



鲁能集团有限公司

2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 1244 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 25 日

本次跟踪发行人及评级结果	鲁能集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 鲁能 01”、“20 鲁能 02”、“21 鲁能 01”、“22 鲁能 01”、“22 鲁能集 MTN001”	AAA
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”或“公司”）是中国绿发投资集团有限公司（以下简称“中国绿发”）旗下从事新能源和地产业务的主要平台，可得到股东的有力支持、新能源业务可较好的分散其经营风险以及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到存量项目储备存在一定去化压力、新能源业务板块投资规模较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：股东支持力度明显减弱、盈利能力大幅下滑、现金流平衡能力严重弱化。	

正 面

- 公司是中国绿发旗下从事新能源和地产业务的重要运营主体，战略地位重要，能够得到股东的有力支持
- 新能源业务已成为重要业务，能较好的分散其经营风险
- 公司融资渠道通畅，融资成本持续优化

关 注

- 公司现房产品占比偏高，且业态复杂，存在一定去化压力
- 公司新能源业务板块投资规模较大推动财务杠杆水平迅速攀升，亦对公司新能源业务的运营能力提出更高挑战

项目负责人：熊 攀 pxiong@ccxi.com.cn

项目组成员：杜志英 zhydu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

鲁能集团（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	1,193.04	1,448.36	1,527.14	1,520.49
所有者权益合计（亿元）	399.45	439.34	458.62	462.54
负债合计（亿元）	793.59	1,009.02	1,068.53	1,057.94
总债务（亿元）	561.78	781.12	898.67	905.35
营业总收入（亿元）	176.35	200.95	170.09	28.90
净利润（亿元）	-5.55	11.70	12.41	1.90
EBITDA（亿元）	28.91	53.39	55.28	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-40.84	74.43	35.35	12.54
营业毛利率（%）	32.77	33.21	37.68	33.75
净负债率（%）	120.41	151.16	180.48	180.62
总债务/EBITDA（X）	19.43	14.63	16.26	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.23	2.35	1.96	--

注：1、中诚信国际根据鲁能集团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 2022~2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2024 年数据）

公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	非受限货币资金/短期债务(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）	营业总收入（亿元）	EBIT 利润率（%）	存货周转率(X)
金茂投资	982.55	3,634.42	52.73	2.53	1.39	530.83	6.53	0.30
大悦城控股	369.00	1,785.75	97.34	1.51	2.33	357.91	0.39	0.33
中国绿发	224.27	2,637.14	100.24	1.28	5.42	279.37	14.06	0.18
鲁能集团	52.31	1,527.14	180.48	0.48	6.89	170.09	20.56	0.28

中诚信国际认为，鲁能集团规模一般，营业收入及房地产销售规模优势不显著，但盈利水平较优，同时受新能源产业资产规模较大影响，财务杠杆水平相对较高，各项偿债指标有待优化。

注：“金茂投资”为“上海金茂投资管理集团有限公司”；“大悦城控股”为“大悦城控股集团股份有限公司”简称；“中国绿发”为“中国绿发投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪情况

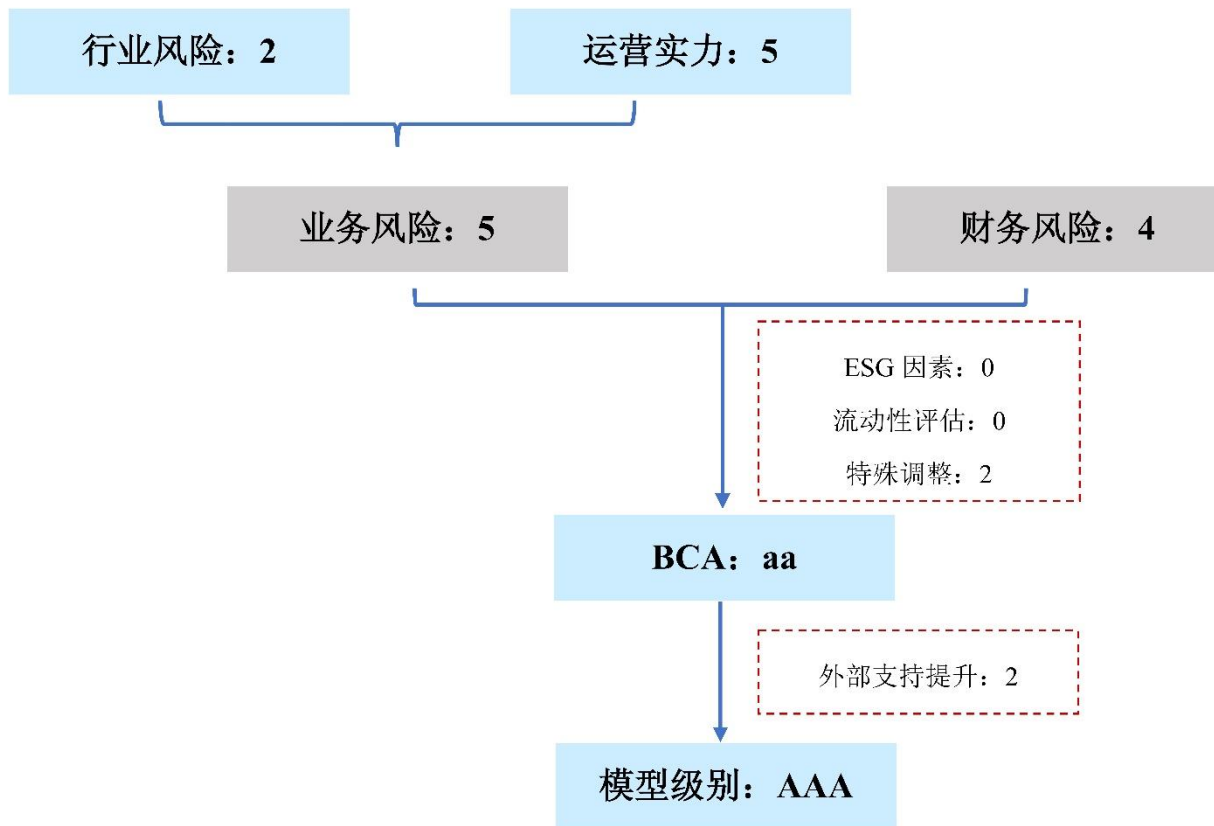
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 鲁能 01	AAA	AAA	2024/6/26 至本报告出具日	20.40/7.20	2020/10/19~2025/10/19（3+2）	回售，票面利率选择权
20 鲁能 02	AAA	AAA	2024/6/26 至本报告出具日	8.16/8.16	2020/12/29~2025/12/29（3+2）	回售，票面利率选择权
21 鲁能 01	AAA	AAA	2024/6/26 至本报告出具日	25.80/9.88	2021/07/16~2026/07/16（3+2）	回售，票面利率选择权
22 鲁能集 MTN001	AAA	AAA	2024/6/26 至本报告出具日	10.00/10.00	2022/07/13~2025/07/13	--
22 鲁能 01	AAA	AAA	2024/6/26 至本报告出具日	6.10/6.10	2022/08/22~2025/08/22	--

注：债券余额为 2025 年 5 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
鲁能集团	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/6/26 至本报告出具日

● 评级模型

鲁能集团有限公司评级模型打分(C200100_2024_06_2025_1)



注：

调整项：公司新能源业务、商业物业运营等收入可为公司的收入及利润提供良好支撑，并可分散公司的经营风险；公司财务风险得分较低，但其融资渠道很畅通，融资成本也较低，实际财务风险较低。

个体信用状况（BCA）：中诚信国际认为，受公司房地产销售规模下滑、加大新能源产业投资导致债务规模上升等因素影响，公司个体信用状况由 aa⁺调整至 aa。

外部支持：公司股东中国绿发是国务院国资委直管企业，中央政府实际控制能力和支持意愿极强。公司是中国绿发地产和新能源业务的重要运营主体，在资源及资金方面获得大力支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论：中诚信国际房地产开发行业评级方法与模型 C200100_2024_06

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5% 左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，2024 年房地产行业销售规模降幅同比扩大，土地投资及新开工仍处于低位，房企主要偿债指标趋弱，但政策刺激为市场注入信心，各项利好政策密集出台，融资环境持续改善，预计 2025 年行业销售及投资下行压力仍在，但考虑到利好政策深度及广度仍有提升空间，行业基本面仍将以改善修复为主基调。

2024 年房地产行业继续呈调整态势，上半年“517”新政以及下半年“924”新政为市场注入信心，行业呈阶段性回温态势，高能级核心城市恢复尤为明显；受土地供给量价齐跌、销售持续下滑、库存规模高企等因素影响，2024 年行业土地投资与开发规模仍处于低位。行业融资政策进一步宽松，“白名单”等政策亦不断推进，融资环境持续改善，但需警惕各类舆情对房企公开市场融资的影响。预计 2025 年，在经济恢复缓慢的背景下，居民收入预期未能根本性扭转，购房信心仍不足，市场持续筑底，但在“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”背景下，政策端有望持续发力，托底行业基本面。

详见《中国房地产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11651?type=1>

中诚信国际认为，2024 年全国电力供需总体平衡，电源建设仍延续清洁化趋势，在一揽子增量政策下，未来我国用电需求将持续提升并将保持中速增长。行业内企业凭借较好的融资及经营获现能力整体保持了可控的财务风险，整体经营状况稳健。

2024 年以来，随着一揽子增量政策的出台，我国经济保持稳健增长，全社会用电量保持同比中速增长；预计 2025 年在支持政策落地、基建投资支撑作用和极端天气等综合因素影响下我国全社会用电需求或将保持中速稳定增长。2024 年我国电源结构延续清洁化发展趋势，新能源装机占比持续提升，但电煤价格仍处历史相对高位、来水不确定性加剧、极端天气增多、新能源电量消纳受限等因素对我国电力供需平衡造成一定影响。2024 年以来，受电力装机供给增速较快而用电需求增速相对平缓影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低，未来在经济增速放缓、能源供给结构变化等因素影响下，全国发电设备利用情况仍面临较多不确定性，不同电源类型机组利用效率仍将延续分化态势。2024 年以来火电电价在燃料价格持续回落、容量电价施行及清洁能源替代影响下面临下行趋势；新能源电价受平价上网装机规模快速增长及市场化交易程度加深影响而有所下降，但国内碳排放权、CCER、绿电和绿证等交易市场发展迅速，有助于促进可再生能源电量消纳并提升新能源发电企业相关收益。从电力生产行业企业信用状况来看，各细分领域信用状况稳定，其中，火电企业盈利及获现水平在燃料价格处于下行区间和容量电价政策持续施行等影响下仍将保持较好水平，总体信用质量将保持稳定。风电及太阳能发电企业仍保持了良

好的财务表现，但消纳及电价政策的不确定性或将对其盈利空间形成影响，总体信用质量由“稳定提升”调整为“稳定”。水电和核电行业装机稳步增长，总体信用质量将保持稳定。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源建设，推动装机容量及总债务持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11690?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内公司开发业务规模持续下降，项目储备规模虽充沛但质量有限；新能源业务成为公司重要主业，投资及资金需求高涨，对公司运营能力提出更高挑战；商业及酒店业务为公司提供一定业绩补充，需关注在宏观经济波动背景下文旅物业的经营状况；公司融资成本持续优化，畅通的融资渠道亦为公司的各项业务开展提供了有利支持。

2024 年以来公司产权结构及治理结构无变化。

截至 2025 年 3 月末，公司注册资本仍为 200.00 亿元，中国绿发持有公司 100.00% 的股权为公司的控股股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。2024 年以来公司董事、监事及高级管理人员亦未发生人事变动。

跟踪期内公司持续优化产业布局，加快发展新能源产业，房地产开发销售规模延续下降趋势，项目储备中现房产品占比偏高，且业态复杂，亦无新项目提供销售支撑，开发业务短期内能提供的现金流支撑或较为有限；但公司融资渠道仍保持畅通，成本不断优化，为公司业务发展提供有力支持。

跟踪期内，公司为中国绿发旗下房地产开发平台之一，未来公司将逐步收缩房地产业务规模，逐步专项新能源业务。2024 年受市场环境持续低迷及公司收缩房地产业务规模影响，公司销售金额同比大幅下滑。销售区域方面，跟踪期内公司销售业绩主要来源于京津、川渝等地区，2024 年上述城市销售占比达 73.35%，集中度较高。项目储备方面，跟踪期内公司获取 1 块土地，截至 2025 年 3 月末，公司全口径项目储备面积为 465.41 万平方米¹，因公司合作开发项目较少，权益占比较高。但公司项目储备中产品业态复杂，商业、商住、车位等非住宅业态占比偏高，其中公司重庆地区的商业、车位等产品去化周期较长，占比偏高；公司位于海南文昌、澄迈的项目获取时间较早，仍存在大规模未动工土地。**中诚信国际认为**，公司项目储备现房占比偏高，产品业态复杂，且逐步收缩房地产业务规模，开发业务短期内或难以形成一定规模的现金流贡献，但公司土地获取成本较低，尽管该部分项目剩余面积占比较高，但实际形成的资金沉淀规模占比有限，资金压力可控。

融资渠道方面，公司有息债务以银行贷款和债券为主，同时公司其他融资中含股东及关联方提供的内部借款、CMBS 及保债计划等其他融资渠道，整体债务结构较为合理，其中 2024 年受新能源板块持续增加项目贷款影响，公司银行贷款渠道比重有所提升。2024 年公司综合融资成本进一步降低至 2.75%，公司融资成本维持较低水平并得以持续优化，极具融资成本优势。

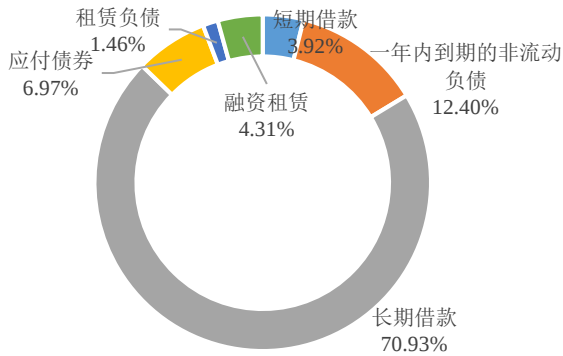
¹ 项目储备口径为拟建面积+在建未售面积+竣工未售面积。

表 1：近年来公司房地产业务全口径投资、运营、销售情况（万平方米、亿元、个、亿元、万元/平方米）

	2022	2023	2024	2025.1~3
新开工面积（并表口径）	38.45	3.94	0	7.97
竣工面积（并表口径）	109.05	101.76	75.41	3.03
签约销售面积	75.73	65.33	46.02	7.20
签约销售金额	126.66	120.25	52.31	13.55
新拓展项目	2	0	1	0
新增项目储备购置支出	21.12	0.00	1.88	0.00
新增项目楼面均价	1.09	--	0.43	--

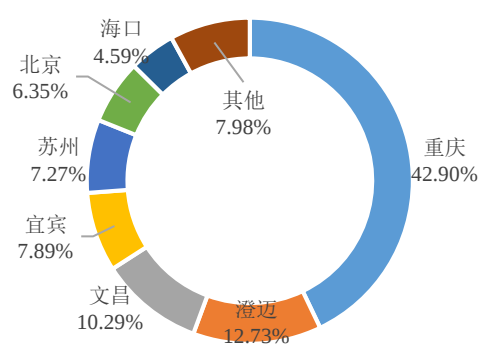
资料来源：公司年报及公司提供，中诚信国际整理

图 1：截至 2025 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2025 年 3 月末公司项目储备情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司装机规模不断扩大，新能源业务对公司业绩贡献度持续增长，已成为公司重要主业；项目建设步入投资高峰，资金需求高涨，公司后续的运营能力亦有待关注。

跟踪期内，天津中绿电投资股份有限公司（以下简称“中绿电投资”）仍为公司新能源发电业务的运营主体，业务范围以风力和光伏发电为主，已投资开发的风电项目主要位于青海、内蒙古、新疆、甘肃、河北、陕西、江苏等省份，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。受益于装机规模及发电量增长，中绿电投资 2024 年收入及净利润分别为 38.40 亿元及 11.83 亿元，均延续增长态势。

表 2：近年来中绿电投资电力业务经营情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
控股装机规模（万千瓦）	429.65	561.65	1,845.15	1,934.55
其中：风电	333.70	383.70	393.60	393.60
光伏	85.95	167.95	1,441.55	1,530.95
权益装机容量（万千瓦）	452.54	529.10	1,812.60	--
发电量（亿千瓦时）	81.71	90.66	108.73	40.54
上网电量（亿千瓦时）	78.81	87.96	105.64	39.45
其中：风电	66.82	75.18	68.42	18.39
光伏	11.25	11.70	36.07	20.58
平均利用小时数（小时）	2,141	2,139	1,771.50	387.25
其中：风电	2,281	2,322	2,068.08	480.71
光伏	1,259	1,393	1,391.84	333.24

注：装机规模包含风电、光伏和光热储能装机容量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2025 年 3 月末，中绿电投资主要在建新能源项目 11 个，合计装机容量 1,531.00 万千瓦，其中新疆区域在建项目装机容量 1,430.00 万千瓦，另有小部分东部区域项目；拟建项目 5 个，合计装机容量 565.00 万千瓦。中绿电投资在建、拟建项目总投资规模为 889.71 亿元，项目投入的自有资金与借款的比重基本为 2: 8，其中在建项目 2025 年计划投资规模 213.28 亿元，另有拟建项目投资，资金需求量极大。中绿电投资于 2024 年 4 月定向增发募集资金 18 亿元，截至 2024 年末尚有 7.27 亿元未使用，同时中绿电投资公司债批复仍有 30 亿元额度未使用，目前在建、拟建项目已审批项目尚有一定贷款额度，均可为其提供一定资金补充；此外，因中绿电投资的装机规模迅速扩张，对其现有的运营能力亦提出了新的挑战

表 3：公司主要在建新能源项目情况（万千瓦、亿元、%）

在建项目	装机容量	总投资	截至 2024 年末 已投资金额	2025 年度计划 投资金额	预计竣工时间
新疆托克逊 100 万千瓦风电项目	100	52.72	0.00	15.66	2026.12
新疆十三间房 300 万千瓦风电项目	300	140.76	0.00	47.87	2027.6
中绿电三塘湖 300 万千瓦风电项目	300	129.37	0.00	68.61	2027.03
新疆木垒 100 万千瓦风电项目	100	50.14	0.00	24.68	2026.12
鲁能阜康市多能互补项目	100	50.87	33.57	8.70	2025.12
阜康 130 万千瓦光伏项目	130	47.45	0.00	4.70	2026.1
尼勒克 400 万千瓦风电光伏一体化项目	400	149.44	90.40	20.58	2025.12
广东高州市石鼓镇 20 万千瓦渔光互补光伏电站项目	20	11.43	0.79	2.39	2026.12
山东牟平 5 万千瓦农光互补项目	5	2.83	0.00	2.83	2025.11
甘肃金塔 70 万千瓦多能互补基地项目	70	42.36	30.00	12.36	2025.5
青海液态空气储能项目	6	6.45	1.55	4.9	2025.9
合计	1,531.00	683.82	156.31	213.28	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司商业物业及酒店运营业务为公司业绩提供了一定补充，需关注在宏观经济波动背景下持有型物业的经营状况。

公司文旅物业板块包含商业物业及酒店运营，2024 年公司文旅物业板块营业收入同比增长 6.94% 至 24.00 亿元。其中商业物业运营方面，截至 2025 年 3 月末，公司共持有 3 个商业物业，主要涉及购物中心、百货业态，可租赁面积合计为 8.95 万平方米，其中济南泉城路贵和购物中心位于核心商业地段，可出租面积 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；酒店业务方面，截至 2025 年 3 月末，公司共持有运营 9 家酒店，基本为五星级酒店、整体规格较高且主要分布于旅游城市，2024 年公司大部分酒店入住率及平均房价均小幅下降，酒店收入亦小幅下降，需关注在宏观经济波动背景下持有型物业的经营状况。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司房开业务结转规模下降，但新能源等业务板块经营效率有所提升，公司盈利表现较优；公司新能源业务大规模投资，债务规模及财务杠杆水平迅速攀升，偿债指标随之出现弱化，需关注未来持续大规模的新能源投资带来的债务规模及财务杠杆水平进一步攀升的影响。

盈利能力

跟踪期内，受房开业务板块结转规模下降影响，公司营业收入规模同比下降 15.36%，其中房开业务占营业收入的比重为 59.93%，仍为收入主要构成；新能源业务收入同比有所上升，未来，公司新能源业务占比将进一步上升。2024 年公司主要业务板块毛利率均有所提升，且受前期存货减值计提较为充分及公司土地成本较低等因素影响，公司当期综合毛利率水平为 37.68%，处于行业前列水平；跟踪期内公司期间费用合计同比相对稳定，经营性业务利润亦有显著增长；2024 年公司资产减值规模不大，EBIT 利润率持续提升，处于行业内较优水平，综合盈利表现尚可。

资产质量

跟踪期内受新能源业务板块持续大规模投资影响，公司资产负债规模整体呈大幅增长态势。资产方面，公司存货主要涉及房开板块投入，随着新增项目的减少，公司存货规模延续下滑趋势，但存货中开发产品占比进一步提升，且处于高位，存货变现能力需保持持续关注；公司固定资产及在建工程主要为持有的酒店资产及新能源板块投入，跟踪期内伴随着新能源板块中新疆项目的陆续开工，公司在建工程规模呈现大幅增长态势，2025 年部分工程将会陆续实现竣工并将转入固定资产科目。负债方面，受 2024 年项目结转、其余项目流速放缓、无新开工项目等因素影响，公司预收账款规模大幅缩减；新能源项目大规模开工产生极大资金需求，跟踪期内公司有息债务随之大幅增长。所有者权益方面，近年来公司利润不断得以实现积累，同时部分新能源项目公司采取合作开发模式，并由公司并表，跟踪期内公司少数股东权益规模亦因此实现增长；同时，2024 年主要受中绿电投资特定发行普通股、公司无偿调出子公司等因素影响，资本公积同比有所下降。整体上公司所有者权益规模实现提升，但因债务增速较快，公司财务杠杆水平仍有待改善。

现金流及偿债情况

跟踪期内公司加快推进绿色低碳转型发展，持续优化产业布局，加快发展新能源产业，逐步收缩房地产业务，房开业务销售规模大幅下跌，公司经营回款规模整体因而下降，但其余主要业务板块经营成效实现较好改善，加之经营支出规模较小，经营活动现金流呈净流入态势；同期公司新能源业务的开工建设投入较大规模资金，投资活动现金流呈现大额净流出态势；为匹配大额投资支出的资金需求，2024 年公司保持较大的借款力度，筹资活动现金流随之呈现大额净流入态势。偿债能力方面，受债务的增长影响，公司经营回款、EBITDA 对债务本息的保障程度有所减弱，在手资金量的减少亦使其对短期债务的覆盖能力出现下滑。此外，公司使用中国绿发综合授信，截至 2025 年 3 月末，中国绿发在主要金融机构授信总额度为 2,669.58 亿元，其中已使用授信额度 866.82 亿元，剩余授信额度 1,802.77 亿元。

表 4：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用率	22.42	18.36	21.76	25.00
经营性业务利润	9.81	18.82	23.74	1.97
投资收益	2.83	2.69	-0.36	0.58
资产减值损失	16.98	1.27	1.31	0.00
利润总额	-3.95	20.02	21.28	2.49
EBIT 利润率	5.72	16.94	20.56	--
货币资金	91.48	126.42	73.33	69.92

存货	480.86	421.82	334.01	328.72
开发产品/存货	39.81	53.95	69.85	--
存货周转率	0.23	0.30	0.28	0.23*
固定资产	236.53	240.66	276.23	274.28
在建工程	52.53	250.46	421.99	434.13
投资性房地产	27.84	36.24	31.42	31.03
总资产	1,193.04	1,448.36	1,527.14	1,520.49
预收款项（含合同负债）	90.81	60.12	18.19	15.81
总债务	561.78	781.12	898.67	905.35
短期债务/总债务	11.99	30.55	16.54	16.32
实收资本	374.61	374.61	374.61	374.61
资本公积	-131.44	-124.80	25.62	25.62
未分配利润	76.53	85.12	92.99	93.17
少数股东权益	54.40	78.87	116.01	119.64
所有者权益	399.45	439.34	458.62	462.54
净负债率	120.41	151.16	180.48	180.62
经营活动净现金流	-40.84	74.43	35.35	12.54
销售商品、提供劳务收到的现金	175.03	188.51	130.47	24.21
投资活动净现金流	-38.94	-253.46	-197.55	-18.84
筹资活动净现金流	-1.96	215.28	116.12	2.43
非受限货币资金/短期债务	1.20	0.49	0.48	0.47
EBITDA 利息保障倍数	1.23	2.35	1.96	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	3.21	4.14	6.89	9.35*

注：带“*”指标已经年化处理

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产合计为 129.70 亿元，占当期末总资产的 8.49%，其中受限货币资金、应收账款、存货、固定资产、无形资产分别 2.39 亿元、40.33 亿元、48.15 亿元和 38.67 亿元、0.17 亿元。

或有负债方面，截至 2024 年末，公司在商品房销售过程中为部分购房人（按揭贷款的借款人）提供了阶段性担保，规模不大，无其他对外担保。重大诉讼及仲裁事项方面，公司存在 1 起重大未决诉讼，中绿电投资与交通银行股份有限公司天津市分行执行异议纠纷，为历史遗留案件，标的金额 9,140.77 万元，目前执行异议复议审理中。

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，2022~2025 年 5 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。

假设与预测²

假设

²中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

- 2025 年，鲁能集团房地产业务销售规模一般。
- 2025 年，鲁能集团土地投资规模较小，新能源项目保持较大投资规模。
- 2025 年，鲁能集团有息债务规模将持续增长。

预测

表 5：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
净负债率(%)	151.16	180.	188~198
总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	4.14	6.89	7~10

资料来源：中诚信国际整理

调整项

ESG³表现方面，公司注重可持续发展，产权结构稳定，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。**流动性评估方面**，因土地储备质量有限，且逐步收缩房地产业务规模，公司房地产业务板块销售回款规模或将维持在低位水平，但该板块的经营投资支出规模控制在合理水平，仍能实现较好的经营现金流平衡；公司新能源板块未来投资支出规模虽较大，现金流回正周期亦较长，但公司各类融资渠道保持畅通，融资成本亦较优，未使用银行授信额度充足，公司能可在项目建设期间内利用各项融资工具对资金投入缺口提供较好补充。整体上来看，公司未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。**特殊调整方面**，公司新能源及商业物业运营等业务均可为公司的收入利润及现金流水平提供良好支撑，并可有效分散公司的经营风险；公司财务风险得分较低，但其融资渠道很畅通，融资成本也较低，实际财务风险较低。

外部支持

公司控股股东中国绿发为国资委直管企业，具有较强的资本实力；公司为股东旗下从事新能源业务的唯一平台，在资金方面得到股东的大力支持。

中国绿发是由中国中化、中国诚通、国家电网、中国国新和济南文旅参股投资的国有中央企业，国务院国资委为公司实际控制人，公司由国务院国资委直接监管。中国绿发以绿色能源、绿色科技等绿色低碳产业投资，城乡开发运营管理，文化、旅游、康养产业及相关贸易与服务为发展方向，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重要平台，战略地位较为重要，未来公司将持续获得股东的支持。

跟踪债券信用分析

“20 鲁能 01”募集资金 20.40 亿元，“20 鲁能 02”募集资金 8.16 亿元，“21 鲁能 01”募集资金 25.80 亿元，“22 鲁能 01”募集资金 6.10 亿元，截至目前上述公司债券均已按照募集说明书上列明的用途使用。

本次跟踪债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内公司融

³中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

资渠道保持通畅，融资成本持续优化，可对债券偿还及接续形成有力支撑。2024 年 7 月，21 鲁能 01 回售 15.92 亿元，债券余额 9.88 亿元。2025 年公司有一定规模债券到期，但考虑公司融资渠道畅通、股东支持能力强，偿付风险可控。

表 6：截至 2024 年 4 月末，公司公开债到期分布情况（亿元）

合并口径	2025 年 6~12 月	2026 年
信用债	37.46	9.88
其中：跟踪债券	31.46	9.88

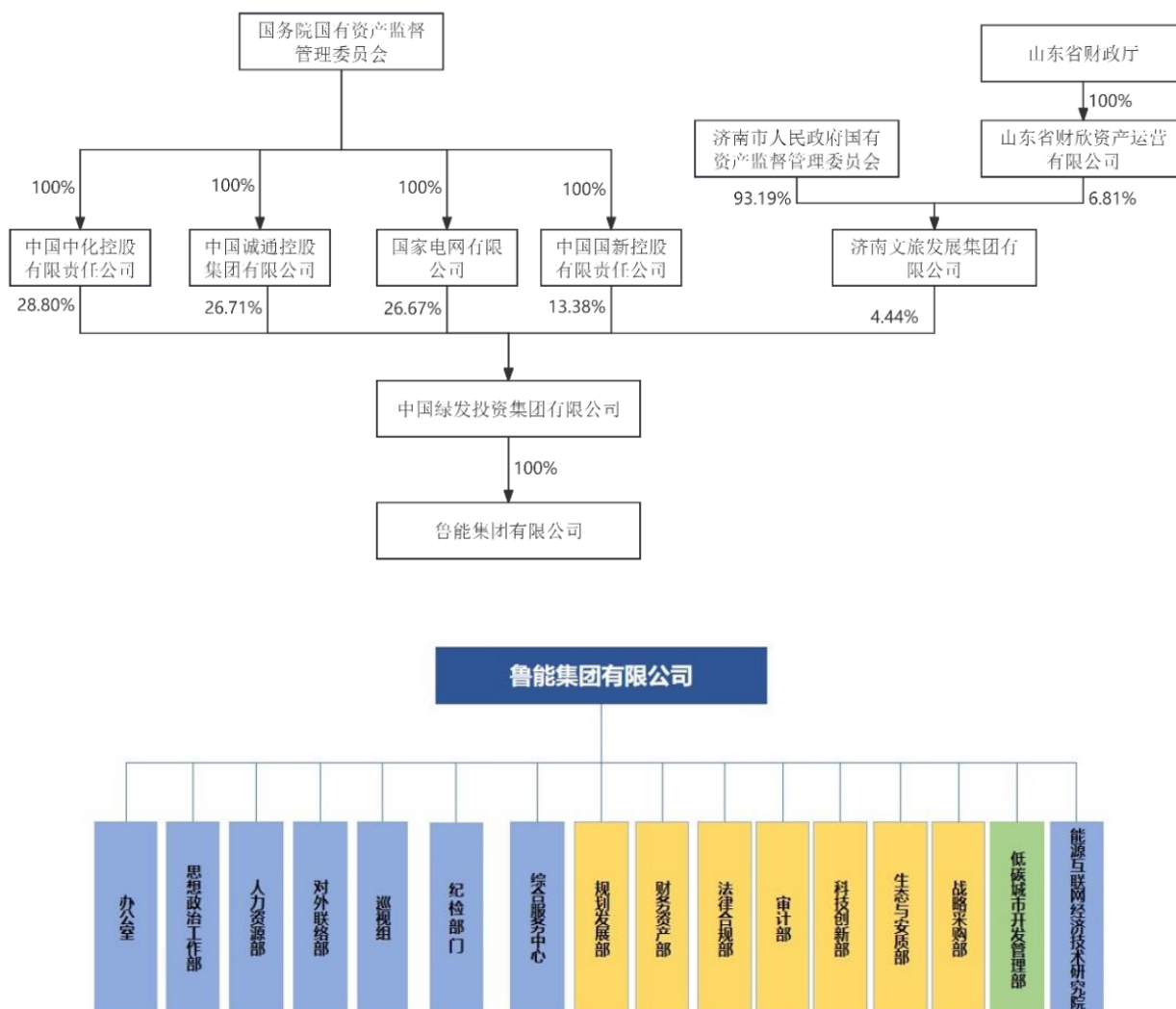
注：到期情况包括回售部分。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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“20 鲁能 01”、“20 鲁能 02”、“21 鲁能 01”、“22 鲁能 01”、“22 鲁能集 MTN001”的信用等级为 **AAA**。

附一：鲁能集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 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：亿元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	91.48	126.42	73.33	69.92
其他应收款	69.64	65.54	57.27	42.47
存货	480.86	421.82	334.01	328.72
长期投资	34.73	35.52	29.09	27.87
固定资产	236.53	240.66	276.23	274.28
在建工程	52.53	250.46	421.99	434.13
无形资产	22.01	23.83	22.35	22.20
投资性房地产	27.84	36.24	31.42	31.03
资产总计	1,193.04	1,448.36	1,527.14	1,520.49
预收款项	90.81	2.37	2.61	2.69
合同负债		57.76	15.58	13.12
其他应付款	19.55	26.66	23.13	21.59
短期债务	67.35	238.61	148.62	147.74
长期债务	494.43	542.51	750.05	757.61
总债务	561.78	781.12	898.67	905.35
净债务	481.00	664.10	827.72	835.43
负债合计	793.59	1,009.02	1,068.53	1,057.94
所有者权益合计	399.45	439.34	458.62	462.54
利息支出	23.53	22.70	28.17	--
营业总收入	176.35	200.95	170.09	28.90
经营性业务利润	9.81	18.82	23.74	1.97
投资收益	2.83	2.69	-0.36	0.58
净利润	-5.55	11.70	12.41	1.90
EBIT	10.10	34.05	34.97	--
EBITDA	28.91	53.39	55.28	--
销售商品、提供劳务收到的现金	175.03	188.51	130.47	24.21
经营活动产生的现金流量净额	-40.84	74.43	35.35	12.54
投资活动产生的现金流量净额	-38.94	-253.46	-197.55	-18.84
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	32.77	33.21	37.68	33.75
期间费用率（%）	22.42	18.36	21.76	25.00
EBITDA 利润率（%）	16.39	26.57	32.50	--
EBIT 利润率（%）	5.72	16.94	20.56	--
净资产收益率（%）	-1.39	2.79	2.76	--
存货周转率（X）	0.25	0.30	0.28	0.23
资产负债率（%）	66.52	69.67	69.97	69.58
总资本化比率（%）	58.44	64.00	66.21	66.19
净负债率（%）	120.41	151.16	180.48	180.62
短期债务/总债务（%）	11.99	30.55	16.54	16.32
非受限货币资金/短期债务（X）	1.20	0.49	0.48	0.47
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.11	0.07	0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.96	0.22	0.07	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.74	3.28	1.25	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	3.21	4.14	6.89	9.35*
总债务/EBITDA（X）	19.43	14.63	16.26	--
EBITDA/短期债务（X）	0.43	0.22	0.37	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.23	2.35	1.96	--

注：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	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 长期债务+短期债务
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	净债务 总债务-非受限货币资金
	资产负债率 负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率 总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率 净债务/经调整的所有者权益
经营效率	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
	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润 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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	净资产收益率 净利润/所有者权益合计平均值
现金流	净利润率 净利润/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	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
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息保障倍数 EBITDA/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1]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。[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn