

**鲁能集团有限公司**  
**2006 年企业债券跟踪评级报告**

**2015 年 6 月**



**上海远东资信评估有限公司**  
**Shanghai Far East Credit Rating Co. , Ltd**

## 鲁能集团有限公司

## 2006 年企业债券跟踪评级报告

编号:【远东跟踪(2015)003号】

## 跟踪评级

发行主体	鲁能集团有限公司
债券存续期间	2006.07.31-2021.07.30
债券规模	10.00 亿元
初次评级	评级时间: 2006.06.12 债项级别: AAA, 评级展望: 稳定
上次评级	评级时间: 2014.06.13 主体级别: AA+, 评级展望: 稳定 债项级别: AAA
本次评级	评级时间: 2015.06.23 主体级别: AA+, 评级展望: 稳定 债项级别: AAA

## 主要财务指标

人民币: 亿元	2012	2013	2014	2015.3
营业收入	120.71	107.35	104.65	21.14
EBIT	44.18	39.05	28.63	--
总资产	978.29	739.22	624.35	643.57
所有者权益	659.56	481.70	333.75	335.43
总债务	160.33	84.92	110.21	126.43
毛利率 (%)	37.36	37.61	37.09	38.61
EBIT 收益率 (%)	37.18	36.85	27.67	--
EBIT 利息保障倍数 (x)	4.12	7.97	6.18	--
净债务/EBITDA (x)	-3.42	0.19	2.07	--
总债务资本化比率 (%)	19.55	14.99	24.82	27.37
经营性净现金流/流动负债 (%)	0.12	0.16	-0.79	--
净资产收益率 (%)	6.09	5.78	4.84	--

注: 1、2012-2014 年数据来源为公司年度审计报告; 2015 年 3 月数据来源于公司未审计财务报表;

2、表中数据计算公式参见附录四。

分析员: 童明媚、胡婕

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

根据国家电网公司总体发展战略要求, 2014 年鲁能集团有限公司 (以下简称“鲁能集团”) 将投资持有的 27 家企业股权划转至旗下全资子公司都城伟业集团有限公司, 在剥离风电等新能源业务后转型为以住宅地产开发为主的房地产企业。跟踪期内, 为加快房地产主业的发展, 鲁能集团融资规模大幅增加, 资产负债率有所上升。收入规模及毛利率水平虽与上年基本持平, 但由于将部分企业股权进行无偿划转, 投资收益有所下降, 盈利空间进一步收窄, 经营效益略有下滑。国家开发银行股份有限公司对本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。

综上, 上海远东资信评估有限公司 (以下简称“远东资信”) 对“06 鲁能债”债券信用等级维持 AAA 级, “06 鲁能债”主体信用等级为 AA+ 级, 评级展望为稳定。

## 优势

- 母公司国家电网公司实力雄厚, 鲁能集团未来发展可获得母公司的大力支持;

- 得益于较强的国资背景, 鲁能集团银企关系较好, 融资渠道较为顺畅。集团目前尚未使用的授信额度可对其后续融资需求给予有力支撑;

- 截至 2015 年 3 月末鲁能集团已确权待开发土地面积积约 1.28 万亩, 主要分布在北京、济南、大连、海南、成都、南京等地。集团拥有的土地储备可为其房地产业务提供一定的发展空间。

## 关注

- 受房地产市场环境变化及项目定位等因素影响, 鲁能集团 2014 年度房产销售业绩出现回落; 由于库存规模较大, 未来面临一定的去库存压力;

- 随着房地产项目的陆续开工及酒店、商业物业的持续投入, 鲁能集团未来投资支出较大, 需关注其后续资金压力。

## 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。

## 跟踪评级报告

### 提示性说明

根据国家电网公司总体发展战略要求，鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”或“集团”）于 2014 年将所持有的 27 家企业股权及在建工程划转至旗下全资子公司都城伟业集团有限公司（以下简称“都城伟业”）后，又于同年 8 月将都城伟业股权整体上划至国家电网公司。受股权转让事件影响，2014 年纳入鲁能集团合并报表范围的企业共计 35 家（较上年同期新增 4 家、减少 35 家），合并范围变化情况详见附录一。

### 企业概况

鲁能集团有限公司成立于 2002 年 12 月，成立初期系以电、房地产、铝、港运物流为主营业务的多元化企业。2010 年山东电力集团公司将其持有的鲁能集团 100% 股权无偿上划至国家电网公司后，鲁能集团成为国家电网公司的全资子公司。此后，鲁能集团陆续获得国家电网公司注资，资本实力得以进一步增强，截至 2014 年末集团注册资本为人民币 200.00 亿元。

国家电网公司接管鲁能集团后即对其产业结构进行调整，继陆续剥离煤电、铝、港口码头业务后，将鲁能集团重新定位为房地产和矿产资源投资开发平台，核心业务包括住宅地产、商业地产及贸易、新能源、矿业等四个业务板块。2013 年 6 月鲁能集团总部迁至北京，旗下全资子公司都城伟业作为集团本部管理平台，行使管理职能。其后，根据国家电网公司总体发展战略要求，鲁能集团于 2014 年对都城伟业以现金方式增资 140.00 亿元后，又将所持有的 27 家企业股权及部分在建工程划转至都城伟业，同年 8 月都城伟业股权整体上划至国家电网公司，成为与公司平级的国家电网公司全资子公司。而鲁能集团原有功能定位亦改为两家公司共同的功能定位，其中：鲁能集团主要定位为以住宅地产为主营业务的投资主体，同时管理运营其他业务，而都城伟业则主要定位为以优良物业（含养老地产）、清洁能源为主营业务的投资主体。两家公司按照“两块牌子、一套人马”的方式运作，由鲁能集团现有管理团队同时管理运营。

受股权转让事件影响，2014 年纳入鲁能集团合并报表范围的为 35 家企业，除当年新增上海鲁能酒店管理有限公司、成都鲁能置业有限公司等 4 家子公司外，另有 35 家企业不再纳入集团合并报表。截至 2014 年末，鲁能集团总资产 624.35 亿元，净资产 333.75 亿元，全年实现营业收入 104.65 亿元，净利润 19.74 亿元。

表 1：鲁能集团 2013-2014 年营业收入构成情况一览

项 目	2013 年		2014 年	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
主营业务收入				
其中：产品销售	85.63	79.77	84.14	80.40
商品销售	10.19	9.49	10.2	9.75
其他	10.14	9.45	9.14	8.73
其他业务收入				
其中：投资性房地产	1.33	1.24	0.6	0.57
培训服务及手续费	0.01	0.01	0.01	0.01
其他	0.05	0.05	0.56	0.54
合 计	107.35	100.00	104.65	100.00

数据来源：集团审计报告，远东资信整理

注：主营业务收入中的“产品销售收入”主要为房产销售收入、“商品销售收入”主要为商场运营收入、“其他收入”主要为酒店服务、物业服务、体育文化收入等；其他业务收入中的“投资性房地产”及“其他”主要是一些零星的租金收入及管理费收入。

## 业务运营

2014 年鲁能集团将投资持有的天津鲁能置业有限公司、文安鲁能生态旅游开发有限公司、海阳富阳置业有限公司、海南亿隆城建投资有限公司等地产公司；甘肃新泉风力发电有限公司、新疆达坂城广恒新能源有限公司、陕西鲁能靖边风力发电有限责任公司、新疆哈密广恒新能源有限公司、内蒙古新锦风力发电有限公司等新能源公司以及部分参股公司（共计 27 家企业）股权及在建工程——四惠桥项目划转至都城伟业，以 2013 年 12 月 31 日为基准日，划转资产总额 219 亿元，负债总额 112 亿元，所有者权益 107 亿元。

产权整合完成后，都城伟业定位为以持有型物业（含养老地产）、清洁能源为主营业务的集团型企业。母公司国家电网公司计划通过加大产业培育力度，争取将持有物业板块和清洁能源板块分别上市。而鲁能集团则在剥离风电等新能源业务后，转型为以住宅地产为主营业务的企业集团，同时运营管理旗下的商业物业。

## 住宅地产开发

**2014 年我国房地产市场在下行压力下调整，上半年房地产市场需求回落，商品住宅库存高企。下半年，随着限购、限贷手段逐步退出，加之中央推出一系列刺激住房需求的措施，四季度开始呈现市场需求上升、走势企稳的态势**

2014 年我国房地产市场在下行压力下调整，上半年中央层面未出台具体的调控政策，而是延续了 2013 年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在分类调控

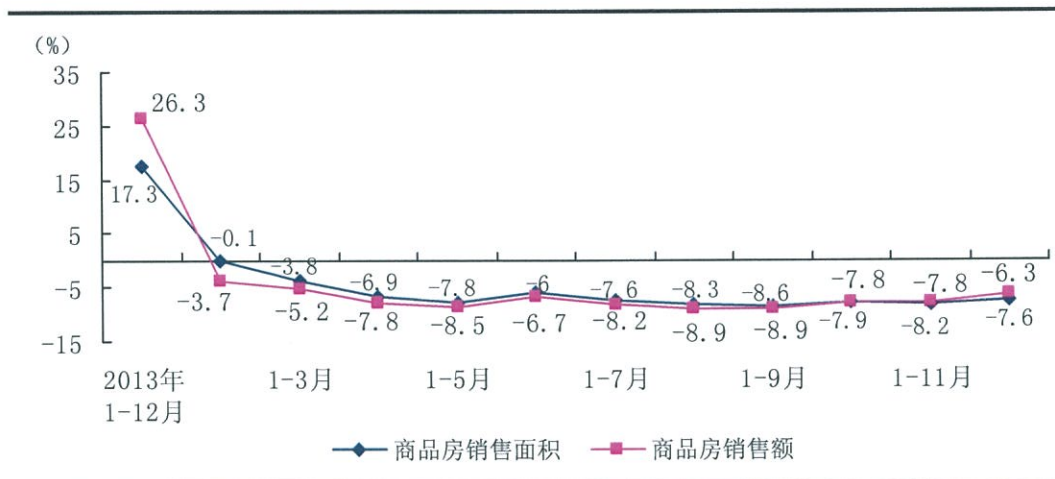
政策基调下，2014 年初部分热点一、二线城市并未放松监管，调控力度反而有所加大。在此背景下，房地产行业呈现低迷走势，1-5 月全国商品房成交面积、成交金额持续下滑，且同比降幅不断扩大。由于去化难度加大，城市商品房库存以及去化周期开始攀升。为促进销售、降低库存，房价开始出现松动。

2014 年 5 月，70 个大中城市新建商品住宅价格环比下跌，跌幅为 0.2%，这是继 2012 年 6 月以来房价首次环比下降。6 月，在房价下调、开发商为冲刺半年目标采取各种优惠促销的刺激下，积累了近半年的部分购房需求集中释放，商品房销售的同比降幅有所收窄。国家统计局数据显示，1-6 月全国商品房销售面积 48365 万平方米，同比下降 6.0%，降幅比 1-5 月份收窄 1.8 个百分点，其中住宅销售面积下降 7.8%，降幅较前 5 个月收窄 1.4%；商品房销售额 31133 亿元，下降 6.7%，降幅比 1-5 月份收窄 1.8 个百分点，其中住宅销售额下降 9.2%，降幅较前 5 个月收窄 1%。

2014 年下半年，住建部在 7 月召开的会议上要求各地加强房地产结构调整、积极消化库存，此举加快了各地退出限购政策的步伐。7、8 月份出台解除限购文件的城市超过 30 个，政策退出最为密集，且部分第一轮采取定向放松限购政策的城市也加大放松力度，宣布全面放松限购。至年末，全国 47 个限购城市中仅北京、上海、广州、深圳、三亚 5 个城市未做调整坚持限购，其余 42 个城市中有 32 个宣布全面取消限购。但第三季度的成交并未明显改善，直至 9 月 30 日央行限贷松绑政策<sup>1</sup>出台，市场开始呈现需求上升、走势企稳的态势。国家统计局公布的数据显示：2014 年商品房销售面积 120649 万平方米，比上年下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；全国商品房销售额 76292 亿元，比上年下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。

受上半年需求回落等因素影响，开发商亦主动收缩规模，2014 年全国房地产开发投资 95036 亿元，比上年名义增长 10.5%（扣除价格因素实际增长 9.9%），其中住宅投资增长 9.2%。房屋新开工面积 179592 万平方米，比上年下降 10.7%，其中住宅新开工面积下降 14.4%。房地产开发企业土地购置面积 33383 万平方米，比上年下降 14.0%。

图 1：全国商品房销售面积及销售额增速同比变化情况



数据来源：国家统计局，远东资信整理

<sup>1</sup> 指中国人民银行与中国银行业监督管理委员会联合发布的《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》。

另从不同城市类型的房价走势来看，2014年上半年三线城市房价率先下跌，其次为二线城市，一线城市相对较坚挺。进入2014年下半年后，各线城市的房价环比均持续负增长，10月份后，一线城市房价降幅开始明显收窄，并于12月止跌回升。

2015年一季度，全国房地产开发投资16651亿元，同比名义增长8.5%（扣除价格因素实际增长9.5%），其中住宅投资增长5.9%。房屋新开工面积、商品房销售面积及销售额则受上年同期基数较高影响，同比继续下降，降幅分别为18.4%、9.2%和9.3%。但根据国家统计局发布的70个大中城市住宅销售价格数据显示：2015年3月70个大中城市新建商品住宅价格环比下降的城市比上月减少16个；持平和上涨的城市分别比上月增加6个和10个；二手住宅价格环比下降的城市比上月减少13个；持平和上涨的城市分别比上月增加6个和7个。一线城市新建商品住宅价格和二手住宅价格环比综合平均，分别由上月的下降0.1%和持平转为上涨0.2%和0.3%。二、三线城市新建商品住宅价格和二手住宅价格环比综合平均虽仍然下降，但降幅均比上月有所收窄。随着环比房价由降转升，同比房价降幅预计将收窄，并逐渐企稳。而随着楼市新政影响的逐步显现，3月70个大中城市新建商品住宅成交量比2月份增加65.9%，为21.7万套，环比销售量亦明显回升。

**从集团土地储备占比较多的济南楼市情况来看，主要呈现先抑后扬的走势，2014年上半年受全国金融政策趋紧的影响，部分刚需、改善型购房者的购房需求受到抑制，下半年随着楼市限购政策取消，市场成交出现上涨**

鲁能集团旗下的房产项目及土地储备主要集中于北京、济南、大连、重庆、宜宾、海南（海口、三亚）等一、二线城市。从目前集团已确权待开发土地面积占比较多的济南地区的情况来看，2014年济南楼市主要呈现先抑后扬的走势，上半年受全国金融政策趋紧的影响，首套房利率普遍在基准利率的基础上上浮5%-10%，同时9折房贷利率彻底取消，抑制了不少刚需、改善型购房者的购房需求。2014年3月，部分开发商选择以价换量并直接导致房价的下跌。4月济南一手房房价指数为1145.2点，环比3月下降24个百分点，跌幅达到2.05%，远高于全国指数跌幅。随着7月正式取消楼市限购政策，市场成交出现上涨，当月成交商品房12400套，相较于2014年6月的6459套环比上涨92%。总的来看，2014年济南房地产投资仍保持稳定增长，全年房地产开发投资917.4亿元，增长27.2%，其中住宅投资增长19.5%；房屋施工面积5257.6万平方米，增长9.4%，其中住宅施工面积增长7.8%；商品房销售面积864.9万平方米，增长5.5%，其中住宅销售面积增长2.9%。

**2013年集团旗下项目进入集中销售期，住宅地产业务经营状况较往年有所好转，但在2014年整个行业景气度下行的背景下，集团旗下房产项目销售表现欠佳**

2013年集团旗下项目进入集中销售期，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%；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（详见表2）。2014年

集团加快项目建设进度，新开工面积及竣工面积均较上年有所增长，但受宏观政策环境影响，销售表现欠佳，全年实现合同销售额 78.61 亿元，较上年减少 26.25 亿元，实现销售回款 67.27 亿元，较上年减少 41.90 亿元。

表 2：鲁能集团 2012-2014 年住宅地产运营情况

指标	2012 年	增幅 (%)	2013 年	增幅 (%)	2014 年	增幅 (%)
新开工面积 (万平方米)	94.70	99.03	135.59	43.18	200.63	47.97
竣工面积 (万平方米)	79.74	-32.81	85.50	7.22	111.81	30.77
合同销售金额 (亿元)	100.55	48.72	106.59	6.01	78.61	-26.25
销售均价 (元/平方米)	8665.86	5.18	10414.65	20.18	12083.15	16.02
销售回款 (亿元)	93.58	48.21	115.78	23.72	67.27	-41.90

数据来源：集团提供，远东资信整理

集团城市高端别墅和旅游度假产品占比较大，同时因 2014 年整个行业景气度下行导致项目去化难度加大，集团待售项目未来能否如期销售及运营尚存不确定性，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 2014 年末储备的土地面积约 1.28 万亩，主要集中于北京、济南、大连、海南、成都、南京等地。集团拥有的一定规模土地储备为其未来房地产业务提供一定的发展空间。

### 商业地产运营管理

近年来，网络零售市场交易规模的快速增长给实体零售业带来一定冲击，2014 年集团旗下商业物业坪效较上年略有下降，但因经营面积有所增加，全年收入规模与上年基本持平

国家统计局公布的数据显示：2014 年 1-12 月我国社会消费品零售总额达 26.24 万亿元，同比增长 12.0%，其中网络购物继续保持较高的增长势头，2014 年全年网上零售额为 2.79 万亿元，同比增长 49.7%；限额以上单位网上零售额增长 56.2%，网络零售占零售总额的比重已超过 10%。中国网络零售市场交易规模自 2009 年开始，每年均以 50% 以上的增长率高速发展。从目前发展情况看，电商已在电子产品、廉价衣履及图书等领域给实体零售业带来一定冲击。

目前，商业地产运营方主要通过积极调整招商策略，更多的引入餐饮、儿童及娱乐类强体验性业态来替代电子产品、廉价衣履等因电商兴起而被挤占的业态空间，故近几年中国线下消费规模仍以每年 2 万亿元左右的增量稳定增长，但网络零售市场交易规模快速增长对实体零售业带来的影响需关注。

鲁能集团旗下的商业物业主要集中在济南地区，且以大型商场、购物中心等业态为主。



2014 年集团旗下的商业物业可经营面积有所增加，但单位坪效<sup>2</sup>较上年略有下降，集团 2014 年度实现 10.2 亿元商场运营收入，收入规模与上年基本持平。

表 3：鲁能集团商业地产运营情况一览

已运营商场	可经营面积（平方米）		坪效（元/平方米·天）	
	2013 年	2014 年	2013 年	2014 年
济南贵和购物中心	42504.67	57122.00	27.96	33.36
济南贵和商厦	29273.84	29273.84	39.90	33.46
济南贵和体育店	13700.00	13700.00	34.05	33.78
贵生公司	742.00	797.96	701.43	641.86
小计	<b>86220.51</b>	<b>100893.80</b>	<b>38.78</b>	<b>38.26</b>

数据来源：集团提供，远东资信整理

### 酒店运营管理

受中央严控“三公消费”、星级酒店供给持续增长，成本上升造成利润空间下降等因素的影响，国内星级酒店行业整体下行，2014 年集团酒店板块经营状况弱化

酒店业作为直接消费产业，是对经济变化敏感度较高的行业，经济增长速度的变化直接影响该行业的发展。随着我国 GDP 增速放缓，国内星级酒店收入增速亦随之开始放缓，2013 年以来受中央严控“三公消费”、星级酒店供给持续增长，成本上升造成利润空间下降等因素影响，我国星级酒店面临行业整体下行的困境。国家旅游局公布的统计数据显示，2014 年一至四季度我国星级饭店营业收入环比虽小幅增长，但与 2013 年相比仍有一定差距，2014 年全年我国酒店业收入、利润仍持续走低。

表 4：我国星级饭店 2014 年统计情况一览

	饭店家数(家)	营业收入(亿元)	平均房价(元/间夜)	平均房价比较		平均出租率(%)	平均出租率比较	
				环比(%)	同比(%)		环比(%)	同比(%)
一季度	11906	486.65	321.89	-4.02	-0.27	48.44	-14.46	-5.19
其中：四星级	2400	161.94	341.76	-4.20	-3.80	48.68	-15.98	-5.65
五星级	759	166.97	678.31	-2.59	-3.27	49.08	-15.27	-3.19
二季度	11955	522.77	325.80	1.21	-0.20	54.35	12.20	-2.95
其中：四星级	2429	171.68	345.47	1.08	-2.93	54.80	12.56	-3.16
五星级	758	184.92	666.33	-1.77	-4.72	56.13	14.38	-0.41
三季度	11727	548.16	324.40	-0.43	-3.29	58.31	7.29	-1.82

<sup>2</sup> 坪效指的是每坪面积可以产出多少营业额，它是通用的衡量商场经营效益的指标。

	饭店家数(家)	营业收入(亿元)	平均房价(元/间夜)	平均房价比较		平均出租率(%)	平均出租率比较	
				环比(%)	同比(%)		环比(%)	同比(%)
其中：四星级	2427	182.46	344.40	-0.31	-5.24	59.53	8.65	-1.31
五星级	759	189.44	643.78	-3.38	-4.84	58.39	4.02	0.09
四季度	11600	580.48	337.86	4.15	0.75	56.05	-3.88	-1.02
其中：四星级	2431	193.68	346.13	0.50	-2.98	57.75	-2.99	-0.34
五星级	783	205.91	659.36	2.42	-5.31	57.90	-0.84	-0.04

数据来源：国家旅游局网站，远东资信整理

2013年末鲁能集团旗下拥有酒店15家，其中正常运营的13家。2014年因股权转让，集团划出北京贵都、北京信谊等多家酒店，年末实际管理运营的酒店较上年减少6家<sup>3</sup>。与此同时，受国内星级酒店景气度下行的影响，加之自身施工改造，公司旗下酒店经营不佳，2014年酒店经营板块实现营业收入1.46亿元，同比减少0.84%；净亏损0.48亿元（2013年净亏损0.55亿元）。在如今国内星级酒店行业整体下行的背景下，预计鲁能集团酒店板块运营情况短期内难以得到改善。

表 5：2014 年集团酒店经营情况一览

酒店名称	星级	收入(万元)		利润总额(万元)		出租率(%)		平均房价(元/间/天)	
		2013年	2014年	2013年	2014年	2013年	2014年	2013年	2014年
济南贵都	四星级	2425.59	2612.80	-619.15	-349.95	68.40	64.65	262.25	266.27
济南贵和	五星级	1543.81	4270.70	-2964.12	-2562.98	10.58	61.50	727.57	773.93
济南信谊	--	1215.74	1401.10	-275.26	-45.85	84.05	70.42	231.73	260.24
三亚华源	四星级	1012.33	962.54	-222.07	-217.22	71.83	71.35	294.31	275.97
张家界国宾	四星级	2182.52	2104.79	-623.34	-455.90	63.54	62.30	276.94	254.41

数据来源：集团提供，远东资信整理

## 财务分析

根据国家电网公司产权整合规划，2014年鲁能集团将所持有的27家企业股权及在建工程划转至都城伟业，并将都城伟业100%股权整体上划至国家电网公司。受股权转让事件影响，2014年纳入集团合并报表范围的企业家数较上年同期发生较大改变（其中：新增4家、减少35家），由此造成集团2012-2014年财务数据有较大变动。

**集团适度利用财务杠杆加快其房地产主业的发展，随着项目开发节奏加快以及土地购置支出增加，经营性现金流呈净流出状态，集团资金压力加大**

<sup>3</sup> 海口希尔顿酒店、三亚山海天万豪酒店于2014年下半年基本建成，因尚处试运营阶段，无具体的经营数据，故未在表3中填列。

近年来，随着鲁能集团产业定位的调整，集团逐渐转型为以住宅地产为主营业务的投资主体。从集团近年房地产开发情况来看，2011 年受制于国家宏观调控政策影响，集团结合对市场和政策的分析判断，采取压缩开发规模的投资策略，当年新开工面积仅 35.02 万平方米。2012 年以来随着国内房地产市场逐步回暖，集团加快对现有大盘项目的开发，开工面积逐年增加，2012-2014 年新开工面积分别为 94.70、135.59 和 200.63 平方米，2015 年计划新开工面积 442.04 平方米。

随着集团加大住宅地产项目的投入，其融资需求逐年增加，总债务由 2013 年末的 84.92 亿元增至 2014 年末的 110.21 亿元，增幅 29.78%，截至 2015 年 3 月末总债务进一步增至 126.43 亿元（其中外部金融机构借款 73.46 亿元，企业债券 16 亿元，因都城伟业股权上划形成的关联方借款 36.97 亿元）。债务规模的增加虽使集团资产负债率以及总债务资本化比率较上年同期有所上升（分别由上年的 34.84%和 14.99%升至 46.54%和 24.82%），但考虑到流动负债中预收账款占比 40.69%，若剔除这部分因素的影响，集团资产负债率仅为 38.75%。与此同时，集团自身资本实力较强，2010 年以来陆续获得国家电网公司注资后，实收资本增至人民币 200.00 亿元，2014 年股权转让使资本公积较上年大幅缩减，年末集团净资产同比减少 30.17%，为 333.75 亿元，但权益资本对债务的覆盖程度仍较高。可见，集团适度利用财务杠杆加快了房地产主业的发展，同时因自有资本实力较强，财务结构仍较为稳健。

从集团资产的构成情况看，主要集中在货币资金、其他应收款、存货等流动资产，流动资产占总资产的比重为 71.81%。2014 年随着新开工项目的增加，集团开发成本有所上升，存货余额由上年末的 225.03 亿元增至 363.70 亿元，但由于项目建设资金投入较多，货币资金存量同比有所减少，同时因收回国家电网旗下部分省电力公司和都城伟业下属子公司的委托贷款，致使其他应收款同比减少 196.17 亿元，流动资产由上年的 539.94 亿元减少至 448.34 亿元。

非流动资产方面，2014 年末集团可供出售金融资产价值增加 14.41 亿元。同时，随着海口希尔顿酒店、三亚山海天万豪酒店、济南领秀城综合体商场等项目基本建成投运，加之上海南京路酒店、宜宾皇冠假日酒店等在建商业地产项目陆续推进，2014 年末集团固定资产及在建工程较上年末增加 24.43 亿元。因划出北京贵都、北京信谊等多家酒店，2014 年末集团实际管理运营的酒店较上年末减少 6 家，由此导致投资性房地产科目余额大幅下降。与此同时，因收回 24.72 亿元长期委托贷款，集团非流动资产较上年减少 23.29%。

从集团负债的构成情况看，2014 年末流动负债占负债总额的 67.17%，其中短期借款 27.35 亿元（其中 6.55 亿元为关联方借款），较上年增加 19.83 亿元；当年因按期偿还 2009 年发行的 5 年期中期票据，一年内到期的非流动负债同比减少 29.44 亿元，两者合计占流动负债的比重由上年末的 19.33%略降至 14.99%。2014 年集团住宅地产合同销售额为 78.61 亿元，同比减少 26.25%，同期预收账款余额较上年末减少 19.70 亿元，预收账款占流动负债的比重由上年末的 49.30%降至 40.69%。但因地产项目投入规模加大造成应付账款余额增加 7.36 亿元，加之其他应付款同比大幅增加，年末流动负债仅较上年减少 2.92%，为 195.20 亿元。

集团的非流动负债主要集中于长期借款、应付债券和递延所得税负债等。随着集团加快

对现有项目的投入，其建设资金需求较大，2014 年末长期借款较上年末增加 34.90 亿元。而随着集团持有的可供出售金融资产公允价值大幅上升，集团确认的递延所得税负债较上年增加 4.02 亿元。受上述因素影响，集团非流动负债较上年增加 38.94 亿元（其中外部金融机构借款 2.4 亿元，关联方借款 36.5 亿元）。

2014 年集团房地产销售回款较慢，同时随着项目开发节奏加快以及土地购置支出增加，经营性现金净流出 155.65 亿元。投资活动方面，集团当年除收回前期股权投资款外，另收回国家电网旗下部分省电力公司和都城伟业下属子公司的委托贷款，使得投资性现金净流入 106.36 亿元，但无法覆盖集团经营性现金净流出额，集团资金压力加大。

表 6：集团 2012-2014 年部分指标变化情况

指 标	2012 年	2013 年	2014 年
总资产（亿元）	978.29	739.22	624.35
长期债务（亿元）	121.62	46.05	80.95
总债务（亿元）	160.33	84.92	110.21
所有者权益（亿元）	659.56	481.70	333.75
资产负债率（%）	32.58	34.84	46.54
总债务资本化比率（%）	19.55	14.99	24.82
EBIT 利息保障倍数（X）	4.12	7.97	6.18
经营性现金净流量（亿元）	23.81	29.85	-155.65
投资性现金净流量（亿元）	5.56	-243.80	106.37

数据来源：集团提供，远东资信整理

### 得益于较强的国资背景，集团融资渠道较为顺畅，且对外担保规模不大，或有风险较小

得益于较强的国资背景，集团与农业银行、建设银行、中信银行、招商银行等金融机构保持了长期良好的合作关系。截至 2015 年 3 月末，鲁能集团在各金融机构共有综合授信额度 148.37 亿元，其中未使用额度为 76.64 亿元，集团银企关系较好，融资渠道较为顺畅。

截至 2014 年末，集团未清担保余额为 25.15 亿元（其中：对集团内担保 23.49 亿元，对集团外担保 1.66 亿元），担保余额较上年末增加 3.34 亿元，担保比率为 7.54%。由于 90%以上的担保系对集团内担保，集团面临的或有风险相对较小。对外担保方面，集团对山东济荷高速公路有限公司提供的担保金额为 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金额为 0.03 亿元。截至跟踪评估日，集团对山东济荷高速公路有限公司的担保尚未解除；而天津立达集团有限公司因逾期未归还贷款，天津广宇股份有限公司于 2011 年经法院终审相应承担连带责任，2011 年末确认预计负债 0.03 亿元。

### 集团 2014 年度收入规模及毛利率水平与上年基本持平，但由于投资收益大幅

## 下降，盈利空间有所收窄，经营效益略有下滑

2014 年集团房地产产品结构性问题突出，城市高端别墅和旅游度假产品占比较大，导致项目去化难度加大，合同销售额同比降幅较大（详见表 2）。但由于 2013 年有部分房款留待 2014 年结转，集团 2014 年仍实现营业收入 104.65 亿元，同比下降 2.52%。经过产权整合，鲁能集团成为住宅地产开发平台，房地产主业较为突出，房产销售收入占集团总收入的 82.67%。

2014 年集团发生期间费用 15.45 亿元，较上年下降 4.80%。营业费用方面，因房地产企业和商贸企业加大销售宣传推广力度，销售费用增加 8.71%。管理费用方面，集团结合内外部形势和国家电网公司要求，持续加强对“三公”经费支出管控，对各单位“三公”经费支出等八项特控费用按月进行统计监控，使得管理费用有所下降。财务费用方面，下属各房地产公司由于加快在建项目的开发，资金使用量增加，但由于北京顺义公司贷款合同性质改变，2014 年利息资本化金额较多，当年财务费用同比减少 35.21%。

2014 年集团将持有的 5 家煤电和风电参股企业股权无偿划转至都城伟业，导致联营企业投资收益减少（2013 年 5 家参股企业确认投资收益 9.96 亿元）；此外，由于房地产项目建设占用的资金量增加，2014 年收回对集团外部（国家电网公司系统内部分省电力公司）委托贷款，导致委托贷款投资收益减少 4.8 亿元。集团的投资收益由上年的 22.16 亿元减少至 2014 年的 13.52 亿元。

2014 年集团实现营业利润 25.40 亿元，较上年减少 26.72%；实现利润总额 26.03 亿元，较上年减少 25.19%。总体来看，集团 2014 年度收入规模及毛利率水平与上年基本持平，但由于投资收益大幅下降，盈利空间有所收窄，经营效益略有下滑。

## 募集资金项目进展

集团于 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 5）。

表 7：募集资金项目情况（截至 2015 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责任公司一期	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 月验收结束
<b>合计</b>		<b>84.65</b>	

数据来源：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,集团将所持有的山西鲁晋王曲发电有限责任公司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”,原股票代码000602),2012年2月金马集团整体转让至国网能源开发有限公司。重组完成后,集团仍作为“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。国开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”)和全国社会保障基金理事会(以下简称“社保基金理事会”)共同发起设立,截至2014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%。

国开行作为政府的开发性金融机构,主要职能是通过开展中长期信贷与投资等金融业务,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。

多年来,国开行贯彻国家宏观经济政策,积极发挥开发性金融在重点领域、薄弱环节、关键时期的功能和作用,筹集和引导社会资金,缓解经济社会发展的瓶颈制约,致力于以中长期投融资推动市场建设,支持基础设施、基础产业、支柱产业以及战略性新兴产业等重点领域发展和国家重大项目建设;支持新型城镇化建设、区域协调发展和产业转型升级,发展普惠金融,支持保障性安居工程等民生领域发展;拓展国际合作业务,服务“走出去”战略,积极拓展国际合作业务。

2014年全球经济复苏分化扩大,国际金融市场波动加剧,中国经济发展进入新常态,经济下行压力加大。为应对投资增速下行压力,国开行发挥开发性金融逆势稳增长作用,优化资源配置,加大信贷投放力度,引导社会资金支持实体经济发展,全年共发放人民币贷款1.84万亿元,同比增长20%;成立住宅金融事业部倾力支持棚户区改造项目,全年发放棚改贷款4086亿元;支持新型城镇化综合试点,推动设立集成电路产业基金等政策性基金,发行933亿元信贷资产支持证券助力结构调整,发放铁路贷款1195亿元、水利贷款814亿元;参与“一带一路”等战略规划,研究支持京津冀协同发展政策措施,出台振兴东北、支持长江经济带、援疆援藏等专项意见;加大对小微企业、扶贫开发、教育等民生领域支持力度,减免棚改和小微企业中间业务收费25亿元,助力缓解融资难融资贵;服务构建全方位对外开放新格局,推动一批国际重大项目取得进展,外汇贷款发放超千亿美元,为服务国家发展做出一定贡献。

2014 年国开行坚持稳中求进总基调，认真贯彻国家宏观经济政策，主动发挥开发性金融与中长期投融资的优势和作用，服务稳增长、促改革、调结构、惠民生，各项业务稳健发展。与此同时，面对资金市场变化，国开行优化负债结构，推动资金来源多元化；服务实体经济，加大重点领域信贷投放；加强经营管理和风险管控，经营业绩保持稳健增长。

截至 2014 年末，国开行资产总额人民币 103170.30 亿元，同比增长 25.86%。贷款作为国开行的核心资产，约占其总资产的 74.34%。当年，国开行发放贷款及垫款净额人民币 76693.51 亿元，同比增长 10.67%，其中人民币贷款净额 61071.92 亿元，同比增长 11.89%，外币贷款净额折人民币 15621.59 亿元，同比增长 6.14%，国开行继续保持中国中长期投融资和对外投融资合作主力银行地位。截至 2014 年末，国开行负债总额人民币 96361.90 亿元，同比增长 26.33%。债券作为其最主要的融资来源，年末余额为人民币 63535.59 亿元，同比增长 8.78%，占总负债的 65.93%。

2014 年受国内外复杂多变的经济金融形势影响，国内银行业不良贷款率整体有所上升。国开行有效管控风险，资产质量总体保持稳定，累计本息回收率 99.22%，不良贷款率 0.65%（较年初上升 0.17 个百分点），已连续 39 个季度控制在 1% 以内。2014 年计提拨备人民币 555.25 亿元，贷款拨备率为 3.43%，防控风险能力进一步加强。

利息净收入是银行主要的收入来源，2014 年国开行共计实现利息净收入 1786.90 亿元，同比增长 4.19%。中间业务提质增效，收入结构进一步多元化，在保持银团贷款市场主导地位的同时，理财、票据等业务收入快速增长，2014 年实现手续费及佣金净收入 139.38 亿元，同比增长 16.75%。

2014 年国开行经营效益进一步提高，通过利润留存和超额拨备增强内生资本积累能力，通过发行二级资本债人民币 120 亿元补充外部资本，优化资本总量和结构，强化资本约束，合理控制风险资产增速，有效支持业务稳健发展。当年实现营业利润 1288.81 亿元，同比增长 21.83%，实现净利润 977 亿元，资产收益率（ROA）及净资产收益率（ROE）分别为 1.06% 和 15.63%。

截至 2014 年末，国开行资本总额人民币 8695 亿元，核心一级资本总额和一级资本总额人民币 6503 亿元，资本充足率 9.06%，核心一级资本充足率和一级资本充足率 6.77%。国开行的资产质量继续保持同业领先水平，可持续发展和抗风险能力进一步增强。另按照国务院关于同意国家开发银行深化改革方案的批复，近期国家有关部门将合理补充国开行资本金，资本充足率水平将进一步提升。

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，能为集团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。

附录一：鲁能集团合并范围及其变化情况：

企业名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比 例 (%)	投资额 (万元)	是否 合并
山东鲁能亘富开发有限公司	房地产开发经营	155000.00	100.00	160617.35	是
大连神农科技有限责任公司	房地产开发经营	85000.00	100.00	111000.00	是
海南三亚湾新城开发有限公司	房地产开发经营	103000.00	100.00	108462.48	是
北京顺义新城建设开发有限公司	房地产开发经营	70000.00	100.00	90340.00	是
海南英大房地产开发有限公司	房地产开发经营	68000.00	100.00	69860.75	是
济南天地置业有限公司	房地产开发经营	29968.67	100.00	61812.30	是
大连鲁能置业有限公司	房地产开发经营	60773.66	80.00	54462.66	是
海南盈滨岛置业有限公司	房地产开发经营	30000.00	50.00	15000.00	是
天津广宇发展股份有限公司	房地产开发经营	51271.76	20.82	13401.28	是
宜宾鲁能开发(集团)有限公司	房地产开发经营	20000.00	100.00	13311.19	是
海南永庆生态文化旅游业有限公司	房地产开发经营	20000.00	50.00	10000.00	是
鲁能英大集团有限公司	房地产开发经营	22133.70	100.00	7055.90	是
北京鲁能物业服务有限责任公司	房地产开发经营	500.00	75.00	375.00	是
山东鲁能朱家峪开发有限公司	房地产开发经营	6700.00	100.00	6700.00	是
山东曲阜鲁能投资开发有限公司	房地产开发经营	6000.00	100.00	6000.00	是
北京鲁能陶然房地产开发有限公司	房地产开发经营	9767.81	64.51	6300.98	是
重庆鲁能开发(集团)有限公司	房地产开发经营	20000.00	100.00	9591.82	是
重庆鲁能英大置业有限公司	房地产开发经营	10000.00	70.00	7000.00	是
张家界国宾酒店有限公司	酒店服务业	12710.79	100.00	13485.70	是
三亚华源温泉海景度假酒店有限公司	酒店服务业	3000.00	100.00	6755.99	是
济南贵和皇冠假日酒店有限责任公司	酒店服务业	38550.00	100.00	38550.00	是
内蒙古包头广恒新能源有限公司	风力发电	6000.00	100.00	6000.00	是
内蒙古克什克腾旗广恒新能源开发有限公司	风力发电	1800.00	82.00	1476.00	是
山东鲁能泰山足球俱乐部股份有限公司	体育文化业	4456.06	95.52	4256.06	是
山东鲁能乒乓球俱乐部股份有限公司	体育文化业	1000.00	94.00	987.12	是
山东鲁能泰山发展有限公司	体育文化业	3000.00	90.00	2700.00	是
山东鲁能物资集团有限公司	贸易经纪与代理	101200.00	100.00	61363.65	是
山东鲁能商贸有限公司	贸易经纪与代理	16834.00	100.00	18245.11	是
山东鲁能三公招标有限公司	贸易经纪与代理	500.00	100.00	500.00	是
北京鲁能锦绣绿族科技有限公司	园林生产	1200.00	90.00	2980.81	是
山东鲁能控股公司	投资与资产管理	142659.99	100.00	78133.76	是
成都鲁能置业有限公司(新增纳入合并)	房地产开发经营	30000.00	100.00	30000.00	是
山东鲁能万创置业有限公司(新增纳入合并)	房地产开发经营	5000.00	100.00	5000.00	是
上海鲁能酒店管理有限公司(新增纳入合并)	酒店服务业	5000.00	100.00	5000.00	是
鲁能巴西体育中心(新增纳入合并)	体育文化业	7944.28	100.00	7944.28	是



企业名称	业务性质	持股比例 (%)	是否合并	本年不再纳入合并报表的原因
都城伟业集团有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
文安鲁能生态旅游开发有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
青岛东泰阳置业有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
泰安鲁能投资开发有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
海南亿隆城建投资有限公司	房地产开发经营	60.00	否	已划转出鲁能集团
北京人济置业发展有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
西安鲁能置业有限公司	房地产开发经营	65.00	否	已划转出鲁能集团
新疆达坂城广恒新能源有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
海阳富阳置业有限公司	房地产开发经营	80.00	否	已划转出鲁能集团
北京市长城伟业电力工程有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
天津鲁能置业有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
北京海港房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
北京碧水源房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
上海申电投资有限公司	房地产开发经营	98.75	否	已划转出鲁能集团
厦门闽电投资开发有限公司	房地产开发经营	67.50	否	已划转出鲁能集团
四川九寨沟鲁能生态旅游投资开发有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
吉林鲁能漫江生态旅游开发有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
北京鼎荣茂华房地产开发有限公司	房地产开发经营	70.00	否	已划转出鲁能集团
香港英大投资有限公司	房地产开发经营	100.00	否	已划转出鲁能集团
北京贵都大酒店有限责任公司	酒店服务业	100.00	否	已划转出鲁能集团
北京广俊亿辉酒店投资管理有限公司	酒店服务业	100.00	否	已划转出鲁能集团
国家电网公司青岛疗养院(事业单位)	酒店服务业	--	否	已划转出鲁能集团
北京礼士宾馆有限责任公司	酒店服务业	100.00	否	已划转出鲁能集团
国网深圳能源发展集团有限公司	服务业	100.00	否	已划转出鲁能集团
国家电网(上海)智能电网研发投资有限公司	服务业	60.00	否	已划转出鲁能集团
甘肃新泉风力发电有限公司	风力发电	100.00	否	已划转出鲁能集团
新疆哈密广恒新能源有限公司	风力发电	78.00	否	已划转出鲁能集团
陕西鲁能靖边风力发电有限责任公司	风力发电	100.00	否	已划转出鲁能集团
内蒙古新锦风力发电有限公司	风力发电	65.00	否	已划转出鲁能集团
江苏广恒新能源有限公司	风力发电	60.00	否	已划转出鲁能集团
河北康保广恒新能源有限公司	风力发电	100.00	否	已划转出鲁能集团
新疆吐鲁番广恒新能源有限公司	风力发电	100.00	否	已划转出鲁能集团
山东鲁能菏泽煤电开发有限公司	煤制品制造	83.59	否	已划转出鲁能集团
上海泰朋物资有限公司	贸易经纪与代理	100.00	否	已划转出鲁能集团
深圳国能国际商贸有限公司	贸易经纪与代理	100.00	否	已划转出鲁能集团

附录二：鲁能集团有限公司主要财务数据概要（合并报表）

财务数据（单位：万元）	2012年	2013年	2014年	2015年3月
货币资金	3422741.22	776829.00	467679.95	617331.15
存货	2593813.90	2250250.91	3637001.52	3709130.60
应收票据及应收账款净额	116507.10	17208.91	11444.28	11588.86
其他应收款	254119.12	2295641.17	333957.44	266941.93
流动资产	6721292.12	5399372.29	4483428.81	4639781.98
长期股权投资	384008.78	334371.67	280.34	282.34
固定资产净额	999311.98	90023.24	247652.43	302291.16
在建工程	376252.35	220478.32	307146.05	140873.04
非流动资产	3061587.16	1992877.52	1760046.94	1795871.36
总资产	9782879.28	7392249.81	6243475.75	6435653.34
短期借款及一年内到期的长期借款	380292.09	388698.34	292600.00	383400.00
应付票据及应付账款	379556.90	220114.82	293679.52	265638.42
其他应付款	143421.29	332857.36	499771.24	580694.84
流动负债	1835206.95	2010736.37	1951989.69	2060175.56
长期借款	707875.83	300458.67	649500.09	720904.29
应付债券	508365.74	160000.00	160000.00	160000.00
专项应付款	0.00	95.21	0.00	0.00
非流动负债	1352078.45	564507.87	953939.18	1021159.05
总负债	3187285.40	2575244.24	2905928.87	3081334.61
实收资本	2000000.00	2000000.00	2000000.00	2000000.00
未分配利润	869619.20	1074420.37	1109445.20	1136435.89
少数股东权益	251939.03	148754.80	163429.51	165763.65
所有者权益总额	6595593.88	4817005.57	3337546.88	3354318.73
营业收入	1207094.81	1073525.19	1046538.40	211375.01
主营业务收入	1188304.67	1059590.44	1034826.29	208212.90
营业利润	343462.16	346657.49	254028.38	26911.20
投资收益	248207.56	221609.72	135216.85	4973.12
利润总额	339597.72	348013.17	260344.48	33823.64
净利润	302988.61	330075.83	197409.42	34429.33
少数股东损益	3544.18	28375.32	14712.25	2334.14
经营活动产生的现金净流量	2380083.29	298524.11	-1556516.71	-30534.99
投资活动产生的现金净流量	55607.78	-2437982.52	1063690.96	28632.15
筹资活动产生的现金净流量	2270711.52	-449881.28	177004.83	151553.67

附录三：鲁能集团有限公司主要财务指标

财务指标	2012年	2013年	2014年	2015年3月
毛利率 (%)	37.36	37.61	37.09	38.61
EBIT 收益率 (%)	37.18	36.85	27.67	--
净资产收益率 (%)	6.09	5.78	4.84	--
总资产报酬率 (%)	5.06	4.55	4.20	--
流动比率 (%)	366.24	268.53	229.69	225.21
速动比率 (%)	224.91	156.62	43.36	43.84
现金比率 (%)	186.50	38.63	23.96	29.96
应收账款周转速度 (次)	10.66	16.35	75.03	--
固定资产周转速度 (次)	0.86	1.95	6.13	--
资产负债率 (%)	32.58	34.84	46.54	47.88
EBIT 利息保障倍数 (倍)	4.12	7.97	6.18	--
总债务/EBITDA (倍)	3.01	2.17	3.60	--
净债务/EBITDA (倍)	-3.42	0.19	2.07	--
经营性净现金流/流动负债 (%)	0.12	0.16	-0.79	--
非筹资性净现金流/流动负债 (%)	0.14	-1.11	-0.25	--
经营性净现金流/总债务 (倍)	0.11	0.24	-1.60	--
总债务资本化比率 (%)	19.55	14.99	24.82	27.37
担保比率 (%)	8.65	4.53	7.54	--

## 附录四：主要财务指标定义

EBIT=利润总额+计入财务费用的利息支出；

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产及长期待摊费用摊销；

总债务=短期债务+长期债务；

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的长期借款；

长期债务=长期借款+应付债券；

净债务 = 总债务 - 货币资金；

资本总额 = 总债务 + 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 / 营业收入 × 100%；

EBIT 利息保障倍数 = EBIT / (报告期发生的列入财务费用的利息支出 + 报告期资本化利息)；

总债务资本化比率 = 总债务 / 资本总额 × 100%；

净资产收益率 = 净利润 / [(期初净资产余额+期末净资产余额) / 2] × 100%；

总资产报酬率 = (利润总额+利息支出) / [(期初资产总额+期末资产总额) / 2] × 100%；

流动比率=流动资产/流动负债×100%；

速动比率=(流动资产-存货-预付账款)/流动负债×100%；

现金比率=(货币资金+交易性金融资产)/流动负债×100%；

应收账款周转速度 = 营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) / 2 + (期初应收票据余额+期末应收票据余额) / 2]；

固定资产周转速度=营业收入 / [(期初固定资产+期末固定资产) / 2]；

资产负债率 = 负债总额 / 总资产 × 100%；

经营性现金净流入/流动负债 = 经营性现金净流入 / [(期初流动负债+期末流动负债) / 2] × 100%；

非筹资性现金净流入/流动负债 = 非筹资性现金净流入 / [(期初流动负债+期末流动负债) / 2] × 100%；

担保比率=期末未清担保余额/所有者权益×100%。

## 附录五：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。