



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪203号

鲁能集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“鲁能集团有限公司公开发行2015年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持“鲁能集团有限公司公开发行2015年公司债券”信用等级AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月二十日

鲁能集团有限公司 公开发行 2015 年公司债券跟踪评级报告（2019）

债券名称	鲁能集团有限公司公开发行 2015 年公司债券		
发行主体	鲁能集团有限公司		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	2015/12/23-2020/12/23		
债券简称	15 鲁能债		
债券代码	136120		
上次评级时间	2018/06/25		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

鲁能集团	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	337.04	374.32	395.26	403.78
总资产（亿元）	1,242.94	1,480.13	1,285.04	1,282.39
总债务（亿元）	386.14	309.55	218.15	240.72
营业收入（亿元）	135.90	306.19	491.87	40.66
营业毛利率（%）	33.52	29.29	30.63	36.89
EBITDA（亿元）	17.78	46.58	79.75	-
所有者权益收益率（%）	2.50	6.25	11.44	6.75*
资产负债率（%）	72.88	74.71	69.24	68.51
总债务/EBITDA（X）	21.72	6.65	2.74	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.09	2.60	6.12	-
净负债率（%）	68.30	27.27	23.36	32.48

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017年及2018年审计报告对前期重要差错进行更正并对其他事项进行调整，故2016年财务数据为2017年年初调整数，2017年财务数据为2018年年初调整数；
3、2016~2018年公司长期应付款为应付融资租赁款，调整入长期债务，2019年3月末债务数据未作上述调整；
4、2019年3月末短期债务未计入应付票据；
5、带“*”号指标经年化处理。

基本观点

跟踪期内，鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”或“公司”）在业务发展上持续可获得股东的大力支持。同时，公司待结转资源充足，营业收入大幅增长，债务规模持续下降，财务结构更趋稳健，融资渠道保持顺畅，外部流动性充足。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到区域调控政策以及公司项目去化压力等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持鲁能集团主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“鲁能集团有限公司公开发行 2015 年公司债券”信用等级 AAA。

正 面

- 股东背景实力雄厚，可提供持续有力的支持。公司控股股东国家电网有限公司系国务院国有资产监督管理委员会直属企业，具有雄厚的综合实力，2018 年继续蝉联《财富》世界 500 强第 2 名、中国企业 500 强第 1 名。公司作为国家电网公司旗下房地产开发和酒店运营的重要主体，业务发展可得到控股股东的大力支持。
- 待结转资源丰富，营业收入大幅增长。得益于丰富的待结算资源，2018 年公司实现结算金额 463.92 亿元，同比大幅增长 77.94%；同时，公司营业收入亦大幅增长，同比上升 60.64%。另截至 2018 年末，公司预收账款 396.06 亿元，占当年房产物业收入比例为 84.89%，可为其未来短期内业绩提供保障。
- 债务规模持续下降，财务结构更趋稳健。近年来公司债务规模不断下降，债务期限结构进一步优化，财务杠杆比率保持在较低水平。截至 2018 年末公司总债务为 218.15 亿元，同比下降 29.53%，其中短期债务占比为 6.10%，同比下降 9.59 个百分点。同期末，公司货币资金/短期债务为 9.45 倍，对短期债务形成充分覆盖。

分 析 师

李诗哲 shzhli@ccxr.com.cn

周佳伟 jwzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 20 日

- 融资渠道保持顺畅，外部流动性充足。公司与多家银行保持良好的合作关系，跟踪期内继续获得多家银行较大规模授信额度。同时，公司控股上市公司天津广宇发展股份有限公司，进一步拓宽其融资渠道，整体外部流动性充足。

关 注

- 区域调控政策的影响。公司位于海南区域的项目较多，海南区域对公司销售业绩的贡献较大，且公司仍有较大规模的土地储备位于海南。2018 年以来，海南省房地产市场调控政策全面收紧，或将对公司销售业绩及回款情况产生影响。
- 项目去化情况。2018 年以来公司存货中开发产品占比有较大幅度提升，现房销售压力增大。而且，当年公司对部分项目计提了存货跌价准备，需关注项目去化情况及减值的计提对公司经营的影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级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，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

鲁能集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（债券简称为“15 鲁能债”、债券代码为“136120”）于 2015 年 12 月 23 日发行，实际募集总额人民币 30 亿元，到期日为 2020 年 12 月 23 日，利率 3.76%。本次债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”或“公司”）已按照募集说明书上列明的用途使用。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调

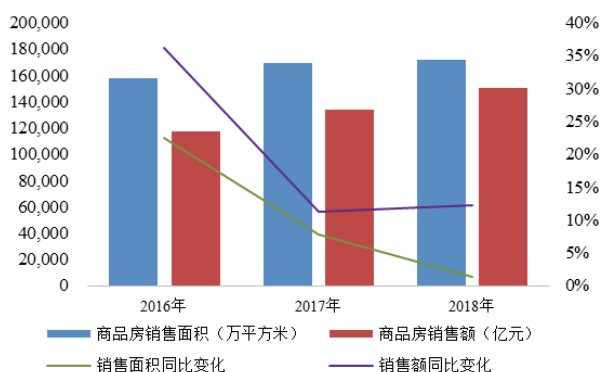
要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3%和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2%和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业

内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

2018 年以来，海南省房地产市场调控政策全面收紧，整体商品房市场成交量大幅下滑，土地市场供需明显下行。同时，房企拿地难度继续加大，转型布局或成共识。

2018 年以来，海南省楼市调控政策不断推出。2018 年 1 月 1 日，《海南省实施新一轮分税制财政

体制的方案》出台，决定自 2018 年 1 月 1 日起，施行新一轮分税制，引导市县摆脱房地产依赖。2018 年 1 月 4 日，海南省政府第 98 次常务会议通过《海南省人民政府关于进一步加强土地宏观调控提升土地效益的意见》，禁止将商品住宅用地与其他产业项目用地捆绑或搭配供应。此后，2 月 1 日，海南省人民政府出台《关于促进乡村民宿发展的指导意见》，严格实行土地用途管制，严禁下乡利用农村宅基地建设别墅大院和私人会馆。随后，海南能又陆续就公积金使用、商品房销售价格备案管理、商贷首付比例、公积金贷款首付比例等出台了

一系列政策。2018 年 4 月 13 日，习总书记宣布在海南全岛建设自由贸易试验区，海南迎来“自贸区+自由港”重大利好，针对楼市上涨预期，海南省全面收紧调控政策，2018 年 4 月 22 日，海南省人民政府召开《中共海南省委办公厅海南省人民政府办公厅关于进一步稳定房地产市场的通知》新闻发布会，发布严格的房地产限购政策，在已出台限购政策的基础上，商品住宅实施全域限购。一系列严苛调控政策陆续出台，海南省商品房市场和土地市场均受到较大的冲击。

表 1：2018 年以来海南省房地产行业主要相关政策一览

时间	政策	主要内容
2018.01.01	《海南省实施新一轮分税制财政体制的方案》	施行新一轮分税制，引导市县摆脱房地产依赖。
2018.01.04	《海南省人民政府关于进一步加强土地宏观调控提升土地效益的意见》	禁止将商品住宅用地与其他产业项目用地捆绑或搭配供应。
2018.01.12	《关于促进乡村民宿发展的指导意见》	严格实行土地用途管制，严禁下乡利用农村宅基地建设别墅大院和私人会馆。
2018.02.05	《关于明确住房消费提取政策有关事项的通知》	职工家庭购买商铺、办公用房、产权式酒店客房等商业性质房产的，不予提取住房公积金用于购买和偿还购房贷款本息。
2018.02.11	三亚《关于加强商品房销售价格备案管理的通知》	新房备案价格不得高于 2017 年 2 月同区域同类型产品的网签均价，之前备案价格高的必须重新价格备案；销售价格超过备案价格的不予网签，降价销售幅度不得超过备案价格的 20%。
2018.03.31	《关于做好稳定房地产市场工作的通知》	全省加强严格购房资格审查，非本省户籍居民家庭在我省范围内只能购买 1 套住房；非本省户籍居民家庭在实行限购政策的区域购买住房，需提供至少一名家庭成员在我省累计 60 个月及以上个人所得税或社会保险缴纳证明；通知印发后购买的住房，自取得不动产权证之日起 5 年内禁止转让。
2018.04.10	《关于进一步维护住房公积金缴存职工购房贷款权益的实施意见》	受委托银行、住房公积金管理机构压缩贷款办理时限、公开业务办理流程；并将定期公开已备案楼盘信息，维护海南住房公积金缴存职工的购房贷款权益。
2018.04.20 -		海南省公积金管理局发布通知，自 4 月 23 日起，职工家庭购买首套新建住房的，住房公积金贷款最低首付款比例由 20% 提升至 30%。
2018.04.22	《中共海南省委办公厅海南省人民政府办公厅关于进一步稳定房地产市场的通知》	实施全域限购，海口、三亚、琼海已实行限购的区域，非海南户籍居民家庭购买住房的，须提供至少一名家庭成员在海南累计 60 个月及以上个税或社保证明；上述区域之外，非海南户籍居民家庭购买住房的，须提供至少一名家庭成员在海南累计 24 个月及以上个税或社保证明；非本省户籍居民家庭在海南购买住房，申请商业性个人住房贷款首付款比例不得低于 70%；无论本省户籍居民家庭还是非本省户籍居民家庭，以及企事业单位、社会组织购买的住房，都要取得不动产权证满 5 年后方可转让。
2018.05.13 -		海南启动了“百万人才进海南计划”，各类引进人才自海南落户之日起，购买商品住宅，享受本地居民同等待遇，不受限购政策限制。
2018.06.06 -		普通住宅、高档公寓、低层住宅（别墅）和酒店式公寓，2017 年 7 月 1 日前取得施工许可证的可按毛坯或全装修价格进行备案，2017 年 7 月 1 日后取得施工许可证的按全装修价格进行备案。6 个月内不得调高备案价格。
2018.08.13	《海南省规划委员会关于公布海南省重要规划控制区名录的通知》	严格控制新增规划商品住宅用地，引导已出让但未建设的商品住宅用地转型发展。
2018.08.19	海口公布六项举措遏制房价上涨	强化政府调控职责、强化最严限购政策执行落地、强化“一房一价”备案管理、严管重罚、有效供给、加强宣传等。
2018.08.24	三亚新规	开发商与购房人确定购房意向，应先到三亚市住房和城乡建设局核定购房人资格，符合条件后，才能签订认购协议，收取购房款；明确要求从 2018 年 9 月 1 日起开始实行限时网签，即当月销售当月网签。

2018.08.25	海口口头限价	海口市约谈部分开发商，海口限价不超过 17,300 元/平方米。
2018.08.26	海口《关于加强商品房销售价格备案管理的通知》	具备预售（现售）条件及有未售房源的商品房项目，房地产开发企业在 2018 年 9 月 28 日前主动核实成本，调整价格，到市发改委（市物价局）重新申请价格备案。
2018.08.29	三亚《进一步做好商品房价格备案管理的通知》	要求重申备案价格、超过备案价不予网签、6 个月内不得擅自调高价格等具体指示。
2018.09.07	《关于开展打击侵害群众利益违法违规行为治理房地产市场乱象专项行动方案》	明确了四类房地产市场乱象行为内容：投机炒房行为、房地产“黑中介”违法违规行为、房地产开发企业违法违规行为、虚假房地产广告；9 月 15 日前，各市县要制定方案部署开展专项整治工作，尤其是海口市；从 9 月 15 日开始，进行为期三个月的专项整治。
2018.12.19	关于进一步加大对违法违规销售和虚假宣传等行为查处力度的通知》	严禁岛外居民通过补缴社保或个税骗购住房，违反规定的进行严厉处罚。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

商品房市场方面，2018 年受全域限购影响，商品房成交量大幅下滑。2018 年 1~11 月，海南省商品房成交面积为 1,203 万平方米，同比下滑 42%。但成交价格仍坚挺上扬，商品房库存持续走低。当年，商品房成交均价为 14,594 元/平方米，同比增长 24%。年末商品房库存量为 853 万平方米，自 2015 年以来持续下滑。从城市和细分市场来看，海口市商品住宅市场 2018 年成交量同比下滑 38%至 361 万平方米，但成交均价同比上涨 38%，市场仍呈现供不应求的态势；三亚作为旅居城市，主要面向岛外客群，受调控政策影响更为明显，当年商品住宅成交量同比下跌 63%，成交均价则在政府严控备案价条件下呈下行态势。

土地供求方面，2018 年海南省土地供应量为 716 万平方米，同比下跌 27%；成交量为 520 万平方米，同比减少 37%；土地成交均价为 1,823 元/平方米，同比下滑 25%。在严格的楼市调控环境下，海南省土地市场呈现量价大幅下跌态势。同时，海南省土地出让结构持续调整，住宅用地出让规模下降，自 2016 年占比 34%下降至 2018 年的 26%；商办用地占比下降 6 个百分点至 23%；工业用地占比提升 3 个百分点至 20%。

房企方面，根据克而瑞数据，2018 年于海南销售排名前十房企业绩下滑，销售排名前十房企成交金额总和较 2017 年减少 40.46%。具体来看，恒大在海南销售金额由 2017 年的 311 亿元下滑至 2018 年的 122 亿元，碧桂园由 300 亿元下跌至 160 亿元，雅居乐由 186 亿元下降至 129 亿元，鲁能亦由 186 亿元回落至 38 亿元。考虑到全面收紧的房地产调控政策以及明显下行的土地市场，房企在海南拿地

难度增加，部分房企已经开始通过从传统商品房项目转战到文旅类项目的方式布局海南，未来转型布局或成共识。

业务分析

鲁能集团系国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）的全资子公司，国家电网系国务院国有资产监督管理委员会直属企业，以建设和运营电网为核心业务，是关系国民经济命脉和国家能源安全的特大型国有重点骨干企业。2018 年，国家电网继续蝉联《财富》世界企业 500 强第 2 位、中国 500 强企业第 1 位，综合实力雄厚。作为国家电网旗下从事房地产开发的重要平台以及酒店板块重要运营主体，公司持续在业务发展等方面获得其大力支持，强有力的股东背景亦增强了公司的竞争力。

2018 年，鲁能集团实现营业收入 491.87 亿元，同比大幅增长 60.64%，主要由房产物业收入构成，2018 年房产物业收入为 466.55 亿元，同比增长 65.54%。

表 2：2017~2018 年公司主营业务收入明细

单位：亿元		
业务类型	2017	2018
房产物业	281.83	466.55
发电	0.70	1.56
施工、设计、监理、招标	1.51	1.21
其他收入	17.88	19.47
合计	301.92	488.80

注：房产物业主要为房地产销售收入，其他收入主要为酒店运营、租金等收入。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

跟踪期内，公司根据房地产政策环境、市场状况及自身发展条件，放缓项目开发节奏，新开工面积、销售面积均呈现下滑。同时，得益于丰富的待结转资源，公司加快项目结转，当年结转收入大幅增加。

目前公司的房地产项目仍主要分布于一、二线城市和旅游度假城市，产品系列丰富。2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，在此背景下，公司根据自身情况，合理安排工程建设计划，注重与销售计划、竣工计划的匹配，当年公司项目开发节奏放缓，新开工面积、在建面积和项目数量均呈下滑态势。2018年，公司新开工面积为115.97万平方米，同比下降74.46%；期末在建面积为792.70万平方米，同比下降46.82%；项目数量由76个减少至49个。截至2018年末，公司在海口、三亚、济南、重庆、大连、苏州、南京、北京、宜宾等城市共有49个在建项目，计划总投资1,046.95亿元，已投入592.71亿元，后续仍有较大规模的在建投入，或给其带来一定的资本支出需求。

表 3：2016~2018 年公司房地产业务开工及竣工情况

单位：万平方米、个

	2016	2017	2018
在建面积	1,053.53	1,490.70	792.70
项目数量	75	76	49
新开工面积	611.84	454.04	115.97
竣工面积	235.40	319.06	391.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2018年公司项目销售面积和销售金额分别为217.53万平方米和291.55亿元，分别同比下滑57.77%和55.83%。公司以政策为导向、结合自身情况来安排销售计划，2018年销量呈现较大幅度下滑。从销售区域分布来看，重庆、济南和海南为公司销售金额贡献最大的三个地区，2018年销售金额占比分别为34.36%、18.23%和15.67%，其次为福州、大连、宜宾、天津和北京，销售金额占比分别为8.44%、5.87%、4.51%、4.40%和3.51%。

表 4：2016~2018 年公司房地产项目销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

	2016	2017	2018
销售面积	320.22	512.41	217.53
销售金额	406.56	660.03	291.55
销售均价	12,696	12,881	13,332
结算面积	129.71	253.51	381.54
结算金额	111.73	260.71	463.92
结算均价	8,614	10,284	12,159

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：2018 年公司房地产销售金额区域分布情况

单位：万平方米、亿元、%

区域	2018			
	销售面积	占比	销售金额	占比
重庆	103.03	47.36	100.18	34.36
济南	36.55	16.80	53.14	18.23
海南	16.99	7.81	45.68	15.67
福州	9.63	4.43	24.61	8.44
大连	18.41	8.46	17.11	5.87
宜宾	15.75	7.24	13.15	4.51
天津	5.98	2.75	12.83	4.40
北京	3.94	1.81	10.22	3.51
青岛	4.33	1.99	7.70	2.64
南京	1.13	0.52	3.69	1.27
成都	1.29	0.59	2.01	0.69
苏州	0.28	0.13	0.89	0.31
郑州	0.22	0.10	0.34	0.12
合计	217.53	100.00	291.55	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，2018年公司加快项目结转，竣工面积增长22.65%至391.34万平方米；同期，结算面积和结算金额分别为381.54万平方米和463.92亿元，分别同比增长50.50%和77.94%，结转收入大幅增加。区域分布方面，近三年来济南、重庆和海南保持为销售收入贡献最大的地区，2018年结算金额占比分别为19.37%、18.62%和17.70%，此外2018年公司结算收入贡献更为多元，新增南京、天津及郑州等重点二线城市，当年销售金额占比分别为16.85%、4.92%和3.83%。另截至2018年末，公司预收账款396.06亿元，占当年房产物业收入比例为84.89%，仍可为未来短期内业绩提供较好保障。

2018 年，公司继续保持相对谨慎的土地拓展策略，新增土地储备规模相对较小。从区域布局来看，公司土地储备多分布于一、二线城市，区域布局良好。但同时我们也关注到，公司位于海南区域的项目较多，区域调控政策或对其未来经营业绩产生影响。

2018 年，公司继续保持相对谨慎的土地拓展策略，当年新获取地块 7 幅，新增地块占地面积 50.28 万平方米。就新增项目区域来看，2018 年公司新增项目位于济南、湖州和重庆，对应项目数量分别为 4 个、1 个和 2 个，新增项目土地支出金额合计 32.61 亿元，与当年实现的签约销售金额相比，新增土地储备规模相对较小，或对其未来发展形成一定制约。

截至 2018 年末，公司土地储备面积（在建项目剩余未售面积及拟建项目规划建筑面积）合计 820.57 万平方米，其中大连、济南、重庆、苏州等一、二线城市土地储备面积占比约 60%，区域布局良好。与此同时，我们也关注到，截至 2018 年末公司仍有大量土地储备位于海南，土地储备面积为 291.62 万平方米，占比 35.54%，在当前海南省房地产调控政策全面收紧的背景下，或对其未来项目去化产生一定的影响。

表 6：2018 年末公司土地储备区域分布情况

单位：万平方米

区域	土地储备面积	占比
海南	291.62	35.54%
大连	142.97	17.42%
济南	126.51	15.42%
重庆	68.09	8.30%
苏州	49.31	6.01%
张家口	23.82	2.90%
南京	21.18	2.58%
宜宾	19.18	2.34%
成都	14.73	1.80%
福州	13.19	1.61%
天津	13.15	1.60%
东莞	12.76	1.56%
北京	10.49	1.28%
郑州	7.08	0.86%
湖州	3.93	0.48%
曲阜	2.00	0.24%
无锡	0.56	0.07%
合计	820.57	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司自持商业物业运营良好，出租率维持在较高水平，同时酒店板块持续发力，商业物业和酒店的运营对公司经营业绩形成了良好的补充。

商业物业运营方面，截至 2018 年末，公司自持商业经营性物业项目 5 个，分别是济南泉城路贵和购物中心、济南领秀城贵和购物中心、重庆南渝秀街、济南领秀城写字楼和上海鲁能大厦。2018 年，公司商业物业出租率均保持在 90%以上，实现运营收入 9.83 亿元，同比上涨 15.41%。

表 7：2017~2018 年公司商业物业经营情况

单位：万平方米、万元

物业名称	物业类型	可租赁或运营面积	开业时间	租金或销售收入		出租率	
				2017	2018	2017	2018
济南泉城路贵和购物中心	高档百货	5.81	2013.9	73,366.82	82,210.37	-	-
济南领秀城贵和购物中心	区域型购物中心	8.47	2014.12	8,848.96	10,635.96	95.04%	96.22%
重庆南渝秀街	社区型购物中心	2.17	2017.12	-	595.12	-	96.00%
济南领秀城写字楼	5A 甲级写字楼	3.11	2015.12	1,911.16	3,820.86	91.13%	95.14%
上海鲁能大厦	普通商务写字楼	2.29	2011.5	1,058.85	1,054.05	91.00%	92.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

酒店业务方面，截至 2018 年末，公司合计经营 14 家酒店，其中 3 家系跟踪期内新开业酒店。新开业 3 家酒店分别是大连希尔顿酒店、无锡万豪酒店和上海艾迪逊酒店，均达到五星标准，规格高

端。2018 年，公司酒店运营收入合计 7.68 亿元，基本同上年持平，持续对公司收入形成较好的补充。

表 8：2018 年公司主要酒店经营情况

单位：万元、%、元/间/天

酒店名称	类型	城市	开业时间	入住率	平均房价	营业收入
济南贵和洲际酒店	五星	济南	2001.11	69.83	723.98	11,593.91
三亚华源温泉海景度假酒店	四星	三亚	2008.1	61.70	303.48	1,453.73
张家界国宾酒店有限公司	四星	张家界	2010.1	56.70	170.83	2,677.62
海口希尔顿酒店	五星	海口	2014.10	58.57	482.65	9,002.92
宜宾鲁能皇冠酒店	五星	宜宾	2015.10	61.75	481.38	5,539.92
山海天万豪酒店	五星	三亚	2016.5	59.34	714.26	10,002.36
济南希尔顿酒店	五星	济南	2016.9	66.19	520.27	10,256.22
山海天万豪酒店三期（傲途格）	五星	三亚	2017.3	75.85	995.32	7,919.40
大连温泉酒店	五星	大连	2017.4	45.84	660.20	2,901.89
千岛湖阳光大酒店	五星	杭州	2017.9	41.39	452.60	3,939.39
苏州阳澄西湖酒店	-	苏州	2017.9	3.5	482.43	351.87
大连希尔顿酒店	五星	大连	2018.6	35.42	810.22	4,037.91
上海艾迪逊酒店	五星标准	上海	2018.7	51.23	2,122.23	6,107.70
无锡万豪酒店	五星	无锡	2018.9	33.75	633.12	1,058.63

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

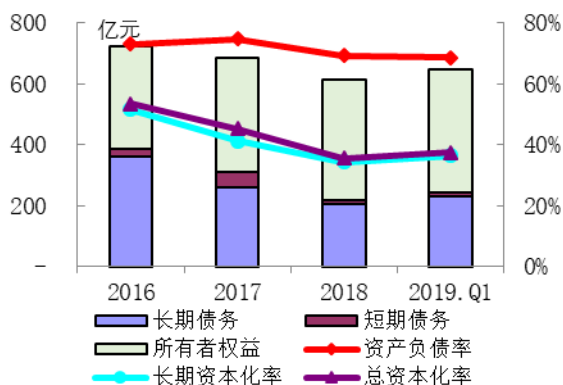
下列财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年和 2017 年审计报告，经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年 3 月财务报表。2017 年和 2018 年审计报告对前期重要差错予以更正并就其他事项进行调整，故 2016 年财务数据为 2017 年期初调整数，2017 年财务数据为 2018 年期初调整数。

资本结构

截至 2018 年末，公司资产总额 1,285.04 亿元，同比下降 13.18%，主要系存货规模有较大幅度下滑所致。同期末，公司负债总额 889.77 亿元，同比下降 19.54%，债务规模的减少带动总负债下滑。所有者权益方面，当年公司子公司天津广宇发展股份有限公司在 2018 年 9 月通过对价支付的方式取得都城伟业集团有限公司所属天津鲁能泰山房地产开发有限公司 100% 股权，该事项使得公司当年资本公积

减少 16.27 亿元，但得益于利润留存以及盈余公积的增加，2018 年末公司所有者权益同比增长 5.60% 至 395.26 亿元。财务杠杆方面，得益于负债总额的下降以及所有者权益的增长，公司财务杠杆有所改善，2018 年末公司资产负债率、总资本化比率和净负债率分别为 69.24%、35.56% 和 23.26%，分别同比下降 5.47 个百分点、9.70 个百分点和 3.91 个百分点，公司财务杠杆持续处于较低水平。另截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 1,282.39 亿元，负债总额 878.60 亿元，所有者权益为 403.78 亿元，资产负债率、总资本化率和净负债率分别为 68.51%、37.35% 和 32.48%。

图 2：2016~2019.Q1 公司资本结构

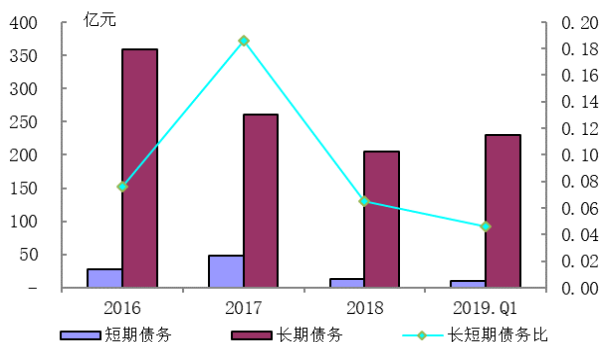


资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

负债方面，公司负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款和有息债务构成。2018 年末公司应付账款 149.23 亿元，同比增长 47.16%，主要系工程款，以 1 年以内（含 1 年）为主。年末预收款项为 396.06 亿元，同比下滑 32.41%，主要系预收购房款。同期末，公司其他应付款 87.07 亿元，同比增长 16.78%。

从有息债务规模来看，近年来公司债务规模持续下降，2018 年末同比下降 29.53% 至 218.15 亿元。同时，公司债务期限结构不断改善，同期末短期债务下降 72.58% 至 13.31 亿元，长期债务下降 21.52% 至 204.84 亿元，长短期债务比为 0.07 倍，同比下降 0.12 倍，以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配。另截至 2019 年 3 月末，公司总债务²为 240.72 亿元，长短期债务比为 0.05 倍。

图 3：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司资产规模有所收缩，与

此同时总债务规模持续下降，财务杠杆处于较低水平，且债务期限结构不断优化，财务结构更趋稳健。

流动性

2018 年末公司流动资产合计为 946.51 亿元，较上年末下降 19.29%，占总资产比重为 73.66%，较上年末下降 5.58 个百分点。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2018 年末两项金额分别为 125.81 亿元和 774.68 亿元，合计占流动资产比例为 95.14%。另截至 2019 年 3 月末，公司流动资产为 936.70 亿元，货币资金和存货合计占流动资产比例为 94.35%。

表 9：2016~2019.Q1 公司流动资产分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
流动资产/总资产	84.04	79.24	73.66	73.04
存货/流动资产	80.34	78.47	81.85	82.65
货币资金/流动资产	14.93	17.69	13.29	11.70
（存货+货币资金）/流动资产	95.27	96.16	95.14	94.35

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，公司存货主要包括自制半成品及在产品（开发成本）、库存商品（开发产品）和尚未开发的土地储备。2018 年末公司存货净额为 774.68 亿元，同比下降 15.82%，主要系自制半成品及在产品和尚未开发的土地储备的下降。具体来看，2018 年末公司自制半成品及在产品账面价值为 509.50 亿元，较上年 698.20 亿元有较大幅度下滑，占存货净额的比重为 65.77%，较上年下降 10.10 个百分点；尚未开发的土地储备账面价值为 94.59 亿元，较上年下滑 21.75%，占存货净额的 12.21%。2018 年末自制半成品及在产品以及尚未开发的土地储备合计占存货净额的 77.98%，较大规模的在建和拟建项目是公司持续经营的保障，但同时也对公司后续的开发资金提供了较高要求。同期末，公司库存商品账面价值为 170.57 亿元，占存货净额的比重为 22.02%，较上年上升 11.03 个百分点，竣工产品占比较高，主要位于重庆、成都、三亚等城市，且项目竣工时间较早，现房销售压力加大。

² 由于相关财务数据未披露明细，2019 年 3 月末总债务未计入应付票据和长期应付款中融资租赁款。

表 10：2016~2018 年末公司存货结构分析

	2016	2017	2018
存货（亿元）	839.22	920.27	774.68
存货同比增长率	68.41%	9.66%	-15.82%
自制半成品及在产品（亿元）	457.39	698.20	509.50
自制半成品及在产品/存货	54.50%	75.87%	65.77%
尚未开发的土地储备（亿元）	300.78	120.89	94.59
尚未开发的土地储备/存货	35.84%	13.14%	12.21%
开发产品（亿元）	81.01	101.16	170.57
开发产品/存货	9.65%	10.99%	22.02%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，2018 年公司存货周转率为 0.40 次，较上年上升 0.15 次；总资产周转率 0.36 次，较上年上升 0.14 次，整体资产周转速度得到较好的提升。

现金流方面，2018 年受销售规模下滑及公司增加土地储备支出影响，当年经营活动净现金流为 77.93 亿元，较上年有所下滑。同期，经营活动净现金流/短期债务为 5.85 倍，较上年增加 1.80 倍，主要系当年短期债务规模下降。货币资金方面，2018 年末公司货币资金为 125.81 亿元，货币资金/短期债务为 9.45 倍，较上年增加 5.18 倍，货币资金对短期债务的覆盖充分。

表 11：2016~2019.Q1 公司部分流动性指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金（亿元）	155.94	207.47	125.81	109.59
经营活动现金流净额（亿元）	-81.36	196.91	77.93	-30.98
经营活动净现金流/短期债务（X）	-2.98	4.05	5.85	-11.61*
货币资金/短期债务（X）	5.71	4.27	9.45	10.26

注：带“*”号指标经年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司经营活动现金流仍呈现较大规模净流入，且年末手持货币资金充裕，经营活动净现金流和货币资金能对短期债务形成有效覆盖，加之公司资产周转效率进一步提升，公司整体资产流动性较好。但我们也注意到，公司开发产品占比上升，其现房销售压力值得关注。

盈利能力

2018 年实现营业收入 491.87 亿元，同比增加 60.64%；其中，房地产业务收入额为 466.55 亿元，

同比增加 65.54%。2018 年公司项目大规模竣工交付，结转收入大幅增长。另截至 2018 年末，公司预收账款 396.06 亿元，较上年下滑 32.41%，占当年房产物业收入比例为 84.89%，仍可为未来短期内业绩提供一定保障。

毛利率方面，2018 年公司主营业务毛利率为 30.98%，较上年提升 1.25 个百分点；其中，房产物业业务毛利率为 31.40%，较上年提升 1.39 个百分点，其房地产开发板块毛利率处于较好水平。此外，2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 40.66 亿元，营业毛利率为 36.89%。

表 12：2017~2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况

单位：亿元

业务	2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率
发电	0.70	53.82%	1.56	49.49%
房产物业	281.83	89.80%	466.55	88.49%
施工、设计、 监理、招标	1.51	30.02%	1.21	31.40%
其他收入	17.88	19.21%	19.47	15.89%
主营业务收入	301.92	29.73%	488.80	30.98%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 35.08 亿元，较上年的 37.35 亿元有所下降，主要系销售费用下降所致。同期，公司三费收入占比为 7.13%，较上年下降 5.06 个百分点，公司对期间费用的管理能力很强。另 2019 年 1~3 月，公司三费合计 5.92 亿元，三费收入占比为 14.55%。

表 13：2016~2019.Q1 公司三费分析

单位：亿元、%

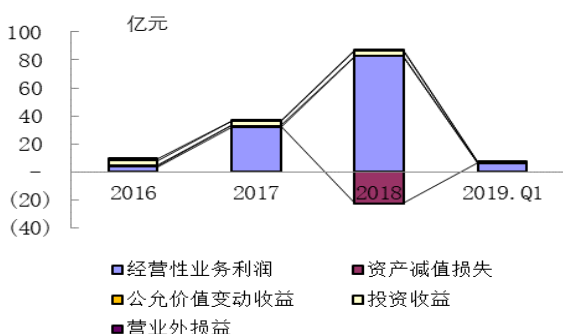
指标	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	16.51	19.34	14.64	1.17
管理费用	10.75	12.36	13.73	2.89
财务费用	3.64	5.65	6.72	1.86
三费合计	30.90	37.35	35.08	5.92
营业总收入	135.90	306.19	491.87	40.66
三费收入占比	22.74	12.20	7.13	14.55

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2018 年公司实现经营性业务利润 82.67 亿元，同比大幅增长 161.08%，得益于当年营业收入的大幅增加、毛利空间的提升以及对期间费

用管理能力的较强，公司经营性业务盈利能力大幅提升。同期，公司实现投资收益 4.01 亿元，同比增长 23.65%，主要包括持有可供出售金融资产期间取得的收益 1.96 亿元和为都城伟业集团有限公司下属公司委贷利息收入 2.01 亿元。此外，当年公司对部分项目计提了减值损失，金额为 22.51 亿元。综上，2018 年公司利润总额为 64.72 亿元，同比增长 84.98%；实现净利润 45.21 亿元，同比增长 93.23%；所有者权益收益率 11.44%，同比提升 5.19 个百分点，公司盈利能力进一步增强。

图 4：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司营业收入大幅增长，毛利空间提升，对期间费用把控能力加强，整体盈利能力进一步增强。同时，公司具有较为丰富的待结算资源，可为未来短期内经营业绩提供保障。但我们也注意到，2018 年公司发生了较大金额的存货跌价减值，需关注部分项目的去化情况。

偿债能力

从债务规模来看，截至 2018 年末，公司总债务为 218.15 亿元，较上年下降 29.53%。其中，短期债务为 13.31 亿元，同比大幅下滑 72.58%；长期债务 204.84 亿元，同比下滑 21.52%，整体债务期限结构进一步优化。2019 年以来，公司债务规模略微回升，3 月末总债务为 240.72 亿元，长短期债务比为 0.05 倍。

获现能力方面，2018 年公司 EBITDA 为 79.75 亿元，同比上升 71.20%，公司获现能力大幅增强。从主要偿债能力指标来看，2018 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 2.74 倍和 6.12 倍，较上年分别下降 3.91 倍和上升 3.53 倍，

经营所得对其债务本息的保障水平大幅提升。

现金流方面，2018 年公司经营活动净现金流为 77.93 亿元，同比下滑 60.42%，但仍保持了一定规模的现金净流入。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 347.69 亿元，因当年销售规模下降而导致回款有所减少。同期，公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息倍数分别为 0.36 倍和 5.98 倍，分别较上年下降 0.28 倍和 4.99 倍，但仍可对债务本息形成较好的覆盖。

表 14：2016~2019.Q1 公司部分偿债指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
EBITDA（亿元）	17.78	46.57	79.75	-
总债务/EBITDA（X）	21.72	6.65	2.74	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	-5.01	10.97	5.98	-
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.21	0.64	0.36	-0.51
资产负债率（%）	72.88	74.71	69.24	68.51
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.09	2.60	6.12	-
长期资本化比率（%）	51.57	41.08	34.13	36.29
总资本化比率（%）	53.40	45.26	35.56	37.35

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末公司受限资产账面价值合计 183.81 亿元，受限资产占总资产比重为 14.30%。其中，受限土地使用权账面价值 86.99 亿元、其他担保质押的其他资产 38.33 亿元、房屋建筑物 34.17 亿元、货币资金 22.57 亿元以及存货 1.75 亿元。

对外担保方面，截至 2018 年末公司及所属子公司提供担保总金额为 95.85 亿元，其中对公司内部单位提供担保 95.55 亿元，对公司外部单位提供担保 0.30 亿元，系对山东鲁能菏泽煤电开发有限公司连带责任担保。整体来看，公司或有负债风险较低。

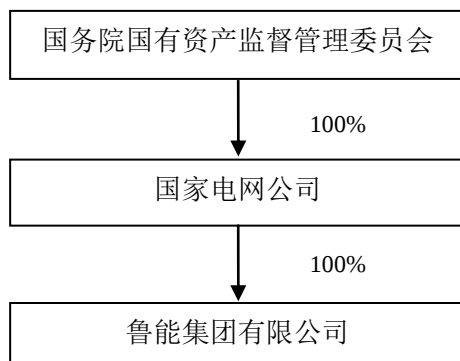
财务弹性方面，公司仍与建行、农行、中信银行等多家银行机构建立了良好的合作关系，截至 2018 年末，公司获得综合授信额度为 1,606.73 亿元，已使用额度 213.67 亿元，尚未使用的授信额度为 1,393.06 亿元，公司备用流动性充足。同时，公司控股上市公司广宇发展，亦为其项目开发拓宽了融资渠道。

总的来看，2018 年公司整体资产规模有所收缩，但公司债务规模减少，债务期限结构更为合理，财务杠杆水平下降，相关偿债指标进一步优化，加之其盈利能力提升，以及较为充足的备用流动性，同时考虑其强有力的股东背景，公司整体仍具备极强的偿债能力。

结 论

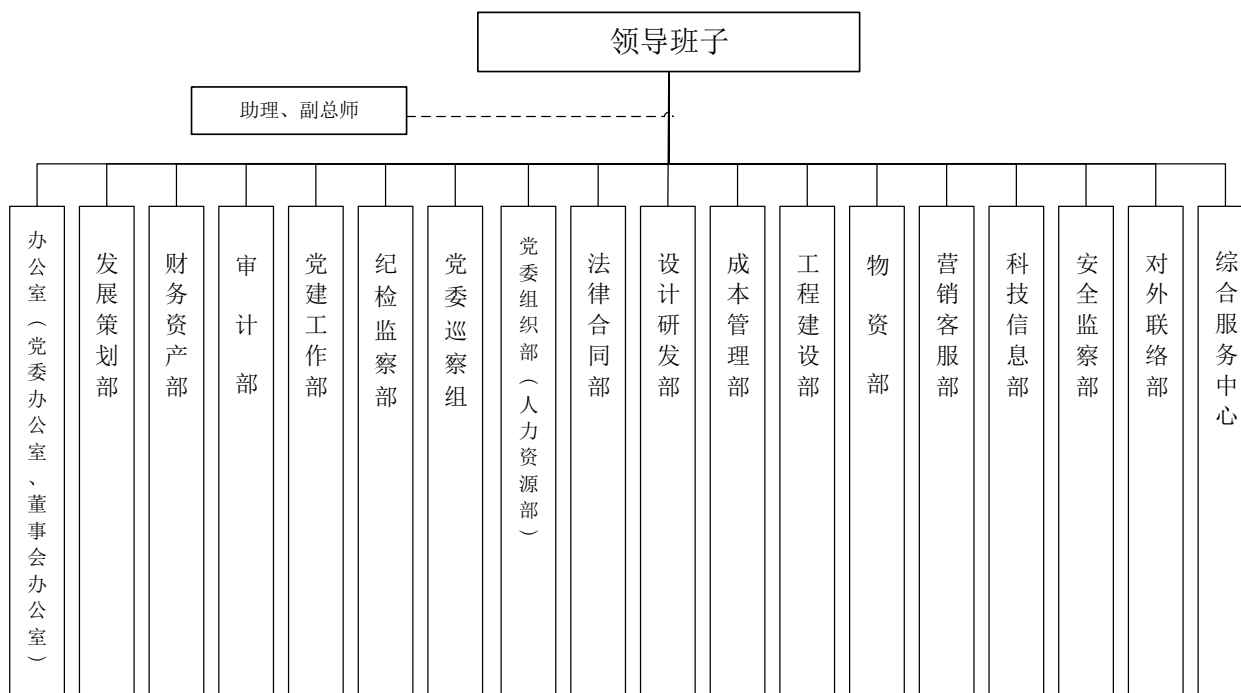
综上所述，中诚信证评维持鲁能集团有限公司主体信用等级**AAA**，评级展望为稳定；维持“鲁能集团有限公司公开发行2015年公司债券”信用级别为**AAA**。

附一：鲁能集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



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 2018 年 12 月 31 日）



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

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	1,559,407.85	2,074,686.10	1,258,058.02	1,095,870.28
应收账款净额	10,272.00	16,754.21	33,898.89	53,900.68
存货净额	8,392,163.26	9,202,748.85	7,746,757.34	7,741,449.08
流动资产	10,445,450.47	11,727,967.91	9,465,063.17	9,366,996.01
长期投资	388,176.01	423,447.68	413,648.32	441,256.55
固定资产合计	1,063,511.91	1,618,064.62	1,825,265.10	1,858,174.65
总资产	12,429,359.35	14,801,288.15	12,850,371.79	12,823,852.15
短期债务	273,166.43	485,643.62	133,144.30	106,769.57
长期债务	3,588,281.20	2,609,875.11	2,048,356.93	2,300,450.85
总债务（短期债务+长期债务）	3,861,447.64	3,095,518.73	2,181,501.23	2,407,220.42
总负债	9,058,958.74	11,058,129.98	8,897,728.94	8,786,033.31
所有者权益（含少数股东权益）	3,370,400.61	3,743,158.17	3,952,642.84	4,037,818.84
营业总收入	1,359,040.96	3,061,888.42	4,918,747.80	406,626.45
三费前利润	346,817.02	690,102.50	1,177,516.91	123,466.54
投资收益	34,360.19	32,412.43	40,078.37	5,160.29
净利润	84,104.73	233,988.01	452,126.01	68,174.86
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	177,784.54	465,840.77	797,535.67	-
经营活动产生现金净流量	-813,633.76	1,969,116.55	779,295.06	-309,820.68
投资活动产生现金净流量	-78,355.31	-531,446.44	-312,417.99	-64,068.89
筹资活动产生现金净流量	1,429,963.25	-1,046,209.89	-1,285,535.35	225,662.04
现金及现金等价物净增加额	537,974.18	391,460.23	-818,658.28	-148,227.53
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	33.52	29.29	30.63	36.89
所有者权益收益率（%）	2.50	6.25	11.44	6.75*
EBITDA/营业总收入（%）	13.08	15.21	16.21	-
速动比率（X）	0.38	0.30	0.25	0.25
经营活动净现金/总债务（X）	-0.21	0.64	0.36	-0.51*
经营活动净现金/短期债务（X）	-2.98	4.05	5.85	-11.61*
经营活动净现金/利息支出（X）	-5.01	10.97	5.98	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.09	2.60	6.12	-
总债务/EBITDA（X）	21.72	6.65	2.74	-
资产负债率（%）	72.88	74.71	69.24	68.51
总债务/总资本（%）	53.40	45.26	35.56	37.35
长期资本化比率（%）	51.57	41.08	34.13	36.29
净负债率（%）	68.30	27.27	23.36	32.48

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2017年及2018年审计报告对前期重要差错进行更正并对其他事项进行调整，故2016年财务数据为2017年期初调整数，2017年财务数据为2018年期初调整数；3、2016~2018年末公司长期应付款为应付融资租赁款，调整入长期债务，2019年3月末长期债务数据未作上述调整；4、2019年3月末公司短期债务未计入应付票据；5、带“*”号指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。