

上海远东资信评估有限公司

远东跟踪(2016)004号

鲁能集团有限公司 2016 年跟踪评级 信用等级通知书

鲁能集团有限公司:

通过对贵公司及“06 鲁能债”的信用状况进行跟踪评级,经远东资信信用评级委员会审定,维持“06 鲁能债”AAA 的信用等级。

特此通知

上海远东资信评估有限公司

二〇一六年九月十三日



鲁能集团有限公司
2006 年企业债券
2016 年跟踪评级报告



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

2016 年跟踪评级报告

远东跟踪 (2016) 004 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 主体级别: AA ⁺ , 评级展望: 稳定 债项级别: AAA, 评级展望: 稳定
上次评级	评级时间: 2015.06.23 主体级别: AA ⁺ , 评级展望: 稳定 债项级别: AAA
本次评级	评级时间: 2016.09.19 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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
总资产	739.22	619.75	787.22	990.73
所有者权益	481.70	331.89	337.69	329.40
资本总额	566.62	442.10	560.54	640.17
净债务	7.23	65.80	132.49	178.25
营业收入	107.35	100.24	88.38	41.37
利润总额	34.80	26.04	35.75	5.27
EBITDA	40.92	29.99	41.54	--
经营性现金净流入	29.85	-155.04	-89.84	-28.00
资产负债率(%)	34.84	46.45	57.10	66.75
流动比率(%)	268.53	231.47	254.16	227.74
总债务资本化比率 (%)	14.99	24.93	39.76	48.54
毛利率 (%)	37.61	38.78	42.48	44.32
净资产收益率(%)	5.78	4.86	7.71	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	8.35	6.47	5.12	--
总债务/EBITDA (倍)	0.18	2.19	3.19	--

注: 1、2013-2015 年数据来源为鲁能集团审计报告, 2016 年 6 月数据来源为鲁能集团未经审计的财务报表;

2、表中数据计算公式见附录五。

评级观点

随着业务重心的调整, 近几年鲁能集团有限公司 (以下简称“鲁能集团”或“集团”) 加大住宅地产的开发力度, 项目涵盖济南、重庆、大连、海南等地, 产品包括刚需和高端住宅。2015 年国内房地产市场回暖带来集团合同销售金额的大幅增加, 当年鲁能集团主营业务获利空间扩大, 短期偿债能力较强。同时远东资信关注到, 近年来鲁能集团在建项目较多, 后续资金压力较大, 未来随着房地产区域市场分化加深, 集团相关区域待售项目情况需关注。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担保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”主体信用等级维持 AA⁺ 级, 评级展望维持稳定, 对“06 鲁能债”债券信用等级维持 AAA 级。

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;
- 跟踪期内, 鲁能集团房地产项目所在区域自住和改善性需求增加, 对集团房地产业务的发展形成一定支撑;
- 截至 2016 年 3 月末, 鲁能集团土地储备建筑面积为 1130.91 万平方米, 主要分布在济南、重庆、大连、海南等地, 较多的土地储备可为其房地产业务提供一定的发展空间;
- 作为大型央企之一, 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较大, 可对其后续融资需求给予有力支撑;



分析师:

陈乙歌

电话: 021-61428036

邮箱: chenyige@fecr.com.cn

胡婕

电话: 021-61428126

邮箱: hujie@fecr.com.cn

地址: 上海市杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦
202-203 室

- 国家开发银行股份有限公司资本实力雄厚, 资产质量良好, 综合竞争能力很强, 能为集团本期债券本息的按期偿付提供有力保障。

关注

- 随着房地产区域市场分化加深, 鲁能集团相关区域待售项目销售情况需关注;
- 近年鲁能集团加大住宅地产的投资力度, 在建项目较多, 后续资金需求较大, 其债务负担将有所加重。



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。



一、企业概况

鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”或“集团”）成立于2002年12月，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。随后，鲁能集团陆续获得国家电网公司注资，资本实力不断增强，截至2016年6月末，集团注册资本为人民币200.00亿元，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

鲁能集团成立初期系以电、房地产、铝、港运物流为主营业务的多元化企业。国家电网公司接管鲁能集团后即对其产业结构进行调整，陆续剥离了煤电、铝、港口码头业务，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集团有限公司（以下简称“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，鲁能集团将所持有的以优良物业（含养老地产）、清洁能源为主营业务的27家企业股权及部分在建工程划转至都城伟业，2013年8月都城伟业股权整体上划至国家电网公司，成为与鲁能集团平级的国家电网公司全资子公司。现阶段鲁能集团业务以住宅地产开发为主，同时经营管理旗下的商业地产和酒店等项目。

2015年纳入鲁能集团合并报表范围的企业共34家，较上年新增4家，减少3家。截至2015年末，鲁能集团总资产787.22亿元，净资产337.69亿元。2015年集团实现营业收入88.38亿元，同比减少11.84%；实现净利润25.80亿元，同比增加30.54%。

截至2016年6月末，集团总资产990.73亿元，净资产329.40亿元，1-6月实现营业收入41.37亿元，净利润6.04亿元。

二、业务运营

在国家电网公司的规划下，2014年鲁能集团全资子公司都城伟业股权转让完成，自此集团转型成为以住宅地产为主营业务的企业集团。2014-2015年鲁能集团住宅地产开发业务收入分别为84.77亿元和72.46亿元，占主营业务的比重分别为85.55%和83.25%；酒店及商场运营收入分别为13.34亿元和13.49亿元，占主营业务收入的比重分别为13.46%和15.50%。2016年1-6月，鲁能集团实现主营业务收入40.71亿元，其中住宅地产开发业务收入占比81.86%，酒店及商场运营收入占比15.95%，招标等其他收入占比2.19%（详见表1）。

表 1：鲁能集团 2013-2015 年主营业务收入构成情况一览

单位：亿元

项 目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产销售收入	85.63	80.81%	84.77	85.55%	72.46	83.25%	33.33	81.86%



项 目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
商品销售、酒店等收入	10.19	9.62%	13.34	13.46%	13.49	15.50%	6.49	15.95%
其他收入	10.14	9.57%	0.98	0.99%	1.09	1.25%	0.89	2.19%
合 计	105.96	100.00%	99.09	100.00%	87.04	100.00%	40.71	100.00%

注：主营业务收入中的“商品销售收入”主要为商场运营收入、“其他收入”主要为招标等业务收入。

数据来源：2013-2015 年鲁能集团审计报告及 2016 年 6 月财务报表，远东资信整理

住宅地产开发

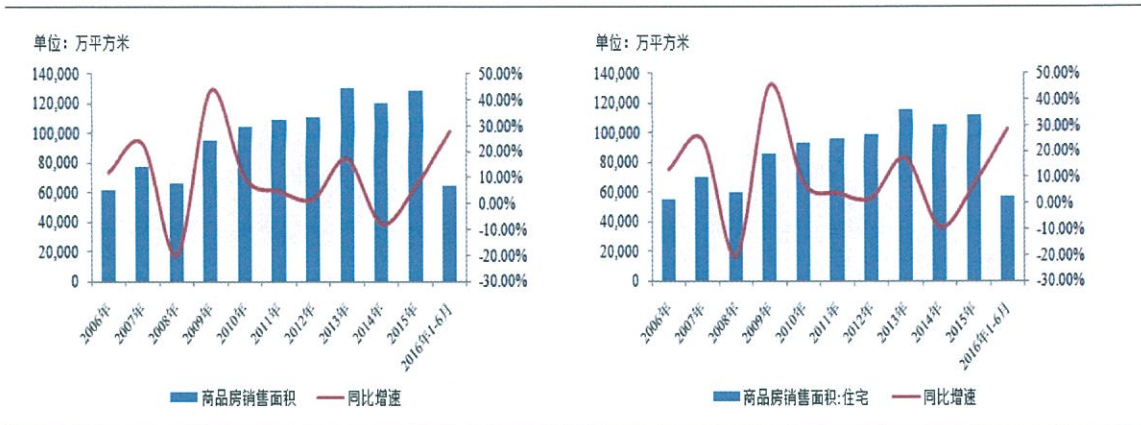
较为宽松的房地产政策释放了居民的购房需求，2015 年以来我国商品房销售增速整体保持平稳，一线城市房价上涨明显；但受“因城施政”指导方针影响，2016 年一线城市房价上涨有所放缓，市场热点逐步向核心二线城市蔓延

2015 年我国房地产政策坚持促消费、去库存的总基调，供需两端宽松政策频出促进市场量价稳步回升，行业运行的政策环境显著改善。2015 年 3 月 30 日，央行发布三大房地产政策，下调了二套房首付比例和公积金贷款首付比例，并将营业税免征期限由 5 年降至 2 年，提升了房地产市场的信心。2015 年 8 月，中央取消外资购房限制。2015 年 9 月，央行宣布，在不实施限购措施城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人房贷，最低首付款比例调整为不低于 25%。在出台刺激房地产市场政策的同时，从 2014 年 11 月开始，央行多次降准、降息，通过宽松的货币政策的配合，提高房地产刺激政策的成效。此外，随着二胎全面放开政策在全国各地相继落实，亦将推动改善性住房需求及学区房的交易量上涨。

较为宽松的房地产政策释放了居民的购房需求。据国家统计局发布的数据显示，2015 年我国商品房销售面积 128495 万平方米，同比增长 6.50%。其中，商品住宅销售面积 112405.70 万平方米，同比增长 6.90%。2015 年我国商品房销售额 87280.80 亿元，同比增长 14.40%。其中，商品住宅销售额 72753 亿元，同比增长 16.60%（见图 1）。



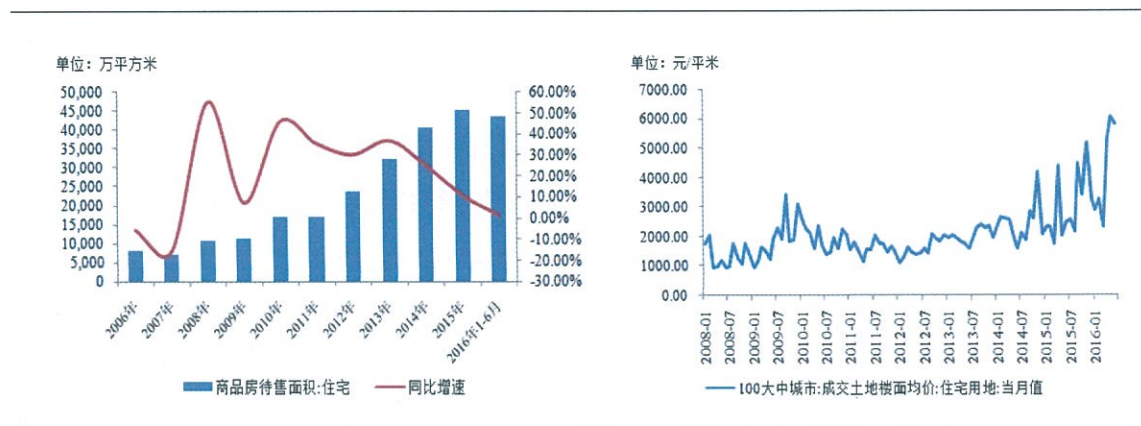
图 1：近年来全国商品房销售面积增速同比变化情况



数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

近年来，我国房地产开发投资额持续增加，但由于库存规模（尤其是三四线城市）较大、土地成本上升等因素的影响（见图 2），投资增速呈现下滑的态势，显示出我国房地产企业的土地购置及房地产投资意愿下滑（见图 3）。2015 年我国完成房地产开发投资 95978.8 亿元，同比增长 1.0%，增幅同比回落 9.5 个百分点，为近 17 年来的最低增速。其中，商品住宅完成投资 64595.2 亿元，同比增长 0.4%，增幅同比回落 8.8 个百分点。2015 年我国房地产新开工面积和土地购置并未跟随销售的复苏而有明显起色，两者全年累计同比跌幅从 2014 年的 10.70%和 14%分别扩大至 14%和 31.70%，且首次出现全年住宅商品房新开工面积低于销售面积的情况。2015 年我国全年住宅商品房新开工面积为 106651.30 万平方米，而销售面积为 112405.7 万平方米。

图 2：我国住宅待售面积及土地成交均价情况



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理



图 3：近年来全国房地产开发投资完成额、房屋新开工及购置土地情况



数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

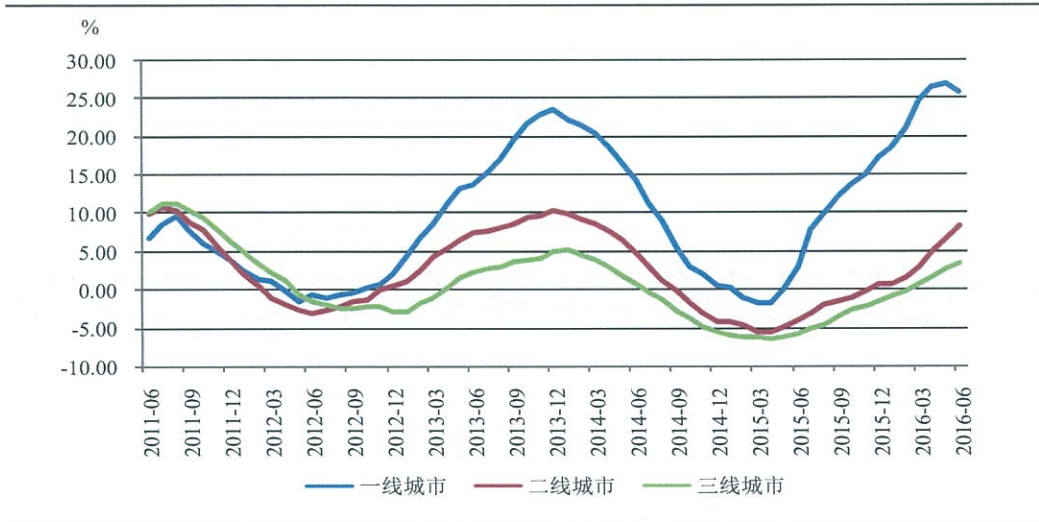
由于我国城镇化发展水平不均衡，东部地区城镇化水平高于中西部地区，人口密度分布差异较大，使得一线城市住房和商业用房需求较为旺盛，二三线城市整体需求相对疲软，导致房地产市场区域分化明显。从近年我国房价走势来看，不同城市的房价走势存在一定差异。一线城市房价较为坚挺，自 2013 年初开始整体呈现上涨的态势。据中国指数研究院发布的《2015 年百城房价盘点》显示，2015 年我国百城住宅价格累计上涨 4.15%，其中一线城市全年累计涨幅高达 17.2%，较 2014 年的微涨 0.58% 扩大了 16.62 个百分点。二三线城市尤其是三线城市目前库存依旧高企且有效需求不足，房价上涨动力不明显。与 2014 年相比，2015 年我国二线城市全年累计涨幅仅为 0.64%，三线城市全年累计下跌 1.47%。

2016 年中央提出要完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存。2 月，央行、银监会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，提出在不实施“限购”措施的城市，首套房商贷最低首付比例可向下浮动 5 个百分点至 20%，二套房商贷最低首付比例降至 30%；财政部、国家税务总局及住房城乡建设部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，提出对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。2 月末，央行再次降准 0.5 个百分点，为信贷需求的增长提供更宽松的环境。受此影响，2016 年我国房地产市场回暖态势延续，上半年我国商品房销售面积、房屋新开工面积和房地产开发投资完成额等的增速均明显提高，而住宅待售面积增速进一步放缓，较上年同期仅增加 1.80%（见图 1 至图 3）。2016 年 1-6 月百城住宅中一线城市平均价格同比上涨 12.79%，二、三线城市平均价格分别同比上涨 7.18% 和 3.70%。鉴于一线城市房价涨幅较大，为防止房价过快上涨，2016 年 3 月深圳和上海相继出台限购政策对当地房地产市场进行调控，一线城市房价上涨速度减缓，二线城市房价上涨速度则有所扩大。近年来我国百城住宅价格指数同比上涨情况见图 4。为抑制二线城市房价过快上涨，2016 年 8 月开始，多个二线城市相继重启限



购限贷等政策。2016年8月11日，苏州市政府发布《关于进一步加强苏州市区房地产市场管理的实施意见》，非苏州户籍居民在购买第二套住房时将面临一定限制，苏州成为我国首个重启限购的二线城市。与此同时，南京、合肥等城市亦出台相应的限贷政策。二线城市限购限贷政策的重启将在一定程度上抑制其房价的过快上涨。

图 4：我国百城住宅价格指数同比上涨情况



数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从鲁能集团土地储备占比较多的济南楼市情况来看，2015 年济南商品房市场成交量上涨，库存去化速度快，有助于集团济南住宅开发项目的推进

鲁能集团旗下的房产项目及土地储备主要集中于济南、重庆、大连、海南（海口、三亚）、宜宾、北京等一、二线城市。从集团土地储备较多的济南地区的情况来看，2015 年济南房地产市场延续 2014 年下半年的上涨态势。2015 年济南除了国家的降息降准、五改二营业税、二套房首付比例下调等一系列政策，还推出了首次公积金贷款比例下调等一系列措施，购房者购买意愿增强。据济南住宅与房地产信息网统计数据，2015 年济南共网签新建商品住宅 90318 套，较 2014 年的 60910 套增加近 3 万套，同比大幅增加 48.2%。

2015 年济南房地产投资继续保持增长态势，全年房地产开发完成投资 1014.1 亿元，同比增长 10.5%，其中住宅完成投资 725.4 亿元，同比增长 18.2%。从全省范围看，济南市 2015 年房地产投资量占全省总量的 17.2%，排名第二，增幅较全省平均水平高 9.2 个百分点，排名第四。2016 上半年，济南商品住宅总成交 743.99 万平方米，同比上涨 62%；成交均价 9056 元/平方米，同比上涨 11.86%。济南房地产市场的良好表现，有助于鲁能集团济南住宅开发项目的推进。

随着业务重心的调整，近几年鲁能集团加大住宅地产的开发力度，2015 年受益于国内房地产市场的逐步回暖，同时集团调整销售策略，住宅地产销售情况良



好

鲁能集团住宅地产项目分布区域广泛，且多集中于一、二线和旅游度假城市。随着业务重心的调整，近几年集团加大住宅地产的开发力度。2014-2015年集团新增项目数量分别为7个和12个，新开工面积逐年增长。但受宏观政策环境影响，2014年销售表现欠佳，全年实现合同销售额78.61亿元，同比下降26.25%，结转销售金额84.14亿元，同比下降2.08%。2015年随着国内房地产市场逐步回暖，同时集团加大营销宣传力度，住宅地产销售情况好转，当年实现合同销售额140.78亿元，同比增长79.09%，但受竣工面积减少的影响，结转销售金额同比减少15.34%，为71.23亿元。2016年1-3月，鲁能集团实现合同销售金额102.47亿元，占2015年全年合同销售金额的72.79%（详见表2）。

表 2：鲁能集团 2013-2015 年及 2016 年 1-3 月住宅地产运营情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
新开工面积（万平方米）	135.59	200.63	466.22	104.07
竣工面积（万平方米）	85.50	111.81	75.77	5.48
合同销售金额（亿元）	106.59	78.61	140.78	102.47
结转销售金额（亿元）	85.93	84.14	71.23	--

数据来源：鲁能集团提供，远东资信整理

在建项目方面，2015年集团在大连、济南、三亚、海口等地的在建项目共20个，较上年增加2个，在建面积623.59万平方米，较上年增加360.15万平方米。2016年一季度，集团在建项目数量为21个，在建面积为722.18万平方米。集团在建项目计划总投资830.63亿元，截至2016年3月末已投资461.27亿元，未来仍需要369.36亿元的资金投入，资金需求较大。

土地储备方面，2015年集团新增土地储备建筑面积为323万平方米，截至2015年末土地储备的建筑面积总计为1074.68万平方米，主要集中于济南、重庆、大连、海南等地。截至2016年3月末鲁能集团土地储备建筑面积进一步增加至1130.91万平方米，一定规模的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，2015年鲁能集团旗下商业物业经营面积有所下降，但坪效较上年有所增加，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：2015年1-12月我国社会消费品零售总额达300931亿元，同比增长10.7%，其中网络购物继续保持较高的增长势头，2015年全年网上零售额为38773亿元，同比增长33.3%；网络零售占零售总额的比重超过10%。2016年1-6月份，全国网上



零售额 22367 亿元，同比增长 28.2%，网络零售占零售总额的比重达 14.33%。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，故近几年我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地产主要集中在济南地区，且以大型商场、购物中心等业态为主，体验性和综合性较强。2015 年集团自持商业经营性物业共四个（详见表 3），较上年增加 1 个，其中，根据业务发展需要，济南贵和体育店停止运营，新增济南领秀城贵和购物中心。济南领秀城贵和购物中心建筑面积 15.6 万平方米，可经营面积 8.47 万平方米，于 2014 年 12 月开业。受济南贵和体育店停止运营的影响，2015 年集团旗下的商业地产板块可经营面积下降，但单位坪效¹较上年增加，当年集团商业地产板块实现营业收入 10.74 亿元，与上年基本持平。另外，济南领秀城写字楼可经营面积 4.3 万平方米，平均租金价格为 2.83 元/平方米·天，已于 2016 年建成并对外出租。未来随着济南领秀城贵和购物中心和领秀城写字楼的招商及运营，集团商业地产板块收入规模将进一步增加。

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	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
济南贵和购物中心	42504.67	57122.00	57122.00	27.96	33.36	35.86
济南贵和商厦	29273.84	29273.84	29273.84	39.90	33.46	32.92
济南贵和体育店	13700.00	13700.00	--	34.05	33.78	--
贵生公司	742.00	890	1018	701.43	641.86	544.98
济南领秀城贵和购物中心	84699.00	84699.00	84699.00	--	--	1.58
小计	170919.5	185684.8	172112.84	38.78	38.26	40.25

数据来源：鲁能集团提供，远东资信整理

酒店运营管理

鲁能集团旗下酒店均位于旅游城市，2015 年我国酒店出现复苏迹象，集团酒店板块的收入规模扩大，但由于当年新增两家酒店，盈利能力尚未体现，集团酒店板块仍处于亏损状态，未来随着新酒店入住率的提升，集团酒店板块的经营状况或将有所好转

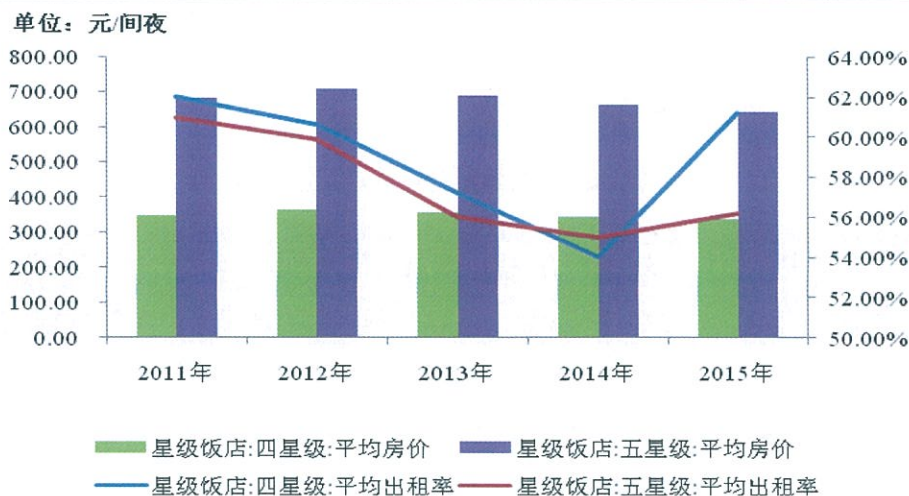
¹ 坪效指的是每坪面积可以产出多少营业额，它是通用的衡量商场经营效益的指标。



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，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，加之 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，我国星级酒店经营压力加大。但近年来，我国旅游人数日益增加，据国家旅游局统计数据显示，2015 年我国共有 41.2 亿人次国内或出境游，其中国内旅游突破 40 亿人次，同比增加约 10%；旅游收入过 4 万亿元人民币，同比增加约 12%。中国国内旅游、出境旅游人次和国内旅游消费、境外旅游消费均列世界第一。旅游业的快速发展给酒店行业带来利好，在经历两年低谷后，2015 年我国酒店行业出现复苏迹象，当年星级酒店营业收入跌幅有所收窄，且 2015 年星级酒店平均房价和出租率同比出现上涨（见图 5）。

近年来，在我国星级酒店中，四星及五星级酒店平均房价在 2012 年达到最高后均有所下降，但变化幅度不大；出租率自 2011 年以来逐步下降，2014 年五星级酒店出租率首次超过四星级酒店，随后均有所上涨。

图 5：近年来我国高星级酒店平均房价及出租率同比变动情况



资料来源：国家旅游局，远东资信整理

2015 年鲁能集团旗下经营的酒店共 6 个（详见表 4），其中济南贵都和济南信谊两家酒店划出，增加海口希尔顿、宜宾皇冠假日和三亚山海天万豪三家酒店，6 家酒店均位于旅游城市。从经营情况来看，随着旅游人数日益增多，酒店行业逐步复苏，集团旗下酒店收入规模扩大，2015 年集团酒店板块实现营业收入 2.11 亿元，同比增加 86.18%；净亏损 0.57 亿元（上年净亏损 0.36 亿元），亏损增加主要系当年海口希尔顿、三亚山海天万豪等酒店开业时间较短，出租率不高，盈利能力尚未体现所致。三亚、海口旅游资源丰富，未来随着新酒店入住率的提高，集团酒店板块的经营状况或将有所好转。



表 4：鲁能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)	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
济南贵都	四星级	2612.80	--	-349.95	--	64.65	--	266.27	--
济南贵和	五星级	4270.70	7628.97	-2562.98	-2064.91	61.50	48.27	773.93	701
济南信谊	--	1401.10	--	-45.85	--	70.42	--	260.24	--
三亚华源	四星级	962.54	1305.46	-217.22	0.01	71.35	66.27	275.97	275
张家界国宾	四星级	2104.79	1892.66	-455.90	-592.06	62.30	61.09	254.41	237
海口希尔顿	五星级	--	4607.74	--	-1610.70	--	25.95	--	507
宜宾皇冠假日	五星级	--	1106.15	--	-120.87	--	39.90	--	562
三亚山海天万豪	五星级	--	4593.63	--	-1278.99	--	47.21	--	644
合计	--	11351.93	21134.61	-3631.9	-5667.52	--	--	--	--

数据来源：鲁能集团提供，远东资信整理

三、财务分析

本次评级以鲁能集团提供的 2013-2015 年经审计的合并财务报表以及 2016 年 6 月未经审计的合并财务报表作为财务分析基础，2015 年纳入合并报表范围的子公司包括大连鲁能置业有限公司、济南天地置业有限公司等 34 家。鲁能集团 2013-2015 年合并报表由瑞华会计师事务所审计，均出具了无保留意见的审计报告。

随着项目开发节奏加快，2015 年鲁能集团负债规模增长较快，且以刚性债务为主，债务负担有所加重，但流动资产和现金类资产对流动负债的覆盖程度较高，短期偿债能力仍较强；2015 年受房地产市场回暖等因素的影响，集团主营业务毛利率上升，加之当年获得投资收益较多，整体资产获利能力较上年有所提高

(一) 资本结构

2014 年鲁能集团全资子公司都城伟业股权转让使得集团资本公积大幅缩减，但得益于盈利的不断累积，集团留存收益持续增加。2015 年末集团盈余公积 69.33 亿元，同比增加 78.04%；未分配利润 103.09 亿元，同比减少 6.57%，2015 年减少主要系当年提取的盈余公积较多所致。2015 年末集团权益资本由 2014 年末的 331.89 亿元增至 337.69 亿元，净资产实力有所增强。

近年来，鲁能集团在大连、济南、三亚、宜宾、海口等地多个项目的开发，使得资金需求增加，资金缺口主要通过银行借款补充。2015 年末集团负债总额为 449.53 亿元，同比增加 56.17%，主要系当年发行了 30 亿元的公司债券以及银行借款规模扩大所致。2016 年 6 月末集



团负债规模升至 661.33 亿元，较上年末增加 211.80 亿元，其中预收款项较年初增加 112.71 亿元，长期借款较年初增加 97.03 亿元。鲁能集团负债主要为流动负债，2014-2015 年末流动负债占负债总额的比例分别为 66.85%和 55.30%。

鲁能集团流动负债主要由短期借款、预收款项和其他应付款构成，2015 年集团根据项目期限调整借款结构，年末短期借款由上年末的 27.35 亿元降至 23.31 亿元；2015 年集团住宅地产合同销售额增加，当年末预收款项同比增加 32.03%，为 104.74 亿元；集团其他应付款主要系集团账户资金归集，2015 年末为 71.85 亿元，同比增加 47.89%。鲁能集团非流动负债主要以长期借款（主要是信用借款和抵押借款）和应付债券为主，2015 年末分别为 146.37 亿元和 45.73 亿元。

表 5：2013-2015 年末及 2016 年 6 月末集团主要负债情况

单位：亿元

项目	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 6 月末
短期借款	7.52	27.35	23.31	17.01
应付账款	22.01	28.69	32.36	37.36
预收款项	99.13	79.33	104.74	217.45
长期借款	30.05	64.95	146.37	243.40
应付债券	16.00	16.00	45.73	45.76

数据来源：2013-2015 年鲁能集团审计报告及 2016 年 6 月财务报表，远东资信整理

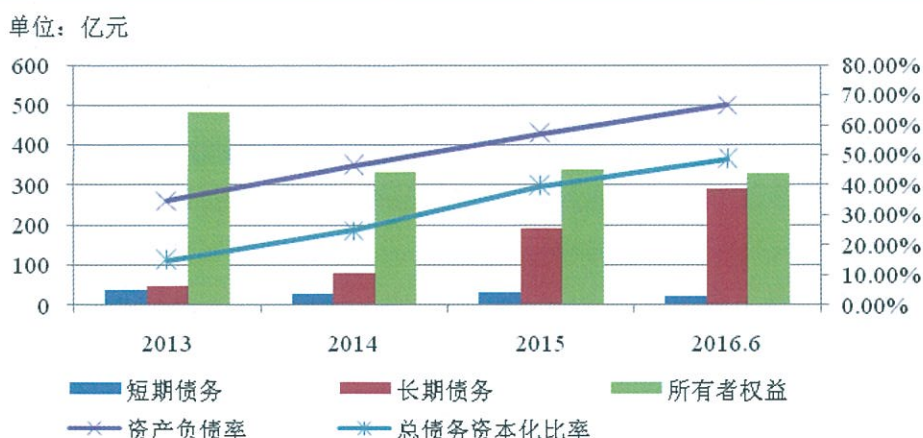
鲁能集团有息债务包括银行借款、应付票据、应付债券等，随着开发项目数量增加，近年末集团总债务规模呈逐年扩大态势，2015 年末总债务为 222.84 亿元，同比增加 1.02 倍，2016 年 6 月末进一步增至 310.77 亿元。从有息债务期限结构来看，近年鲁能集团有息债务以长期债务为主，2015 年末长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的 0.36 倍降至 0.16 倍。

2015 年末鲁能集团资产负债率为 57.10%，同比上升 10.65 个百分点，2016 年 6 月末上升至 66.75%，但仍低于同期房地产开发企业的行业平均值²。考虑到流动负债中预收款项占比达到 40%以上，若剔除这部分因素，2015 年末集团实际资产负债率为 50.52%，较上年末增长 12.93 个百分点，2016 年 6 月末为 57.40%。2015 年末鲁能集团总债务资本化比率由上年末的 24.93% 上升至 39.76%，2016 年 6 月末为 41.35%。总的来看，虽然鲁能集团的债务以银行借款、应付债券等有息债务为主，债务偿还的刚性较强，但鲁能集团自有资本实力较强，债务规模仍控制在合理范围。

²根据国家统计局数据，2014 年末和 2015 年末房地产开发企业资产负债率行业平均值均为 70.00%。



图 6：2013-2015 年末及 2016 年 6 月末鲁能集团资本结构

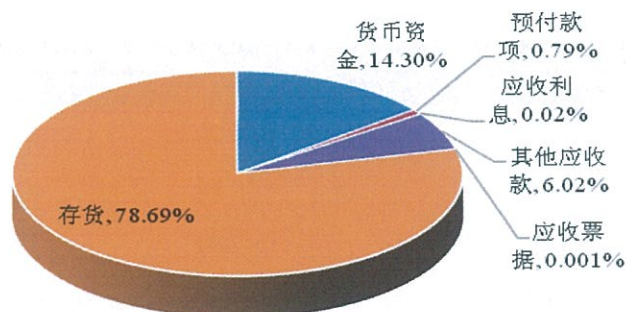


资料来源：2013-2015 年鲁能集团审计报告及 2016 年 6 月财务报表，远东资信整理

(二) 资产质量

近年来鲁能集团总资产规模持续扩大，2015 年末总资产达 787.22 亿元，同比增加 27.02%。集团资产以流动资产为主，近三年末流动资产占总资产的比例均在 70%以上。从流动资产构成来看，近三年末集团货币资金、其他应收款和存货合计占流动资产的比例均在 99%以上。2015 年末集团货币资金由上年末的 44.41 亿元增至 90.35 亿元，货币资金较充裕，2016 年 6 月末进一步增至 132.52 亿元。随着新开工项目的增加，集团开发成本上升，2015 年末存货净额为 497.13 亿元，同比增加 36.82%，2016 年 6 月末上升至 662.67 亿元；2015 年末集团其他应收款净额为 38.03 亿元，同比增加 14.14%，主要系向关联方发放的贷款、关联方往来款及土地保证金。从其他应收款的账龄来看，账龄在 1 年以内的占比 8.76%，1-2 年的占比 6.36%，2-3 年的占比 2.36%，3 年以上的占比 82.52%，需关注关联方资金占用情况。2016 年 6 月末集团其他应收款净额为 25.62 亿元。

图 7：2015 年末鲁能集团流动资产构成情况



资料来源：2015 年鲁能集团审计报告，远东资信整理



鲁能集团非流动资产主要为可供出售金融资产、固定资产、投资性房地产和在建工程等。2015年末集团可供出售的金融资产为39.13亿元，同比减少44.00%，主要是集团当年处置的部分持有的建设银行、交通银行等股票所致，2016年6月末为35.08亿元。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建成投运，集团在建工程规模缩小，2015年末为15.31亿元，同比减少50.17%；现阶段集团在建工程主要系上海南京路酒店、宜宾皇冠假日酒店等商业项目，2016年6月末集团在建工程为21.14亿元。2015年末集团投资性房地产由上年末的3.11亿元大幅增至18.61亿元，主要系当年在建工程中部分商业项目建成转入所致，2016年6月末为20.09亿元。集团固定资产主要为房屋建筑物、机器设备等，2015年末固定资产净值为36.77亿元，2016年6月末为39.42亿元。

受限资产方面，截至2016年6月末，集团有294.74亿元土地使用权、36.61亿元房屋建筑物以及2.21亿元其他资产抵押给商业银行取得银行借款，占总资产的比例为33.67%。集团因抵押导致受限资产占比较高，对资产流动性产生一定影响。

（三）盈利能力

受结转规模下降的影响，2015年鲁能集团营业收入由2014年的100.24亿元减少至88.38亿元。2016年1-6月，集团实现营业收入41.37亿元，同比下降13.41%。从毛利率来看，受房地产市场回暖等因素的影响，2015年鲁能集团毛利率为42.48%，较2014年上升3.70个百分点。

从期间费用来看，2015年集团期间费用为21.72亿元，较上年增加6.47万元。销售费用方面，因集团加大营销推广力度，2015年集团销售费用同比增加48.70%；管理费用方面，2015年集团管理费用同比增加32.04%，主要是职工薪酬及资产折旧摊销费用增加所致；财务费用方面，2015年集团债务规模扩大，财务费用增加，当年财务费用同比增长56.36%。2015年集团期间费用率为24.57%，较上年增长9.05个百分点。

表 6：2013-2015 年鲁能集团期间费用及占比情况

单位：亿元

项目	2013 年	2014 年	2015 年
销售费用	6.20	6.77	10.06
管理费用	7.14	6.60	8.71
财务费用	2.89	1.88	2.94
期间费用	16.22	15.25	21.71
期间费用/营业收入	15.11%	15.21%	24.57%

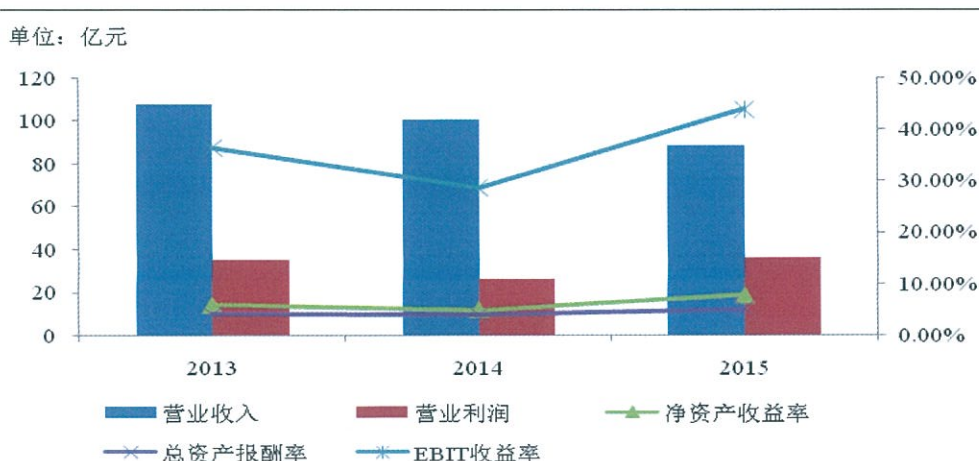
数据来源：2013-2015 年鲁能集团审计报告，远东资信整理



由于处置了部分可供出售的金融资产,2015年集团获得投资收益32.12亿元,上年为13.52亿元。受益于投资收益增长,2015年鲁能集团营业利润和净利润规模扩大,营业利润由上年的25.72亿元增至35.71亿元;净利润由上年的19.76亿元增至25.80亿元,利润对投资收益具有较强的依赖性。

从盈利能力来看,利润的增长使EBIT收益率提高,2015年集团EBIT收益率由上年的28.57%上升至43.86%;净资产收益率由上年的4.86%提高至7.71%;总资产报酬率为5.08%,同比增加1.25个百分点,集团整体资产获利能力较上年有所提高。

图8: 2013-2015年鲁能集团经营效益指标



资料来源: 2013-2015年鲁能集团审计报告, 远东资信整理

(四) 现金流

2015年集团收入规模下降,加之项目开发节奏加快,土地购置支出增加,经营性现金流仍呈净流出状态,但净流出规模由上年的155.04亿元减少至89.84亿元。

投资性现金流方面,由于集团业务调整,收回投资收到的现金较多,投资性现金流呈净流入状态,2015年净流入35.53亿元,较上年减少71.65亿元。

2015年鲁能集团继续加大对住宅地产业务板块的投资力度,资金需求增加,筹资性现金流由2014年的净流入16.91亿元进一步增至98.96亿元。

表7: 2013-2015年鲁能集团现金流相关指标

单位: 亿元

项目	2013年	2014年	2015年
经营性净现金流	29.85	-155.04	-89.84
投资性净现金流	-243.80	107.18	35.53



项目	2013年	2014年	2015年
筹资性净现金流	-44.99	16.91	98.96

数据来源：2013-2015年鲁能集团审计报告，远东资信整理

（五）偿债能力

从短期偿债能力来看，2015年鲁能集团流动资产规模扩大，流动比率由上年的231.47%增长至254.16%，现金比率由上年的23.08%增至36.35%，流动资产和现金类资产对流动负债的覆盖程度较高，集团短期偿债能力仍较强。

受益于投资收益增长，2015年鲁能集团利润总额扩大，EBITDA由2014年的29.99亿元增至41.54亿元。从利息偿付能力来看，由于2015年债务规模快速扩大，使得利息支出增加较多，EBITDA对利息偿付的保障能力有所下降，EBITDA利息保障倍数由2014年的6.47倍降至5.12倍。EBITDA对总债务和净债务的覆盖程度亦有所下降，2015年总债务/EBITDA为5.36倍，净债务/EBITDA为3.19倍，均较上年有所上升。总体来看，随着有息债务规模的较快增长，集团的债务负担有所加重。

表 8: 2013-2015 年鲁能集团偿债能力相关指标

项目	2013年	2014年	2015年
总债务（亿元）	84.92	110.21	222.84
EBITDA（亿元）	40.92	29.99	41.54
经营性净现金流/流动负债（%）	14.85	-80.56	-36.14
总债务/EBITDA（倍）	2.08	3.67	5.36
净债务/EBITDA（倍）	0.18	2.19	3.19
EBITDA 利息保障倍数（倍）	8.35	6.47	5.12

数据来源：2013-2015年鲁能集团审计报告，远东资信整理

四、或有事项

得益于较强的国资背景，鲁能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，鲁能集团与农业银行、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2016年6月末，鲁能集团在各金融机构共有综合授信额度516.07亿元，其中未使用额度为249.95亿元，集团银企关系较好，融资渠道较为顺畅。

截至2016年6月末，集团对外担保余额为2.53亿元，担保比率为0.77%。其中，1.33亿元系为山东济荷高速公路有限公司提供的贷款担保；1.20亿元系为山东鲁能菏泽煤电开发有



限公司提供的贷款担保。总的来看，集团对外担保规模不大，或有风险较小。

五、募集资金项目进展

鲁能集团于 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 2010 年底，募集资金发债项目均已完工投产（详见表 9）。

表 9：募集资金项目情况（截至 2016 年 6 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 月验收结束
合计		84.65	

数据来源：鲁能集团提供，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。

六、担保主体情况

国家开发银行股份有限公司资本实力雄厚，资产质量良好，综合竞争能力很强，能为鲁能集团本期债券本息的按期偿付提供有力保障

鲁能集团 2006 年发行的 10 亿元公司债券由国家开发银行股份有限公司（以下简称“国开行”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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，2015 年 7 月国家外汇储备局通过其投资平台梧桐树投资平台有限责任公司（以下简称“梧桐树公司”）对国开行注资 480 亿美元。截至 2015 年末，国开行注册资本为人民



币 4212.48 亿元，财政部、汇金公司、梧桐树公司、社保基金理事会分别持股 36.54%、34.68%、27.19%、1.59%。

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。

2015 年国开行优化资源配置，加大中长期投融资支持力度，发挥开发性金融在增加公共产品供给中的作用，有力保障铁路、公路、电力、水利、石油石化、公共设施等“两基一支”³重点领域和重大项目融资需求，新增人民币贷款 8892 亿元。其中，发放棚改贷款 7500 亿元、铁路贷款 1216 亿元、公路贷款 2730 亿元；电力贷款 1371 亿元；水利贷款 797 亿元；发放脱贫攻坚贷款 2122 亿元，覆盖 727 个连片特困地区县和国家级贫困县；发放战略性新兴产业贷款 2530 亿元、节能环保贷款 1919 亿元。同时，国开行还主动让利实体经济，对棚改、重大水利工程和中西部铁路等重点领域执行优惠利率，减免 12 项中间业务收费。为提升在国际资本市场的影响力，2015 年国开行积极开拓外汇市场化筹资渠道，当年成功发行 10 亿美元债券和 5 亿欧元债券。此外，2015 年国开行还积极参与国家“十三五”规划、“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等重大战略规划和政策的制定实施。

2015 年国开行主动适应经济新常态，继续坚持稳中求进总基调，主动发挥开发性金融与中长期投融资的优势和作用，积极服务国家战略任务，全年经营业绩保持稳健增长。截至 2015 年末，国开行资产总额人民币 126196.75 亿元，同比增长 22.32%。贷款作为国开行的核心资产，约占其总资产的 70.25%。当年，国开行发放贷款及垫款净额人民币 88653.60 亿元，同比增长 15.59%，其中人民币贷款净额 71904.54 亿元，同比增长 17.74%，外币贷款净额折人民币 16749.06 亿元，同比增长 7.22%，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 2015 年末，国开行负债总额人民币 115494.18 亿元，同比增长 19.85%。债券作为其最主要的融资来源，年末余额为人民币 73013.72 亿元，同比增长 14.92%，占总负债的 63.22%。

³即：基础设施、基础产业和支柱产业。



2015 年受国际国内经济金融形势影响，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 98.78%，不良贷款率 0.81%（较年初上升 0.16 个百分点），连续 43 个季度控制在 1% 以内。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较强。2015 年计提拨备人民币 725.69 亿元，贷款拨备率为 3.71%，防控风险能力进一步加强。

2015 年国开行实现营业总收入 2492.74 亿元，同比增加 11.00%。其中，利息净收入是主要的收入来源，受息差收窄影响，2015 年国开行共计实现利息净收入 1583.57 亿元，同比减少 11.38%。为配合国家“降费令”要求，国开行落实多次降费让利政策，2015 年实现手续费及佣金净收入 129.53 亿元，同比减少 7.07%。因人民币对美元大幅贬值，2015 年国开行汇兑损益同比增盈 611.72 亿元。

2015 年国开行经营收益稳步增长，当年实现营业利润 1314.16 亿元，同比增长 1.97%，实现净利润 1027.88 亿元，资产收益率（ROA）及净资产收益率（ROE）分别为 0.90% 和 11.74%。

得益于国家外汇储备通过其投资平台对国开行的注资，国开行资本实力得到显著增强。截至 2015 年末，国开行资本总额 12662.98 亿元，核心一级资本总额和一级资本总额均为 10435.82 亿元，资本充足率 10.81%，核心一级资本充足率和一级资本充足率均为 8.91%。

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，综合竞争能力很强，能为鲁能集团本期债券本息的按期偿付提供有力保障，本期债券信用风险较小。

七、评级结论

随着业务重心的调整，近几年鲁能集团加大住宅地产的开发力度，项目涵盖济南、重庆、大连、海南等多个地区，产品包括刚需和高端住宅。跟踪期内，集团房地产项目所在区域自住和改善性需求增加，2015 年集团合同销售金额较上年大幅增加，住宅地产板块获利空间扩大，加之拥有较多的土地储备，未来集团房地产业务具有一定的发展空间。近年来，鲁能集团负债规模增长较快，但流动资产和现金类资产对流动负债的覆盖程度较高，短期偿债能力较强；且得益于较强的国资背景，鲁能集团银企关系良好，融资渠道较畅通。远东资信同时关注到，近年来集团加大住宅地产的投资力度，在建项目较多，后续资金需求较大，其债务负担将有所加重，未来随着房地产区域市场分化加深，集团相关区域待售项目情况需关注。

国家开发银行股份有限公司资本实力雄厚，资产质量良好，综合竞争能力很强，能为鲁能集团本期债券本息的按期偿付提供有力保障

综合考虑，远东资信对“06 鲁能债”主体信用等级维持 AA⁺ 级，评级展望为稳定。对“06 鲁能债”债券信用等级维持 AAA 级。



附录一：鲁能集团合并范围及其变化情况：

单位：万元

企业名称	业务性质	实收资本	持股比例 (%)	投资额	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
北京鲁能锦绣绿族园林工程有限公司	园林生产	1200.00	90.00	2980.81	是
成都鲁能置业有限公司	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	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	酒店服务业	5000.00	100.00	5000.00	是
南京鲁能地产有限公司(新增纳入合并)	房地产开发经营	50000.00	100.00	50000.00	是
青海广恒新能源有限公司(新增纳入合并)	太阳能发电	4000.00	100.00	4000.00	是
重庆鲁能物业服务有限公司(新增纳入合并)	物业管理	500.00	100.00	500.00	是
海南鲁能物业服务有限公司(新增纳入合并)	物业管理	500.00	100.00	500.00	是



附录二：鲁能集团有限公司主要财务数据概要（合并报表）

单位：亿元

财务数据	2013年	2014年	2015年	2016年6月
货币资金	77.68	44.41	90.35	132.52
存货	225.03	363.35	497.13	662.67
应收票据及应收账款净额	1.72	1.10	1.11	1.82
其他应收款	229.56	33.32	38.03	25.62
流动资产	539.94	445.48	631.79	829.65
长期股权投资	33.44	0.55	0.62	0.62
固定资产净额	9.00	22.52	36.77	39.42
在建工程	22.05	30.71	15.31	21.14
非流动资产	199.29	174.26	155.44	161.08
总资产	739.22	619.75	787.22	990.73
短期借款及一年内到期的长期借款	38.87	29.26	30.02	21.61
应付票据及应付账款	22.01	28.69	33.09	37.36
其他应付款	33.29	48.58	71.85	95.20
流动负债	201.07	192.46	248.58	364.29
长期借款	30.05	64.95	146.37	243.40
应付债券	16.00	16.00	45.73	45.76
专项应付款	0.01	0.00	0.00	0.00
非流动负债	56.45	95.39	200.95	297.04
总负债	257.52	287.85	449.53	661.33
实收资本	200.00	200.00	200.00	200.00
未分配利润	107.44	110.34	103.09	107.10
少数股东权益	14.88	16.20	16.82	17.10
所有者权益总额	481.70	331.89	337.69	329.40
营业收入	107.35	100.24	88.38	41.37
主营业务收入	105.96	99.09	87.04	40.71
营业利润	34.67	25.72	35.71	4.72
投资收益	22.16	13.52	32.12	2.38
利润总额	34.80	26.04	35.75	5.27
净利润	33.01	19.76	25.80	6.04
少数股东损益	2.84	1.46	0.62	0.71
经营活动产生的现金净流量	29.85	-155.04	-89.84	-28.00
投资活动产生的现金净流量	-243.80	107.18	35.53	-10.75
筹资活动产生的现金净流量	-44.99	16.91	98.96	80.88



附录三：鲁能集团有限公司主要财务指标

主要财务指标	2013年	2014年	2015年	2016年6月
总债务(亿元)	84.92	110.21	222.84	310.77
净债务(亿元)	7.23	65.80	132.49	178.25
资本总额(亿元)	566.62	442.10	560.54	640.17
EBIT(亿元)	39.05	28.64	38.76	6.15
EBITDA(亿元)	40.92	29.99	41.54	--
流动比率(%)	268.53	231.47	254.16	227.74
速动比率(%)	154.12	41.31	52.15	44.45
现金比率(%)	38.63	23.08	36.35	36.38
期间费用率(%)	15.11	15.21	24.57	26.14
毛利率(%)	37.61	38.78	42.48	44.32
EBIT收益率(%)	36.37	28.57	43.86	14.87
总资产报酬率(%)	4.05	3.83	5.08	0.59
净资产收益率(%)	5.78	4.86	7.71	--
资产负债率(%)	34.84	46.45	57.10	66.75
总债务资本化比率(%)	14.99	24.93	39.76	48.54
经营性现金净流入/流动负债(%)	14.85	-80.56	-36.14	-7.69
总债务/EBITDA(倍)	2.08	3.67	5.36	--
净债务/EBITDA(倍)	0.18	2.19	3.19	--
EBITDA利息保障倍数(倍)	8.35	6.47	5.12	--
担保比率(%)	0.34	0.50	0.75	0.77



附录四：国家开发银行股份有限公司主要财务数据概要

单位：亿元

财务数据	2013年	2014年	2015年
现金及存放中央银行款项	428.56	574.00	2,639.32
存放同业款项	4032.18	10050.26	5967.24
拆出资金	874.69	194.95	1109.76
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	737.14	1147.60	6953.40
买入返售金融资产	3462.95	10843.18	13349.17
发放贷款和垫款	69299.68	76693.51	88653.60
应收利息	276.88	305.93	330.48
可供出售金融资产	1593.55	1719.74	3638.00
持有至到期投资	53.84	22.92	23.98
应收款项类投资	125.22	190.68	1650.81
固定资产	516.02	569.48	633.15
无形资产	27.97	27.31	26.25
总资产	81972.05	103170.30	126196.75
同业及其他金融机构存放款项	4109.20	14084.76	15050.06
拆入资金	356.16	760.99	689.65
吸收存款	6841.82	10877.12	18554.11
应付利息	1035.15	1336.65	1435.72
总负债	76277.56	96361.90	115494.18
股本	3067.11	3067.11	4212.48
未分配利润	1067.90	1683.02	2220.65
所有者权益合计	5694.49	6808.40	10702.57
营业收入	1818.96	2245.75	2492.74
利息净收入	1715.09	1786.90	1583.57
手续费及佣金净收入	119.38	139.38	129.53
营业支出	761.11	956.94	1178.58
业务管理费	100.43	109.57	118.48
资产减值损失	403.01	563.65	726.98
营业利润	1057.85	1288.81	1314.16
净利润	799.52	976.83	1027.88
经营活动产生的现金流量净额	-3621.76	10975.67	-623.48
投资活动产生的现金流量净额	-110.66	-57.83	-7584.08
筹资活动产生的现金流量净额	3418.21	2794.88	9287.14



附录五：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+其他短期有息债务；

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务；

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%；

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=EBIT/[（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+其他现金类资产）/流动负债×100%；

EBITDA 利息保障倍数= EBITDA /（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%；

资产负债率=负债总额/总资产×100%；

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（总资产-预收款项）×100%；

经营性现金净流入/流动负债=经营性现金净流入/期末流动负债×100%；

担保比率=期末未清担保余额/所有者权益×100%；

不良贷款率=不良贷款余额/贷款余额×100%；

贷款拨备率=贷款损失准备金余额/贷款余额×100%；

资本充足率=资本净额/风险加权资产×100%；

核心一级资本充足率=核心一级资本净额/风险加权资产×100%；



附录六：信用等级符号及含义

本评级机构发行人主体长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义
AAA	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
AA	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
A	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
BBB	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
BB	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
B	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
CCC	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
CC	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
C	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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。



本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含 义
AAA	偿还债务能力极强，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	在破产或重组时能获得的保护较小，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。