

鲁能集团有限公司公司债 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：李佳荫 jyli01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 06 月 23 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等债券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0933 号

鲁能集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 鲁能 02”、“19 鲁能 01”、“20 鲁能 01”、“20 鲁能 02”和“21 鲁能 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 鲁能 02”、“19 鲁能 01”、“20 鲁能 01”、“20 鲁能 02”和“21 鲁能 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司雄厚的股东背景、土地储备较为充裕、公司完成资产置换，新能源业务规模大幅增长和备用流动性充足等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、收入及利润水平下滑、存货去化有待改善及在建及拟建电力项目投资规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

鲁能集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,231.28	1,252.67	1,390.29	1,336.80
所有者权益合计（亿元）	435.48	414.42	405.07	436.75
总负债（亿元）	795.80	838.25	985.22	900.06
总债务（亿元）	311.84	368.22	334.51	552.46
营业总收入（亿元）	331.90	277.61	262.80	34.08
净利润（亿元）	47.48	19.38	-1.77	2.57
EBITDA（亿元）	82.60	50.98	24.89	--
经营活动净现金流（亿元）	-39.68	21.95	-67.94	-78.34
营业毛利率(%)	39.64	29.63	31.52	35.07
净负债率(%)	35.82	48.44	45.86	95.87
总债务/EBITDA(X)	3.78	7.22	13.44	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.49	2.99	1.41	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；因缺乏相关数据，2022 年 1~3 月部分指标无法计算。

正面

- **雄厚的股东背景。**2021 年公司股东由国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）变更为中国绿发投资集团有限公司（以下简称“中国绿发”），实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会，具有雄厚的股东背景。
- **土地储备较为充裕。**公司土地储备主要分布在一、二线城市和旅游度假城市，在主要布局城市的深耕优势明显，项目资源充裕。
- **公司完成资产置换，新能源业务规模大幅增长。**2022 年一季度，公司控股子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：SZ000537）完成资产置换事项，成为新能源发电业务的运营主体，截至 2022 年 3 月末控股装机规模为 402.65 万千瓦，公司新能源业务规模大幅增长。

■ **备用流动性充足。**公司与多家银行保持良好的合作关系，具备较大规模未使用授信额度。公司控股子公司广宇发展作为上市公司，融资渠道畅通。

关注

- **房地产行业政策。**在监管政策的持续影响下，2021 年下半年来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经有所调整，但当前仍于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。
- **收入及利润水平下滑。**公司结转收入减少及存货跌价损失影响，利润水平逐年下滑，2021 年净利润转负。此外，2022 年 3 月末公司合同负债对未来结转收入的保障程度不高。
- **存货去化有待改善。**近年来，公司开发产品存货的比例处于高位，部分项目去化周期较长，存货面临一定的去化压力。
- **公司在建及拟建电力项目投资规模较大。**根据战略规划，公司电力项目未来投资规模较大，债务规模和财务杠杆或将进一步上升。

评级展望

中诚信国际认为，鲁能集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。**股东背景及定位发生显著不利变化，盈利能力大幅弱化、杠杆比例大幅增长。

同行业比较

2021 年部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额(亿元)	总资产(亿元)	净负债率(%)	货币资金/短期债务(X)	营业总收入(亿元)	净利润率(%)	存货周转率(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)
中国金茂*	2,356	4,120.02	63.00	1.58	900.60	8.56	0.50	--
绿城中国*	3,509	5,210.44	51.99	2.23	1,002.40	7.67	0.32	--
鲁能集团	257	1,390.29	45.86	2.89	262.80	-0.68	0.29	1.18

注：“中国金茂”为“中国金茂控股集团有限公司”简称，“绿城中国”为“绿城中国控股有限公司”简称；带“*”公司财务报表按照香港会计准则编制。由于港股上市公司未披露销售商品提供劳务收到的现金，故表中相关指标无法计算。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
16 鲁能 02	AAA	AAA	2021/06/29	10.00	8.875	2016/09/08-2023/09/08 (5+2)	回售, 票面利率选择权
19 鲁能 01	AAA	AAA	2021/06/29	19.60	19.60	2019/07/18~2024/07/18 (3+2)	回售, 票面利率选择权
20 鲁能 01	AAA	AAA	2021/06/29	20.40	20.40	2020/10/19~2025/10/19 (3+2)	回售, 票面利率选择权
20 鲁能 02	AAA	AAA	2021/06/29	8.16	8.16	2020/12/29~2025/12/29 (3+2)	回售, 票面利率选择权
21 鲁能 01	AAA	AAA	2021/06/30	25.80	25.80	2021/07/21~2026/07/21 (3+2)	回售, 票面利率选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

鲁能集团有限公司 2016 年公司债券(第二期) (债券简称为“16 鲁能 02”、债券代码为“136692”)于 2016 年 9 月 8 日发行，实际募集资金总额人民币 10 亿元，利率 3.35%，到期日为 2023 年 9 月 8 日，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。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。2021 年回售 1.275 亿元，剩余金额 8.875 亿元，鲁能集团已按照募集说明书上列明的用途使用。

鲁能集团有限公司 2019 年公开发行公司债券(第一期) (债券简称为“19 鲁能 01”、债券代码为“155552”)于 2019 年 7 月 18 日发行，实际募集资金总额为人民币 19.60 亿元，利率 3.85%，到期日为 2024 年 7 月 18 日，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。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。鲁能集团已按照募集说明书上列明的用途使用。

鲁能集团有限公司 2020 年公开发行公司债券(第一期) (债券简称为“20 鲁能 01”、债券代码为“175252”)于 2020 年 10 月 19 日发行，实际募集资金总额为人民币 20.40 亿元，利率 3.85%，到期日为 2025 年 10 月 19 日，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。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。鲁能集团已按照募集说明书上列明的用途使用。

鲁能集团有限公司 2020 年公开发行公司债券(第二期) (债券简称为“20 鲁能 02”、债券代码为“175598”)于 2020 年 12 月 29 日发行，实际募集资金总额为人民币 8.16 亿元，利率 3.85%，到期日

为 2025 年 12 月 29 日，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。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。鲁能集团已按照募集说明书上列明的用途使用。

鲁能集团有限公司 2021 年公开发行公司债券(第一期) (债券简称为“21 鲁能 01”、债券代码为“188397”)于 2021 年 7 月 21 日发行，发行规模 25.80 亿元，票面利率 3.38%，到期日为 2026 年 7 月 21 日，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。21 鲁能 01 募集资金已用于偿还 16 鲁能 01 到期本金及 16 鲁能 02 回售本金。由于 16 鲁能 02 的投资者未全额登记回售，21 鲁能 01 剩余 7.50 亿元募集资金作为超募资金暂时补流(补流期限不超过 12 个月)，与募集说明书约定用途一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，

但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看,受食品价格低位运行影响,CPI 总体保持平稳运行,大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升,但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险: 2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先,疫情扩散点多、面广、频发,区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次,内生增长动能不足经济下行压力加大,政策稳增长的压力也随之上升。第三,债务压力依然是经济运行的长期风险,重点区域重点领域风险不容小觑;房地产市场依然处在探底过程中,不仅对投资增速修复带来较大拖累,并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时,尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四,全球大宗商品价格高位波动,输入型通胀压力有所加大,加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂,或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五,海外经济活动正常化进程加快,或对我国出口增速持续带来回落压力;俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性,或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策: 2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”,因此“政策发力应适当靠前,及时动用储备政策工具”,我们认为,稳增长将是全年宏观调控的重心。其中,货币政策宽松取向仍将延续,4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间,但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下,货币政策的结构性功能或更加凸显,后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在,与传统财政扩张不同,今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策,并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题,以避免加大长期风险积累,加之专项债投资绩效约束压力

并未放松,总体上看,当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激,主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳,并为后续调整预留政策空间。

宏观展望: 疫情再次扰动中国宏观经济运行,实现全年经济增长目标压力有所加大,延续我们此前判断,政策性因素将持续支撑经济运行企稳,2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

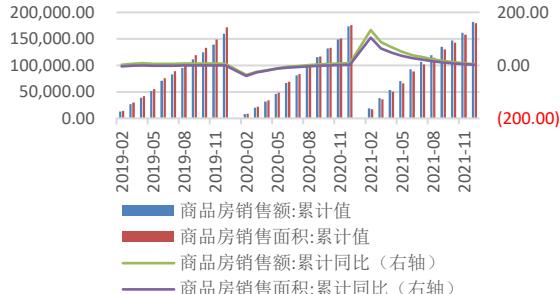
中诚信国际认为,2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大,实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效,需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看,亿万人民追求美好生活的愿望强烈,畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅,扩大内需的基础更加广泛,中国经济运行长期向好的基本面未改。

行业环境

随着房地产调控政策的持续影响,叠加部分房企信用风险事件发酵,2021 年下半年以来商品房销售市场明显降温,短期内商品房销售仍面临一定下行压力

2021 年上半年房地产市场保持较高热度,1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9% 和 27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响,叠加部分房企信用风险事件发酵,居民购房意愿有所下降,下半年以来商品房销售市场明显降温。7 月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落,其中 9 月以来商品房销售面积及销售额还低于 2019 年同期。与此同时,下半年以来国房景气指数持续回落,表明市场对房地产市场信心较弱。尽管四季度以来,为“稳地价、稳房价、稳预期”,政策有所微调,着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求,但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期,叠加房地产税试点工作仍存在一定不确定性,中诚信国际认为房地产市场需求短期尚未见底,商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

图1：近年来全国商品房销售情况
单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房价格来看，2021年12月，70个大中城市商品住宅销售价格环比总体延续四季度以来的下降态势，同比涨幅回落。其中一线城市、二线城市及三线城市新建商品住宅价格同比涨幅分别为4.4%、2.8%和0.9%，增速较6月回落1.7、2.0和2.8个百分点。从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2021年12月末，商品房待售面积为51,023.00万平方米，同比增长2.4%，房地产市场整体去化压力有所上升。其中，此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市面临更大的去化压力。

2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资额增速也逐步回落。2021年全年，房地产开发投资额同比增速已经降至4.40%，创2016年以来年增速新低，而房地产新开工面积则呈现负增长态势，同比回落11.4%。

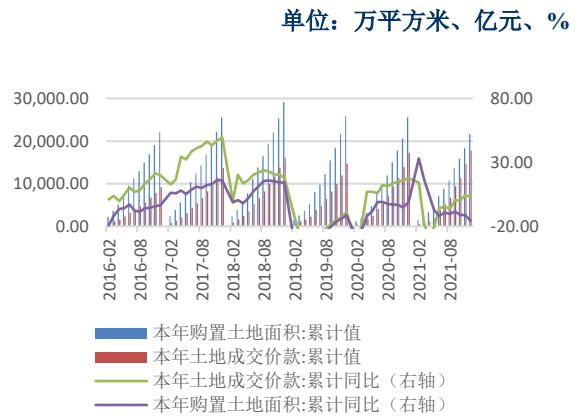
图2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2021年2月以来，22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。总体来看，2021年房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降15.5%和同比上升2.8%。

图3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

为维护房地产行业平稳健康发展，2021年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求

2020年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在8月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”。《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。2021年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。2021年2月，自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021年7月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021年以来部分房地产发债企业发生信用风险事件，境内外债券投资者信心较弱，部分房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021年四季度以来政策端已经有所松动：9月底以来监管部门密集发声，要求金融机构满足房地产合理融资需求；10月以来交易商协会及交易所相继表态支持符合条件的房地产企业发债融资；12月中国人民银行和银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，要求银行业金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。同时，还要求银行加大债券融资的支持力度、积极提供并购的融资顾问服务、提高并购的服务效率、做好风险管理等；12月中旬召开的中央经济工作会议在强调“房住不炒”定位的同时，提出“支持商品房市场更好满足

购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”；而从各地政策来看，公开信息显示，2021年四季度以来，已有桂林、晋江、芜湖、荆门、衡阳等20多个城市发布稳楼市政策，包括购房补贴、贷款贴息、契税补贴等，2022年1月底，安徽省则在《进一步做好近期促进消费工作若干措施》，提出鼓励房产领域降低首付比例等举措；此外，央行及银保监会均在2022年工作部署中提及“促进房地产业良性循环和健康发展”。中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2021年以来，新能源装机规模快速增长，区域布局不断优化，但较快的装机增速或将形成一定消纳压力；平价上网和市场化交易的推进亦将使电价整体保持下降趋势

2020年以来，随着抢装项目的陆续结转，国内风电和光伏发电装机增速均大幅回升，其中新增风电机组主要集中于中东部和南方消纳条件较好的地区，区域布局进一步优化，而新增光伏机组主要集中于华北、华东和华中地区。随后“碳达峰、碳中和”及12亿千瓦目标的提出、海上风电的抢装、平价大基地项目的陆续建成投产以及补贴政策鼓励下分布式光伏发展提速均将推动十四五期间风电和光伏装机规模快速增长。此前，技术的进一步成熟使得新能源机组整体造价持续下降。但2021年以来硅料产能紧缺导致光伏组件成本有所上升，且大宗商品价格上涨以及随着建设的加速推进，需求的增长或推升机组造价水平，对项目收益形成一定影响。

近年来，我国风电及光伏发电过快的装机增速

及不合理的区域布局引发了弃风、弃光限电问题。但受益于国家多项消纳政策的不断落实，弃风率及弃光率持续下降。2021年“能耗双控”政策的严格执行使得清洁能源需求大幅提升，未来风电及光伏机组整体仍面临一个良好的消纳环境中。但值得关注的是，以水电、风电及光伏为主的清洁能源机组利用效率短期内或将受限于装机规模快速提升、用电需求受抑制、外送通道建设及省间壁垒等问题仍得不到有效解决等因素而面临一定下行压力。

图 4：近年来我国部分省份弃风率情况（%）



资料来源：国家能源局，中诚信国际整理

图 5：近年来我国部分省份弃光率情况（%）



资料来源：国家能源局，中诚信国际整理

上网电价方面，近年来国家不断推进风电及光伏发电侧平价上网，多次下调标杆上网电价，并推行竞争方式配置新建项目，部分区域已开始推进新能源市场化交易。其中，国家出台政策要求自2021年8月1日起，新备案及新建风电及光伏项目上网电价按当地燃煤发电基准价执行，或者可自愿通过参

与市场化交易形成上网电价。受以上因素影响，未来风电及光伏平均上网电价将继续呈下降趋势。

中诚信国际认为，随着“碳达峰、碳中和”目标的推进，十四五期间我国风电及光伏装机规模将保持较快增速。集中投运的新能源项目短期内或将在外送受限及省间壁垒等问题仍得不到有效解决等因素下面临一定消纳压力。平价上网和市场价交易的持续推进亦将使得上网电价呈持续下降态势。

公司产权结构稳定，内部控制制度体系较为健全；2022年一季度，鲁能集团控股子公司广宇发展与鲁能集团、都城伟业完成资产置换事项，公司新能源发电业务规模大幅增长

产权结构：截至2021年末，公司实收资本为387.37亿元，中国绿发持有公司100%股权，为公司控股股东，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

公司按照《公司法》等国家有关法律、法规和公司章程的规定，不断完善治理结构。公司不设股东会，由于公司由中国绿发全资设立，由出资人行使股东会权利。公司不设董事会¹，设执行董事1人，由股东委派；设立监事1人，由股东委派；设立总经理1人，由股东决定聘任或解聘。公司形成了健全、有效的内部控制和管理制度。在财务管理、资金管理、投资管理、招标及合同管理、销售管理等方面设立了相应制度，现有的内部控制制度覆盖了公司运营的各层面和各环节，形成了规范的管理体系。

2021年9月6日，公司控股子公司天津广宇发展股份有限公司（以下简称“广宇发展”）发布了《天津广宇发展股份有限公司关于筹划重大资产置换暨关联交易的提示性公告》，称广宇发展拟将所持所属房地产公司及物业公司股权等资产负债与鲁能集团、都城伟业集团有限公司²（以下简称“都城伟业”）合计持有的鲁能新能源（集团）有限公司³

¹ 中国绿发董事会共有9名董事，其中外部董事5名（由股东国电电网、中国诚通及中国国新各推荐1名，独立董事2名），内部董事4名。

² 鲁能集团及都城伟业的控股股东均为中国绿发，实际控制人均为中国绿发国资委。

³ 都城伟业持有鲁能新能源81.36%股权，鲁能集团通过实施对鲁

(以下简称“鲁能新能源”)100%股权进行资产置换。广宇发展置出23家子公司，资产整体交易对价249.06亿元，其中13家子公司股权与鲁能新能源(集团)有限公司(以下简称“鲁能新能源”)100%股权置换，其余10家子公司股权现金出售给鲁能集团，交易对价132.31亿元。交易完成后鲁能集团直接持有17家房地产公司，都城伟业直接持有山东亘富⁴等6家地产公司100%股权。

2022年1月，此次重组涉及的标的资产均已完成过户，相关工商变更已完成。本次交易完成后，公司仍为广宇发展控股股东，广宇发展将持有鲁能新能源100%股权，公司新能源发电业务规模大幅扩大。

虽然公司销售业绩保持增长态势，但受调控政策及市场下行等因素影响，2021年销售规模增速有所放缓，中诚信国际将对公司未来销售业绩变化情况保持关注

公司的房地产项目主要分布于一、二线城市和旅游度假城市，产品系列丰富，涵盖刚需住宅至改善型住宅。项目区域分布方面，目前公司项目主要分布在北京、济南、大连、重庆、宜宾、三亚、海口等城市，项目的区域分布以环渤海、长三角、西南片区、海南片区为重点。

从项目运作情况看，公司根据房地产市场环境变化及其自身情况安排工程建设计划，2020年下半年公司新增项目规模较大且以高周转的刚需住宅为主，2021年开发节奏较往年有所提升，新开工面积同比大幅增长；同期，受项目建设节点影响，竣工面积有所下降。

表1：公司房地产业务开发运营情况

	单位：万平方米、个			
	2019	2020	2021	2022.1~3
在建面积	619.30	592.00	628.65	402.47
项目数量	59	54	51	32

鲁能新能源的增资而持有其18.64%股权。

⁴含山东亘富、福州地产、湖州置业、张家口置业、重庆英大及南京硅谷在内的6家单位。

新开工面积	125.40	80.65	367.95	16.35
竣工面积	298.00	318.22	167.18	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，近年来公司加大推盘力度，销售规模保持增长态势；2021年受房地产市场明显下行的影响，2021年全年销售业绩不及预期，增速同比放缓。2022年一季度，由于整体市场行情仍较为低迷，加之部分地区疫情反复，公司销售规模处于偏低水平，2022年的销售恢复情况有待持续关注。由于推售项目所处城市能级较高，销售均价保持在较高水平。

表2：近年来公司销售及结算情况

	单位：万平方米、亿元、元/平方米			
	2019	2020	2021	2022.1~3
销售面积	121.65	154.62	147.09	17.53
销售金额	154.77	237.37	257.27	29.00
销售均价	12,723	15,352	17,085	16,543
结算面积	231.25	186.79	165.13	11.80
结算金额	270.54	239.00	237.01	17.24
结算均价	11,699	12,795	14,353	14,610

注：结算数据为含税金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，2021年公司主要在全国17个地区实现销售，其中济南、重庆及海口为销售金额贡献最大的三个地区，合计占比超过45%。近年来公司在济南的销售业绩较为稳定，整体布局相对较为均衡。从城市能级来看，2021年一线和二线城市⁵销售金额占比保持在70%以上。

表3：2021年公司全口径销售区域分布情况

地区	销售金额（亿元）	占比
济南	66.07	25.68%
重庆	25.99	10.10%
海口	25.68	9.98%
成都	20.07	7.80%
上海（含苏州）	18.69	7.27%
三亚	17.92	6.97%
天津	17.35	6.75%
南京	14.71	5.72%
北京	14.48	5.63%

⁵二线城市包括天津、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22个城市。

宜宾	11.29	4.39%
东莞	9.52	3.70%
福州	4.91	1.91%
湖州	3.62	1.41%
大连	3.46	1.34%
郑州	2.04	0.79%
杭州	1.36	0.53%
合计	257.16	99.97%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2020 年及 2021 年结算金额相对较为稳定，2021 年山东、海南、江苏、重庆及北京地区主要结算贡献区域，结算均价有所提升。

公司根据发展需求及市场环境变化调整拿地策略，2021 年拿地规模同比下降；但公司土地储备规模较为充沛、区域布局集中度有所下降

土地储备方面，公司根据市场情况及自身发展需要，合理把控项目获取速度。2020 年，为了满足发展需求，公司拿地力度显著增强，土地支出金额超过当期销售规模的 50%；新获取项目分布于重庆、汕头、福州等 6 个城市，其中汕头为公司新进入城市，均为招拍挂方式获取且拿地时间主要集中于第四季度。

2021 年上半年，公司在宜宾、成都、济南及北京共获取 4 个项目，其中北京项目土地投资支出 30.95 亿元，楼面价较高。2021 年下半年以来，随着市场降温，公司无新增土地。2022 年一季度于沈阳新增一个项目，此项目为与中国绿发股东中国诚通合作，土地成本低于周边平均水平。

表 4：公司全口径土地储备和新增项目情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
新增项目	15	13	4	1
新增土地储备 规划建筑面积	31.65	232.26	96.94	15.00
新增土地金额	5.05	127.51	57.84	7.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司全口径土地储备面

积⁶为 753.58 万平方米，相较资产置换前的规模有一定下降，但储备货量仍较为充足。从区域分布来看，随着 6 家地产公司出表，公司在重庆、济南的土地储备面积减少较多，区域布局集中度有所下降；此外公司将其持有的大连鲁能置业有限公司 100% 股权无偿划转至中国绿发，导致大连的土储面积大幅下降。海口、重庆和千岛湖地区部分项目单体面积较大，并涉及住宅、酒店、商业及写字楼等多种业态，项目开发周期偏长，存在一定去化压力；此外，部分项目受限价政策和市场环境影响，推盘节奏有所放缓，中诚信国际将持续对相关项目的开发和去化情况保持关注。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司全口径土地储备分布情况

城市	土地储备（万平方米）	占比
重庆	225.36	29.91%
海口	146.18	19.40%
宜宾	87.03	11.55%
苏州	39.28	5.21%
汕头	38.47	5.10%
三亚	51.58	6.85%
成都	30.20	4.01%
北京	26.87	3.57%
大连	24.25	3.22%
天津	22.49	2.98%
青岛	20.67	2.74%
济南	19.23	2.55%
沈阳	10.91	1.45%
东莞	5.49	0.73%
南京	2.55	0.34%
曲阜	1.78	0.24%
无锡	0.69	0.09%
郑州	0.55	0.07%
合计	753.58	100.00%

注：未含杭州千岛湖项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司风电及光伏装机规模不断扩大，发电收入持续增长；同时在建及拟建项目的资本支出压力、以及公司电价补贴到位情况有待关注

2022 年一季度资产置换事项完成后，广宇发展成为公司新能源发电业务的运营主体。公司发电业务以风力和光伏发电为主；近年来，公司通过新建、

项目计容面积的合计。

⁶土地储备为在建项目剩余未售面积、竣工项目未售面积以及拟建

收购机组的形式进行扩张，控股装机规模持续提升至2022年3月末的402.65万千瓦。公司电源结构以风电为主。目前公司已投资开发的风电项目主要位于内蒙古、新疆、甘肃、河北、陕西等省份。区域布局多元，一定程度上可减轻单一区域来风变化对整体机组运营效率的影响。公司所发电量主要售于蒙西电网和国家电网。

表6：近年来公司电力业务经营情况

	2019	2020	2021	2022.1~3
控股装机规模(万千瓦)	262.2	347.65	402.65	402.65
其中：风电	209.25	268.70	318.70	318.70
光伏	42.95	68.95	73.95	73.95
权益装机容量(万千瓦)	174.11	250.82	388.92	388.92
发电量(亿千瓦时)	48.5	54.22	75.50	17.71
上网电量(亿千瓦时)	46.83	52.06	73.07	17.08

表7：截至2022年3月末公司主要在建及拟建电力项目情况

项目名称	装机规模	总投资	已投入	预计投运时间
在建项目				
哈密5万千瓦风电项目	5	2.93	0.83	2022年6月
杭锦旗15万千瓦风电项目	15	10.12	6.16	2022年12月
格尔木5万千瓦光伏项目	5	2.16	0.24	2022年7月
汕头100万千瓦海上风电项目	100	181.83	0.65	2024年12月
拟建项目				
肃北5万千瓦光伏项目	5	2.88	0.02	2022年7月
克拉玛依20万千瓦光伏项目	20	8.53	0	2022年10月
承德满杖子20万千瓦林光、农光互补项目	20	12.70	0	2022年12月
格尔木乌图美仁多能互补(光伏光热耦合)项目一期100万千瓦光伏项目	100	141.75	0	2022年12月
通榆二期10万千瓦风电项目	10	6.99	0	2022年11月
乌图美仁、茫崖冷湖50万千瓦风电项目	50	28.10	0	2023年12月
在建拟建项目合计	330	397.99	7.90	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2022年3月末，公司239.9万千瓦风电及光伏机组纳入《可再生能源电价附加资金补助目录》。2019~2021年，公司分别收到风电及光伏电价补贴3.41亿元、6.47亿元和4.69亿元；截至2022年3月末，公司尚有51.41亿元风电及光伏电价补贴款未到位。中诚信国际将对公司风电及光伏电价补贴到位情况保持关注。

2021年公司自持物业及运营酒店数量较为稳定，租

其中：风电	40.88	45.05	63.10	14.34
光伏	5.95	6.96	9.38	2.60
平均利用小时数(小时)	1,948	2,051	2,296	463
其中：风电	2,021	2,140	2,419	481
光伏	1,559	1,642	1,625	366
平均上网电价-风电(元/千瓦时，含税)	0.48	0.45	0.47	0.46
平均上网电价-光电(元/千瓦时，含税)	0.55	0.44	0.57	0.57

注：装机规模包含风电、光伏和光热储能装机容量。平均上网电价(风电、光电)从2019年开始有统计数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建及拟建项目方面，截至2022年3月末公司投资项目主要为风电和光伏项目，总投资规模397.99亿元；其中汕头项目体量较大，公司计划于2022~2024年分别投入24.54亿元、77.64亿元和79.24亿元。中诚信国际也将持续关注公司规划目标的持续推进给其带来的投资压力。

金收入及酒店运营收入有所恢复，需关注疫情反复对商业运营板块的影响

商业物业运营方面，截至2022年3月末，公司自持5座商业物业，其中济南泉城路贵和购物中心位于济南市核心商业地段，可租面积5.71万平方米，其坚持高中档定位，入驻品牌较为优质，是对公司收入贡献最高的自持物业。近年来公司商业物业出租率均保持在90%以上，2020年受到疫情影响

响，公司对商业物业租户采取多种优惠和帮扶政策，当年物业出租率和租户结构整体保持稳定，但受租金优惠影响，2020年公司商业物业收入有所下滑。2021年，随着疫情影响减弱，购物中心租金收

入均有所恢复，其中定位高端的济南贵和购物中心销售额为当期收入增长的重要贡献来源。

表8：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		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
济南泉城路贵和购物中心	高档百货	5.71	2013.9	97,257.42	123,219.95	133,717.11	--	--	--
济南领秀城贵和购物中心	区域型购物中心	8.47	2014.12	12,611.99	11,413.20	15,228.92	99.01%	98.20%	98.30%
重庆南渝秀街	社区型购物中心	1.41	2017.12	858.44	881.95	1,437.41	94.87%	94.39%	92.74%
济南领秀城写字楼	5A甲级写字楼	3.11	2015.12	4,258.55	4,500.83	4,499.15	96.69%	96.38%	88.90%
上海鲁能大厦	普通商务写字楼	2.29	2011.5	1,050.43	--	--	91.47%	--	--
北京顺义美丽汇	社区型购物中心	1.83	2018.11	3,169.84	2,758.74	3,451.20	99.57%	98.18%	98.10%
天津硬石餐厅	多功能音乐餐吧	0.07	2018.4	643.93	399.97	641.06	--	--	--
合计	--	22.89	--	119,850.60	143,174.64	158,974.85	--	--	--

注：公司根据济南泉城路贵和购物中心的销售额确认收入；2020年起上海鲁能大厦不再纳入合并报表范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

酒店业务方面，近年来公司经营酒店数量保持增长，截至2022年3月末为19家，其中五星酒店10家，四星酒店2家，达到五星标准酒店6家，整体经营酒店规格较高，且多位于一二线及旅游城市。入住率方面，公司经营酒店入住率相对偏低，主要因公司大部分酒店位于旅游城市，竞争激烈且受淡旺季影响较为明显。2020年新冠肺炎疫情对酒

店经营产生较大影响，酒店入住率均在一定程度下滑。2021年随着疫情影响逐渐减弱，酒店行业经营情况有所恢复，全年收入同比增长24%至10.68亿元。2022年一季度，公司部分地区酒店入住率受疫情影响降至较低水平，当期收入降至2.20亿元，需持续关注公司酒店业务的运营及恢复情况。

表9：近年来公司主要酒店经营情况（单位：万元、%、元/间/晚）

酒店名称	类型	城市	开业时间	2020			2021			2022.1-3		
				入住率	平均房价	营业收入	入住率	平均房价	营业收入	入住率	平均房价	营业收入
济南鲁能贵和洲际酒店	五星标准	济南	2001.11	38.97	653	9,732	71.60	722	11,815	52.32	649	2,061
三亚华源温泉海景度假酒店	四星	三亚	2003.1	16.21	523	3,380	32.90	363	2,464	52.52	323	516
海口鲁能希尔顿酒店	五星标准	海口	2014.11	28.96	427	7,268	52.93	517	8,132	45.73	528	1,518
三亚山海天JW万豪酒店	五星标准	三亚	2014.12	35.80	697	10,579	67.69	916	13,585	62.83	1,362	4,493
宜宾鲁能皇冠假日酒店	五星标准	宜宾	2015.1	40.83	475	4,575	61.21	484	4,866	45.26	504	1,027

济南鲁能希尔顿酒店及公寓	五星 标准	济南	2016.9	39.65	499	8,228	65.83	521	9,794	40.55	532	1,599
大连金石滩鲁能温泉假日酒店	五星 标准	大连	2017.3	31.06	535	1,513	45.64	826	2,517	58.05	784	822
三亚山海天大酒店·傲途格精选	五星 标准	三亚	2017.3	54.35	934	7,667	73.09	1,160	8,690	76.33	1,585	2,969
千岛湖阳光大酒店	五星 标准	千岛湖	2017.9	20.78	410	5,479	46.63	488	5,402	15.14	373	485
苏州阳澄西湖酒店	--	苏州	2017.9	58.59	200	912	43.47	223	969	18.99	396	73
大连金石滩鲁能希尔顿度假酒店	五星 标准	大连	2018.6	17.17	414	3,762	30.63	692	6,087	24.17	481	823
上海艾迪逊酒店	五星 标准	上海	2018.7	22.2	1,916	9,055	50.26	2,033	12,647	31.13	1,863	1,963
无锡鲁能万豪酒店	五星 标准	无锡	2018.9	27.46	596	4,273	52.39	622	5,454	24.25	587	686
无锡鲁能万怡酒店	四星	无锡	2019.11	15.78	335	797	45.94	403	1,033	26.24	358	129
曲阜鲁能 JW 万豪酒店	五星 标准	曲阜	2019.4	19.43	520	2,424	48.15	577	3,333	31.38	514	571
海南澄迈鲁能蔚景温德姆酒店	五星 标准	海口	2019.8	18.24	383	1,241	47.70	396	1,567	40.14	422	318
大连硬石酒店	五星 标准	大连	2020.7	19.53	470	771	24.54	498	2,057	12.19	374	226
南京鲁能美高梅美荟酒店	五星 标准	南京	2021.5	-	-	-	27.94	444	935	30.92	350	361
文昌鲁能希尔顿酒店	五星 标准	文昌	2015.9	35.39	492	4,322	36.62	527	5,472	34.18	586	1,311

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

下列财务分析基于鲁能集团提供的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 2019 年审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计出具标准无保留意见的 2020 年及 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表。各期财务数据均为期末数。

2021 年公司持续计提大额资产减值损失导致公司利润水平呈下降态势，2022 年一季度合并新能源业务后盈利能力有所改善

2021 年公司待结算资源减少，使得房地产结转收入持续下降；得益于公司前期在大连、海南以及济南地区以较低土地成本获取的项目结算，2021 年

毛利率仍维持在较高水平。2022 年一季度，公司新并表的发电板块收入增长，盈利水平较高的新能源业务带动当期毛利率有所提升。截至 2022 年 3 月末，公司合同负债⁷为 126.54 亿元，为 2021 年房地产结算收入的 55%，对收入的保障程度一般。

表 10：公司主要板块毛利率构成（%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
房地产	297.65	247.16	231.51	19.41
发电	5.16	5.20	-	7.85
施工、设计、 监理、招标	1.34	0.72	0.93	0.36
其他业务	27.75	24.54	30.36	6.47
合计	331.90	277.61	262.80	34.08
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
房地产	42.39	30.10	34.05	27.51
发电	52.64	50.12	-	55.41
施工、设计、 监理、招标	86.87	78.61	64.24	50.00

⁷ 中诚信国际将公司预收款项和合同负债统一归于合同负债分

析。

其他业务	12.87	19.03	11.20	32.30
营业毛利率	39.64	29.63	31.52	35.07

注：由于中国绿发开展股权划转后的资产整合，将公司发电板块项目公司股权划转至鲁能新能源，2021年公司未确认发电收入。其他业务主要为酒店运营、商业物业租金、商品销售收入、餐饮收入、文体产业收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，随着业务规模扩大，2021年公司销售及管理费用均有所增长，财务费用较为稳定；同时营业收入小幅下降，导致期间费用率持续上升，费用控制能力有待加强。公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2021年由于收入持续减少叠加期间费用的侵蚀，当年经营性业务利润同比下降28.54%。投资收益主要为持有可供出售金融资产期间取得的投资收益以及对关联企业的委托贷款利息收入，可为利润提供一定补充。近年来公司计提较大规模存货跌价损失，主要因位于苏州、北京及东莞等地区项目受当地限价政策和市场环境影响，以及较大体量的重庆项目商业及车位销售价格低于预期，对利润造成较大侵蚀。受此影响，2021年公司盈利水平显著下滑，净利润呈亏损状态。2022年一季度，公司合并新能源业务，净利润率有所回升。

表 11：公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	8.42	8.79	9.46	0.97
管理费用	14.17	14.06	15.48	2.89
财务费用	8.65	11.57	11.52	4.41
期间费用合计	31.24	34.42	36.46	8.27
期间费用率	9.41	12.40	13.87	24.28
经营性业务利润	71.53	33.71	24.06	2.97
资产减值损失	14.98	7.62	23.24	--
投资收益	5.88	1.89	4.46	0.32
利润总额	63.28	28.26	5.29	3.38
净利润	47.48	19.38	-1.77	2.57
净利润率	14.30	6.98	-0.68	7.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022年一季度置换资产完成交割，固定资产大幅增长；整体净资产规模变动不大，但债务增幅较大导致净负债率显著上升

近年来公司总资产规模保持增长态势，以流动

⁸ 其中存货、投资性房地产及固定资产分别为177.38亿元、14.55亿元和11.48亿元。

资产为主。受资产重组事项影响，公司将6家与都城伟业置换的地产公司股权计入持有待售资产⁸和持有待售负债⁹，2021年末分别为245.60亿元和217.44亿元，导致期末各个科目变化较大。截至2022年3月末，置换的资产股权完成交割，由于新能源发电设备规模较大，固定资产显著增长。此外，公司其他应收款及其他应付款增幅较大，主要由于按照中国绿发资金管理制度，公司归集所属单位资金并向集团账户归集资金所致。

公司所有者权益主要为实收资本，近年来资本结构较为稳定。公司资本公积余额始终为负，主要为前期按照国家电网产业规划无偿划出资产所致，待履行有关产权批准程序后，将统一进行处理。财务杠杆方面，2022年3月末公司资产负债率较为稳定，但债务规模增长导致净负债率显著上升。

表 12：公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	155.84	167.47	148.75	133.77
存货	691.56	708.15	539.62	538.95
其他应收款	6.54	40.35	226.47	117.31
固定资产	117.30	119.02	58.94	255.12
投资性房地产	42.35	37.33	22.42	21.52
总资产	1,231.28	1,252.67	1,390.29	1,336.80
合同负债	251.65	184.03	116.51	126.54
应付账款	119.74	120.11	81.52	87.43
其他应付款	62.76	115.19	195.69	72.52
总负债	795.80	838.25	985.22	900.06
实收资本	347.58	374.61	374.61	374.61
未分配利润	96.20	59.01	69.02	78.63
资本公积	-82.78	-81.72	-100.90	-93.51
少数股东权益	32.75	38.08	37.06	51.88
所有者权益	435.48	414.42	405.07	436.75
资产负债率	64.63	66.92	70.86	67.33
净负债率	35.82	48.44	45.86	95.87

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至2022年3月末，公司流动资产比重有所下降，其中存货中库存产品占比较大，部分项目去化周期较长，资产周转效率有待改善

受资产置换事项影响，2021年以来公司存货规模减少，同时随着新能源业务资产并入，3月末公

⁹ 其中应付账款、合同负债、有息债务分别为23.24亿元、70.82亿元和83.19亿元。

司资产结构有所变化，流动资产规模及占比均有所下降。

表 13：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
流动资产/总资产	73.39	78.17	87.59	68.51
存货/流动资产	76.53	72.32	44.31	58.85
货币资金/流动资产	17.25	17.10	12.21	14.61
(存货+货币资金) /流动资产	93.78	89.42	56.53	73.45
自制半成品及在产品	445.51	337.49	295.77	307.99
自制半成品及在产品/存货	64.42	47.66	54.81	57.15
库存商品	185.55	309.62	225.89	213.11
库存商品/存货	26.83	43.72	41.86	39.54
尚未开发的土地储备	60.47	60.74	17.41	17.42
尚未开发的土地储备/存货	8.74	8.58	3.23	3.23

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司存货主要包括自制半成品及在产品（主要为开发成本）、库存商品（主要为开发产品）及尚未开发的土地储备。近年来公司房地产项目陆续竣工，但由于部分商业及别墅项目去化周期较长，库存商品占比升至较高水平，截至 2022 年 3 月末，库存商品中竣工时间超过 1 年的项目货值占比接近一半，存货结构有待改善。资产周转效率方面，近年来公司结转规模下降，部分项目开发节奏较慢，导致去化周期较长，周转效率有待改善。

表 14：近年来公司周转率相关指标（次/年）

	2019	2020	2021
存货周转率	0.27	0.28	0.29
总资产周转率	0.26	0.22	0.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司销售回款规模有所提升，受盈利水平下滑及债务规模上升影响，偿债指标有所弱化；受益于较好的债务期限结构，短期偿债压力小

现金流方面，近年来公司销售规模增长带动销售商品、提供劳务收到的现金持续上升，但由于资金归集增加，2021 年以来经营活动现金流呈净流出状态。此外，公司通过外部融资补充资金，筹资活动现金流持续为净流入状态。有息债务方面，截至 2022 年 3 月末，公司并入新能源业务，受电力行业

资产特性及融资结构影响，公司总债务规模上升，但长期债务占总债务的比重仍保持在 90% 左右，以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配。从融资渠道和成本来看，公司债务以银行借款和债券为主，2021 年公司平均融资成本为 4.17%，处于行业较低水平。

受收入及盈利水平下降影响，加之债务规模上升，EBITDA 对债务本息的覆盖能力持续减弱；同期经调整的 EBIT 利息保障倍数有所下滑。从短期偿债能力来看，截至 2022 年 3 月末，公司货币资金对短期债务的覆盖倍数仍保持在较高水平，短期偿债压力较小。

表 15：近年来公司现金流及部分偿债指标（亿元、X）

指标	2019	2020	2021	2022.3
经营活动现金流净额	-39.68	21.95	-67.94	-78.34
销售商品、提供劳务收到的现金	223.73	258.11	282.31	41.47
投资活动现金流净额	-10.64	-42.68	22.23	7.42
筹资活动现金流净额	84.57	43.39	82.32	39.22
总债务	311.84	368.22	334.51	552.46
短期债务	19.39	38.88	51.39	47.56
EBITDA	82.60	50.98	24.89	--
总债务/EBITDA	3.78	7.22	13.44	--
EBITDA 利息保障倍数	6.49	2.99	1.41	--
货币资金/短期债务	8.04	4.31	2.89	2.81
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.39	1.43	1.18	3.33*
经调整的 EBIT 利息保障倍数	5.98	2.66	1.30	--

注：带“*”指标已经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司拥有充足的外部授信，备用流动性充足，无对外担保

财务弹性方面，公司与多家银行机构建立了良好的合作关系，截至 2021 年末，公司获得综合授信额度为 1,418.27 亿元，尚未使用的授信额度为 1,340.80 亿元，备用流动性充足。同时，公司控股上市公司广宇发展，融资渠道较为畅通。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 260.13 亿元，占总资产的比重为 18.71%。其中，受限货币资金、房屋建筑物、存货的

账面价值分别为 7.22 亿元、30.22 亿元和 114.25 亿元，此外受限持有待售资产 107.41 亿元。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司及所属于公司提供担保总金额为 163.74 亿元，均为对公司内部单位提供，不存在为控股股东及其合并报表范围内子公司以外第三方提供担保的情形。或有事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司存在超过 3,000 万元的未决仲裁和未决诉讼案件各一宗¹⁰，需持续关注相关案件进展对公司业绩的影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022年3月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司控股股东中国绿发作为国资委直管企业，在资产整合方面得到股东的大力支持

2021 年 3 月末，公司控股股东由国家电网变更为中国绿发。中国绿发是由中国诚通、国家电网、中国国新参股投资的国有中央企业，国务院国资委为实际控制人，且中国绿发由国资委直接监管。中国绿发的股东国家电网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。国家电网位列《财富》世界企业 500 强前列，综合实力雄厚。中国诚通和中国国新是国资委下属的资本投资运营公司，在推动央企改革与转型、实现国有资本优化配置方面积累了丰富的经验。

2021 年，中国诚通及中国国新对中国绿发各自现金增资 50 亿元，截至 2021 年末中国绿发注册资本

本增至 449.96 亿元，具备较强的资本实力。中国绿发以战略性新兴产业投资、新型城镇化、绿色能源、乡村振兴、现代服务业为发展方向，致力于建设世界一流绿色产业集团。公司作为中国绿发旗下从事地产及新能源业务的主要平台，战略地位较为重要，未来将持续获得股东的支持。

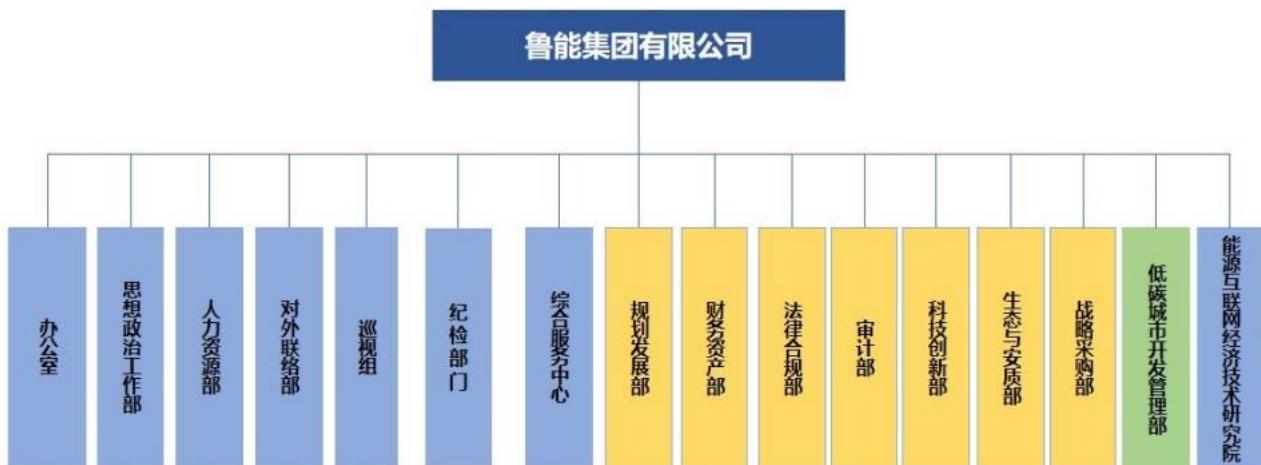
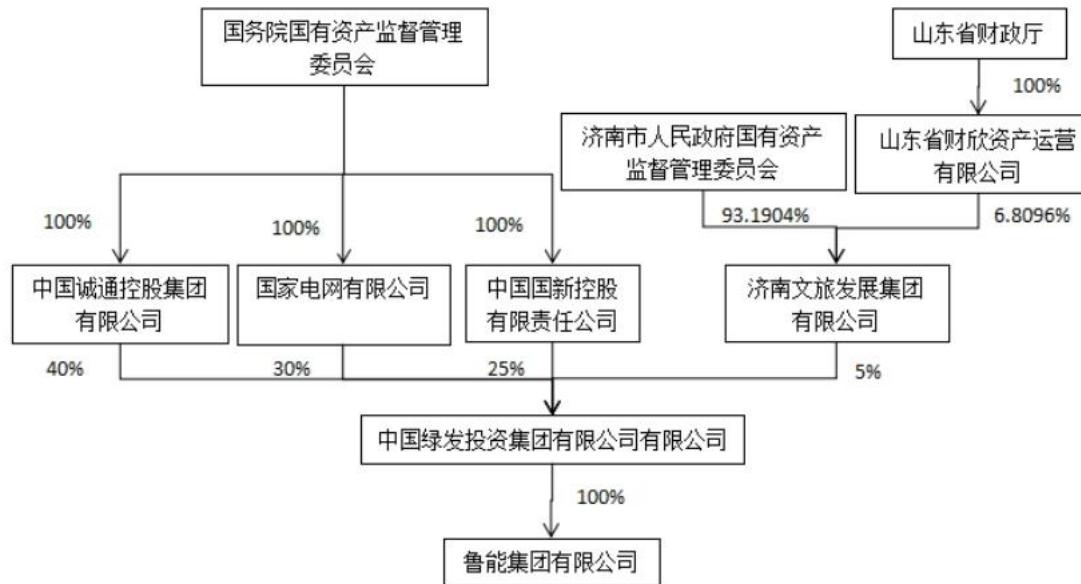
评级结论

综上所述，中诚信国际维持鲁能集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 鲁能 02”、“19 鲁能 01”、“20 鲁能 01”、“20 鲁能 02”和“21 鲁能 01”的债项信用等级为 **AAA**。

¹⁰ 未决仲裁：2020 年 5 月，陕西西厦电力房地产开发有限公司（以下简称“西厦公司”）以鲁能集团不履行《关于合作开发浐灞项目相关事宜的协议》项下义务为由，向西安仲裁委提出变更仲裁请求，请求将赔偿金额变更为 2.3 亿元。后鲁能集团提出反请求，要求西厦公司赔偿鲁能集团 2.7 亿元。本案已于 2020 年 10 月 28 日完成庭审程序，目前西安仲裁委尚未作出裁决。
未决诉讼：鲁能集团前期通过胜诉和强制执行，于 2019 年 5 月取得西安鲁能置业有限公司（以下简称“西安置业”）赔偿本息 2.39

亿元。2019 年 9 月 2 日，西安置业清算组提起诉讼，以鲁能集团故意拖延申请执行，导致法院不得不针对西安置业土地使用权进行强制拍卖，使西安置业承担了高额评估费和巨额税费损失为由，要求鲁能集团赔偿因拍卖土地造成的评估费、税款、滞纳金等费用损失共计 5.97 亿元，赔偿因拍卖价格低于市价产生的差价损失 6.6 亿元（含利息损失），2020 年 7 月鲁能集团有限公司收到起诉状，2020 年 11 月 23 日开庭，2020 年 12 月 21 日西安中院一审驳回原告起诉。2021 年 3 月 8 日收到原告上诉材料。

附一：鲁能集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：鲁能集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,558,384.04	1,674,716.34	1,487,517.20	1,337,693.45
其他应收款	65,413.29	403,540.68	2,264,674.29	1,173,060.04
存货净额	6,915,616.78	7,081,500.37	5,396,230.59	5,389,503.40
长期投资	437,835.45	46,589.89	198,927.96	278,373.95
固定资产	1,172,950.36	1,190,228.80	589,429.62	2,551,201.05
在建工程	289,899.10	353,074.48	148,097.07	359,517.98
无形资产	177,622.51	171,408.29	163,872.41	188,332.90
投资性房地产	423,546.52	373,260.34	224,199.87	215,203.03
总资产	12,312,819.27	12,526,654.14	13,902,868.22	13,368,020.30
预收款项	2,516,470.22	1,840,275.44	1,165,098.22	1,265,381.74
其他应付款	627,591.17	1,151,929.85	1,956,932.49	725,235.37
短期债务	193,858.73	388,799.97	513,912.58	475,608.80
长期债务	2,924,506.77	3,293,372.75	2,831,179.19	5,048,967.88
总债务	3,118,365.49	3,682,172.72	3,345,091.77	5,524,576.68
净债务	1,559,981.45	2,007,456.38	1,857,574.57	4,186,883.23
总负债	7,957,989.25	8,382,454.01	9,852,162.18	9,000,568.01
费用化利息支出	92,644.72	123,498.81	115,803.61	--
资本化利息支出	34,534.16	46,901.44	60,352.02	--
所有者权益合计	4,354,830.02	4,144,200.13	4,050,706.04	4,367,452.29
营业总收入	3,319,036.06	2,776,139.95	2,627,999.74	340,829.82
经营性业务利润	715,309.11	337,102.29	240,575.13	29,734.80
投资收益	58,809.94	18,942.30	44,583.66	3,194.21
净利润	474,769.15	193,842.79	-17,747.53	25,669.44
EBIT	725,418.74	406,103.60	168,662.01	--
EBITDA	826,000.98	509,805.69	248,899.01	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,237,262.40	2,581,110.13	2,823,143.04	414,711.90
经营活动产生现金净流量	-396,832.74	219,474.25	-679,439.05	-783,438.47
投资活动产生现金净流量	-106,396.85	-426,835.81	222,336.31	74,158.18
筹资活动产生现金净流量	845,653.37	433,946.06	823,155.90	392,164.75
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	39.64	29.63	31.52	35.07
期间费用率(%)	9.37	12.40	13.86	24.28
EBITDA 利润率(%)	24.89	18.36	9.47	--
净利润率(%)	14.30	6.98	-0.68	7.53
总资产收益率(%)	5.77	3.27	1.28	--
存货周转率(X)	0.27	0.28	0.29	0.16*
资产负债率(%)	64.63	66.92	70.86	67.33
总资本化比率(%)	41.73	47.05	45.23	55.85
净负债率(%)	35.82	48.44	45.86	95.87
短期债务/总债务(%)	6.22	10.56	15.36	8.61
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.13	0.06	-0.20	-0.57*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-2.05	0.56	-1.32	-6.59*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-3.12	1.29	-3.86	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.39	1.43	1.18	3.33*
总债务/EBITDA(X)	3.78	7.22	13.44	--
EBITDA/短期债务(X)	4.26	1.31	0.48	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.49	2.99	1.41	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	5.98	2.66	1.30	--

注：2022年一季报未经审计；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资本化比率	=总债务/ (总债务+所有者权益合计)
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	= (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	= (销售费用+管理费用+研发费用+财务费用) /营业收入
	经营性业务利润	=营业收入-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
盈利能力	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	=净利润/营业收入
	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
	流动比率	=流动资产/流动负债
偿债能力	速动比率	= (流动资产-存货) /流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。