

2011年山东鲁能集团有限公司

10亿元企业债券信用跟踪评级报告

评级主体：山东鲁能集团有限公司

跟踪评级结果：AAA

跟踪评级时间：2011年12月20日



评级历史

	时间	结果
初次评级：	2006年6月12日	AAA

主要财务指标

人民币：百万元	2008	2009	2010
营业额	40234.58	26887.47	28916.29
EBIT	4361.67	7580.37	3803.90
总资产	116044.83	100911.63	89473.12
所有者权益	16088.77	20103.90	29018.58
总债务	78323.95	56874.65	40532.33
毛利率 (%)	17.93	21.09	22.42
EBIT 收益率 (%)	10.84	28.19	13.15
EBIT 利息偿付 (x)	1.58	3.71	2.05
净债务/EBITDA (x)	9.26	4.98	5.26
总债务/资本总额 (%)	82.96	73.88	58.28
经营性净现金流/流动负债 (%)	0.00	-0.59	0.07

注：2008-2010年数据来源为公司年度审计报告；表中数据计算公式参见附录2。

分析员：胡婕

评级机构：上海远东资信评估有限公司

电话：0086-021-61428000（总机）

传真：0086-021-61428111

网址：www.sfecr.com

注：本报告表述了远东信评的跟踪评级观点，报告中引用的企业资料主要由发行人提供，远东信评不对引用资料的真实性负责。

评级观点

上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东信评”）对山东鲁能集团有限公司（以下简称“公司”）2006年发行的10亿元企业债券的信用评级维持AAA级，主要是基于以下因素：

- 公司继2008年理顺产权关系、2009年纳入国家电网直属产业、2010年增资后，管理关系得以理顺，核心业务进一步突出，资本结构不断优化，债务规模不断下降；

- 国家电网作为公司股东，其综合实力雄厚，可为公司未来发展提供积极支持。同时，公司融资渠道较为顺畅，具备一定的财务弹性；

- 公司核心业务突出，坚持房地产、电源、矿产、物资与燃料业务等多元化发展，并均已形成了一定规模，整体抗风险能力较强；

- 担保方国家开发银行股份有限公司市场地位巩固、资本实力雄厚，近年来整体经营情况稳中趋好，且拥有较强的财务实力和担保能力，为该笔债券本息的按期偿付提供有力保障。

远东信评同时关注公司信用评级中的风险因素：

- 2011年以来政府出台的一系列限购、限贷政策使得房地产行业景气度下降，开发项目资金回笼速度放缓，未来房地产市场或将步入量价下行阶段。在房地产调控政策及信贷环境趋紧的背景下，公司目前经营的房地产业务后续发展存在不确定性；

- 公司2010年末对外担保中有少量已逾期，相应的或有风险值得持续关注。

评级展望

远东信评对公司本期企业债券的信用评级展望为稳定。

跟踪评级报告

重大资产重组情况

根据国家电网《关于整体划转山东鲁能集团有限公司股权的通知》（国家电网财[2010]333号）和《关于将山东电力集团公司所持山东鲁能集团有限公司股权划转公司总部的通知》（国家电网财[2010]1413号）文件规定，山东电力集团公司于 2010 年对山东鲁能集团有限公司（以下简称“公司”）增资 72 亿元后，依法将所持公司全部股权划转至国家电网，公司成为国家电网全资子公司。同时，公司获得来自山东电力集团公司（以下简称“山东电力”）及国家电网的注资合计 75 亿元，截至 2010 年末，公司注册资本增至 175 亿元。

根据国家电网《关于山东鲁能集团有限公司有关煤电资产重组整合事项的通知》（国家电网财[2010]1342号文），2010 年公司煤电资产无偿划入国网能源开发有限公司，包括山东鲁能集团有限公司新疆分公司、哈密鲁能煤电化开发有限公司等 34 家公司，共涉及资产总额 338 亿元，负债总额 236 亿元，所有者权益 102 亿元。

2010 年 12 月末，公司拟以持有的煤电资产（包括王曲电厂、河曲电厂及河曲电厂配套煤矿资产）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”），该资产重组已于 2011 年 6 月 29 日获得证监会审批。

募集资金项目进展

公司于 2006 年发行 10 亿元 15 年期企业债券，所募集的资金均用于煤电一体化项目，包括山西鲁晋王曲发电有限公司一期、山东鲁能菏泽煤电开发有限公司彭庄矿井与郭屯矿井。截至 2011 年 6 月末，发债募集资金项目按计划顺利进行，整体资金使用情况良好。2010 年，彭庄、郭屯 2 对煤矿共完成煤炭产量 251.60 万吨，同比增长 103.81%；完成煤炭销量 220.15 万吨，同比增长 74.92%。

表 1：募集资金项目情况（截至 2011 年 6 月末）

项目名称	项目概况	总投资 (亿元)	项目建设进展
山西鲁晋王曲发电有限公司一期	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矿井	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矿井	煤炭产能 240 万吨/年	19.97	2010 年 3 月整体验收结束
合计		83.21	/

资料来源：远东资信整理

业务运营情况

公司 2009 年纳入国家电网直属产业管理后，得到了山东电力的大力支持，2010 年国家电网和山东电力进一步向公司分别注资 3 亿元和 72 亿元，山东电力注资完成后将其所持公司股权全部划转至国家电网，至此公司成为国家电网全资子公司。

经上述两次资产重组后，公司业务格局发生了较大变化。截至 2010 年末，公司煤电资产方面仅包括山西省境内的河曲、王曲各 2×60 万千瓦火电机组和山东省境内的彭庄、郭屯 2 对煤炭矿井。风电资产方面，截至 2010 年末，公司拥有风电子公司 7 家，总装机容量 39.35 万千瓦，主要分布在内蒙古、甘肃、陕西及江苏地区。房地产资产方面，公司拥有房地产公司 33 家，资产主要集中于北京、大连及海南、山东省内的一线、二线城市；电解铝及氧化铝资产方面，公司仍以眉山启明星铝业有限公司和山西鲁能晋北铝业有限责任公司为平台进行铝制品业务。其他资产方面，公司拥有子公司 22 家，业务涉及物流、商品销售、投资与资产管理等领域。

2011 年一季度，公司获准保留房地产为主的新增 5 家央企之一，是国家电网唯一的房地产业务平台，确立了房地产业务作为公司未来的主要经营业务；公司电力业务以火电为主，同时逐步发展风电；煤炭业务则集中于彭庄和郭屯 2 对煤矿，产品主要供给山东省内各发电厂。

按照国家电网的有关指示，2010 年公司将下属部分资产无偿划出、划入及出售转让，同时因自身发展需要又进行了收购、兼并及新设子公司，因此在 2009 年基础上，公司新增 10 家子公司、减少 47 家子公司，其中 34 家子公司无偿划出，当年公司合并范围较 2009 年变化较大，相应资本结构、收入结构及现金流方面等均有所波动。

2010 年末，公司总资产 894.73 亿元，较上年下降 11.34%；随着资产的优化重组，公司债务规模有所下降，2010 年末其总债务、净债务分别为 405.32 亿元、279.71 亿元，同比分别下降 28.73%、39.22%，资产负债率降至 67.57%，同比下降了 12.51 个百分点。所有者权益方面，由于 2010 年国家电网和山东电力的注资，当年末公司净资产余额增至 290.19 亿元，较上年末增长 44.34%。

从债务结构来看，公司负债仍以长期债务为主，2010 年末公司长期债务为 360.63 亿元，占总债务的比重约 88.97%。截至 2011 年 6 月末，公司总资产增至 895.29 亿元，资产负债率降至 66.56%，长期债务占比较年初略有增加，为 91.73%。总体看来，随着资产重组的不断推进，公司资本结构得以优化。

经产业结构调整，公司进一步加强房地产业务的发展，2010 年该业务实现收入 82.98 亿元，占营业收入总额的 28.70%，较上年大幅增加，但毛利率由 2009 年的 35.18% 降至 31.07%；2010 年公司发电及采矿业务收入基本保持稳定，当年发电业务实现收入 41.46 亿元，与 2009 年收入基本保持一致，而发电业务成本较 2009 年下降 1.69 亿元，此业务毛利率有所提高。采

矿业务主要系公司煤炭开采，2010 年采矿业务实现收入 14.45 亿元，同比增长 6.80%。受益于当年彭庄煤矿的新近投运，公司采矿效率有所提高，相应采矿成本由 2009 年的 7.79 亿元降至 5.65 亿元，该业务毛利率由 2009 年的 42.42% 升至 60.90%；物资及燃料业务主要包括物资流通和铝制品等。2010 年该业务实现收入 83.96 亿元，较上年同期增长 10.37%，主要系当年公司对外物资贸易规模的增加。当年公司物资及燃料业务成本 78.97 亿元，较上年同期增长 9.74%，相应毛利率增长较少。

表 2：2009-2010 年公司收入情况一览 单位：亿元

项目	2009 年		2010 年	
	收入	成本	收入	成本
发电	41.42	18.23	41.46	22.38
房地产	36.81	35.18	82.98	31.07
采矿	13.53	42.42	14.45	60.90
物资及燃料	76.07	5.40	83.96	5.94
通信	2.64	70.07	2.55	65.49
其他	37.71	22.57	63.77	22.46
合计	208.18	19.56	289.16	22.42

资料来源：公司 2009-2010 审计报告

2010 年，公司利润总额和净利润分别为 14.10 亿元、9.30 亿元，较上年同期大幅下降；EBITDA 为 53.14 亿元，较上年同期下降 57.46%，而 2009 年公司利润及 EBITDA 较高的主要原因系当年公司将其控股的山东省境内的部分电力资产转让给华能国际而获得的近 44 亿元投资收益所致。由于 EBITDA 的大幅下降，2010 年公司 EBIT 利息偿付倍数由 2009 年的 3.71 倍降至 2010 年的 2.05 倍。另外，由于旗下煤电资产的划转，使得公司经营活动现金流出大幅减少，相应使得当年公司经营性现金流较 2009 年明显改善，由 2009 年的净流出 37.39 亿元转为净流入 3.23 亿元。

整体看来，随着产业结构调整地完成，公司主业不断加强，债务规模大幅下降，整体偿债能力有所增强。

表 3：近年来公司相关财务指标变化情况

指标	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
资产负债率 (%)	80.08	67.57	66.56
长期债务 (亿元)	504.84	360.63	360.21
总债务 (亿元)	568.75	405.32	392.70

经营性现金净流入（亿元）	-37.39	3.23	11.36
EBITDA（亿元）	92.50	53.14	--
EBIT 利息偿付（倍）	3.71	2.05	--
净债务/EBITDA（%）	4.98	5.26	--

资料来源：远东资信整理

截至 2010 年末，公司未清担保余额为 111.14 亿元，其中对集团内担保 106.28 亿元，对集团外担保 4.86 亿元，而对集团外担保中逾期 0.04 亿元¹，远东资信将持续关注公司或有事项的变化情况。

截至 2010 年末，公司在国家开发银行、中国银行、中国农业银行、中国建设银行、中国工商银行等金融机构共有综合授信额度 439.08 亿元，其中未使用额度 112.62 亿元，公司融资渠道较为顺畅，具备一定的财务弹性。

担保主体情况

国家开发银行股份有限公司（以下简称“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，由中华人民共和国财政部和中央汇金投资有限责任公司共同发起设立，注册资本人民币 3000 亿元。国开行主要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，以便支持国家基础设施、基础产业、支柱产业以及高新技术等领域的发展和国家重点项目建设；支持城镇化、中小企业、“三农”、教育、中低收入住房、医疗卫生及环境保护等领域发展；支持国家“走出去”战略，积极拓展国际合作业务，促进科学发展与社会和谐。

2010 年，国开行一方面贯彻国家宏观经济政策，推进基层金融和国际合作的发展战略；一方面深化经营管理、强化风险控制。截至 2010 年末，国开行资产余额为 51123 亿元，其中人民币贷款余额 36210 亿元，外汇贷款余额 1346 亿美元；累计本息回收率 99.77%，连续 44 个季度保持高位；资本总额 5479.75 亿元，资本充足率 10.87%；不良贷款率 0.68%，连续 23 个季度控制于 1% 以内；净利润 371 亿元，同比增长 16%；资产收益率和净资产收益率均较上年有所提高。

具体来看，2010 年国开行坚持“控总量、保重点、调结构、防风险、促协同”原则，均衡有序发放贷款。2010 年国开行近 75% 的贷款投向煤电油运、农林水、通讯等领域，支持南水北调、京沪高铁、国家石油储备及购油等重点项目建设，当年新增煤电油运、农林水、通讯等领域贷款 4219 亿元；近 70% 贷款投向中西部地区和东北老工业基地，其中新增西藏和四省藏区贷款 199 亿元，同比增长 56%，新增新疆贷款 151 亿元，同比增长 23%；积极推进生物、“三网融合”等战略性新兴产业发展，文化产业贷款余额新增超过 700 亿元；积极开展绿色信贷和低碳金融，发放节能减排和环保贷款 2320 亿元。

¹ 公司未能提供此逾期对外担保是否代偿等情况。

2010 年，国开行继续加强基层金融的合作机制建设，继续支持“三农”和民生领域，全年发放新农村建设贷款 1188 亿元，支持农村道路、电网、中小学危旧房改造、乡村卫生院等项目建设；中小企业贷款发放同比增长 70%；发放中低收入家庭住房建设贷款 1315 亿元，发放助学贷款 80 亿元，占全国助学贷款市场份额的 70%；发放应急贷款 24.15 亿元，支持应对重大自然灾害和突发事件。

2010 年，国开行继续服务国家发展和外交战略，保持对外投融资合作主力银行地位，成功运作中委 700 亿元人民币大额融资等一批重大项目，支持合作国能源矿业开发、产业升级、农业和社会发展；积极推进境外人民币业务，当年境外人民币贷款新增 236 亿元；加强民生金融合作，对非中小企业贷款覆盖非洲 23 个国家，中非基金完成一期投资承诺，带动对非投资约 40 亿美元。截至 2010 年末，外汇贷款余额 1346 亿美元，资产质量保持优良。

同时，国开行于 2010 年成立国开证券公司，形成信贷、投资、融资租赁和证券综合经营发展格局。国开行不断完善以客户为中心的评审制度和办法，并通过信托、银团、证券化等业务加强与金融机构的合作。2010 年各子公司与总分行合作开发项目 95 个，涉及金额 477 亿元。

综上所述，远东资信认为，国开行市场地位巩固，资本实力雄厚，资产质量良好，综合竞争能力强，近年来整体经营情况稳中趋好，具备较强的财务实力和担保能力，能为公司本期债券本息的按期偿付提供有力保障，故债券信用风险较小。

附录 1：长期信用等级符号及释义

银行间债券市场长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。等级释义如下：

AAA	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	偿还债务的能力很强，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，有较高违约风险。
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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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。

附录 2：主要财务指标定义

营业额=报告期主营业务收入（新会计准则下为营业收入）

EBIT = 报告期息、税前盈余；

总债务 = 年末短期借款余额 + 年末应付票据余额+ 交易性金融负债（新会计准则）+ 一年内到期的非流动负债 + 年末长期借款余额 + 年末应付债券余额；

净债务 = 总债务 - 年末货币资金余额；

短期债务= 年末短期借款余额 + 年末应付票据余额+ 交易性金融负债（新会计准则）+ 一年内到期的非流动负债；

长期债务=年末长期借款余额 + 年末应付债券余额；

资本总额 = 总债务 + 年末所有者权益（包括年末少数股东权益）；

毛利率 = （主营业务收入 - 主营业务成本） / 主营业务收入 * 100%；

EBIT 收益率 = EBIT / 主营业务收入 * 100%；

EBIT 利息偿付 = EBIT / （报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息）；

净债务 / EBITDA = 净债务 / （EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额）；

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 * 100%。

经营性净现金流与流动负债的比率=经营性现金净流入/流动负债平均余额×100%

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与山东鲁能集团有限公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析员与山东鲁能集团有限公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员保证出具的评级报告的客观、准确、公正；本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对山东鲁能集团有限公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售山东鲁能集团有限公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海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任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有，未经上海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。