

远东资信评估有限公司

远东跟踪（2019）0008号

鲁能集团有限公司 2006 年企业债券 2019 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，上调贵公司主体信用等级为 AAA 级，评级展望维持稳定，维持“06 鲁能债”AAA 级的信用等级。

特此通知

远东资信评估有限公司

二〇一九年六月二十五日



鲁能集团有限公司 2006 年企业债券 2019 年跟踪评级报告

远东跟踪（2019）0008 号



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

二〇一九年六月

鲁能集团有限公司 2006 年企业债券

2019 年跟踪评级报告

远东跟踪 (2019) 0008 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
上次跟踪评级	评级时间: 2018.06.22 主体级别: AA+, 评级展望: 稳定 债项级别: AAA
本次跟踪评级	评级时间: 2019.06.25 主体级别: AAA, 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”)主要从事住宅及商业地产开发运营业务,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,区位分布相对较好。跟踪期内,鲁能集团竣工结算面积大幅增加,收入和盈利规模增长明显,总债务规模显著下降,整体债务负担水平和偿债压力进一步降低,且货币资金较充裕,可对短期债务形成较好保障。远东资信评估有限公司(以下简称“远东资信”)同时也关注到,集团在建及拟建项目较多,仍面临较大的资本支出压力。

国家开发银行为本期债券提供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,考虑到跟踪期内鲁能集团在收入、盈利、债务负担等方面的明显改善,远东资信对鲁能集团主体信用等级调整为 AAA 级,评级展望维持稳定,对“06 鲁能债”信用等级维持 AAA 级。

优势

- 跟踪期内,鲁能集团收入和盈利规模大幅提升,预收规模较大,可为集团后续保持一定的收入规模提供较强保障。
- 跟踪期内,鲁能集团总债务规模显著下降,债务负担水平在之前较低基础上进一步减轻,整体偿债压力较小。
- 母公司国家电网公司综合实力极强,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。
- 跟踪期内,国家开发银行资本实力雄厚,资产质量好,综合竞争能力极强,其担保为本期债券本息的按期偿付提供了有力保障。

主要财务指标

人民币: 亿元	2016	2017	2018	2019.3
总资产	1,242.94	1,480.13	1,285.04	1,282.39
所有者权益	337.04	374.32	395.26	403.78
总债务	386.14	309.55	218.15	241.58
营业收入	135.90	306.19	491.87	40.66
净利润	8.41	23.40	45.21	6.82
EBITDA	17.78	46.58	79.75	--
经营性现金净流入	-81.36	196.91	77.93	-30.98
资产负债率(%)	72.88	74.71	69.24	68.51
流动比率(%)	193.76	140.33	139.85	146.52
总债务资本化比率(%)	53.40	45.26	35.56	37.43
毛利率(%)	33.52	29.29	30.63	36.89
净资产收益率(%)	2.50	6.58	11.75	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	1.09	2.68	6.12	--
总债务/EBITDA(倍)	21.72	6.65	2.74	--

注:鲁能集团 2016~2018 年数据来源为审计报告,2019 年 3 月数据来源为未经审计财务报表。



分析师：陈乙歌 cheniyige@fecr.com.cn

宋 歌 songge@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

- 2018 年，海南省房地产调控政策密集出台，并实施全域限购的严苛政策。鲁能集团在海南省的住宅地产项目货值较大，后续销售情况需关注。
- 受房地产宏观调控政策以及自身发展规划影响，2018 年鲁能集团新增合同销售金额大幅下降，或对集团后续收入规模产生一定的影响。
- 跟踪期内，鲁能集团在建及待开发项目投资规模大，今后仍面临较大的资本支出。

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师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，在有效期限内，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、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，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2019年3月末，鲁能集团实收资本为人民币200.00亿元，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

2018年末纳入鲁能集团合并报表范围的企业共51家，较上年末新增5家（详见附录一）。截至2018年末，鲁能集团（合并）资产总额1,285.04亿元，同比下降13.18%，所有者权益395.26亿元（含少数股东权益25.86亿元），同比增长5.60%；2018年实现营业收入491.87亿元，同比增加60.64%，净利润45.21亿元，同比增加93.23%。

截至2019年3月末，鲁能集团（合并）资产总额1,282.39亿元，同比下降11.28%，所有者权益403.78亿元，同比增加7.66%；2019年1~3月，实现营业收入40.66亿元，同比下降36.11%，净利润6.82亿元，同比下降45.25%。

二、运营环境

2018年我国房地产市场调控力度不放松，全年商品房销售面积和销售额增速均同比下降。2019年我国房地产市场继续调整态势，并确定了“以稳为主，一城一

策”的政策基调，一季度我国商品房销售面积呈现负增长，销售额增速回落，房价趋于稳定

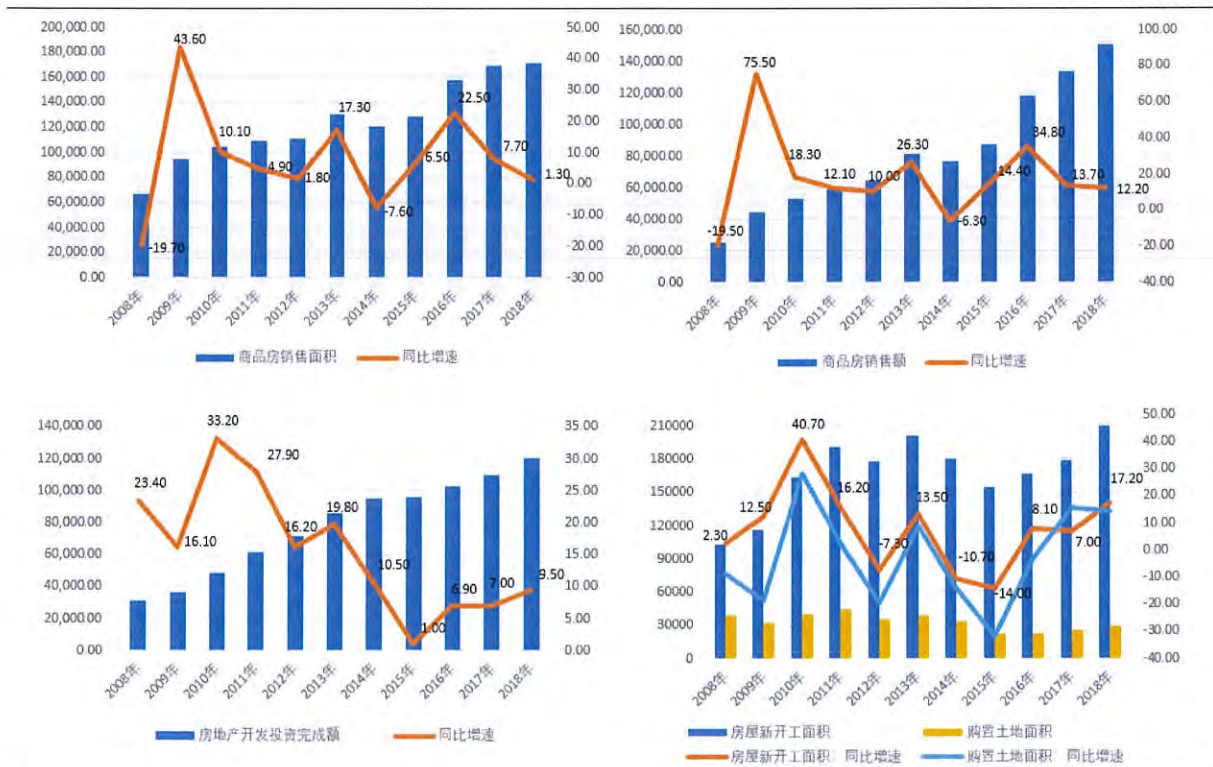
2018年我国房地产调控政策全面转向持续防范房地产发展过热，政府强化“房住不炒”，提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，推进房地产税改革立法，建立健全房地产发展长效机制。在金融监管持续升级，多地房贷收紧、利率上浮的作用下，2018年我国商品房销售面积和销售额增速进一步下滑，2018年我国商品房销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速较2017年进一步回落6.40个百分点；商品房销售额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较2017年下滑1.50个百分点。

2017年末和2018年末，我国商品房待售面积分别为58,923.00万平方米和52,414.00万平方米，同比分别减少15.30%和11.00%，库存去化明显。

投资方面，2017~2018年，房地产开发投资完成额分别为109,798.53亿元和120,263.51亿元，同比名义增长分别为7.00%和9.50%，房地产投资金额持续回升；同期，房地产新开工面积分别为178,653.77万平方米和209,341.79万平方米，同比增长分别为7.00%和17.20%；土地购置面积分别为25,508.29万平方米和29,141.57万平方米，同比增长分别为15.80%和14.20%，房地产新开工面积和土地购置面积亦大幅回升。

图 1：近年全国房地产开发投资、房屋新开工、商品房销售及土地购置情况

单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，远东资信整理

价格方面，鉴于前期房价涨幅较大，为防止房价进一步过快上涨，近两年来我国多个城市均保持限购限贷等紧缩调控政策，房地产销售面积增速和销售金额增速均持续下降，房价维持高位震荡，涨幅趋于平缓，投机性需求得到有效抑制。从城市分类来看，一、二线城市对房地产市场政策较为敏感，政策刺激对三线及以下城市房地产市场的效果一般。2018 年以

来，受持续低库存影响，国内 70 大中城市新建住宅价格指数呈现震荡回升态势，一线城市新建住宅价格受调控政策影响，房价涨幅波动较大；二、三线城市新建住宅价格指数增速回升较快，2018 年 8 月达到近期高点，环比增速分别增至 1.30%和 2.00%。

图 2：国内 70 大中城市新建住宅价格指数月环比增速

单位：%



资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2019 年一季度，地方及全国两会陆续召开关于住房政策的表态和实践，初步确定了 2019 年“以稳为主，一城一策”的政策基调：一方面，中央坚持住房居住属性、紧盯房地产金融风险、分类指导、稳步推进房地产税立法的大方向保持不变；另一方面，各地结合市场运行现状，积极落实主体责任，一城一策防止楼市大起大落。2019 年一季度，我国住宅地产投资 17,256 亿元，同比增长 17.3%，增速较 2018 年 1~2 月回落 0.7 个百分点；一季度我国住宅销售面积同比下降 0.6%，住宅销售额同比上涨 7.5%。房价方面，一线城市在经历连续两年的高压调控后市场探底企稳，2019 年一季度我国商品房累计涨幅较上年同期小幅扩大 0.16 个百分点，但仍处低位；二线代表城市房价累计上涨 0.75%，较上年同期收窄 1.12 个百分点；三四线代表城市一季度累计涨幅较上年同期收窄 1.12 个百分点，其中七成三四线城市累计涨幅较上年同期收窄。

另外，2018 年海南省楼市调控政策密集出台，尤其是 2018 年 4 月自贸区政策落地后，海南省实行全域限购的严苛政策。2018 年前 3 个月，海南楼市延续 2017 年良好态势，成交量高企，4 月受全域限购政策的影响，成交量环比大幅下滑 47%，下半年成交量持续低位运行。2018 年海南房地产市场运行稳中有降，全年商品房销售面积 1,432.25 万平方米，同比下降 37.5%；房屋销售额 2,083.29 亿元，同比下降 23.2%，商品房销售面积和销售金额同比均出现下滑。总的来看，2018 年海南省房地产市场调控政策逐步由去库存、分类调控向全域收紧趋势发展，鲁能集团在海南省土地储备占比较高，未来该区域住宅地产项目的销售情况需关注。

2018 年我国商业地产开发投资回落，新开工面积增量不足，商业地产进入存量市场时代

据国家统计局公布的数据显示，2018 年我国社会消费品零售总额达 380,987.0 亿元，同比



增长 4.02%，其中网络购物继续保持较快的增长势头，2018 年全年网上零售额为 90,065 亿元，同比增长 23.9%；网络商品零售占社会消费品零售总额的比重为 23.65%，较上年提高 4.05 个百分点。2019 年 1~3 月份，全国网上零售额 22,379 亿元，同比增长 30.7%，网络零售占零售总额的比重达 18.2%。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。

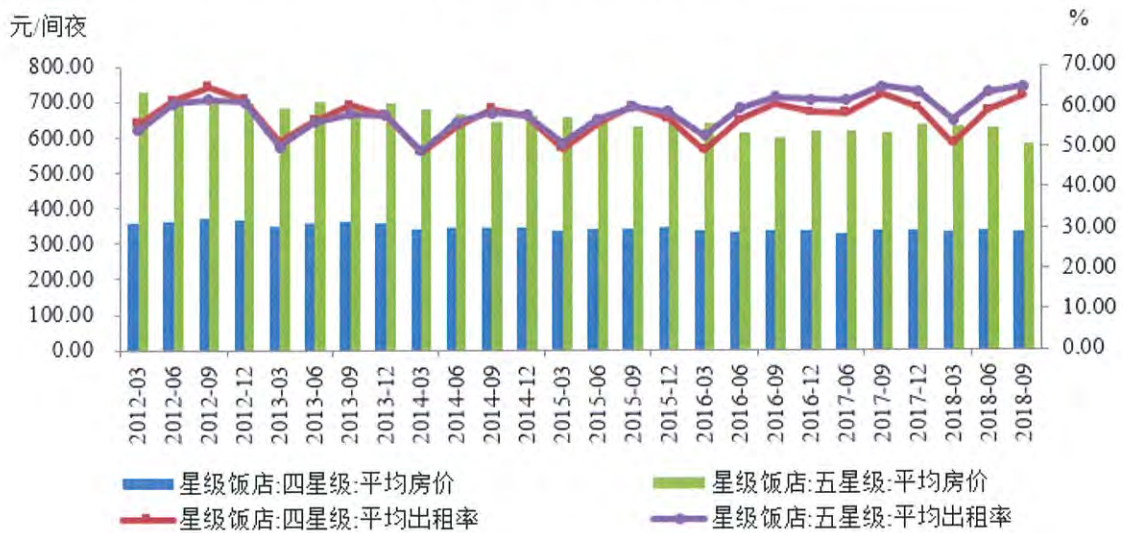
现阶段我国商业地产行业结构性失衡情况已凸显，主要表现为商业地产开发体量规模过大、过快，加之电商的冲击和消费不振引发的商铺需求不旺、租金下降以及空铺现象，使得该行业现阶段存在较严重的“去库存”问题。近年来我国商业地产市场步入调整期，市场主要以库存去化为主。2018 年由于金融去杠杆的持续及中美贸易战等内外因素的共同影响，叠加国内经济持续下行，国内商业地产累计完成投资额 22,401.25 亿元，同比下降 9.95%。其中，商业营业用房累计完成投资额 14,177.09 亿元，同比下降 9.40%；办公楼累计完成投资额 5,996.33 亿元，同比下降 11.30%。新开工方面，商业营业用房新开工面积 2015 年以来持续呈负增长态势，2018 年累计同比下滑 1.50%，商业地产企业开工热情较低。从库存方面来看，截至 2018 年末，全国待售商办用房合计 1.74 亿平方米，同比下降 7.56%，降幅较上年扩大 4.47

个百分点，库存去化效果显现。但从销售方面来看，2018 年我国商业地产累计销售面积 16,334.65 万平方米，同比下降 7.16%；销售额 19,625.45 亿元。同比下降 0.35%。总的来看，2018 年我国商办市场投资、新开工、销售面积均同比下降，供应过剩压力仍存。

2018 年我国酒店行业景区度持续提升，为行业内企业业务开展提供了较好的外部环境

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，2018 年国内旅游人数 55.39 亿人次，同比增长 10.8%；入出境旅游总人数 2.91 亿人次，同比增长 7.8%；全年实现旅游总收入 5.97 万亿元，同比增长 10.5%。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，2018 年以来我国星级酒店平均出租率持续上升；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，但 2018 年 9 月末五星级酒店平均房价出现大幅下降（见图 3）。

图 3：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

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。2018 年鲁能集团实现营业收入 491.87 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 94.85%（见表 1）。2018 年房地产物业板块收入同比上涨 65.54%至 466.55 亿元，主要是当期

结转项目增多所致。

毛利率方面，近年来鲁能集团综合毛利率有所波动，主要是受结转项目毛利率不同所致。

2019 年 1~3 月，鲁能集团实现营业收入 40.66 亿元，其中房产物业收入 33.30 亿元，占比为 82.02%。受部分结转项目土地成本较高影响，2019 年 1~3 月鲁能集团房产物业板块毛利率较低。

表 1：鲁能集团 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月营业收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入								
房产物业	118.62	87.28	281.83	92.04	466.55	94.85	33.30	82.02
施工、设计、监理、招标	1.50	1.10	1.51	0.49	1.21	0.25	0.40	0.99
发电	0.44	0.32	0.70	0.23	1.56	0.32	1.30	3.20
其他	15.19	11.18	17.88	5.84	19.47	3.96	5.80	14.29
主营业务合计	134.48	98.96	301.92	98.61	488.80	99.37	39.90	98.28

其他业务合计	1.43	1.05	4.27	1.39	3.08	0.63	0.70	1.72
合计	135.90	100.00	306.19	100.00	491.87	100.00	40.66	100.00
毛利率								
房产物业	33.73		30.02		31.40		19.61	
施工、设计、监理、招标	85.83		89.80		88.49		72.50	
发电	61.89		53.82		49.49		30.00	
其他	24.21		19.21		15.89		-25.34	
主营业务合计	33.87		29.73		30.98		38.77	
其他业务合计	0.65		-1.76		-25.24		-75.71	
合计	33.52		29.29		30.63		36.80	

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 2017 和 2018 年度报告，远东资信整理

1、住宅地产开发

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，且预收款项规模较大，可为后续保持收入规模提供一定保障，但同时资本支出压力亦较大。另外，受国家房地产调控政策以及自身发展规划影响，2018 年鲁能集团新开工面积和在建项目面积下降均较明显

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。集团根据房地产政策环境及自身发

展规划，放缓项目开发节奏，2017~2018 年新开工面积分别为 454.04 万平方米和 115.97 万平方米，住宅地产的新开工面积大幅下降（见表 2）。销售方面，2018 年鲁能集团住宅地产销售收入大幅增加，主要系当期竣工结算面积增加，结转销售金额大幅增至 463.92 亿元，同比增长 77.94%所致。受 2018 年房地产市场影响，跟踪期内鲁能集团合同销售金额及合同销售面积均大幅下降。就销售区域而言，鲁能集团近两年重点推盘的区域变动不大，重庆、山东和海南三地合同销售金额占总销售金额的比例仍较高（见表 3）。

表 2：鲁能集团 2016~2018 年住宅地产运营情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016 年	2017 年	2018 年
新增项目	16	2	7
新开工面积	611.84	454.04	115.97
竣工面积	235.40	319.06	391.34
合同销售面积	320.22	512.41	217.53
合同销售金额	406.56	660.03	291.55

指标	2016年	2017年	2018年
销售均价	12,696.27	12,880.90	13,332.41
结转销售金额	118.68	260.71	463.92

资料来源：鲁能集团提供，远东资信整理

表 3：鲁能集团 2017~2018 年房地产销售区域分布情况

单位：亿元、万平方米、%

地区	2017年			2018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
重庆地区	152.04	131.41	21.90	103.03	100.18	34.36
山东地区	103.97	131.76	21.96	40.88	60.84	20.87
海南地区	109.41	142.40	23.73	16.99	45.68	15.67
华东地区	14.65	39.88	6.65	9.91	25.50	8.75
大连地区	27.78	22.07	3.68	18.41	17.11	5.87
四川地区	59.29	51.07	8.51	17.04	15.16	5.20
天津地区	--	--	--	5.98	12.83	4.40
北京地区	36.69	64.42	10.74	3.94	10.22	3.51
南京地区	8.59	77.01	12.83	1.13	3.69	1.27
河南地区	--	--	--	0.22	0.34	0.12
合计	512.41	600.03	100.00	217.53	291.55	100.00

资料来源：鲁能集团提供，远东资信整理

在建项目方面，2018 年末鲁能集团在北京、重庆、济南、海南、宜宾等地的在建项目共 49 个，较上年末减少 27 个，在建面积 792.70 万平方米，较上年末减少 698.00 万平方米。截至 2018 年末，鲁能集团在建项目总投资规模为 1,046.95 亿元，仍需投入 454.24 亿元，未来投资规模和资金需求均较大，仍需关注鲁能集团后续面临的资本支出压力。

土地储备方面，2018 年末鲁能集团土地储备总面积为 820.57 万平方米，土地储备面积相对较大。但从区域分布情况来看（见表 4），集团在海南土地储备面积 291.62 万平方米，占比为 35.54%，此外在大连、济南土地储备面积占比分别为 17.42%和 15.42%，整体来看鲁能集团项目区域集中度偏高。随着房地产调控政策的不断收紧，更多城市加入到调控行列，未来鲁能集团房地产项目销售情况仍需关注。

表 4：鲁能集团 2018 年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	海南	291.62	35.54
2	大连	142.97	17.42
3	济南	126.51	15.42
4	重庆	68.09	8.30
5	苏州	49.31	6.01

序号	地区	土地储备面积	土地储备面积占比
6	张家口	23.82	2.90
7	南京	21.18	2.58
8	宜宾	19.18	2.34
9	成都	14.73	1.80
10	福州	13.19	1.61
11	天津	13.15	1.60
12	东莞	12.76	1.56
13	北京	10.49	1.28
14	郑州	7.08	0.86
15	湖州	3.93	0.48
16	曲阜	2.00	0.24
17	无锡	0.56	0.07
合计		820.57	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

跟踪期内，鲁能集团物业经营面积增加，出租率提高，全年物业经营收入同比增长

表 5：截至 2018 年末鲁能集团主要商业物业经营情况

单位：万平方米、万元

物业名称	城市	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 年	2018 年	2017 年	2018 年
泉城路贵和购物中心	济南	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	济南	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	重庆	社区型购物中心	2.17	2017.12	-	595.12	-	96.00%
济南领秀城写字楼	济南	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	上海	普通商务写字楼	2.29	2011.5	1,058.85	1,054.05	91.00%	92.00%
合计	--	--	21.85	--	85,185.79	98,316.36	--	--

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，出租率均保持在良好水平。截至 2018 年末，鲁能

集团自持主要商业经营性物业共 5 个（见表 5），收入来源均为租金。2018 年鲁能集团旗下商业地产板块租金收入为 9.83 亿元，同比增长

15.41%。整体来看，跟踪期内，鲁能集团商业物业出租率较高，租金稳步增长，可为集团营业收入提供良好的补充。

3、酒店运营

鲁能集团旗下酒店均位于旅游城市，2018年我国酒店行业景气度持续上升。跟踪期内，鲁能集团酒店板块收入稳定，对集团整体收入形成较好补充

截至2018年末鲁能集团旗下经营的主要酒店项目共14个，多为四星、五星级酒店，均位

于旅游城市，其中2018年新增酒店3个，分别为大连希尔顿酒店、无锡万豪酒店和上海艾迪逊酒店。从经营情况看，2018年集团酒店板块实现营业收入7.68亿元，基本与2017年持平，对集团整体收入形成较好补充。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。

表6：截至2018年末鲁能集团主要酒店经营情况

酒店名称	类型	城市	单 单位：万元、%、元/间/天			
			开业时间	2018年入住率	2018年平均房价	2018年营业收入
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	千岛湖	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：鲁能集团提供，远东资信整理

四、财务分析

本次评级以鲁能集团提供的2016~2018年经审计的合并财务报表、2019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2017~2018年财务报表发生多项前期差错更正及追溯调整事项，2016~2017年财务数据分别采

用2017~2018年审计报告的期初值。2016~2018年合并报表由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

鲁能集团2017年及2018年财务报表发生多项重要前期差错更正，远东资信为保持财务数据具有可比性，以2017年度审计报告年初余

额代替 2016 年度期末余额，以 2018 年度审计报告年初余额代替 2017 年度期末余额。

2018 年鲁能集团调整待抵扣增值税进项税额，导致期初其他流动资产增加 1,624.57 万元，其他非流动资产增加 1,052.70 万元，资本公积

增加 2,677.27 万元。鲁能集团所属子公司北京鲁能锦绣绿族园林工程有限公司冲回 2015 年未达到收入确认条件多确认的收入，调减期初应收账款 1,159.62 万元，调减期初未分配利润 1,043.66 万元，由此减少少数股东权益 115.96 万元。

表 7：2017 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
2017 年					
1	货币资金	-18,425.55	11	预收款项	-884.91
2	应收账款	-450.04	12	应交税费	2,410.57
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	-2,070.03
5	存货	7,838.76	15	资本公积	-12,324.76
6	其他流动资产	-0.08	16	少数股东权益	-114.42
7	固定资产	-4,976.88	17	未分配利润	4,531.74
8	累计折旧	2,320.20	18	营业成本	2,365.64
9	短期借款	-5,000.00	19	所得税	-591.41
10	应付账款	-346.37			
2018 年					
1	其他流动资产	1,624.57	4	应收账款	-1,159.62
2	其他非流动资产	1,052.70	5	未分配利润	-1,043.66
3	资本公积	2,677.27	6	少数股东权益	-115.96

资料来源：鲁能集团 2016~2018 年度报告，远东资信整理

跟踪期内，鲁能集团竣工结算面积增加，收入和盈利规模大幅增长，总债务规模显著下降，整体债务负担和偿债压力进一步改善，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

随着经营利润的积累，鲁能集团所有者权益呈增长态势，2016~2018 年复合增长率为 8.29%。近年来集团资本公积持续为负，2018 年

末为-81.30 亿元，主要系 2014 年鲁能集团将旗下都城伟业集团有限公司资产划出，调减资本公积所致；得益于盈利的不断积累，2018 年末鲁能集团未分配利润增至 137.24 亿元，同比增加 20.79%；受净利润大幅增加的影响，2018 年末盈余公积同比增加 16.46%至 92.18 亿元。2019 年 3 月末，鲁能集团所有者权益增至 403.78 亿元，主要系未分配利润的增加所致。总体来看，随着经营利润的累积，鲁能集团资本实力不断增强。

2017 年以来集团放慢了拿地的节奏，对外融资需求明显下降，2018 年末负债总额同比下降 19.54%。从负债构成来看，鲁能集团负债仍以流动负债为主，2018 年末流动负债占总负债的比重为 76.07%。

鲁能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。截至 2018 年末，一年内到期的非流动负

债为 11.48 亿元，同比下降 74.80%，构成主要为一年内到期的长期借款；其他应付款为 88.34 亿元，同比增加 16.25%，构成主要为集团账户资金归集及往来款；2018 年鲁能集团多个项目结转收入，加之当年住宅地产合同销售额大幅下降，年末预收账款同比下降 32.41%至 396.06 亿元，同时当年在建项目增多，需支付的工程款规模扩大，应付账款大幅增加 47.16%至 149.23 亿元（见表 8）。

鲁能集团非流动负债构成主要为长期借款和应付债券。截至 2018 年末，长期借款较年初下降 56.19 亿元，主要系部分借款转入一年内到期的非流动负债所致；同期，应付债券余额为 95.75 亿元，构成分别为 2006 年、2008 年、2015 年和 2016 年发行的企业债和公司债。

截至 2019 年 3 月末，鲁能集团负债总额为 878.60 亿元，较年初略有减少，主要系应付账款减少所致。

表 8：鲁能集团 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末主要负债情况

单位：亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期借款	9.38	0.10	0.85	0.85
一年内到期的非流动负债	17.94	45.56	11.48	9.83
长期借款	263.27	164.64	108.45	134.27
应付债券	95.56	95.66	95.75	95.78
应付票据及应付账款	61.14	104.31	150.21	124.61
预收款项	366.59	585.99	396.06	395.57
其他应付款	69.86	75.99	88.34	81.42
总负债	905.90	1,105.81	889.77	878.60

资料来源：鲁能集团 2017、2018 年审计报告及 2019 年 3 月末审计财务报表，远东资信整理

鲁能集团有息债务包括银行借款、应付票据和应付债券。2017 年以来集团放缓了拿地节

奏，对外融资需求下降，有息债务随着新增借款的下降及到期债务的偿还呈下降趋势，2018

年末，集团总债务规模 218.15 亿元，同比下降 29.53%。从债务期限结构来看，鲁能集团债务以长期债务为主，2018 年末长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.07 倍。2019 年 3 月末，鲁能集团总债务增至 241.58 亿元，主要系新增长期借款所致，长短期债务比为 0.05 倍，债务结构进一步优化。

随着负债规模的下降，2018 年末鲁能集团资产负债率下降至 69.24%，同比下降 5.47 个百分点，2019 年 3 月末继续下降至 68.51%。考虑到流动负债中预收款项为预售房款，若剔除这部分因素，2018 年末集团实际资产负债率为 55.54%，较上年末下降 2.60 个百分点。2018 年末鲁能集团总债务资本化比率由上年末的 45.26% 降至 35.56%，2019 年 3 月末为 37.43%。整体来看，集团杠杆水平处于行业较低水平。从债务构成来看，银行借款、应付债券等刚性债务是集团偿债压力的主要来源，近年来鲁能集团债务以长期为主，与其业务发展相匹配。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

2018 年受房地产市场行情影响，鲁能集团业务扩张节奏放缓，资产规模较年初下降 13.18%。从资产构成来看，资产以流动资产为主，近三年均维持在 70% 以上。

从流动资产构成来看，主要为货币资金、存货和其他流动资产，2018 年末三者合计占流动资产的 98.49%。2017、2018 年鲁能集团受限的货币资金分别为 22.37 亿元和 22.57 亿元，主要是购房业主按揭贷款保证金和保函保证金。鲁能集团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 年鲁能集团土地投资保持谨慎且随着项目的陆续结转，存货规模较年初下降 15.82%；其他流动资产主要为预缴增值税及待抵扣的增值税进项税等。

表 9：鲁能集团 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末主要资产情况

单位：亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
货币资金	155.94	207.47	125.81	109.59
存货	839.22	920.27	774.68	774.14
其他应收款	24.81	9.78	6.58	7.34
其他流动资产	19.24	30.22	31.78	36.72
流动资产	1,044.55	1,172.80	946.51	936.70
可供出售金融资产	38.19	41.71	39.01	41.28
长期应收款	15.02	34.50	41.12	41.12
投资性房地产	27.01	34.53	31.32	31.12
固定资产	55.75	70.31	125.14	125.13

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
在建工程	23.59	56.96	26.05	29.54
非流动资产	198.39	307.33	338.53	345.69
总资产	1,242.94	1,480.13	1,285.04	1,282.39

资料来源：鲁能集团 2017、2018 年审计报告及 2019 年 3 月末审计报告，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、长期应收款、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），2018 年可供出售金融资产公允价值变动损益为-2.70 亿元；固定资产主要为房屋建筑物、机器设备等，2018 年随着青海格尔木多能互补项目、上海艾迪逊酒店，无锡万豪酒店等项目竣工结算转入固定资产，当年末固定资产账面价值为 125.14 亿元，同比增长 77.98%；受项目竣工转入固定资产影响，2018 年末在建工程较年初下降 54.27%，构成主

要为东港项目、孔府西苑二期酒店项目等，2019 年 3 月末为 29.54 亿元（见表 9）。2018 年末鲁能集团长期应收款账面价值为 41.12 亿元，构成为长期委托贷款，当年未计提坏账准备。

截至 2019 年 3 月末，鲁能集团资产总额为 1,282.39 亿元，较年初变动不大，构成仍以流动资产为主，流动资产占比为 73.04%。

受限资产方面，截至 2018 年末，集团受限资产合计 183.81 亿元，占总资产的比例为 14.30%（见表 10）。

表 10：鲁能集团 2018 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	22.57	1.76	购房业主按揭贷款保证金
房屋建筑物	34.17	2.66	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等子公司因抵押借款形成受限
土地使用权	86.99	6.77	海南英大房地产开发有限公司、南京鲁能硅谷房地产开发有限公司、山东鲁能朱家峪开发有限公司、山东鲁能亘富开发有限公司、南京鲁能广宇置地有限公司等子公司因抵押借款形成受限
存货	1.75	0.14	大连鲁能置业有限公司和青岛鲁能广宇房地产开发有限公司等子公司因抵押借款形成受限
其他资产	38.33	2.98	青海格尔木鲁能新能源有限公司、青海广恒新能源有限公司等子公司因质押借款形成受限
合计	183.81	14.30	--

资料来源：鲁能集团 2018 年度报告，远东资信整理

（三）盈利能力

2018 年由于房地产结转项目较多，鲁能集

团收入规模由上年的 306.19 亿元大幅扩大至

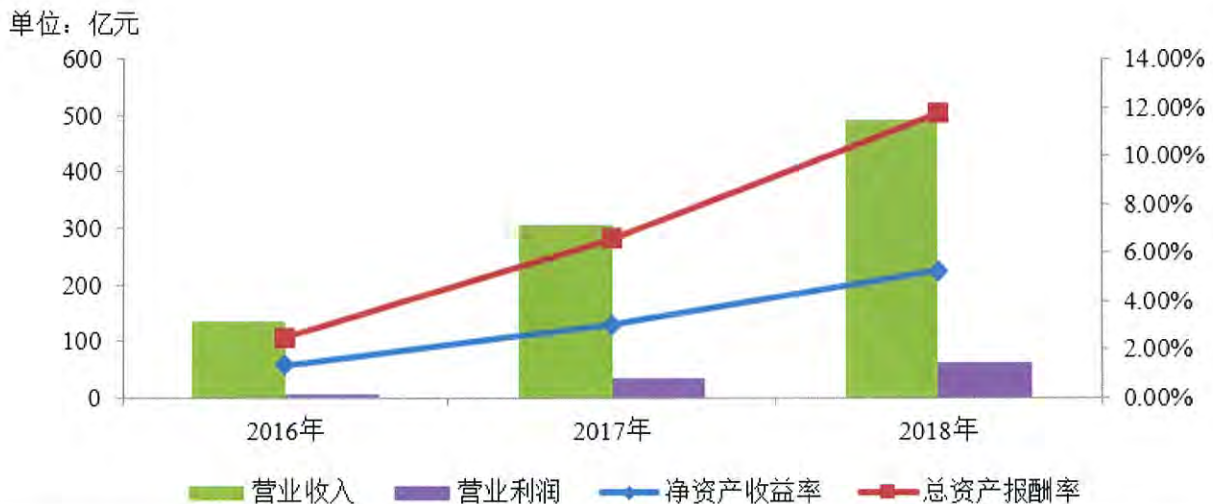
491.87 亿元。截至 2018 年末，鲁能集团预收款项余额达 396.06 亿元，较大规模的预收款项为其未来房地产业务收入结转提供了保障。2019 年 1~3 月，鲁能集团实现营业收入 40.66 亿元。

从期间费用来看，2018 年鲁能集团期间费用为 35.12 亿元，同比下降 9.16%，其中销售费用因降低项目营销力度和缩减房地产业务规模较上年下降 29.12%；财务费用方面，2018 年鲁能集团财务费用为 6.72 亿元，主要系银行借款和应付债券的利息支出。得益于收入规模大幅扩大及期间费用下降，期间费用率大幅下降至 7.14%，鲁能集团对期间费用的控制能力大幅提

升。2018 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 4.01 亿元，对集团的利润形成了有力的补充。

受益于多个项目完工结转，2018 年鲁能集团营业利润及净利润规模均大幅增长，2018 年营业利润为 64.17 亿元，同比增加 84.29%；净利润为 45.21 亿元，同比增加 93.23%。2018 年鲁能集团净资产收益率为 11.75%，总资产报酬率为 5.25%，分别较上年增长 5.17 个百分点和 2.21 个百分点，整体盈利能力大幅增强（见图 4）。

图 4：鲁能集团 2016~2018 年经营效益指标



资料来源：鲁能集团 2017 年和 2018 年审计报告，远东资信整理

（四）现金流

经营活动现金流方面，2018 年鲁能集团预收购房款大幅下降，当年经营性现金净流入大幅下降至 77.93 亿元。

投资活动现金流方面，2017 年以来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，因此投资性现金流开

始呈现大规模净流出状态。

筹资活动现金流方面，鲁能集团主要通过银行借款及发行债券弥补资金缺口，2017 年开始集团主动优化债务结构，控制债务规模，筹资性现金流由 2016 年的净流入 143.00 亿元转为 2017 年、2018 年的大规模净流出状态。

表 11: 鲁能集团 2016~2018 年现金流相关指标

单位: 亿元

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动产生的现金净流量	-81.36	196.91	77.93
投资活动产生的现金净流量	-7.84	-53.14	-31.24
筹资活动产生的现金净流量	143.00	-104.62	-128.55

资料来源: 鲁能集团 2017 年和 2018 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, 2018 年末鲁能集团流动比率和速动比率分别下降至 139.85% 和 24.82%, 尽管鲁能集团 2018 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。

2018 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 12)。2018 年经营活动现金流净额/总债务为 0.36 倍, 较去年同期有所下降。总体来看, 鲁能集团整体偿债能力强。

表 12: 鲁能集团 2016~2018 年偿债能力相关指标

单位: 亿元、倍

项目	2016 年	2017 年	2018 年
总债务	386.14	309.55	218.15
EBITDA	17.78	46.58	79.75
经营活动现金流净额/总债务	-0.21	0.64	0.36
总债务/EBITDA	21.72	6.65	2.74
净债务/EBITDA	12.95	2.19	1.16
EBITDA 利息保障倍数	1.09	2.68	6.12

资料来源: 鲁能集团 2017 年和 2018 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 2018 年末, 鲁能集团在各金融机构共有综合授信额度 1,606.73 亿元, 其中尚未使用授信额度 1,393.06 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 年末, 鲁能集团对外担保余额 0.30 亿元, 担保比率为 0.02%, 系为山东鲁能菏泽煤电开发有限公司 (以下简称“菏泽煤电”)

的银行借款提供担保。菏泽煤电已于 2019 年 4 月归还贷款 0.30 亿元, 鲁能集团已于 2019 年 4 月解除此笔担保。总体来看, 鲁能集团对外担保规模较小, 或有风险较小。

五、募集资金项目进展

鲁能集团于 2006 年 7 月发行 10.00 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 13)。

表 13：募集资金项目情况（截至 2010 年末）

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

截至本报告出具日，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 2019 年 4 月 2 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 亿元企业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 2018 年末，国开行实收资本为

人民币 4,212.48 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。

2018 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 2,175 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 729 亿元、水利贷款 630 亿元、电力贷款 1,618 亿元，其中向清洁能源项目发放中长期贷款 769 亿元，约占行业总投资的 39%；促进区域协调发展，向京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区等重点区域发放贷款 1.3 万亿元，有序纾解北京非首都功能，服务雄安新区高起点、高水平建设，实现起步阶段重点建设项目贷款承诺 327 亿元，新增中西部及东北地区贷款 3,542 亿元，发放长江经济带贷款 312 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 2,668 亿元；支持各地棚户区改造，助力保障和改善民生，全年发放棚户区改造贷款 6,980 亿元。同时，2018 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 185 亿美元，务实推进人民币专项贷款 2,500 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 2018 年末国际业务贷款余额折合 2,510 亿美元，跨境人民币余额 957 亿元人民币，继续保持境内同业市场份额首位。

2018 年，国开行坚持稳中求进工作总基调，贯彻高质量发展要求，服务深化供给侧结构性改革，助力打好三大攻坚战，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 2018 年末，国开行资产总额 161,798.20 亿元，同比增长 1.38%。2018 年国开行发放贷款及垫款净额 111,983.75 亿元，同比增长 5.22%，贷款

作为国开行的核心资产，占其总资产的 69.21%。截至 2018 年末，国开行负债总额 148,790.97 亿元，同比增长 1.09%。债券作为国开行最主要的融资来源，2018 年末应付债券余额为 91,084.16 亿元，同比增长 7.84%，占总负债的 61.22%。

2018 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 0.92%，连续 14 年末保持在 1%以内。国开行的资产质量继续保持同业领先水平，可持续发展和抗风险能力较强，2018 年末计提贷款减值准备 5,102.51 亿元，贷款拨备率 4.37%，继续保持较强的风险防控能力。

2018 年国开行实现营业总收入 2,523.38 亿元，同比增长 51.73%。其中，利息净收入是国开行最主要的收入来源，2018 年国开行实现利息净收入 1,829.48 亿元，同比增长 1.50%；受人民币对美元大幅贬值，2018 年国开行汇兑收益 488.59 亿元。2018 年国开行全年实现净利润 1,120.56 亿元，同比下降 1.35%，平均资产收益率（ROA）及平均股东权益收益率（ROE）分别为 0.70%和 8.82%。

2018 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 2018 年末，国开行资本总额 15,343.58 亿元，核心一级资本总额和一级资本总额分别为 12,634.26 亿元和 12,642.76 亿元，资本充足率 11.81%，核心一级资本充足率和一级资本充足率均为 9.73%。

综上所述，远东资信认为，跟踪期内国开行市场地位稳固，资本实力雄厚，资产质量好，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，鲁能集团竣工结算面积大幅增加，收入和盈利规模显著扩大，总债务规模大幅下降，债务负担水平和偿债压力持续减轻，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，对集团房地产项目去化的影响需关注。

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调整为 AAA 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 2018 年末合并范围及其变化情况

单位：万元、%

序号	企业名称	级次	业务性质	实收资本	持股比例	投资额
1	山东鲁能亘富开发有限公司	4 级	房地产开发经营	155,000.00	76.13	190,825.17
2	大连神农科技有限责任公司	3 级	房地产开发经营	85,000.00	100.00	171,000.00
3	海南三亚湾新城开发有限公司	3 级	房地产开发经营	123,000.00	100.00	128,462.48
4	北京顺义新城建设开发有限公司	4 级	房地产开发经营	70,000.00	76.13	159,356.29
5	海南英大房地产开发有限公司	3 级	房地产开发经营	68,000.00	100.00	157,860.75
6	大连鲁能置业有限公司	3 级	房地产开发经营	60,773.66	100.00	13,837.95
7	海南盈滨岛置业有限公司	3 级	房地产开发经营	30,000.00	100.00	82,947.13
8	张家界国宾酒店有限公司	3 级	酒店服务业	12,710.79	100.00	13,485.70
9	天津广宇发展股份有限公司	3 级	房地产开发经营	186,252.07	76.13	359,116.49
10	宜宾鲁能开发（集团）有限公司	4 级	房地产开发经营	20,000.00	76.13	14,284.21
11	海南永庆生态文旅业有限公司	3 级	房地产开发经营	20,000.00	100.00	117,297.62
12	重庆江津鲁能领秀城开发有限公司	4 级	房地产开发经营	10,000.00	76.13	10,000.00
13	北京鲁能物业服务有限责任公司	3 级	物业管理	500.00	75.00	375.00
14	三亚华源温泉海景度假酒店有限公司	3 级	酒店服务业	6,000.00	100.00	9,755.99
15	山东鲁能朱家峪开发有限公司	4 级	房地产开发经营	6,700.00	76.13	43,520.31
16	山东曲阜鲁能投资开发有限公司	3 级	房地产开发经营	66,800.00	100.00	66,890.24
17	内蒙古包头广恒新能源有限公司	3 级	太阳能发电	6,000.00	100.00	6,000.00
18	内蒙古克什克腾旗广恒新能源有限公司	3 级	风力发电	1,800.00	82.00	1,476.00
19	上海鲁能酒店管理有限公司	3 级	酒店服务业	22,300.00	100.00	22,300.00
20	北京鲁能锦绣绿族园林工程有限公司	3 级	园林生产	1,200.00	90.00	2,980.81
21	山东鲁能三公招标有限公司	3 级	服务业	2,000.00	100.00	500.00
22	南京鲁能地产有限公司	3 级	房地产开发经营	50,000.00	100.00	50,000.00
23	青海广恒新能源有限公司	3 级	风力发电	4,000.00	100.00	4,000.00
24	福州鲁能地产有限公司	4 级	房地产开发经营	100,000.00	100.00	111,644.08
25	南京鲁能万创房地产开发有限公司	4 级	房地产开发经营	70,000.00	76.13	70,000.00
26	鲁能泰山度假俱乐部管理有限公司	3 级	服务业	5,000.00	100.00	5,000.00
27	南京方山置业有限公司	3 级	房地产开发经营	60,000.00	100.00	60,000.00
28	青海格尔木鲁能新能源有限公司	3 级	太阳能发电	107,200.00	100.00	107,200.00
29	山东鲁能贵和商贸有限公司	3 级	服务业	148,002.67	100.00	171,421.05
30	苏州鲁能置业有限公司	3 级	房地产开发经营	100,000.00	100.00	150,000.00

31	武汉鲁能置业有限公司	3级	房地产开发经营	10,000.00	100.00	10,000.00
32	郑州鲁能置业有限公司	3级	房地产开发经营	100,000.00	100.00	100,000.00
33	重庆鲁能美丽乡村建设有限公司	3级	房地产开发经营	15,000.00	100.00	15,000.00
34	重庆鲁能生态旅游开发有限公司	3级	服务业	2,000.00	100.00	2,000.00
35	苏州鲁能广宇置地有限公司	4级	房地产开发经营	200,000.00	76.13	200,000.00
36	张家口鲁能置业有限公司	4级	房地产开发经营	10,000.00	76.13	10,000.00
37	南京鲁能广宇置地有限公司	4级	房地产开发经营	60,000.00	76.13	60,000.00
38	上海鲁能物业服务有限公司	4级	物业管理	500.00	100.00	500.00
39	海南鲁能物业服务有限公司	4级	物业管理	500.00	100.00	500.00
40	山东鲁能万创置业有限公司	4级	房地产开发经营	5,000.00	76.13	100,000.00
41	重庆鲁能开发(集团)有限公司	4级	房地产开发经营	100,000.00	76.13	119,582.82
42	东莞鲁能广宇房地产开发有限公司	4级	房地产开发经营	47,000.00	76.13	47,000.00
43	青岛鲁能广宇房地产开发有限公司	4级	房地产开发经营	10,000.00	76.13	10,000.00
44	重庆鲁能物业服务有限公司	4级	物业管理	500.00	76.13	500.00
45	成都鲁能置业有限公司	4级	房地产开发经营	60,000.00	76.13	60,000.00
46	重庆鲁能英大置业有限公司	4级	房地产开发经营	10,000.00	76.13	33,099.06
47	天津鲁能泰山房地产开发有限公司	4级	房地产开发经营	125,000.00	76.13	117,207.06
48	湖州东信实业投资有限公司	4级	房地产开发经营	10,000.00	76.13	17,086.55
49	山东铭高商贸有限公司	4级	服务业	750.00	100.00	19,320.00
50	南京鲁能城建开发有限公司	4级	房地产开发经营	10,000.00	89.95	8,995.00
51	山东鲁能物业有限公司	4级	物业管理	500.00	76.13	500.00

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	天津鲁能泰山房地产开发有限公司	132,814.54	13,988.90	收购兼并
2	湖州东信实业投资有限公司	7,660.32	-187.88	收购兼并
3	山东铭高商贸有限公司	991.89	133.60	收购兼并
4	南京鲁能城建开发有限公司	9,995.00	-	投资设立
5	山东鲁能物业有限公司	504.48	4.48	投资设立

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	2016年	2017年	2018年	2019年3月
财务数据				
资产总额	1,242.94	1,480.13	1,285.04	1,282.39
所有者权益	337.04	374.32	395.26	403.78
短期债务	27.32	48.56	13.31	10.68
长期债务	358.83	260.99	204.84	230.91
总债务	386.14	309.55	218.15	241.58
营业收入	135.90	306.19	491.87	40.66
利润总额	9.65	34.99	64.72	7.12
净利润	8.41	23.40	45.21	6.82
EBITDA	17.78	46.58	79.75	--
经营性净现金流	-81.36	196.91	77.93	-30.98
财务指标				
应收账款周转速度（次）	108.78	168.30	160.54	--
存货周转速度（次）	0.13	0.25	0.40	--
总资产周转速度（次）	0.13	0.22	0.36	--
现金收入比	293.21	168.71	70.69	130.97
毛利率	33.52	29.29	30.63	36.89
总资产报酬率	1.36	3.04	5.25	--
净资产收益率	2.50	6.58	11.75	--
总债务资本化比率	53.40	45.26	35.56	37.43
资产负债率	72.88	74.71	69.24	68.51
流动比率	193.76	140.33	139.85	146.52
速动比率	37.32	29.82	24.82	24.88
经营现金流负债比	-15.09	23.56	11.51	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	1.09	2.68	6.12	--
总债务/EBITDA(倍)	21.72	6.65	2.74	--

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	2016年	2017年	2018年
财务数据			
发放贷款和垫款	98,941.73	106,426.75	111,983.75
资产总额	143,405.00	159,592.88	161,798.20
吸收存款	21,784.92	20,705.79	16,707.77
负债总额	131,777.80	147,188.13	148,790.97
所有者权益合计	11,627.20	12,404.75	13,007.23
营业收入	2,226.77	1,663.11	2,523.38
利润总额	1,407.47	1,406.24	1,315.60
净利润	1,096.67	1,135.89	1,120.56
经营性净现金流	-6,746.14	-7,462.96	-4,338.83
资本总额	13,645.07	14,746.21	15,343.58
核心一级资本总额	11,250.09	12,249.32	12,634.26
财务指标			
资本充足率	11.57	11.57	11.81
一级资本充足率	9.54	9.61	9.73
核心一级资本充足率	9.54	9.60	9.73
不良贷款率	0.88	0.70	0.92
贷款拨备率	4.11	3.57	4.37
平均资产收益率	0.81	0.75	0.70

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%；

经营现金流流动负债比=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。

