.80
写字楼	1.16	0.87	--	--
商贸	10.47	-11.12	6.07	6.41
新能源	5.54	53.89	3.16	9.99
煤炭	14.06	-7.92	7.04	1.68
物业服务	1.96	8.29	0.98	15.55

资料来源：公司提供

期间费用方面，随着 2013 年公司加快房地产业务发展速度，销售费用和管理费用有所增长，分别达 9.15 亿元和 15.79 亿元。而财务费用则受公司债务规模下降和委托贷款利息收入的影响，同比大幅下降 40.99%至 5.74 亿元。全年三费收入比为 21.87%，较 2012 年下降 2.29 个百分点。2014 年上半年，公司期间费用合计 11.47 亿元，同比下降 7.22%，当期三费收入比为 17.60%，较上年同期下降 4.46 个百分点，主要是公司加强了费用管控。

2013 年，公司实现利润总额 27.34 亿元，同

² 2013 年，中瑞岳华会计师事务所与国富浩华会计师事务所合并后更名为瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）。

比下降 20.93%。当期公司投资收益为 20.10 亿元，较 2012 年同比下降 19.01%，主要是 2012 年公司出售山西鲁能晋北铝业有限责任公司股权获得转让收益高达 7.29 亿元，而 2013 年则无相应投资收益。2014 年 1~6 月，公司利润总额达 18.74 亿元，同比增长 17.97%，主要是当期处置部分可供出售金融资产及委托贷款收益同比增加所致。

总的来看，2013 年房地产业务营业收入的快速增长推动公司营业总收入规模的提升。公司债务规模的缩减使得财务费用的大幅下降，进而带动三费收入比呈回落态势。此外，中诚信国际注意到公司经营业务利润较少，投资收益在利润总额中占比较大，公司利润受投资收益波动影响较为明显。

现金流及短期偿债能力

2013 年，公司房地产销售回款增速较慢，同时随着项目开发节奏加快和土地购置支出规模的增加，公司经营活动现金净流出达 18.07 亿元。2014 年 1~6 月，公司经营活动现金净流出达 114.47 亿元，主要为当期公司支付的土地款较多所致。

投资活动现金流方面，2013 年公司投资活动现金净流出规模达 186.46 亿元。其中，投资支付的现金达 232.49 亿元，主要为公司向关联方提供的委托贷款。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，公司委托贷款共取得利息收入 7.22 亿元。中诚信国际将持续关注公司与关联方的资金往来。2014 年上半年，公司收回的委托贷款规模较大，当期投资活动净现金流达 112.50 亿元。

自公司获得股东注资以来，公司加大了偿还债务的力度。2013 年，公司总债务规模达 133.26 元，较 2012 年减少 27.07 亿元。筹资活动现金呈现净流出状态，全年净流出 35.19 亿元。截至 2014 年 6 月末，公司总债务为 139.39 亿元，较 2013 年末小幅增长 6.13 元。2014 年 1~6 月，公司筹资活动净现金流为 14.15 亿元。

表 3：近年来公司偿债能力指标

指标	2011	2012	2013	2014.6
短期债务（亿元）	94.32	38.70	37.46	33.74
总债务（亿元）	341.55	160.33	133.26	139.39
经营活动净现金流（亿元）	28.76	23.62	-18.07	-114.47
EBITDA（亿元）	72.78	53.72	46.23	--
经营活动净现金流/总债务（X）	0.08	0.15	-0.14	-1.64*
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.05	2.04	-2.35	--
总债务/EBITDA（X）	4.69	2.98	2.88	--
EBITDA 利息倍数（X）	2.66	4.64	6.02	--

注：由于缺乏数据，2014 年 1~6 月与利息支出相关的指标无法计算。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着公司债务规模的快速下降和利息支出的减少，公司 EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力有所上升。2013 年，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.88 倍和 6.02 倍。截至 2014 年 6 月末，公司还持有可供出售金融资产 52.45 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，可为公司提供一定的流动性支持。

或有事项方面，截至 2014 年 6 月末，公司对外担保总额 24.22 亿元，对外担保总额占公司所有者权益的比例仅为 3.5%。

截至 2014 年 6 月末，公司在各金融机构共有综合授信额度 263.42 亿元，其中未使用额度为 191.80 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”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 28 家单位，管理 98 家县供电公司。服务电力客户 3,620 万、是全国最多的省份。2013 年，山东省全社会用电量 4,083 亿千瓦时、居全国第 3 位，同比增长 7.6%；山东电力售电量完成 3,486 亿千瓦时，总资产规模 1,486.25 亿元，营业总收入 2,054.95 亿元，在国家电网公司系统均居第 2 位。

多年来，山东电力稳步发展，成为全国第一家“中国一流管理的省级电力公司”，综合业绩连续多年居国家电网公司前列。山东电力已建成“五横两纵”的 500 千伏坚强主网架，通过银川东-青岛±660 千伏直流和 500 千伏辛聊双线、滨黄双线等 3 条输电大通道，与西北电网、华北电网联网，接受山东省外来电能力达 750 万千瓦。截至 2013 年底，山东电网拥有 110 千伏及以上变电站 1,881 座、变电容量 2.9 亿千伏安，线路 5.29 万公里。山东成为多年来全国供电最为平稳的省份之一。

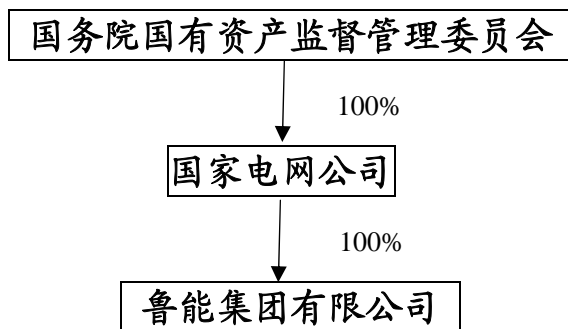
截至 2013 年底，山东电力总资产为 1,486.25 亿元，总负债为 1,062.37 亿元，所有者权益为 423.88 亿元，资产负债率为 71.48%；2013 年，山东电力实现营业总收入 2,054.95 亿元，经营活动净现金流 264.68 亿元，净利润为 40.26 亿元。

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。

附一：鲁能集团有限公司股权结构图（截至 2014 年 6 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 2014 年 6 月末）

鲁能集团有限公司
公司总部

总部各部门														分公司、中心				
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	商业管理分公司	北京酒店管理分公司	设计研发中心…
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	北京海港房地产开发有限公司	宜宾鲁能开发集团有限公司	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	北京贵都大酒店有限责任公司	…	山东鲁能菏泽煤电开发有限公司	山东鲁能商贸有限公司	深圳国能国际商贸有限公司	…	

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)	2011	2012	2013	2014.6
货币资金	985,666.16	3,423,679.07	1,024,466.64	1,116,526.39
交易性金融资产	13,700.67	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	170,292.48	113,556.66	48,442.91	56,607.35
存货净额	2,659,301.75	2,582,321.41	3,346,744.26	3,758,463.09
其他应收款	208,514.44	255,314.79	1,896,535.03	998,562.47
长期投资	990,847.93	1,057,158.26	942,214.96	923,880.07
固定资产（合计）	3,045,956.69	1,510,119.89	1,750,861.02	1,807,680.74
总资产	8,823,563.91	9,744,830.55	9,882,582.76	9,960,729.54
其他应付款	275,245.04	143,245.51	188,463.15	270,605.42
短期债务	949,201.35	387,040.64	374,561.49	337,424.44
长期债务	2,466,292.47	1,216,241.57	958,001.77	1,056,499.92
总债务	3,415,493.82	1,603,282.21	1,332,563.26	1,393,924.36
净债务	2,429,827.66	-1,820,396.86	308,096.62	277,397.98
总负债	5,075,376.89	3,153,077.19	3,164,721.67	3,120,546.94
财务性利息支出	242,928.87	102,178.06	71,170.15	--
资本化利息支出	30,900.62	13,514.61	5,673.73	--
所有者权益（含少数股东权益）	3,748,187.02	6,591,753.36	6,717,861.09	6,840,182.60
营业总收入	2,505,896.75	1,210,016.66	1,402,627.02	651,639.47
三费前利润	590,852.72	353,080.66	388,429.63	178,424.10
投资收益	185,075.49	248,207.56	201,021.88	105,186.59
EBIT	537,020.65	447,918.36	344,557.96	--
EBITDA	727,835.09	537,187.85	462,294.10	--
经营活动产生现金净流量	287,636.53	236,223.83	-180,656.73	-1,144,692.22
投资活动产生现金净流量	-182,158.89	56,492.07	-1,864,631.90	1,124,968.15
筹资活动产生现金净流量	-379,355.75	2,270,711.52	-351,872.16	141,452.72
现金及现金等价物净增加额	-273,876.76	2,563,409.95	-2,397,229.01	121,733.72
资本支出	431,717.50	588,265.10	346,123.54	84,960.48
财务指标	2011	2012	2013	2014.6
营业毛利率(%)	27.62	37.70	36.78	38.21
三费收入比(%)	17.87	24.17	21.87	17.60
EBITDA/营业总收入(%)	29.04	44.40	32.96	--
总资产收益率(%)	5.97	5.14	3.50	--
流动比率(X)	1.76	3.72	3.16	3.40
速动比率(X)	0.69	2.29	1.53	1.44
存货周转率(X)	0.67	0.29	0.30	0.23*
应收账款周转率(X)	14.34	10.85	17.33	24.81*
资产负债率(%)	57.52	32.36	32.02	31.33
总资本化比率(%)	47.68	19.56	16.55	16.93
短期债务/总债务(%)	27.62	24.14	28.11	24.21
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.15	-0.14	-1.64*
经营活动净现金流短期债务(X)	0.30	0.61	-0.48	-6.78*
经营活动净现金流利息支出(X)	1.05	2.04	-2.35	--
总债务/EBITDA(X)	4.69	2.98	2.88	--
EBITDA/短期债务(X)	0.77	1.39	1.23	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.66	4.64	6.02	--

注：2011~2013 年度财务报表根据新会计准则编制；2014 年半年度财务数据未经审计；带“*”指标均经年化处理。

附四：国网山东省电力公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	1,128,453.16	829,418.22	871,197.81
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	69,838.01	54,673.60	34,905.51
存货净额	52,826.88	56,857.71	54,398.81
其他应收款	130,565.96	174,603.75	153,076.52
长期投资	73,343.68	78,475.95	82,225.45
固定资产（合计）	10,298,336.21	11,667,025.27	10,732,567.82
总资产	12,237,219.48	13,336,560.99	14,862,474.11
其他应付款	748,449.79	1,161,259.01	1,451,153.60
短期债务	1,449,816.53	1,171,807.93	1,197,055.61
长期债务	1,854,248.20	2,261,581.66	2,763,865.93
总债务	3,304,064.73	3,433,389.59	3,960,921.55
净债务	2,175,611.57	2,603,971.37	3,242,021.55
总负债	8,279,877.58	9,469,946.89	10,623,699.74
财务性利息支出	183,266.50	185,009.36	183,757.66
资本化利息支出	--	--	--
所有者权益（含少数股东权益）	3,957,341.90	3,866,614.10	4,238,774.40
营业总收入	16,644,642.88	18,950,665.11	20,549,509.92
三费前利润	701,368.55	907,274.42	862,762.32
投资收益	4,190.50	6,238.69	8,368.67
EBIT	--	--	--
EBITDA	--	--	--
经营活动产生现金净流量	2,136,807.31	2,558,633.25	2,646,788.04
投资活动产生现金净流量	-1,535,508.84	-2,367,923.00	-2,697,649.36
筹资活动产生现金净流量	-260,341.42	-533,793.83	92,643.05
现金及现金等价物净增加额	340,958.89	-343,105.83	41,799.59
资本支出	1,936,225.18	2,360,819.28	2,721,284.82
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	4.55	5.16	4.57
三费收入比(%)	1.30	1.13	1.06
EBITDA/营业总收入(%)	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--
流动比率(X)	0.26	0.18	0.16
速动比率(X)	0.25	0.17	0.15
存货周转率(X)	283.29	632.20	369.41
应收账款周转率(X)	216.23	693.23	458.01
资产负债率(%)	67.66	71.01	71.48
总资本化比率(%)	45.50	47.03	48.31
短期债务/总债务(%)	43.88	34.13	30.22
经营活动净现金/总债务(X)	0.65	0.75	0.72
经营活动净现金/短期债务(X)	1.47	2.18	2.23
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：2011~2013 年度山东电力财务报表根据新会计准则编制；山东电力 2011~2013 年利息支出未包含资本化利息，财务性利息支出已财务费用代替；由于缺乏数据，2011~2013 年与利息支出相关的指标无法计算。

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。