

远东资信评估有限公司

远东跟踪（2018）024号

鲁能集团有限公司 2006 年企业债券 2018 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”进行跟踪评级。经远东资信信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望维持稳定，维持“06 鲁能债”AAA 的信用等级。

特此通知



鲁能集团有限公司 2006 年企业债券 2018 年跟踪评级报告

远东跟踪（2018）024 号



远东资信评估有限公司
Fareast Credit Rating Co.,Ltd.

二〇一八年六月

鲁能集团有限公司 2006 年企业债券

2018 年跟踪评级报告

远东跟踪 (2018) 024 号

评级结果

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
首次评级	评级时间: 2006.06.11 债项级别: AAA
上次评级	评级时间: 2017.10.27 主体级别: AA+, 评级展望: 稳定 债项级别: AAA
本次评级	评级时间: 2018.06.22 主体级别: AA+, 评级展望: 稳定 债项级别: AAA

评级观点

鲁能集团有限公司(以下简称“鲁能集团”或“集团”)住宅开发项目集中于北京、重庆、济南、南京、海口、三亚等一、二线城市和旅游度假城市。跟踪期内,鲁能集团项目销售情况良好,竣工结算面积大幅增加,收入规模显著扩大,货币资金存量较高,短期偿债能力较强。远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)也关注到,集团在在建及拟建项目较多,仍面临较大的资本支出压力。

国家开发银行提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,对本期债券具有很强的增信作用。

综上,远东资信对鲁能集团主体信用等级维持 AA+ 级,评级展望维持稳定,对“06 鲁能债”信用等级维持 AAA 级。

主要财务指标

人民币: 亿元	2015	2016	2017	2018.3
总资产	795.11	1242.94	1436.91	1445.38
所有者权益	337.14	337.04	362.28	375.06
总债务	222.84	386.14	308.86	296.78
营业收入	86.05	135.90	306.18	63.64
净利润	25.22	8.41	23.76	12.45
EBITDA	40.87	17.78	47.14	--
经营性现金净流入	-88.39	-81.36	191.96	3.42
资产负债率(%)	57.60	72.88	74.79	74.05
流动比率(%)	235.89	193.76	140.54	139.58
总债务资本化比率(%)	39.79	53.40	46.02	44.17
毛利率(%)	41.97	33.52	29.29	36.61
净资产收益率(%)	7.54	2.50	6.80	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	5.04	1.09	2.72	--
总债务/EBITDA(倍)	5.45	21.72	6.55	--

注:鲁能集团 2015~2017 年数据来源为审计报告,2018 年 3 月数据来源为未经审计财务报表。

优势

- 跟踪期内,鲁能集团房地产项目销售情况良好,收入规模持续扩大,货币资金存量较充裕,可对短期债务的偿付提供较好保障。

- 鲁能集团将旗下部分住宅地产项目注入到其控股的上市子公司,其住宅房地产项目的融资渠道进一步拓宽。

- 母公司国家电网公司综合实力很强,依托其较强的国资背景,鲁能集团融资渠道顺畅,较大规模的未使用授信额度保证了较为充裕的融资空间。

- 国家开发银行资本实力雄厚,资产质量良好,综合竞争能力很强,其担保为本期债券本息的按期偿付提供了有力保障。



分析师：陈乙歌 chenyinge@fecr.com.cn

陈艳龙 chenyanlong@fecr.com.cn

电话：010-53945306 021-61428000

传真：010-53945360 021-61428111

网址：www.sfecr.com

地址：北京市东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
上海市杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 2 层

关注

- 2017 年以来，房地产调控政策密集出台，热点城市限购标准进一步收紧，限购范围进一步扩大，集团房地产业务仍面临较大的政策调控风险。
- 跟踪期内，鲁能集团在建及拟建项目较多，计划投资规模较大，未来随着开发进度的推进和新增土地储备需求，集团资金压力和债务规模均将有所上升。



信用评级报告声明

- 一、除因本次评级事项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，远东资信评估有限公司、本次评级分析师与鲁能集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 二、远东资信评估有限公司与本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。
- 三、远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据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影响改变评级意见。
- 四、本报告信用等级在本报告出具之日至本企业债券到期退出日有效，在有效期内，远东资信评估有限公司拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。
- 五、本评级报告观点仅为远东资信评估有限公司对评级对象、受评信托计划信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何债权投资计划的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 六、本评级报告版权归远东资信评估有限公司所有，未经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、提示性说明

鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”或“集团”）2014~2015 年财务报表由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见审计报告。2016 年鉴于鲁能集团与瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）签订的审计业务约定书项下的合同义务已履行完毕，根据母公

司国家电网公司的统一安排，集团与立信会计师事务所（特殊普通合伙）签订了审计业务约定书，聘请该所对其今后年度财务报表进行审计。

2017 年鲁能集团财务报表发生多项重要前期差错更正，远东资信为保持两年财务数据具有可比性，以 2017 年度审计报告年初余额和上年金额代替 2016 年度期末余额和当年金额。

表 1：2017 年鲁能集团前期财务报表的更正情况

单位：万元

序号	受影响的各个比较期间报表项目名称	累计影响数	序号	受影响的各个比较期间报表项目名称	累计影响数
1	货币资金	-18425.55	11	预收款项	-884.91
2	应收账款	-450.04	12	应交税费	2410.57
3	预付款项	-74.31	13	应付利息	-5.98
4	其他应收款	-33.26	14	其他应付款	-2070.03
5	存货	7838.76	15	资本公积	-12324.76
6	其他流动资产	-0.08	16	少数股东权益	-114.42
7	固定资产	-4976.88	17	未分配利润	4531.74
8	累计折旧	2320.20	18	营业成本	2365.64
9	短期借款	-5000.00	19	所得税	-591.41
10	应付账款	-346.37			

资料来源：鲁能集团 2017 年年度报告，远东资信整理

二、企业概况

鲁能集团有限公司成立于 2002 年 12 月，系由中国水利电力工会山东省电力委员会和鲁能物业公司出资设立，初始注册资本 10.84 亿元。此后历经多次增资和股权转让，集团成为山东电力集团公司的全资子公司。2010 年山东电力集团公司将其所持集团所有股权无偿上划至国家电网公司，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 2017 年末，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。

2017 年纳入鲁能集团合并报表范围的企业共 46 家，较上年新增 2 家，减少 3 家（详见附录一）。截至 2017 年末，鲁能集团总资产 1436.91 亿元，净资产 362.28 亿元。2017 年集团实现营业收入 306.18 亿元，同比增加 1.25 倍；实现净

利润 23.76 亿元，同比增加 1.83 倍。

截至 2018 年 3 月末，集团总资产 1445.38 亿元，净资产 375.06 亿元，1~3 月实现营业收入 63.64 亿元，同比增加 1.13 倍；净利润 12.45 亿元（上年同期净利润-0.45 亿元）。

三、业务运营

在国家电网公司的规划下，2014 年鲁能集团转型成为以住宅地产为主，兼营商业地产和

酒店业务的企业集团。2017 年鲁能集团实现营业收入 306.18 亿元，主要由房地产销售收入、商业物业运营收入和酒店运营收入构成，其中房地产销售为主要收入来源，占营业收入的比重达 92.89%（见表 2）。2018 年 1~3 月，鲁能集团实现营业收入 63.64 亿元，其中房地产销售收入 56.88 亿元，占比 89.38%。

表 2：鲁能集团 2015~2017 年营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房产物业	70.13	81.50	118.62	87.28	284.43	92.89
其他	14.06	16.34	15.19	11.17	17.88	5.84
施工、设计、监理、招标	1.09	1.27	1.50	1.10	1.51	0.49
发电	0.00	0.00	0.44	0.32	0.70	0.00
板块间抵销	-0.57	-0.66	-1.27	-0.93	-2.59	-0.85
主营业务收入小计	84.71	98.45	134.48	98.95	301.92	98.61
其他业务收入小计	1.34	1.55	1.43	1.05	4.26	1.39
营业收入合计	86.05	100.00	135.90	100.00	306.18	100.00

注：营业收入中的“房产物业”主要为房地产销售收入，“其他”包括酒店及商场运营等收入，其他业务收入主要为租金、手续费等收入。

资料来源：鲁能集团 2015 和 2017 年年度报告，远东资信整理

1、住宅地产开发

2017 年我国房地产调控政策密集出台，限购标准进一步收紧，限购范围进一步扩大，同时各地因城施策分类培育住房租赁市场，房地产市场前期过热的局面得到有效遏制；2018 年房地产市场延续上年调控力度不放松，一季度商品房销售面积和销售额增速均较上年同期有所下降

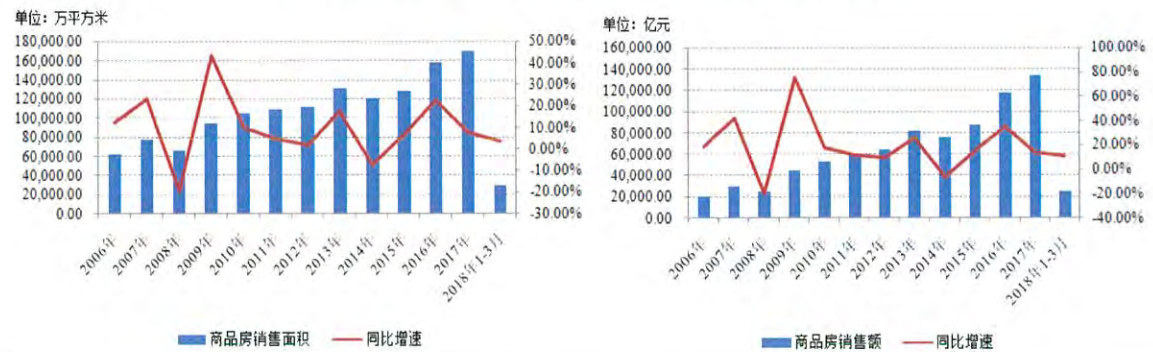
2017 年，在“房子是用来住的，不是用来

炒的”总体原则下，地方以城市群为调控场，从传统的需求端抑制向供给侧增加进行转变，限购限贷限售叠加土拍收紧，供应结构优化，调控效果逐步显现。同时短期调控与长效机制的衔接更为紧密，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，推动长效机制的建立健全。2017 年我国商品房销售面积 169407.82 万平方米，同比增长 7.70%，增速较上年回落 14.80 个百分点；商品房销售额 133701.31 亿元，

同比增长 13.70%，增幅较上年回落 21.10 个百分点（见图 1）；房地产开发投资 109798.53 亿元，同比名义增长 7.00%，增速较上年增长 0.10 个百分点（见图 2）；12 月末，商品住宅待售面积 30163 万平方米，同比减少 25.10%（见图

3）。2017 年我国房地产新开工面积和土地购置有所好转，其中新开工面积由上年的 166928.13 万平方米增至 178653.77 万平方米，同比增加 7.00%；土地购置面积全年累计同比增幅从 2016 年的-3.40%增至 15.80%。

图 1：近年来全国商品房销售面积与销售金额情况



资料来源：wind 资讯，远东资信整理

图 2：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



资料来源：wind 资讯，远东资信整理

图 3：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

鉴于一线城市房价涨幅较大，为防止房价过快上涨，2016 年 3 月以来我国多个城市陆续

出台限购限贷政策，投机性需求得到明显抑制。2017 年房地产限购标准进一步收紧，限购范围进一步扩大，部分三四线城市亦出台限购政策，投机性需求得到明显抑制。12 月，国内 70 大中城市一线城市新建住宅价格指数月环

比增速为-0.10%，二线城市新建住宅价格指数月环比增速为 0.30%，三线城市新建住宅价格指数月环比增速降至 0.60%，一、二线城市新建住宅价格指数月环比增速维持不变（见图 4）。

图 4：国内 70 大中城市新建住宅价格指数月环比增速



数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2018 年一季度，全国两会召开，政府工作报告强化“房住不炒”，提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，并推进房地产税改革立法。全国各地对建设租赁住房的支持力度不断加大，加之金融监管持续升级，多地房贷收紧、利率上浮。2018 年一季度，我国商品房销售面积 30088 万平方米，同比增长 3.60%；商品房销售额 25597 亿元，同比增长 10.40%，商品房销售面积和销售额增速均较上年同期有所下降。2018 年一季度，房地产开发投资 21291 亿元，同比名义增长 10.40%；3 月末，商品房待售面积 57329 万平方米，同比减少 16.70%，库存去化明显。

鲁能集团住宅地产项目多集中于一二线城市和旅游度假城市，跟踪期内，鲁能集团竣工结算面积增加，房地产销售收入大幅增长，且土地储备较充足，为其长期发展奠定了基础

鲁能集团住宅地产项目分布区域广泛，多

集中于一、二线城市和旅游度假城市，重点布局区域包括北京、重庆、济南、南京、海口、三亚等地。近几年，随着业务重心的调整，集团加大了住宅地产的开发力度，2015~2016 年新增项目数量分别为 12 个和 16 个，住宅地产的新开工面积和在建面积保持增长态势。2017 年为适应国家房地产调控政策，集团调整业务策略，当年新增项目较少（见表 3）。销售方面，2017 年集团住宅地产销售收入持续增加，合同销售额高达 660.03 亿元，同比增幅 62.35%，同时得益于竣工结算面积的大幅增加，集团结转销售金额 260.71 亿元，同比增加 1.43 倍。就销售区域而言，鲁能集团每年重点推盘的区域存在差异，因此各区域的贡献率每年有所不同，2016 年重庆和山东地区的销售力度较大，但因销售均价偏低，当年两地的合同销售金额占比分别为 16.26%和 24.55%。2017 年重庆、海南地区合同销售面积增加较多，当年两地的合同销售金额占比分别为 21.90%和 23.73%（见表 4）。

2018年1~5月，鲁能集团新增项目2个，合同销售金额和合同销售面积分别为137.81亿元和104.00万平方米，结转销售金额111.63亿元。

表 3：鲁能集团 2015~2017 年住宅地产运营情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015年	2016年	2017年
新增项目	12	16	2
新开工面积	466.22	611.84	454.04
竣工面积	75.77	235.40	319.06
合同销售面积	156.04	320.22	512.41
合同销售金额	140.78	406.56	660.03
销售均价	9022	12696.27	12880.90
结转销售金额	70.13	118.68	260.71

资料来源：鲁能集团提供，远东资信整理

表 4：鲁能集团 2016~2017 年房地产销售区域分布情况

单位：亿元、万平方米、%

地区	2016年			2017年		
	合同销售面积	合同销售金额	销售金额占比	合同销售面积	合同销售金额	销售金额占比
北京地区	17.16	81.81	20.12	36.69	64.42	10.74
重庆地区	103.75	66.12	16.26	152.04	131.41	21.90
山东地区	90.70	99.81	24.55	103.97	131.76	21.96
海南地区	31.90	55.35	13.62	109.41	142.40	23.73
四川地区	51.18	36.28	8.92	59.29	51.07	8.51
大连地区	5.95	4.07	1.00	27.78	22.07	3.68
南京地区	19.58	63.12	15.53	8.59	77.01	12.83
华东地区	--	--	--	14.65	39.88	6.65
合计	320.22	406.56	100.00	512.41	600.03	100.00

资料来源：鲁能集团提供，远东资信整理

在建项目方面，2017年末鲁能集团在北京、重庆、济南、三亚、苏州等地的在建项目共76个，较上年末大幅增加11个，在建面积1500.29万平方米，较上年末增加595.86万平方米，未来投资规模和资金需求均较大，需关注集团后续面临的资本支出压力。

土地储备方面，2017年鲁能集团新增土地储备69.66万平方米，年末土地储备总面积为470.86万平方米，同比下降44.94%。2018年1~5

月集团新增土地储备14.84万平方米，因房地产开发力度较大，在建项目增多，5月末集团土地储备总面积减少至397.23万平方米。总体来看，鲁能集团土地储备规模下降，一定程度上限制其未来房地产业务的发展。但从区域分布来看（见表5），集团在北京、上海等一线城市土地储备面积占比低于4%，重庆、大连、济南、南京占比分别为33.91%、24.46%、15.84%和11.16%，四者合计85.37%，区域集中度偏高，

随着房地产调控政策的不断收紧，更多城市加入调控行列，未来集团房地产项目销售情况需关注。

表 5：鲁能集团 2018 年 5 月末分区域土地储备情况

单位：万平方米、%

序号	地区	土地储备面积	土地储备面积占比
1	重庆	134.72	33.91
2	大连	97.18	24.46
3	济南	62.94	15.84
4	南京	44.34	11.16
5	海南	22.23	5.60
6	海口	19.01	4.79
7	上海	14.84	3.74
8	北京	1.35	0.34
9	宜宾	0.62	0.16
合计		397.23	100.00

资料来源：鲁能集团提供，远东资信整理

2、商业地产运营

2017 年我国商业地产开发投资增速放缓，新开工面积降幅明显扩大，商业地产市场步入调整期；跟踪期内，鲁能集团受益于商场、百货中心营业额的提升，全年物业经营收入同比增长，加之 2018 年物业经营面积增加，未来物业经营收入规模将进一步扩大

据国家统计局公布的数据显示，2017 年我国社会消费品零售总额达 366262 亿元，同比增长 10.20%，其中网络购物继续保持较快的增长势头，2017 年全年网上零售额为 71751 亿元，同比增长 32.2%；网络商品零售占社会消费品零售总额的比重为 19.59%，较上年提高 6.97 个百分点。2018 年 1~5 月份，全国网上零售额 32691 亿元，同比增长 30.7%，网络零售占零售总额的比重达 16.6%。我国网络零售市场交易规模自 2009 年开始，每年增长率均保持在高位。电商的快速发展给商业地产带来了一定的冲击。

现阶段我国商业地产行业结构性失衡情况已凸显，主要表现为商业地产开发体量规模过大、过快，加之电商的冲击和消费不振引发的商铺需求不旺、租金下降以及空铺现象，使得该行业现阶段存在较严重的“去库存”问题。近年来我国商业地产市场步入调整期，市场主要以库存去化为主。2017 年我国商业地产完成开发投资 22401 亿元，同比增长 0.1%，增幅较 2016 年下降 7.4 个百分点。其中，商业营业用房完成开发投资 15640 亿元，同比下滑 1.2%；商业地产新开工面积 26624 万平方米，同比下降 7.3%，降幅较 2016 年扩大 6.0 个百分点。其中，商业营业用房新开工面积 20484 万平方米，同比下降 8.2%，降幅较 2016 年增加 7.3 个百分点。2017 年全国 300 个主要城市推出商办用地面积 2.7 亿平方米，同比下降 6.5%，共成交 2.2 亿平方米，同比连续第 4 年下降，降幅为 2.8%。从销售方面来看，在房地产市场限购、限贷、限售政策全线升级的背景下，投资者投资住宅市场受限，且随着城镇居民消费水平的提高、

国家大力推进创业创新等举措，全年商业地产销售面积依然可观。2017年，全国商业地产销售面积17594万平方米，同比增长20.2%，增幅与2016年基本持平。其中，商业营业用房销售面积为12838万平方米，同比连续第五年增长，

增幅为18.7%，较2016年扩大1.8个百分点。总的来看，在新开工面积逐渐放缓、销售保持较高增速的情况下，全国商业地产市场的供求关系逐渐趋向合理水平。

表 6：鲁能集团 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月商业物业经营情况

单位：万平方米、元/平方米·天

项目	可经营面积				经营坪效			
	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
济南泉城路贵和购物中心	57122	57122	57122	57122	35.86	38.63	45.92	54.91
济南贵和商厦	29274	29274	29274	--	32.92	31.92	25.29	--
贵生公司	1018	1018	1018	1331	544.98	512.85	508.11	577.31
济南领秀城贵和购物中心	84699	84699	84699	84699	1.57	1.97	2.76	2.98
天津鲁能城购物中心	--	--	--	55976	--	--	--	3.73
重庆南渝秀街	--	--	--	15327	--	--	--	0.25
合计	172113	172113	172113	214455	--	--	--	--

资料来源：鲁能集团提供，远东资信整理

鲁能集团旗下的商业地产主要集中在济南地区，以大型商场、购物中心等业态为主。2017年12月济南贵和商厦关闭，2018年初新增天津鲁能购物中心和重庆南渝秀街。截至2018年3月末，集团自持商业经营性物业共5个（见表6），收入来源均为租金。2017年集团旗下商业地产板块可经营面积与上年持平，得益于济南泉城路贵和购物中心¹和济南领秀城贵和购物中心的单位坪效²持续提升，当年集团实现经营性物业收入10.21亿元，同比增加4.93%。未来随着天

津鲁能购物中心和重庆南渝秀街的招商和经营，集团商业物业经营收入规模将进一步扩大。

3、酒店运营

鲁能集团旗下酒店均位于旅游城市，2017年我国酒店行业景气度持续上升，集团酒店板块收入增加，未来随着新增酒店入住率的提升，集团酒店板块经营收入有望保持增长态势

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

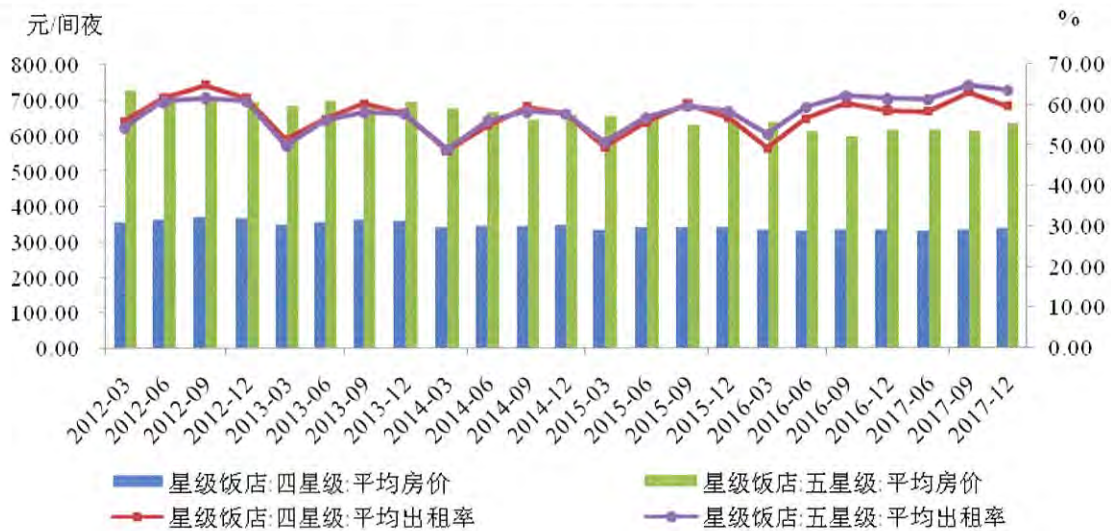
¹ 济南泉城路贵和购物中心位于具有“第一商业街”之称的泉城路，分两期开发，一期于1997年开业，二期于2013年开业，入驻品牌主要为LV、卡地亚等高端品牌。

² 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。

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，2017年国内旅游人数50.01亿人次，同比增长12.8%；出入境旅游总人数2.7亿人次，同比增长3.7%；全年实现旅游总收入5.40万亿元，同比增长15.1%。旅游业的快速发展促进了酒店行业的复苏。随着经济增长

以及旅游和商旅规模的稳步增加，2017年我国星级酒店营业收入跌幅持续收窄，且平均出租率同比上升；平均房价方面，近年来，我国四星级及五星级酒店平均房价在2012年达到最高点后均有所下降，但变化幅度不大，2017年四星级及五星级酒店平均房价均同比出现上涨（见图5）。

图5：近年来我国高星级酒店季度平均房价及出租率同比变动情况



资料来源：wind 资讯，远东资信整理

截至2017年末鲁能集团旗下经营的酒店共19个，多为四星、五星级酒店，均位于旅游城市，其中2017年新增酒店9个，分别为大连温泉酒店、九寨鲁能希尔顿度假酒店、千岛湖阳光大酒店、长白山原乡木屋酒店、长白山望长白精品酒店、长白山木屋酒店、文安鲁能酒店、苏州阳澄湖西湖酒店和三亚山海天万豪酒店三期（傲途格）。从经营情况看，2017年集团酒店板块实现营业收入5.20亿元，同比增加46.89%，收入规模保持增长态势。鉴于三亚、大连等地旅游资源丰富，未来随着新酒店入住率的逐步提高，鲁能集团酒店板块的经营收入有望持续增长。

四、财务分析

本次评级以鲁能集团提供的2015~2017年经审计的合并财务报表、2018年3月未经审计的合并财务报表作为财务分析基础，鲁能集团2017年审计过程中对2016年资产负债表和利润表进行了重述，因此本次财务分析基于的财务数据中，2016年资产负债表和利润表数据来源为鲁能集团2017年审计报告中的年初余额和上年金额。鲁能集团2015年合并报表由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016、2017年合并报表由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留意见的审计报告。

跟踪期内，鲁能集团竣工结算面积增加，收入规模大幅增长，且集团货币资金存量较高，可对短期债务形成较好覆盖；但集团在建及拟建项目较多，未来仍面临较大的资本支出压力

（一）资本结构

2016 年随着下属企业大连鲁能置业有限公司、海南盈滨岛置业有限公司和海南永庆生态文化旅游有限公司购买少数股东权益减少资本公积，集团年末资本公积为-78.75 亿元，2017 年末为-77.80 亿元。但得益于盈利的不断积累，2017 年末鲁能集团未分配利润由上年末的 98.36 亿元增至 114.34 亿元；盈余公积由上年末的 77.80 亿元增至 79.15 亿元。2017 年末，鲁能集团净资产为 362.28 亿元，同比增长 7.49%，净资产实力有所增强。2018 年 3 月末，鲁能集团净资产增至 375.06 亿元。

随着业务规模不断扩大，近年鲁能集团负债规模亦快速增加，2017 年末负债总额 1074.63 亿元，同比增加 18.63%。2017 年负债增长主要系当年集团可售项目较多，预收的购房款、收取的购房定金等较多所致。2018 年 3 月末，鲁

能集团负债总额为 1070.32 亿元，负债总额较年初略有减少，主要是一年内到期的长期借款减少所致。

鲁能集团负债主要为流动负债，2017 年末流动负债占总负债的比重为 74.87%。集团流动负债主要由一年内到期的非流动负债、应付账款、预收款项和其他应付款构成。其中，一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款；其他应付款主要系集团账户资金归集。2017 年鲁能集团住宅地产合同销售额大幅增加，同时当年在建项目增多，需支付的工程款规模扩大，年末预收账款和应付账款均较上年末大幅增加（见表 7）。鲁能集团非流动负债系长期借款和应付债券，2017 年末长期借款同比减少，主要系部分借款转入一年内到期的非流动负债所致；应付债券系鲁能集团分别于 2006 年、2008 年、2015 年和 2016 年发行的企业债和公司债，2017 年末为 95.66 亿元，同比增加 0.10%。2018 年 3 月末随着预收款项继续增加，集团流动负债占总负债比重升至 75.35%。

表 7：鲁能集团 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末主要负债情况

单位：亿元、%

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期借款	23.31	9.38	0.10	0.10
一年内到期的非流动负债	19.49	17.94	45.56	39.55
长期借款	133.59	263.27	164.64	158.05
应付债券	45.73	95.56	95.66	95.68
应付票据	0.72	--	2.90	3.40
应付账款	32.36	61.14	101.36	87.26
预收款项	106.37	366.59	559.00	583.00

项目	2015年末	2016年末	2017年末	2018年3月末
其他应付款	71.88	69.86	70.57	68.97
总负债	457.97	905.90	1074.63	1070.32

资料来源：鲁能集团2015、2017年审计报告及2018年3月末审计报告，远东资信整理

鲁能集团有息债务包括银行借款、应付票据和应付债券。2017年集团优化融资结构，为与房地产开发项目建设周期相匹配，集团偿还了部分期限较短的银行借款，使得年末总债务为308.86亿元，同比减少20.01%，占负债总额的28.74%。从债务期限结构来看，鲁能集团债务以长期债务为主，2017年末长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.19倍。2018年3月末，鲁能集团总债务进一步减至296.78亿元，长短期债务比为0.17倍。

近年鲁能集团负债规模持续扩大，2017年末资产负债率为74.79%，同比上升1.91个百分点，2018年3月末为74.05%。考虑到集团流动负债中预收款项为预售房款，若剔除这部分因素，2017年末集团实际资产负债率为58.73%，较上年末下降2.81个百分点。2017年末集团总债务资本化比率由上年末的53.40%降至46.02%，2018年3月末为44.17%。总的来看，银行借款、应付债券等刚性债务是鲁能集团偿债压力的主要来源，2017年集团优化融资结构，刚性债务以中长期债务为主，有利于缓解集团债务的集中偿付压力，但鲁能集团在建及待开

发项目投资规模大，后续仍面临较大的资本支出。

（二）资产质量

近年来鲁能集团总资产规模持续扩大，2017年末为1436.91亿元，同比增加15.61%，2018年3月末进一步增至1445.38亿元。集团资产以流动资产为主，近两年末流动资产占总资产的比重均在75%以上。从流动资产构成来看，主要为货币资金、存货和其他应收款，2017年末三者合计占流动资产的97.06%。其中，存货主要为房地产项目开发成本、开发产品和土地储备，2017年随着在建项目的增加，集团开发成本上升，推动存货规模扩大，2018年3月末集团存货净额上升至897.07亿元；鲁能集团其他应收款主要系关联方往来款，近年来其他应收款规模逐年下降，2018年3月末集团其他应收款净额减至9.19亿元。此外，集团其他流动资产主要是预缴增值税及待抵扣的增值税进项税等。

表8：鲁能集团2015~2017年末及2018年3月末主要资产情况

单位：亿元、%

项目	2015年末	2016年末	2017年末	2018年3月末
货币资金	90.35	155.94	203.48	175.92
存货	498.33	839.22	884.39	897.07
其他应收款	38.62	24.81	9.60	9.19

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
其他流动资产	4.96	19.24	28.03	35.36
流动资产	637.34	1044.55	1130.74	1125.68
可供出售金融资产	39.13	38.19	41.71	42.99
投资性房地产	20.38	27.01	34.53	26.61
固定资产	36.77	55.75	70.31	74.52
在建工程	15.31	23.59	56.96	63.17
非流动资产	157.78	198.39	306.18	319.70
总资产	795.11	1242.94	1436.91	1445.38

资料来源：鲁能集团 2015、2017 年审计报告及 2018 年 3 月末审计财务报表，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、投资性房地产、固定资产和在建工程等。其中可供出售金融资产为可供出售权益工具（主要为上市公司股票）；2017 年集团投资性房地产同比增加，主要系当年部分商业项目建成转入所致；集团固定资产主要为房屋建筑物、机器设备等，2017 年随着三亚山海天万豪酒店三期（傲途格）、浙江千岛湖阳光大酒店等酒店项目竣工结算转入固定资产，当年末固定资产净值为 70.31 亿元，同比增长 26.11%；2017 年

集团在建工程较多，年末在建工程较上年末增加 1.41 倍，主要系无锡酒店项目、三亚山海天公寓二期基建项目（红珊瑚片区）、鲁能集团大连金石滩酒店综合体项目、海西州多能互补集成优化示范工程项目等，2018 年 3 月末为 63.17 亿元（见表 8）。

受限资产方面，截至 2017 年末，集团受限资产合计 215.94 亿元，占总资产的比例为 15.03%（见表 9）。

表 9：鲁能集团 2017 年末受限资产情况

单位：亿元、%

受限资产类别	余额	占总资产的比重	受限原因
货币资金	19.51	1.36	购房业主按揭贷款保证金
房屋建筑物	37.25	2.59	子公司大连神农科技有限责任公司、大连鲁能置业有限公司、重庆鲁能开发（集团）有限公司和海南三亚湾新城开发有限公司因担保借款形成受限
土地使用权	126.45	8.80	子公司宜宾鲁能开发（集团）有限公司、北京市石榴庄项目、山东鲁能巨富开发有限公司、福州鲁能地产有限公司和重庆鲁能开发（集团）有限公司因担保借款形成受限
存货	8.90	0.62	子公司福州鲁能地产有限公司和苏州鲁能置业有限公司因担保借款形成受限
其他资产	23.83	1.66	青海广恒新能源有限公司因担保借款形成受限

受限资产类别	余额	占总资产的比重	受限原因
合计	215.94	15.03	--

资料来源：鲁能集团 2017 年年度报告，远东资信整理

（三）盈利能力

2017 年受益于房地产结转项目较多，鲁能集团收入规模大幅扩大，营业收入由 2016 年的 135.90 亿元大幅增至 306.18 亿元，同比增长 1.25 倍，其中房地产销售收入 284.43 亿元，占比 92.89%。截至 2017 年末，集团预收款项余额达 559.00 亿元，较大规模的预收款项为其未来房地产业务收入结转提供了保障，2018 年 1~3 月集团实现营业收入 63.64 亿元，同比增加 1.13 倍。从毛利率来看，2017 年受结转项目成本上升的影响，集团综合毛利率为 29.29%，同比下降 4.23 个百分点，其中房地产销售业务毛利率 29.17%，同比下降 4.68 个百分点。

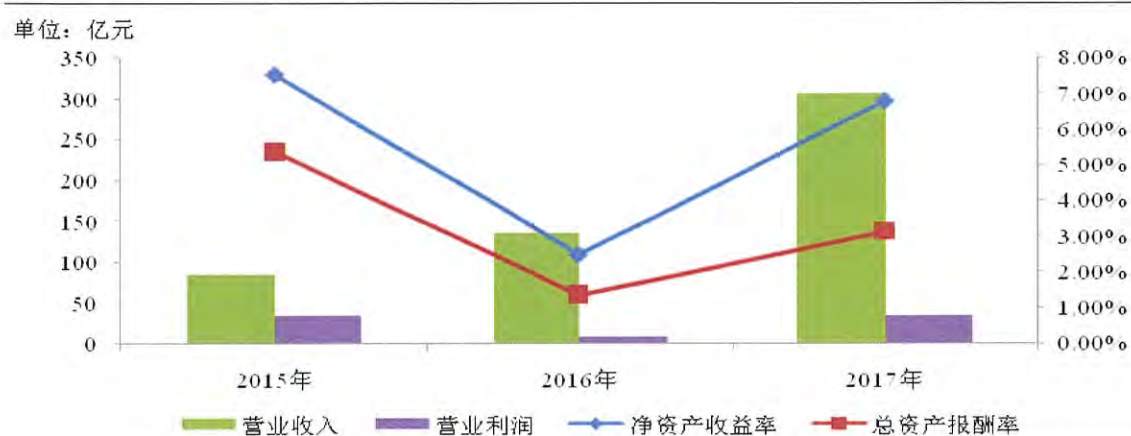
从期间费用来看，2017 年集团期间费用为 38.10 亿元，同比增加 23.29%。其中销售费用和管理费用因集团加大项目营销力度和房地产业务规模扩大保持持续增长态势，同比增幅分别

为 21.56% 和 14.75%；财务费用方面，2017 年集团财务费用为 5.69 亿元，主要系银行借款和应付债券的利息支出。尽管集团 2017 年期间费用增加，但得益于收入规模大幅扩大，期间费用率有所下降，为 12.44%，同比下降 10.30 个百分点。

2017 年鲁能集团依靠持有可供出售金融资产期间取得的收益和关联方委托贷款利息收入实现投资收益 3.24 亿元。

受益于开发项目销售良好，2017 年鲁能集团营业利润及净利润规模均大幅增长，2017 年营业利润为 35.40 亿元，同比增加 3.33 倍；净利润为 23.76 亿元，同比增加 1.83 倍。2017 年集团净资产收益率为 6.80%，总资产报酬率为 3.13%，分别较上年增长个百分点和 1.77 个百分点，整体盈利能力有所增强（见图 6）

图 6：鲁能集团 2015-2017 年经营效益指标



资料来源：鲁能集团 2015 年和 2017 年审计报告，远东资信整理

（四）现金流

2017 年鲁能集团预收较多购房款，当年经营性现金流由上年的净流出 81.36 亿元转为净流入 191.96 亿元。

投资性现金流方面，2017 年鲁能集团新增对三亚山海天万豪酒店三期、大连温泉酒店等商业项目的投入，当年投资性现金净流出由上

年的 7.84 亿元大幅增至 53.14 亿元。

鲁能集团主要通过银行借款及发行债券弥补资金缺口，2017 年其经营活动现金净流入较多，且当年归还了部分银行借款，筹资性现金流由 2016 年的净流入 143.00 亿元转为净流出 96.25 亿元。

表 10：鲁能集团 2015~2017 年现金流相关指标

单位：亿元

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动产生的现金净流量	-88.39	-81.36	191.96
投资活动产生的现金净流量	33.98	-7.84	-53.14
筹资活动产生的现金净流量	98.96	143.00	-96.25

资料来源：鲁能集团 2015 年和 2017 年审计报告，远东资信整理

（五）偿债能力

从短期偿债能力来看，2017 年末鲁能集团流动比率由上年末的 193.76% 降至 140.54%，速动比率由上年末的 37.32% 降至 30.22%。尽管鲁能集团 2017 年末流动性指标有所下降，但流动资产和现金类资产对流动负债的覆盖程度仍较高，同时集团货币资金存量较高，可为短期债

务偿付提供较好保障。

2017 年鲁能集团利润大幅增长，EBITDA 对债务和利息偿付的保障能力增强（见表 11）。2017 年经营活动现金流净额/总债务为 0.62 倍，较上年大幅提高。总体来看，鲁能集团整体偿债能力强。

表 11：鲁能集团 2015~2017 年偿债能力相关指标

单位：亿元、倍

项目	2015 年	2016 年	2017 年
总债务	222.84	386.14	308.86
EBITDA	40.87	17.78	47.14
经营活动现金流净额/总债务	-0.40	-0.21	0.62
总债务/EBITDA	5.45	21.72	6.55
净债务/EBITDA	3.24	12.95	2.24
EBITDA 利息保障倍数	5.04	1.09	2.72

资料来源：鲁能集团 2015 年和 2017 年审计报告，远东资信整理

得益于较强的国资背景，鲁能集团与建设银行、农业银行、招商银行、中国银行、中信银行等金融机构保持了长期良好的合作关系。

截至 2017 年末，鲁能集团在各金融机构共有综合授信额度 2049.96 亿元，其中尚未使用授信额度 1793.41 亿元，较大规模尚未使用的授信额度

给予了集团较为充裕的融资空间。

（六）或有事项

截至 2018 年 3 月末，鲁能集团对外担保余额 0.60 亿元，担保比率为 0.16%，系为山东鲁能菏泽煤电开发有限公司的银行借款提供担保。菏泽煤电山东鲁能菏泽煤电开发有限公司计划于 2018 年 12 月和 2019 年 12 月分别归还贷款 0.30 亿元，预计 2019 年鲁能集团可解除此笔担保。总体来看，鲁能集团对外担保规模较小，或有风险较小。

（七）重大事项

2016 年 11 月 29 日，国务院国资委同意鲁能集团下属控股上市公司天津广宇发展股份有限公司（以下简称“广宇发展”，股票代码 000537.SZ）申请通过发行股份的方式购买鲁能集团持有的重庆鲁能开发（集团）有限公司 34.50%的股权、宜宾鲁能开发（集团）有限公司 65.00%的股权、山东鲁能亘富开发有限公司 100.00%的股权和北京顺义新城开发建设有限公司 100.00%的股权；向乌鲁木齐世纪恒美股权投资有限公司（以下简称“世纪恒美”）发行股份，购买其持有的重庆鲁能英大置业有限公司 30.00%的股权，并募集配套资金。2017 年 9 月 25 日，广宇发展收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准天津广宇发展股份有限公司向鲁能集团有限公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可【2017】1712 号），核准广宇发展向鲁能集团发行 13.11 亿股股份、向世纪恒美发行 0.39 亿股股份购买相关资产。2017 年 9

月 29 日，广宇发展完成全部资产的交割过户手续。

2018 年 3 月 28 日广宇发展召开第九届董事会第二十五次会议，审议通过了拟现金收购鲁能集团持有的福州鲁能地产有限公司 100%股权。截至 2018 年 6 月 9 日，该现金收购事项相关标的资产评估等工作已经完成。

作为交易方案的一部分，鲁能集团为注入的资产部分作出了业绩承诺，若今后 3 年内注入项目实现的净利润低于 37.8 亿元，鲁能集团将补足差额部分。

为避免同业竞争，近年来鲁能集团陆续将住宅地产项目注入至广宇发展，未来广宇发展将作为鲁能集团住宅地产的开发主体。鲁能集团持有广宇发展 76.13%的股权，是其控股股东，上述资产重组事件对鲁能集团经营业绩影响较小，但拓展了鲁能集团住宅房地产项目的融资渠道。

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煤矿与郭屯煤矿。截至 2010 年底，募集资金发债项目均已完工投产（见表 12）。

表 12：募集资金项目情况（截至 2018 年 5 月末）

单位：亿元

项目名称	项目概况	总投资	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煤矿	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煤矿	煤炭产能 240 万吨/年	19.97	2010 年 3 月验收结束
合计	--	84.65	--

资料来源：鲁能集团提供，远东资信整理

2011 年 6 月，根据证监许可【2011】1013 号、国资产权【2010】424 号文件，鲁能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.SZ），2012 年 2 月金马集团股权协议划转至国家电网公司所属国网能源开发有限公司。2012 年 12 月，鲁能集团将山东鲁能菏泽煤电开发有限公司 83.59% 股权协议划转至国家电网公司所属都城伟业集团有限公司；2015 年 12 月都城伟业将山东鲁能菏泽煤电开发有限公司 83.59% 股权协议划转至临沂矿业集团有限公司。上述股权划转完成后，鲁能集团仍作为“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、债务履约情况

截至 2018 年 5 月 31 日，鲁能集团按期支付“06 鲁能债”、“08 鲁能债”、“15 鲁能债”、“16 鲁能债 01”和“16 鲁能债 02”利息，履约情况良好。

根据中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》（机构信用代码为

G10370103004583903），截至 2018 年 3 月 15 日，鲁能集团无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

七、担保主体分析

跟踪期内，国家开发银行资本实力雄厚，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（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。2017 年 4 月，经中国银行业监督管理委员会批复同意、工商行政管理机关核准变更登记，国家开发银行股份有限公司组织形式变更为有限



责任公司。截至 2017 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，紧紧围绕服务国家经济重大中长期发展战略，发挥中长期投融资和综合金融服务优势，筹集、引导和配置社会资金，支持基础设施、基础产业、支柱产业、公共服务和管理等经济社会发展领域；支持新型城镇化、城乡一体化及区域协调发展领域；支持传统产业转型升级和结构调整，以及节能环保、高端装备制造等提升国家竞争力的领域；支持保障性安居工程、扶贫开发、助学贷款、普惠金融等增进人民福祉的领域；支持科技、文化、人文交流等国家战略需要的领域；支持“一带一路”建设、国际产能和装备制造合作、基础设施互联互通、能源资源、中资企业“走出去”等国际合作领域；以及支持配合国家发展需要和国家经济金融改革，符合国家发展战略和政策导向的其他领域。

2017 年国开行发挥中长期投融资作用，支

持国民经济重点领域和薄弱环节，促进实体经济平稳发展。其中以城市轨道交通、城市地下综合管廊、海绵城市、特色小镇等领域为重点，发放新型城镇化贷款 3133 亿元；积极支持铁路、公路、城市轨道交通、水利、电力项目建设，发放铁路贷款 1472 亿元、公路贷款 2985 亿元、城市轨道交通贷款 1031 亿元、水利贷款 967 亿元、电力贷款 1031 亿元；促进区域协调发展，支持北京城市副中心等 6 个新城新区建设，新增中西部及东北地区贷款 4981 亿元，发放援疆贷款 934 亿元、援藏贷款 606 亿元；持续推进绿色发展，发放环保和节能减排贷款 3270 亿元；持续实施创新驱动发展战略，发放战略性新兴产业贷款 3443 亿元；贯彻精准扶贫、精准脱贫，按照融制、融资、融智的“三融”扶贫策略，发放精准扶贫贷款 4445 亿元；支持各地棚户区改造，助力棚户区改造三年计划圆满收官，累计发放棚改贷款超过 3 万亿元、惠及棚户居民超过 2000 万户。同时，2017 年国开行持续推动与“一带一路”沿线国家务实合作，发放“一带一路”相关贷款 176 亿美元，实现人民币专项贷款授信承诺 991 亿元；并积极贯彻国家“走出去”战略，推进哈萨克斯坦炼油厂改造、阿曼财政部综合授信等重大项目实施，发起设立中国-中东欧银联体，稳步拓展多双边合作。截至年末国际业务贷款余额折合 2617 亿美元，继续保持境内同业市场份额首位。

2017 年，国开行紧紧围绕改革战略和改革任务，以服务供给侧结构性改革为主线，支持“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务，持续加强经营管理和风险管控，不断提升发展和经营质效。截至 2017 年末，国开行资产总额 159592.88 亿元，同比增长 11.29%。

2017 年国开行发放贷款及垫款净额 106426.75 亿元，同比增长 7.57%，贷款作为国开行的核心资产，占其总资产的 66.99%。截至 2017 年末，国开行负债总额 147188.13 亿元，同比增长 11.69%。债券作为国开行最主要的融资来源，年末余额为 84465.92 亿元，同比增长 6.94%，占总负债的 57.39%。

2017 年国开行通过有效管控风险，资产质量总体向好，不良贷款率 0.70%，较年初下降 0.18 个百分点，连续 51 个季度保持在 1% 以内。国开行的资产质量继续保持同业领先水平，可持续发展能力和抗风险能力较强，2017 年末计提贷款减值准备 3941.57 亿元，贷款拨备率 3.57%，继续保持较强的风险防控能力。

2017 年国开行实现营业总收入 1663.11 亿元，同比减少 25.31%。其中，利息净收入是国开行最主要的收入来源，2017 年国开行实现利息净收入 1802.50 亿元，同比增长 32.42%；受美元对人民币大幅贬值，2017 年国开行汇兑损失 570.02 亿元。2017 年国开行经营业绩稳步增长，全年实现净利润 1135.89 亿元，同比增长 3.58%，平均资产收益率（ROA）及平均股东权益收益率（ROE）分别为 0.75% 和 9.45%。

2017 年国开行保持经营效益稳健增长，内源性资本得到有效补充，资本总量进一步提高。截至 2017 年末，国开行资本总额 14746.21 亿元，核心一级资本总额和一级资本总额分别为 12249.32 亿元和 12255.14 亿元，资本充足率 11.57%，核心一级资本充足率和一级资本充足率分别为 9.60%、9.61%。

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，本期债券信用风险很小。

八、评级结论

随着业务重心的调整，近年鲁能集团加大了住宅地产的开发力度，项目分布区域广泛，多集中于一、二线城市和旅游度假城市，重点布局区域包括北京、重庆、济南、南京、海口、三亚等地。跟踪期内，鲁能集团项目销售情况良好，竣工结算面积大幅增加，收入规模显著扩大，且集团货币资金存量较高，可为短期债务的偿付提供较好的支撑；集团较充足的土地储备为其房地产主业的可持续发展奠定了基础。远东资信也关注到，集团在建及拟建项目较多，仍面临较大的资本支出压力；此外，随着房地产调控政策的不断趋严，更多城市加入到调控行列，对集团房地产项目的销售情况需关注。

跟踪期内，国家开发银行资本实力雄厚，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，远东资信对鲁能集团主体信用等级维持 AA⁺ 级，评级展望维持稳定，对“06 鲁能债”信用等级维持 AAA 级。

附录一：鲁能集团有限公司 2017 年末合并范围及其变化情况

单位：万元、%

序号	企业名称	业务性质	实收资本	持股比例	投资额	是否合并
1	山东鲁能巨富开发有限公司	房地产开发经营	155000.00	76.13	190825.17	是
2	大连神农科技有限责任公司	房地产开发经营	85000.00	100.00	171000.00	是
3	海南三亚湾新城开发有限公司	房地产开发经营	123000.00	100.00	128462.48	是
4	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	150340.00	是
5	海南英大房地产开发有限公司	房地产开发经营	68000.00	100.00	127860.75	是
6	大连鲁能置业有限公司	房地产开发经营	60773.66	100.00	118379.49	是
7	海南盈滨岛置业有限公司	房地产开发经营	30000.00	100.00	82947.13	是
8	张家界国宾酒店有限公司	酒店服务业	12710.79	100.00	13485.70	是
9	天津广宇发展股份有限公司	房地产开发经营	186252.07	76.13	359116.49	是
10	宜宾鲁能开发(集团)有限公司	房地产开发经营	20000.00	76.13	7284.21	是
11	海南永庆生态文化旅游业有限公司	房地产开发经营	20000.00	100.00	117297.62	是
12	重庆江津鲁能领秀城开发有限公司	房地产开发经营	10000.00	76.13	10000.00	是
13	北京鲁能物业服务有限责任公司	物业管理	500.00	75.00	375.00	是
14	三亚华源温泉海景度假酒店有限公司	酒店服务业	6000.00	100.00	9755.99	是
15	山东鲁能朱家峪开发有限公司	房地产开发经营	6700.00	100.00	26700.00	是
16	山东曲阜鲁能投资开发有限公司	房地产开发经营	20000.00	100.00	20000.00	是
17	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
18	内蒙古克什克腾旗广恒新能源有限公司	风力发电	1800.00	82.00	1476.00	是
19	上海鲁能酒店管理有限公司	酒店服务业	5000.00	100.00	5000.00	是
20	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
21	山东鲁能三公招标有限公司	服务业	2000.00	100.00	500.00	是
22	南京鲁能地产有限公司	房地产开发经营	50000.00	100.00	50000.00	是
23	青海广恒新能源有限公司	太阳能发电	4000.00	100.00	4000.00	是
24	福州鲁能地产有限公司	房地产开发经营	100000.00	100.00	100000.00	是
25	南京鲁能硅谷房地产开发有限公司	房地产开发经营	70000.00	76.13	70000.00	是
26	鲁能泰山度假俱乐部管理有限公司	服务业	500.00	100.00	500.00	是
27	南京方山置业有限公司	房地产开发经营	60000.00	100.00	60000.00	是
28	青海格尔木鲁能新能源有限公司	太阳能发电	3600.00	100.00	3600.00	是
29	山东鲁能贵和商贸有限公司	服务业	148002.67	100.00	171421.05	是
30	苏州鲁能置业有限公司	房地产开发经营	100000.00	100.00	120000.00	是
31	武汉鲁能置业有限公司	房地产开发经营	10000.00	100.00	10000.00	是
32	郑州鲁能置业有限公司	房地产开发经营	100000.00	100.00	100000.00	是
33	重庆鲁能美丽乡村建设有限公司	房地产开发经营	2000.00	100.00	2000.00	是
34	重庆鲁能生态旅游开发有限公司	房地产开发经营	2000.00	100.00	2000.00	是
35	苏州鲁能广宇置地有限公司	房地产开发经营	200000.00	76.13	200000.00	是
36	张家口鲁能实业有限公司	房地产开发经营	10000.00	100.00	10000.00	是



序号	企业名称	业务性质	实收资本	持股比例	投资额	是否合并
37	南京鲁能广宇置地有限公司	房地产开发经营	60000.00	76.13	60000.00	是
38	上海鲁能物业服务服务有限公司	物业管理	500.00	100.00	500.00	是
39	海南鲁能物业服务服务有限公司	物业管理	500.00	100.00	500.00	是
40	山东鲁能万创置业有限公司	房地产开发经营	5000.00	100.00	100000.00	是
41	重庆鲁能开发(集团)有限公司	房地产开发经营	100000.00	76.13	19582.82	是
42	东莞鲁能广宇房地产开发有限公司	房地产开发经营	47000.00	76.13	47000.00	是
43	青岛鲁能广宇房地产开发有限公司	房地产开发经营	10000.00	76.13	10000.00	是
44	重庆鲁能物业服务服务有限公司	物业管理	500.00	100.00	500.00	是
45	成都鲁能置业有限公司	房地产开发经营	30000.00	100.00	30000.00	是
46	重庆鲁能英大置业有限公司	房地产开发经营	10000.00	76.13	33099.06	是

本期新纳入合并范围的主体

单位：万元

序号	企业名称	期末净资产	本年净利润	控制的性质
1	重庆江津鲁能领秀城开发有限公司	8821.27	-1178.73	投资设立
2	南京鲁能硅谷房地产开发有限公司	70000.00	--	投资设立

本年不再纳入合并范围原子的情况

单位：%

序号	企业名称	业务性质	持股比例	表决权比例	本年不再纳入合并报表的原因
1	杭州鲁能置业有限公司	房地产开发经营	100	100	注销
2	北京鲁能陶然房地产开发有 限公司	房地产开发经营	100	100	划转至都城伟业集团有限公司
3	鲁能英大集团有限公司	房地产开发经营	100	100	划转至都城伟业集团有限公司

附录二：鲁能集团有限公司主要财务数据及指标（合并报表）

单位：亿元、%

财务数据	2015年	2016年	2017年	2018年3月
财务数据				
资产总额	795.11	1242.94	1436.91	1445.38
所有者权益	337.14	337.04	362.28	375.06
短期债务	43.52	27.32	48.56	43.05
长期债务	179.32	358.83	260.29	253.73
总债务	222.84	386.14	308.86	296.78
营业收入	86.05	135.90	306.18	63.64
利润总额	35.03	9.65	35.56	12.80
净利润	25.22	8.41	23.76	12.45
EBITDA	40.87	17.78	47.14	--
经营性净现金流	-88.39	-81.36	191.96	3.42
财务指标				
应收账款周转速度（次）	58.28	108.78	163.10	--
存货周转速度（次）	0.12	0.13	0.25	--
总资产周转速度（次）	0.12	0.13	0.23	--
现金收入比	132.70	293.21	162.85	138.05
毛利率	41.97	33.52	29.29	36.61
总资产报酬率	5.38	1.36	3.13	--
净资产收益率	7.54	2.50	6.80	--
总债务资本化比率	39.79	53.40	46.02	44.17
资产负债率	57.60	72.88	74.79	74.05
流动比率	235.89	193.76	140.54	139.58
速动比率	49.79	37.32	30.22	27.75
经营现金流流动负债比	-32.71	-15.09	23.86	0.42
EBITDA 利息保障倍数(倍)	5.04	1.09	2.72	--
总债务/ EBITDA (倍)	5.45	21.72	6.55	--

附录三：国家开发银行主要财务数据及指标（合并报表）

单位：亿元、%

财务数据	2015年	2016年	2017年
财务数据			
发放贷款和垫款	88653.60	98941.73	106426.75
资产总额	126196.75	143405.00	159592.88
吸收存款	18554.11	21784.92	20705.79
负债总额	115494.18	131777.80	147188.13
所有者权益合计	10702.57	11627.20	12404.75
营业收入	2492.74	2226.77	1663.11
利润总额	1352.53	1407.47	1406.24
净利润	1027.88	1096.67	1135.89
经营性净现金流	-623.48	-6746.14	-7462.96
资本总额	12662.98	13645.07	14746.21
核心一级资本总额	10435.82	11250.09	12249.32
财务指标			
资本充足率	10.81	11.57	11.57
一级资本充足率	8.91	9.54	9.61
核心一级资本充足率	8.91	9.54	9.60
不良贷款率	0.81	0.88	0.70
贷款拨备率	3.71	4.11	3.57
加权平均净资产收益率	0.90	0.81	0.75



附录四：主要财务指标计算公式

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；

毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入×100%；

期间费用率=（销售费用+管理费用+财务费用）/营业收入×100%；

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

存货周转次数=营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]；

总资产周转次数=营业收入/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]；

现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%；

总资产报酬率=EBIT/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×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%；

总债务资本化比率=总债务/[总债务+所有者权益（包括少数股东权益）]×100%；

资产负债率=负债总额/总资产×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%；

经营现金流负债比=经营性现金净流入/流动负债×100%；

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

担保比率=担保余额/所有者权益×100%；

存贷比=贷款余额/存款余额×100%；

流动性比例：根据银行业监管口径计算；

单一最大客户贷款比例=单一最大客户贷款总额/资本净额×100%；

最大十家客户贷款比例=最大十家客户贷款总额/资本净额×100%；

不良贷款率=不良贷款余额/发放贷款和垫款总额×100%；



拨备率=贷款减值准备/发放贷款和垫款总额×100%;

拨备覆盖率=资产减值准备/不良贷款余额×100%;

成本收入比=业务及管理费/(营业收入-其他业务成本)×100%;

加权平均净资产收益率=归属于母公司股东的净利润/归属于母公司股东权益加权平均余额×100%;

资本充足率=资本净额/风险加权资产×100%;

一级资本充足率=一级资本净额/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%。





附录五：信用等级符号及含义

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。

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。