

2013年鲁能集团有限公司

10亿元企业债券信用跟踪评级报告

跟踪评级

企业债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

时间: 2013年5月31日

债券存续期间: 2006.7.31-2021.7.30

评级历史

	时间	结果
初次评级:	2006年6月12日	AAA
上次跟踪评级:	2013年1月30日	AAA

主要财务指标

人民币: 亿元	2010	2011	2012	2013.3
营业额	289.16	214.26	121.00	30.98
EBIT	38.04	53.37	56.94	--
总资产	894.73	768.83	974.48	952.11
所有者权益	290.19	335.16	659.18	664.02
总债务	405.32	277.18	160.33	156.44
毛利率 (%)	22.45	27.67	37.42	44.24
EBIT 收益率 (%)	13.33	25.17	47.80	--
EBIT 利息偿付 (x)	1.59	1.57	2.55	--
净债务/EBITDA (x)	5.26	2.87	-2.76	--
总债务/资本总额 (%)	55.87	43.77	18.99	18.51
经营性净现金流/流动负债 (%)	1.35	6.29	11.64	--

注: 2010-2012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 蒋真

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: 本报告表述了远东资信的跟踪评级观点, 报告中引用的企业资料主要由发行人提供, 远东资信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“远东资信”) 对鲁能集团有限公司 (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:

- 在母公司国家电网公司的规划下, 近年来公司资产逐步划转并进行重组, 目前公司业务转为房地产开发与运营为主, 同时发展煤炭生产销售和风电等新能源业务, 主业更为突出; 公司是国家电网公司下属的唯一房地产业务平台, 母公司国家电网公司实力雄厚, 可为公司未来发展提供支持;

- 资产剥离后公司负债规模大幅下降, 加之资本实力的增强, 公司整体财务结构稳健性提高, 同时经营性现金流逐年改善, 可为该笔债券存续期内本金及利息的偿付提供保障;

- 受部分业务剥离的影响, 2012年公司营业收入大幅下降, 但良好的投资回报使得公司整体经营效益有所好转;

- 担保方国家开发银行股份有限公司资本实力雄厚, 资产质量良好, 综合竞争能力强, 为该笔债券本息的按期偿付提供了有力保障。

远东资信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, 在房地产调控政策及信贷环境趋紧的背景下, 公司的房地产业务后续发展存在不确定性;

- 2013年煤炭行业市场供求有望改善, 但库存仍将限制其生产, 且随着能源结构调整的加快, 煤炭行业发展空间受限, 公司煤炭业务后续发展面临不确定性;

评级展望

远东资信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

根据国家电网公司的整体规划与要求，2012 年 2 月 27 日，鲁能集团有限公司（以下简称“鲁能集团”或“公司”）与国网能源开发有限公司（以下简称“国网能源”）签订相关协议，约定公司将所持广东金马旅游集团股份有限公司（以下简称“金马集团”，股票代码 000602）78.97% 股权无偿划转至国网能源，截至 2012 年 5 月 23 日上述股权已完成过户。同时，金马集团下属子公司眉山启明星铝业有限公司（以下简称“眉山启明星铝业”）划入公司下属子公司山西鲁能晋北铝业有限责任公司（以下简称“晋北铝业”）。2011 年 9 月，公司与中电投国际矿业投资有限公司（以下简称“中电投矿业”）签订协议，将公司持有晋北铝业的 96.54% 股份协议以 34.28 亿元的价格转让给中电投矿业，其中包括晋北铝业所持的眉山启明星铝业 65% 股权同步转让，截至 2012 年 5 月末上述股权转让正式完成。

2012 年 6 月 6 日，根据《华泰联合证券有限责任公司关于国家电网公司后续履行金马集团重组过程中相关承诺的核查意见》披露，在国网能源完成对金马集团收购后，国家电网公司拟向神华集团有限公司（以下简称“神华集团”）出售 100% 国网能源股权，因此金马集团实际控制人变更为神华集团。

募集资金项目进展

公司于 2006 年 7 月发行 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责任公司一期（6 亿元）、山东鲁能菏泽煤电开发有限公司彭庄矿井与郭屯矿井（4 亿元）。截至跟踪评估日，募集资金发债项目按计划顺利进行，整体资金使用情况良好，且募集资金发债项目均已完工投产（详见表 1）。

表 1：募集资金项目情况（截至 2013 年 3 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		84.65	/

资料来源：远东资信整理

2011 年 6 月末，根据证监许可【2011】1013 号、国资产权【2010】424 号文件，公司将所持有的山西鲁晋王曲发电有限责任公司的 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的 70% 股权，整体注入金马集团。重组完成后，公司仍作为“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。

2013 年 5 月，根据相关协议的约定，公司收回山西鲁晋王曲发电有限责任公司 6 亿元“06 鲁能债”资金，转给山东鲁能菏泽煤电开发有限公司建设，用于归还银行借款。

企业概况

鲁能集团成立于 2002 年 12 月，前身系山东鲁能集团有限公司，自 2009 年纳入国家电网公司直属产业管理后，得到了原股东山东电力集团公司（以下简称“山东电力”）的大力支持，2010 年国家电网公司和山东电力相应注资，后山东电力将所持股权全部划转至国家电网公司，至此鲁能集团成为国家电网公司的全资子公司。近年来，鲁能集团陆续获得国家电网公司注资，且并入国家电网公司划入的部分酒店及股票资产，资本实力进一步增强，截至 2012 年末，公司注册资本为人民币 200.00 亿元。

在国家电网公司的规划下，近年来鲁能集团逐步进行资产划转与重组，截至 2012 年末，鲁能集团旗下的火电、电解铝和氧化铝生产业务已全部剥离，目前业务以住宅地产开发为主，同时发展煤炭生产销售、酒店经营及风电等新能源开发。

截至 2012 年末，公司合并范围内包括 39 家全资子公司和 25 家控股子公司，总资产为 974.48 亿元，同比增长 26.75%；净资产 659.18 亿元，同比增长 96.68%；2012 年实现营业收入 121.00 亿元，同比减少 43.53%；净利润 29.48 亿元，同比增长 124.53%。

表 2：2011-2012 年公司营业收入及净利润构成情况 单位：亿元

类别	2011 年		2012 年	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
电力生产	1.88	0.34	3.72	0.27
房地产	63.96	-1.32	57.46	1.96
采矿业务	19.79	4.45	15.27	0.54
酒店服务	18.87	-0.16	17.68	-0.59
物资及燃料	36.87	0.46	5.58	0.13
其他	78.31	25.07	22.99	34.31
内部抵消	-5.42	-15.72	-1.70	-7.14
合计	214.26	13.12	121.00	29.48

数据来源：公司 2012 年审计报告，远东资信整理

企业运营情况

2012 年 5 月金马集团和晋北铝业股权转让后，公司旗下火电业务、电解铝相关业务均全

部剥离，目前业务以住宅地产、持有型物业开发为主，同时发展煤炭生产销售、酒店经营及风电等新能源开发等。其中，资产剥离后住宅地产开发业务占公司营业收入比重大幅提高，2012 年住宅地产开发业务收入占其营业收入比重由上年的 29.85% 升至 47.49%。

住宅地产开发业务

2011 年以来受宏观调控政策的影响，公司住宅项目开发进度放缓，2012 年住宅地产业务经营状况较上年有所好转，同时较大规模的土地储备为公司未来房地产业务提供发展空间

2011 年以来中央对房地产持续而严厉的调控政策在抑制房地产市场需求的同时，也使得房地产开发企业融资成本大幅增加，房地产行业景气度逐步下滑。2012 年我国房地产行业投资增速呈持续放缓态势，当年全国房地产开发投资 71804 亿元，较上年名义增长 16.2%（扣除价格因素实际增长 14.9%），增速较 1-11 月份回落 0.5 个百分点，较 2011 年回落 11.9 个百分点。其中，住宅投资 49374 亿元，增长 11.4%，增速较 1-11 月份回落 0.5 个百分点，占房地产开发投资的比重为 68.8%。2012 年我国房地产开发企业房屋施工面积 573418 万平方米，较上年增长 13.2%，增速较 1-11 月回落 0.1 个百分点，其中住宅施工面积 428964 万平方米，同比增长 10.6%；房屋新开工面积 177334 万平方米，同比下降 7.3%，降幅较 1-11 月扩大 0.1 个百分点，其中住宅新开工面积 130695 万平方米，同比下降 11.2%；房屋竣工面积 99425 万平方米，同比增长 7.3%，增速较 1-11 月份回落 6.8 个百分点，其中住宅竣工面积 79043 万平方米，同比增长 6.4%。2012 年我国商品房销售面积 111304 万平方米，较上年增长 1.8%，增幅较 1-11 月回落 0.6 个百分点，较 2011 年下降 2.6 个百分点，其中住宅销售面积增长 2%；商品房销售额 64456 亿元，同比增长 10%，增速较 1-11 月提升 0.9 个百分点，较 2011 年回落 1.1 个百分点，其中住宅销售额增长 10.9%。

公司住宅项目集中于北京、海南、重庆、济南、大连等地区，且项目定位较高，宏观调控政策对公司销售有一定影响。2011 年公司房地产板块实现合同销售面积 82.06 万平方米（详见表 3），同比下降 14.52%；实现合同销售金额 67.61 亿元，同比下降 19.25%；合同销售均价约 8239.09 元/平方米。2012 年公司住宅地产业务经营状况较 2011 年有所好转，实现合同销售面积 116.03 万平方米，同比增加 41.40%；实现合同销售金额 100.55 亿元，同比增长 48.72%；合同销售均价约 8665.86 元/平方米。公司整体开发进度有所放缓，当年竣工面积仅为 79.74 万平方米，同比下降 32.81%；但新开工面积 94.70 万平方米，同比增长 99.03%。公司整体开发规模保持较好发展。

表 3：公司 2011-2012 年住宅地产运营情况

指标	2011 年	同比增长 (%)	2012 年	同比增长 (%)
新开工面积 (万平方米)	47.58	-70.21	94.70	99.03

竣工面积（万平方米）	118.67	34.85	79.74	-32.81
在建面积（万平方米）	141.92	-33.37	139.02	-2.04
销售面积（万平方米）	82.06	-14.52	116.03	41.40
合同销售金额（亿元）	67.61	-19.25	100.55	48.72
销售均价（元/平方米）	8239.09	-5.62	8665.86	5.18
销售回款（亿元）	63.14	-18.11	93.58	48.21

数据来源：公司提供，远东资信整理

另外，公司土地储备规模较大，截至 2012 年末公司储备的土地面积达 1.90 万亩，主要分布在山东、海南、北京、重庆、大连等地区。公司在土地储备方面具有优势，较大规模的土地储备为其未来的房地产业务提供发展空间。

煤炭业务

2012 年以来我国煤炭行业市场需求放缓、价格下降，供大于求的矛盾突出，2013 年市场供求有望改善，但库存仍将限制其生产，且随着能源结构调整的加快，煤炭需求增速将逐步放缓，公司煤炭业务后续发展面临一定不确定性

2012 年以来，随着我国 GDP 增速的减缓，煤炭市场需求自当年第二季度开始大幅放缓，全国煤炭消费增速由上年末的 6.3% 快速下滑至前三季度的 2.8%，增幅同比回落 7.5 个百分点。

电力、钢铁、建材、化工行业占全部耗煤总量 80% 以上。2012 年以来，多数耗煤产品呈减速态势，尤其是火电减产对煤炭消费造成较大影响。在需求放缓、产能释放和进口大量增加的冲击下，2012 年以来我国煤炭库存大幅增加，煤炭价格快速下行，煤炭市场供大于求矛盾突出。同时，煤炭价格下降和成本上升导致行业利润出现金融危机以来的首次下降，企业经营压力加大。

2013 年，作为“十二五”规划的第三年，大量审批并开工“十二五”规划重点建设项目将有利于基建投资持续增长。投资增幅的回升，将带动占煤炭消费 30% 以上的钢铁、建材、化工等行业的需求，从而拉动煤炭消费需求增长。2013 年我国煤炭市场供大于求的矛盾将有所缓解，煤炭产销将在低速增长中趋向平衡，初步预计 2013 年全国煤炭产量增长 5% 左右；煤炭消费量增长 4% 左右，增幅略高于上年水平。

然而现阶段我国钢铁、建材、化工等高耗煤行业“去库存”过程仍未结束，库存仍将制约煤炭生产；同时经济发展方式转变、产业结构调整、能源结构优化和节能减排力度加强，将影响煤炭需求增速逐步放缓，限制煤炭行业未来发展空间。这也将影响公司煤炭业务后续运营，其未来发展面临一定不确定性。

目前公司煤炭业务集中于山东鲁能菏泽煤电开发有限公司彭庄矿井与郭屯矿井，产品主

要供给山东省内各发电厂。2012 年公司原煤产量为 335 万吨，商品煤¹销量 264.01 万吨，商品煤发热量 5209 大卡/千克；年末郭屯煤矿无库存、彭庄煤矿库存 0.21 万吨（详见表 4）。受煤炭行业景气度下滑的影响，2012 年公司煤炭业务实现营业收入 15.27 亿元，同比减少 22.84%；净利润 0.54 亿元，同比减少 87.87%，原煤单位生产成本为 339.28 元/吨。

表 4：2012 年公司煤炭业务基本情况一览

煤矿名称	原煤产量 (万吨)	商品煤销量 (万吨)	商品煤发热量 (大卡/千克)	库存 (万吨)
郭屯煤矿	225.00	157.38	5490.00	0.00
彭庄煤矿	110.00	106.63	4794.00	0.21
合计	335.00	264.01	5209.00	/

资料来源：公司提供，远东资信整理

酒店经营

2011 年以来我国高星级酒店入住率呈下降趋势，收入增速亦开始放缓，2012 年公司酒店经营板块经营状况有所弱化

酒店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发展情况。近年来我国实现的国内生产总值呈逐年增加态势，但增速有所放缓，与此同时，在经历了 2010 年市场回暖、中高档酒店投资规模扩大、收入快速增加后，2011 年以来国内星级酒店入住率呈下降趋势，收入增速亦开始放缓。由于近年来我国酒店业向集团化、连锁化、国际化发展，一些规模较小、经营不善的酒店被大型酒店集团收购。同时，经济型酒店因其较高的性价比，对低星级酒店市场造成冲击，低星级酒店数量减少。2012 年末，全国共有星级酒店 13304 家，比上年末减少 209 家，同比下降 1.55%。

从我国星级酒店分布来看，整体呈东多西少的态势，尤其是高星级酒店主要集中于东部经济发达省市，2012 年第四季度五星级酒店数量最多的三个省市分别为广东 98 家、江苏 63 家和北京 62 家。同期，在全国三大区域中，东部地区的高星级酒店房价同比有所上升，但出租率同比有所下降。

2010 年以来在国家电网公司注资的同时，部分酒店资产亦并入公司。截至 2013 年 3 月末，公司拥有酒店 15 家²，纳入当年合并范围内的 7 家，整体定位以四星级为主。2012 年，受国内高星级酒店景气度下行的影响，加之自身或周边的施工改造，公司旗下部分酒店经营不佳，当年酒店经营板块实现营业收入 17.68 亿元，同比减少 6.73%；净亏损 0.59 亿元（2011 年净亏损 0.16 亿元），平均资产报酬率仅为 0.5%，平均房价 508 元/间/天，出租率为 66.15%。

《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》（以下简称《纲要》）主要目标是“到 2015 年，

¹ 煤种包括混煤、块煤、洗精煤、洗混煤、煤泥等。

² 其中 3 家为 2013 年新运营的酒店，2012 年运营的是 12 家。

旅游业初步建设成为国民经济的战略性支柱产业和国人更加满意的现代服务业”。《纲要》显示，到 2015 年国内旅游人数达 33 亿人次，年均增长率为 10%；入境旅游人数达 1.50 亿人次，年均增长率为 3%；旅游外汇收入达 580 亿美元，年均增长率为 5%。旅游业新增就业人数达 1650 万人，每年新增旅游就业 60 万人。旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%，占服务业增加值的比重达到 12%，旅游消费相当于居民消费总量的比例达 10%。从《纲要》可以看出，国内游将成为未来几年我国旅游业增长的主要动力，进一步推动了对酒店住宿市场的需求。因此，我国酒店业潜在市场仍不断扩大，公司酒店服务板块未来发展也将从中受益。

新能源业务（风电）

我国风电行业步入稳健发展期，未来发展空间较大，公司新能源业务将从中受益

目前我国风电市场在历经多年的快速增长后步入稳健发展期。我国新增风电装机自 2009 年始超越美国，迄今已连续 4 年保持全球第一。2012 年，中国风电并网总量为 6083 万千瓦，占全国并网总量的 5.3%，风电已超过核电，成为继煤电和水电之后的第三大主力电源。2012 年，我国风电发电量为 1004 亿千瓦时，占到全部发电量的 2%。由于电网容量有限等各方面的原因，新增装机容量较 2011 年 1930 万千瓦减少了 18%，且因此项目开工延误，导致供应链上下游公司交货量少、回款率低，但风电在我国总体发电能源结构中的地位仍进一步提高。

现阶段风电制造业进入了高成本的微利时代，这意味着行业内竞争的加剧，市场更加成熟，风电制造企业将面临更大的市场考验。但风电产业成熟度和成本提高了风电相对于传统能源的竞争力，作为目前技术最成熟、最具规模化开发条件和商业化发展前景的新能源，风电将逐步增大在我国能源结构中的比例，其作为国家战略性新兴产业的地位不会改变。随着国家一系列调整相关产业政策的相继出台，势必形成行业的整合，未来我国风电行业发展空间仍较大。作为我国风电场开发的一员，公司新能源业务的后续发展将从中受益。

从区域分布来看，我国风电发展领先的地区是内蒙古自治区，其次为河北、甘肃和辽宁，公司旗下风场主要位于内蒙古、新疆、甘肃、陕西及江苏地区。截至 2012 年末公司拥有风电子公司 9 家，包括内蒙古新锦风电、陕西靖边一期、干河口第三风电场、达坂城风电场、康保二期风电场、干河口南部风电场、干河口北部风电场。2012 年上述风场合计完成发电量 8.50 亿千瓦时，同比增长 136.11%；设备利用小时为 1951 小时，同比增加 7.91%；综合厂用电率为 2.56%，同比降低 0.43 个百分点；相组可用系数为 99.22%，同比减少 0.49 个百分点；当年电费回收率为 64.89%。2012 年，公司加大了对风力发电的开发，发售电量同比增加，当年新能源板块实现营业收入 3.72 亿元，同比增长 97.87%；净利润 0.27 亿元，同比减少 20.59%。

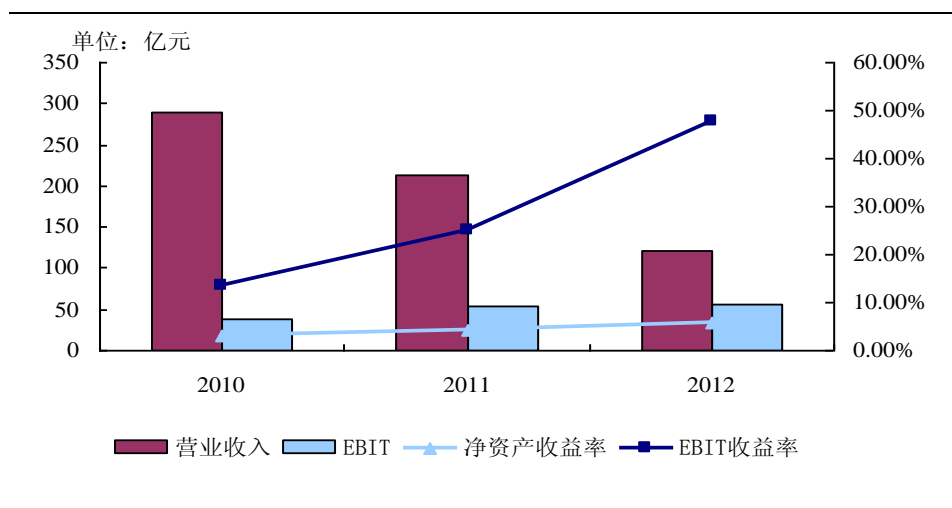
财务分析

受部分业务剥离的影响，2012 年公司营业收入大幅下降，但良好的投资回报使得公司整体经营效益有所好转

2012 年公司实现营业收入 121.00 亿元（详见表 2），同比减少 43.53%，主要系物资及燃料业务、其他业务收入缩减所致。公司物资及燃料业务主要经营电力物资流通，因随公司电力业务调整而逐步退出，2012 年该板块实现营业收入仅 5.58 亿元，同比减少 84.87%。2011 年以来公司房地产开发业务受宏观政策影响较大，项目开发速度有所放缓，2012 年该板块实现营业收入 57.46 亿元，同比减少 10.16%。另外，公司其他业务包括物业出租、铝业等，2012 年该板块收入下降明显，全年实现收入 22.99 亿元，同比减少 70.64%，主要系受当年铝业务全部剥离的影响。

近年来由于电力生产成本的下降使得公司综合毛利率水平呈逐年提高态势，2010-2012 年分别为 22.45%、27.67%、37.42%。同时，随着相关业务的陆续剥离，公司期间费用规模亦逐年下降，其中 2012 年销售费用为 7.03 亿元，同比下降 11.31%；管理费用 12.49 亿元，同比下降 12.47%；银行借款规模因资产剥离、资金回笼等原因大幅缩减，当年财务费用由上年的 20.57 亿元降至 9.73 亿元，降幅达 52.72%。2012 年公司实现投资收益 24.82 亿元，同比增长 37.01%，主要系当年下属投资企业经营改善及可供出售金融资产收益增加所致。因此，公司 2012 年营业利润增至 34.94 亿元，同比增长 83.65%，实现净利润 29.48 亿元，同比增长 124.53%（参见图 1），当年净资产收益率亦由上年的 4.20% 增至 5.93%，整体经营效益有所好转。另外，公司有息债务规模大幅缩减，息税前利润对利息偿付形成有效覆盖，2012 年其 EBIT 为 56.94 亿元，EBIT 收益率为 47.80%。

图 1：2010-2012 年公司营业收入及经营效益情况



资料来源：公司历年审计报告

资产剥离后公司负债规模大幅下降，加之资本实力的增强，公司整体财务结构的稳健性提高

资产剥离后，公司债务规模大幅下降，公司总债务³由上年末的 277.18 亿元降至 160.33 亿

³总债务=短期借款+1 年内到期的长期借款+长期借款+应付票据+交易性金融负债+应付债券

元，同时资产负债率呈逐年下降态势，2010-2012 年末分别为 67.57%、56.41%、32.36%。从资本结构变动趋势来看，自 2010 年以来公司陆续获得国家电网公司的注资，酒店及股票资产划入公司，2012 年国家电网公司又追加投入 285.00 亿元，计入“资本公积”科目，当年末公司资本公积增至 337.74 亿元（2011 年末仅为 47.12 亿元），公司资本实力进一步增强，2012 年末公司净资产为 659.18 亿元，同比增长 96.68%。2012 年末，公司总债务与资本总额的比率为 18.99%，较上年末下降了 24.78 个百分点，资产负债率由上年末的 56.41% 降至 32.36%，整体财务结构的稳健性提高。

表 5：近年来公司财务杠杆指标变化情况

指标	2010 年	2011 年	2012 年
总资产（亿元）	894.73	768.83	974.48
长期债务（亿元）	360.63	196.82	121.62
总债务（亿元）	405.32	277.18	160.33
所有者权益（亿元）	290.19	335.16	659.18
资产负债率（%）	67.57	56.41	32.36
总债务/资本总额（%）	55.87	43.77	18.99

资料来源：远东资信整理

从负债结构来看，2012 年末公司流动负债为 180.57 亿元，占负债总额的 57.27%，其中短期借款 32.31 亿元，一年内到期的长期借款 5.72 亿元，合计占流动负债的比重为 21.06%；预收账款余额 86.61 亿元，主要系旗下各住宅项目的预售回款，占流动负债的比重为 47.96%。非流动负债余额为 134.74 亿元，其中长期借款余额 70.79 亿元，占比 52.54%；应付债券余额 50.84 亿元，系公司历年发行的债券及中期票据的票面价值及应付利息。近年来，公司流动负债占比逐年提高，主要系下属企业不断调整负债结构所致。

公司资产集中于流动资产，2012 年末流动资产余额为 671.20 亿元，占总资产的比重为 68.87%，其中货币资金余额 342.37 亿元，同比增幅达 295.97%，主要系当年母公司追加投入；预付账款余额 32.70 亿元，同比增长 35.56%，主要系当年新开工住宅项目的增加，预付工程款亦有所增加所致；存货余额 258.23 亿元，同比减少 1.81%。长期资产余额为 303.28 亿元，占比 31.12%，其中可供出售的金融资产 67.31 亿元，同比增长 11.72%；固定资产净值 100.34 亿元，同比下降 42.70%；长期股权投资余额 38.40 亿元，同比下降 7.60%，主要系当年出售晋北铝业股权所致。整体看来，公司资产与负债期限结构较匹配，近年来流动比率均处于较高水平，2012 年末为 371.71%，同时当年末速动比率为 210.59%，公司资产流动性好。

近年来随着旗下资产陆续的转出，公司经营性现金流逐年改善，可为该笔债券存续期内本金及利息的偿付提供保障

2012 年公司利润总额和净利润分别为 34.57 亿元、29.48 亿元，较上年大幅增长；EBIT

为 56.94 亿元，同比增长 6.69%，EBITDA 为 65.87 亿元，同比略降 0.81%；公司 EBIT 利息偿付倍数由上年的 1.57 倍升至 2.55 倍。近年来随着产业结构调整地完成，公司债务规模逐年下降，净债务规模亦不断缩减，2012 年得益于母公司的追加投入，当年末货币资金存量已覆盖总债务规模。同时，由于近年来旗下煤电资产的划出，使得公司经营活动现金流出大幅减少，2010-2012 年公司经营性现金分别净流入 3.23 亿元、14.57 亿元、23.62 亿元（详见表 6），呈逐年改善态势。整体而言，近年来公司资产剥离逐步完成，公司主业不断加强，债务规模大幅下降，经营性现金流陆续改善，可对“06 鲁能债”存续期内本金及利息的偿付提供有力保障。

表 6：近年来公司偿债能力指标变化情况

指标名称	2010 年	2011 年	2012 年
经营性现金净流入（亿元）	3.23	14.57	23.62
经营性净现金流与流动负债的比率（%）	1.35	6.29	11.64
EBIT 利息偿付（倍）	1.59	1.57	2.55
EBITDA（亿元）	53.14	66.41	65.87
净债务/EBITDA（%）	5.26	2.87	净现金

数据来源：远东资信整理

公司融资渠道较为顺畅，且对外担保规模不大，或有风险较小

截至 2013 年 1 月末，公司在各金融机构共有综合授信额度 171.42 亿元，其中未使用额度为 100.97 亿元，整体看来公司银企关系较好，融资渠道较为顺畅。

截至 2012 年末，公司对外担保余额为 47.36 亿元，担保比率为 7.18%，其中对中电投山西铝业有限公司提供的担保为 42.56 亿元，实系当年晋北铝业股权划转未及时解除所致，自 2012 年开始公司办理担保解除事宜，截至跟踪评估日，该担保事宜已全部解除；对神华国能哈密煤电有限公司、济荷高速公路有限公司、天津立达集团有限公司提供的担保分别为 3.00 亿元、1.76 亿元、0.04 亿元，截至跟踪评估日，对神华国能哈密煤电有限公司的担保已解除，担保余额为 1.80 亿元，公司面临的或有风险较小。

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（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”）和社保基金理事会共同发起设立，截至 2012 年末注册资本人民币 3100 亿元，财政部、汇金公司、社保基金理事会

分别持股 50.18%、47.63%、2.19%。

国开行主要职能是通过开展中长期信贷与投资等金融业务，支持国家“两基一支”、“走出去”和民生领域等重大工程和重点项目，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、筹集和引导社会资金，缓解经济社会发展的瓶颈制约和薄弱环节，致力于以融资推动市场建设和规划先行，支持国家基础设施、基础产业、支柱产业以及战略性新兴产业等领域发展和国家重点项目建设，促进区域协调发展，支持城镇化、中小企业、“三农”、教育、中低收入家庭住房、医疗卫生以及环境保护等瓶颈领域的发展，支持国家“走出去”战略，积极拓展国际合作业务。

2012 年，国开行深入贯彻国家宏观经济政策，主动发挥开发性金融与中长期投融资优势，利用多种市场资源灵活制定筹资策略，优化资产负债结构，控制汇率波动影响，保持资产质量稳定，不断推进“投贷债租证”业务的协同发展。截至 2012 年末，国开行资产总额为 75203.00 亿元，同比增长 20.28%，其中人民币贷款余额 48724.00 亿元，同比增长 14.61%，外汇贷款余额 13643.00 亿元，同比增长 18.47%；资本总额 7691.12 亿元，同比增长 19.30%，资本充足率 10.92%，同比增加 0.14 个百分点；不良贷款率 0.30%，连续 31 个季度控制于 1% 以内；净利润 630.94 亿元，同比增长 38.34%；平均资产收益率 0.92%、平均股东权益收益率 13.37%，分别同比增加 0.12 个百分点、2.61 个百分点。

具体来看，2012 年国开行继续支持煤电油运、农林水、通信和公共基础设施等重点领域发展，新增境内人民币贷款 3382 亿元，占比 54.10%，保障了运煤通道、电网联网、国家高速公路网、高速铁路、城市轨道交通、新能源发电等一大批国家重点项目建设。截至 2012 年末，国开行电力、公路、铁路、石油石化、煤炭、邮电通讯、农林水利、公共基础设施行业贷款余额分别为人民币 7215.00 亿元、10887.00 亿元、4515.00 亿元、4590.00 亿元、1326.00 亿元、895.00 亿元、1377.00 亿元、12990.00 亿元，分别占比 11.42%、17.23%、7.15%、7.26%、1.42%、1.26%、2.18%、20.56%。2012 年国开行新增中西部人民币贷款 3451.00 亿元，占比 55.20%，新增东北等老工业基地人民币贷款 703.00 亿元，占比 11.25%，新增西藏和四省藏区贷款人民币 224.00 亿元、新疆贷款人民币 401.00 亿元，居金融机构首位，继续贯彻国家区域发展总体布局，积极推动通过产业转移实现中西部较快发展。同时，国开行积极开展绿色信贷，加大对循环经济、流域治理、污水处理、生态环境保护、工业节能技改、清洁及可再生能源利用等重点领域建设，推动低碳城市建设，截至 2012 年末环保及节能减排贷款余额人民币 8453.00 亿元，同比增长 28.00%。

2012 年国开行进一步巩固与相关部委及地方政府的合作，各项民生业务取得进展，相应支持了住房、医疗卫生、就业、教育、农业和新农村建设等领域的发展，发放新农村贷款余

额人民币 6767.00 亿元；新增保障性安居工程贷款人民币 1166.00 亿元，同业占比 65%；继续加大对中小企业的支持力度，当年新增中小企业贷款人民币 2645.00 亿元，同比增长 16.13%，重点支持了制造业、农、林、牧、渔等近 20 个行业，惠及中小企业、个体经营户 187 万家，创造就业岗位 487 万个，被中国中小企业协会评为“2012 年度中国中小企业优秀服务机构”；扩大助学贷款受益面，当年发放贷款 120 亿元，支持学生 213 万人次，市场份额 85%，累计发放助学贷款人民币 420 亿元，累计支持学生 774 万人次。

作为中国最大的对外投融资合作银行，国开行的国际合作业务继续保持良好发展势头。2012 年国开行国际重大项目取得了新进展，积极支持三峡集团、沈阳机床集团、海航集团等企业“走出去”开拓海外市场，支持合作国基础设施、农业、民生、能源等领域的发展，截至 2012 年末，国开行外币贷款余额 2245 亿美元，跨境人民币贷款余额 726 亿元。同时，代理行网络已初具规模，形成国际业务代理行全球网络布局，已与全球 101 个国家和地区的 638 家银行建立代理行关系。

同时，国开行 2012 年积极应对市场波动，灵活调整发行方案，全年人民币债券发行量达 12310.00 亿元，同比增长 6.12%；首度成功发行 50 年超长债，共计人民币 511 亿元；赴港发行人民币债券 60 亿元；发行次级债人民币 200 亿元，有效缓解资本约束。2012 年，国开行积极推动 SHIBOR 报价，支持 SHIBOR 基准建设，全年实现资金交易量人民币 26 万亿元，盈利人民币 10.60 亿元，现券交易连续 3 年蝉联市场第一，名列“银行间本币市场交易 100 强”，被全国银行间同业拆借中心授予“优秀交易成员奖”；跨境人民币债券业务取得新突破，全年完成跨境交易人民币 157 亿元。

2012 年国开行大力发展以受托管理、财务顾问、债券承销、票据为重点的中间业务，成功发行第一期开元信贷资产支持证券人民币 101.66 亿元，是国内迄今为止单笔规模最大的资产证券化产品，当年中间业务净收入人民币 99.50 亿元，同比增长 47.51%，收入结构不断优化。2012 年国开行累计承销债券 264 只，承销总量人民币 6529.00 亿元，同比增长约 150%，其中主承销份额人民币 3182 亿元；继续加强业务统筹协调，不断提升综合服务功能，在银团贷款、信托、票据、委托贷款、企业理财等业务领域取得发展。

另外，国开行 2012 年进一步深化全面风险管理，完成风险管理规划的编制和修订工作；进一步完善制度和标准，提高国别风险管理的标准化、规范化水平，优化 RAROC 考核方法和测算管理；深入开展分支机构风险管理能力建设，启动风险绩效融入业务流程工作，配合协同发展战略；完成风险管理 IT 系统整合升级，形成贯穿评级管理、数据统计、风险监控及报告处置的全过程风险管控机制。截至 2012 年末，国开行不良贷款人民币 194.00 亿元，不良贷款率仅 0.30%。

整体来看，近年来国开行综合经营业绩稳步增长，2012 年实现营业利润人民币 834.00 亿元，同比增长 36.97%；净利息收入、手续费及佣金净收入增幅均处于历年较高水平，当年实现利息收入净额人民币 1544.00 亿元，同比增长 32.59%，实现手续费及佣金收入人民币 99.54

亿元，同比增长 47.51%。

综上所述，远东资信认为，国开行市场地位稳固，资本实力雄厚，资产质量良好，综合竞争能力强，能为公司本期债券本息的按期偿付提供有力保障，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%

附录 3：鲁能集团主要财务数据概要（合并报表）

单位：万元人民币

资产负债表项目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额	8947312.55	7688281.32	9744830.55
流动资产	5262666.46	4128030.13	6712020.75
其中：货币资金	1256101.49	864633.72	3423679.07
存货	2769710.66	2629889.27	2582321.41
应收票据及应收账款	201726.72	143103.64	116594.66
其他应收款	452927.89	241617.58	255314.79
其他			
长期资产	3684646.09	3560251.19	3032809.80
其中：长期投资	339941.31	415604.30	384008.78
固定资产净额	2415179.31	1751051.60	1003359.49
在建工程	220536.33	224974.15	369119.36
其他	48539.21	2376.11	26864.35
负债总额	6045454.02	4336695.77	3153077.18
流动负债	2379334.96	2254716.88	1805724.59
其中：短期借款及一年内到期的长期借款	426867.97	800109.10	380292.09
应付票据及应付账款	565583.87	620083.36	373515.60
其他应付款	336582.24	276239.72	143245.51
其他			
长期负债	3666119.06	2081978.89	1347352.59
其中：长期借款	2950468.01	1460685.35	707875.83
专项应付款			
少数股东权益	300061.35	209141.43	247689.18
所有者权益总额	2901858.53	3351585.55	6591753.37
实收资本	1750000.00	2000000.00	2000000.00
未分配利润	562023.07	600460.22	865180.11
其他			
未确认投资损失			
利润表项目	2010 年	2011 年	2012 年
主营业务收入	2854110.12	2120168.61	1191226.52
主营业务利润	640606.93	586685.79	445799.05
其他业务利润	7753.95	9222.09	10383.17
营业利润	146117.14	190271.76	349429.25
投资收益	143474.65	181163.38	248207.56
利润总额	140958.22	194615.41	345740.29
少数股东本期收益	-11093.01	16006.19	1260.30
净利润	93029.10	131277.36	294757.39

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。