



鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪 酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计 划资产支持证券 2023 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[2023]跟踪 2395 号

声 明

- 本次评级为委托人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与委托人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与委托人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，未受评级对象和其他第三方的干预和影响。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，亦不对委托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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 29 日

评级对象

鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店
资产支持专项计划资产支持证券

**本次跟踪
信用等级**

PR 山海优 AAA_{sf}

交易要素

基础资产	由原始权益人出售予专项计划并转让完毕的全部 信托受益权
原始权益人/信托委托人/ 流动性支持义务人/ 经营成本流动性支持义务人 /差额支付义务人	鲁能集团有限公司
借款人/抵押人/经营收入出 质人/经营成本支持义务人/ 优先收购权人/ 资产服务机构	海南三亚湾新城开发有限公司
信托受托人	中国金谷国际信托有限责任公司
计划管理人	长城证券股份有限公司
托管人	中国民生银行股份有限公司
监管银行	中国农业银行股份有限公司三亚分行
信托保管人	招商银行股份有限公司济南分行
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司

项目负责人：史嘉安 jashi@ccxi.com.cn

项目组成员：刘冰清 bqliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

资产支持证券概况

资产支持证券	发行金额 (万元)	期末余额 (万元)	预期收益率	上次评级结果	跟踪评级结果	预期到期日
PR 山海优	300,000.00	287,550.00	4.00%	AAA _{sf}	AAA _{sf}	2032/4/19
山海 01 次	3,000.00	3,000.00	--	NR	NR	2032/4/19
合计	303,000.00	290,550.00	--	--	--	--

关键日期

设立日	2020 年 6 月 4 日
证券跟踪计算日	2023 年 4 月 30 日
跟踪期	2022 年 5 月 1 日~2023 年 4 月 30 日

参与机构

原始权益人/信托委托人/流动性支持义务人/经营成本流动性支持义务人/差额支付义务人	鲁能集团有限公司 (以下简称“鲁能集团”)
借款人/抵押人/经营收入出质人/经营成本支持义务人/优先收购权人/资产服务机构	海南三亚湾新城开发有限公司 (以下简称“三亚湾新城公司”)
信托受托人	中国金谷国际信托有限责任公司 (以下简称“金谷信托”)
计划管理人	长城证券股份有限公司 (以下简称“长城证券”)
托管人	中国民生银行股份有限公司 (以下简称“民生银行”)
监管银行	中国农业银行股份有限公司三亚分行 (以下简称“农业银行三亚分行”)
信托保管人	招商银行股份有限公司济南分行 (以下简称“招商银行济南分行”)
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司 (以下简称“中证登上海分公司”)

目标物业概况

目标物业名称	JW 万豪酒店	傲途格酒店
区域位置	海南省三亚市吉阳区海韵路	
目标物业建筑面积	65,523.00 平方米	44,986.62 平方米
评估价值	256,943.84 万元	168,070.01 万元
评估价值时点	2023 年 1 月 1 日	
评估机构	深圳市国房土地房地产资产评估咨询有限公司 (以下简称“国房评估”)	

注：1. NR 表示未予评级；

2. 本专项计划优先级资产支持证券每 3 年设有预期收益率调整以及专项计划开放退出程序，在第一个开放登记期，经管理人与借款人、增信主体及优先级资产支持证券持有人的协商，优先级资产支持证券票面利率调整为 4.00%，该利率自第一个售回行权日（即 2023 年 4 月 19 日）开始执行；下一个售回行权日为 2026 年 4 月 19 日；

3. 因四舍五入原因，本报告部分统计分布总和与最终合计值存在一定尾数误差。

评级模型

评级方法和模型	中诚信国际商业物业抵押贷款结构化产品评级方法与模型 C550900_2020_01
模型结果	PR 山海优 AAA _{sf}

评级历史关键信息

历史评级	评级时间	项目组	评级方法和模型
山海 01 优 AAA _{sf}	2022/6/27	史嘉安、高晨浩	中诚信国际商业物业抵押贷款结构化产品评级方法与模型 C550900_2020_01
山海 01 优 AAA _{sf}	2021/6/29	史嘉安、高晨浩	中诚信国际商业物业抵押贷款结构化产品评级方法与模型 C550900_2020_01
山海 01 优 AAA _{sf}	2020/5/19	张艳艳、高晨浩、 蒋舒聪	中诚信国际商业物业抵押贷款结构化产品评级方法与模型 C550900_2020_01

评级观点

中诚信国际基于跟踪期内获得的信息，维持“鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券“PR 山海优”的信用等级为 **AAA_{sf}**。

中诚信国际给予上述资产支持证券的评级，主要基于本交易如下方面的考虑：

归集转付及兑付：专项计划按约归集并转付现金流、兑付正常；

目标物业运营及估值：跟踪期的归集期内，目标项目归集运营收入合计 24,207.45 万元，与同期预测值基本一致；截至最新评估价值时点，目标项目评估价值较首次评估值和上次评估值分别下降 2.34% 和 1.89%；

增信方信用质量：差额支付承诺主体/流动性支持主体鲁能集团信用质量稳定；

重要参与方：重要参与方履约能力稳定。

正面

- **专项计划现金流按约归集与转付，且资产支持证券兑付正常。**跟踪期内，本专项计划现金流及时、足额进行了归集与转付；期间共兑付优先级资产支持证券本息合计 15,405.00 万元，其中兑付 PR 山海优本金合计 5,190.00 万元，分配 PR 山海优收益 10,215.00 万元。
- **增信方运营情况稳定。**鲁能集团股东背景雄厚，自有资本实力仍很强，且丰富的土地储备可为其未来业绩发展提供一定支撑，同时鲁能集团净负债率仍保持在行业内较低水平，整体财务结构稳健，综合实力雄厚，其提供的增信仍可为优先级资产支持证券的本息偿付提供充足信用支持。
- **重要参与方履约能力稳定。**跟踪期内，计划管理人长城证券、监管银行农业银行三亚分行和托管人民生银行等参与方经营稳定、财务状况良好，仍能为本专项计划的顺利执行提供较好的保障。

关注

- **抵押物价值略有下跌。**作为抵押物的目标物业跟踪评估价值为 42.50 亿元（价值时点 2023 年 1 月 1 日），较首次评估值（价值时点 2020 年 1 月 1 日）和上次评估价值（价值时点 2022 年 1 月 1 日）分别减少 2.34% 和 1.89%。若抵押物未来处置时价值继续下跌，则可能影响本专项计划优先级资产支持证券本息的偿付，中诚信国际将对未来目标物业估值水平的变化保持持续关注。
- **鲁能集团净利润率及销售回款有所下滑，房地产行业风险犹存。**近年鲁能集团净利润率及销售回款有所下滑，使得相关偿债指标同比弱化，财务杠杆水平虽有所上升。此外，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升；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鲁能集团经营情况及资金平衡能力提出更高要求。

概况数据

鲁能集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	1,177.71	1,686.28	1,192.96	1,169.39
所有者权益合计（亿元）	403.67	491.11	399.43	405.34
负债合计（亿元）	774.04	1,195.16	793.53	764.06
总债务（亿元）	315.15	513.84	561.78	560.57
营业总收入（亿元）	270.06	296.25	183.61	54.01
净利润（亿元）	23.39	7.89	-5.57	5.44
EBITDA（亿元）	48.28	38.01	28.91	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	20.12	-19.46	-40.84	0.30
营业毛利率(%)	29.44	33.40	31.48	32.91
净负债率(%)	50.54	72.74	120.42	116.84
总债务/EBITDA(X)	6.53	13.52	19.43	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.83	2.16	1.23	--

- 注：1. 中诚信国际根据鲁能集团提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年财务报告、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 年财务报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 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，带“*”指标已经年化处理，特此说明；
3. 相关指标调整说明详见本报告附三。

■ 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在专项计划存续期内对资产支持证券进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

■ 重大事项说明

预期收益率调整及开放退出完成

根据长城证券于 2023 年 2 月 13 日出具《关于鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划票面利率调整及专项开放程序启动的提示性公告》及提供的相关资料，于 2023 年 4 月 19 日，“PR 山海优”预期收益率调整为 4.00%；“PR 山海优”持有人已于回售登记期间内登记回售 20,880,000.00 份；在开放交易期内，全部回售份额均已完成转让退出。

■ 专项计划概要

交易结构

本专项计划的基础资产系指由原始权益人出售予专项计划并转让完毕的全部信托受益权。

信托计划层面，信托委托人鲁能集团与信托受托人金谷信托、借款人三亚湾新城公司签署《债权转让与还款安排协议》，约定将鲁能集团对三亚湾新城公司享有的债权（信托委托人对借款人享有的合计 30.30 亿元的标的债权）转让给金谷信托，借款人应向信托受托人清偿债务。

借款人三亚湾新城公司以其持有的目标物业作为抵押物、将目标物业的经营收入作为质押物，向金谷信托提供抵押担保和质押担保，信托项下标的债权的还款来源即为目标物业 JW 万豪酒店及傲途格酒店的经营收入。

鲁能集团作为差额支付义务人，承诺根据《债权转让与还款安排协议》的约定，在标的债权存续期间截至各期债权本息支付日前的第 2 个交易日 24:00 时，如信托财产专户的资金余额少于当期应付标的债权本息金额，则鲁能集团将在差额支付日将当期标的债权差额款支付至信托财产专户。同时，鲁能集团亦作为经营成本流动性支持义务人，承诺在经营成本支持义务人三亚湾新城公司无法按约定足额及时提供经营成本支持时，向其提供流动性支持，用于 JW 万豪酒店分公司、傲途格酒店分公司及/或目标酒店经营及使用，以确保 JW 万豪酒店分公司、傲途格酒店分公司及目标酒店保持良好状态。

专项计划层面，三亚湾新城公司作为优先收购权人对优先级资产支持证券享有优先收购权利；鲁能集团作为流动性支持义务人，就任一退出开放程序而言，若优先收购权人不行使优先收购权或未选择标的债权一次性提前到期，其应当提供流动性支持金用于买入拟退出资产支持证券的余额部分。

三亚湾新城公司作为资产服务机构为本专项计划提供与目标物业及其产生的物业经营收入有关

的服务。农业银行三亚分行作为监管银行，对监管账户及监管账户中的款项提供监管服务；民生银行作为托管银行，为专项计划资金提供托管服务；中证登上海分公司负责资产支持证券的登记、托管、转让过户和收益支付。

资产支持证券概况

长城证券作为计划管理人，于 2020 年 6 月 4 日设立了本专项计划。本专项计划发行规模为 303,000.00 万元，设置了优先级资产支持证券——山海 01 优（证券代码：168490.SH）和次级资产支持证券——山海 01 次（证券代码：168491.SH），各档资产支持证券的发行金额、预期收益率及预期到期日如下表所示。

表 1：专项计划产品结构（万元）

资产支持证券	发行金额	预期收益率	预期到期日
山海 01 优	300,000.00	4.00%	2032 年 4 月 19 日
山海 01 次	3,000.00	--	2032 年 4 月 19 日
合计	303,000.00	--	--

资料来源：长城证券提供，中诚信国际整理

优先级资产支持证券的预期存续期限为 12 年，同时每三年设有利率调整和开放退出机制，可提前结束。

还本付息安排方面，优先级资产支持证券按季付息并按计划还本，剩余优先级资产支持证券的还本计划见附一；每个兑付日在分配完专项计划税费及山海 01 优本息后，专项计划账户剩余资金（如有）作为次级资产支持证券持有人的收益支付给次级资产支持证券持有人。

资产支持证券兑付

跟踪期内，本专项计划共进行了 4 次兑付，累计分配 PR 山海优的收益 10,215.00 亿元、兑付 PR 山海优本金 5,190.00 亿元；未对山海 01 次进行分配。截至跟踪计算日，PR 山海优和山海 01 次未偿本金分别为 287,550.00 万元和 3,000.00 万元。

表 2：跟踪期内资产支持证券兑付情况（万元）

证券简称	2022/7/19		2022/10/19		2023/1/19		2023/4/19	
	利息分配	本金兑付	利息分配	本金兑付	利息分配	本金兑付	利息分配	本金兑付
PR 山海优	2,553.00	510.00	2,577.00	390.00	2,574.00	990.00	2,511.00	3,300.00
山海 01 次	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	2,553.00	510.00	2,577.00	390.00	2,574.00	990.00	2,511.00	3,300.00

资料来源：长城证券提供，中诚信国际整理

整体来看，跟踪期内，本专项计划兑付正常，未触发评级下调事件，亦未启动差额支付等机制。

目标物业运营、估值及现金流跟踪分析

目标物业运营与估值分析

本专项计划的目标物业为 JW 万豪酒店和傲途格酒店。

JW 万豪酒店位于三亚市吉阳区海韵路。跟踪期内，JW 万豪酒店客房数量未有变化，仍为 445 间；相比上年，2022 年 JW 万豪酒店入住率下降至 38.70%；同期平均房价为 1,064.23 元/间/晚，较上年增长 16.16%。2023 年一季度，JW 万豪酒店入住率为 72.90%，平均房价为 1,295.51 元/间/晚。

表 3: JW 万豪酒店运营情况

指标	2021	2022	2023.1~3
房间数（间）	445	445	445
入住率	67.69%	38.70%	79.20%
平均房价（元/间/晚）	916.15	1,064.23	1,295.51

资料来源：三亚湾新城公司提供，中诚信国际整理

傲途格酒店位于三亚市吉阳区海韵路。跟踪期内，傲途格酒店客房数量未有变化，仍为 216 间；2022 年入住率下降至 49.50%；同期平均房价为 1,250.00 元/间/晚，较 2021 年上升 7.78%。2023 年一季度，傲途格酒店入住率提升至 88.60%，平均房价增至 1,526.74 元/间/晚。

表 4: 傲途格酒店运营情况（间、元/间/晚）

指标	2021	2022	2023.1~3
房间数（间）	216	216	216
入住率	73.10%	49.50%	88.60%
平均房价（元/间/晚）	1,159.79	1,250.00	1,526.74

资料来源：三亚湾新城公司提供，中诚信国际整理

受客观原因影响，2022 年目标物业运营情况不及上年。但根据资产服务机构出具的各季度《鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划资产服务机构报告》（以下简称“《资产服务机构报告》”）中披露的目标物业各期经营收入数据（以下简称“披露运营收入”），本次跟踪期内的 4 个归集期内，目标物业归集经营收入产生的现金流为 24,207.45 万元，与国房评估出具的《鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划现金流预测报告》（以下简称“《现金流预测报告》”）中对应期间的预测值均基本一致，具体如下表所示。

表 5: 跟踪期的归集期内目标项目的运营情况（万元）

期间	预测运营收入	披露的运营收入	偏差率
2022 年二季度	4,504.68	4,504.68	0.00%
2022 年三季度	5,030.18	5,030.00	0.00%
2022 年四季度	5,824.51	5,825.00	0.01%
2023 年一季度	8,847.77	8,847.77	0.00%
合计	24,207.14	24,207.45	0.0013%

资料来源：商管分公司、酒店分公司提供，《现金流预测报告》，中诚信国际整理

此外，根据国房评估提供的《鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划 2023 年跟踪评估报告》，目标物业跟踪评估价值为 42.50 亿元（价值时点 2023 年 1 月 1 日），该价值较初始评估价值（价值时点 2018 年 6 月 27 日）和上次跟踪评估值（价值时点 2022 年 1 月 1 日）分别下降 2.34%和 1.89%。

整体来看，目标物业 2022 年经营情况不及上年，但跟踪期内归集的各期运营收入与预测值基本一致；此外，其估值略有下降，中诚信国际将持续关注目标项目的后续经营恢复情况以及估值变化。

现金流归集与转付

跟踪期内，本专项计划按照交易文件的约定共进行了 4 次运营收入归集、4 次标的债权本息偿付和 4 次信托利益分配，合计归集酒店经营收入 24,207.45 万元、偿付标的债权本息 16,010.49 万元、分配信托利益 15,503.41 万元。此外，监管账户资金偿还完毕当期应付标的债权本息后的款项均原状返还至三亚湾新城公司收款账户。截至 2023 年 4 月 30 日，监管账户、信托财产专户和托管账户余额分别为 0.31 万元、2.68 万元和 67.83 万元。

表 6：跟踪期内目标物业运营情况（万元）

监管收入划款日	监管账户归集金额	监管账户划款日	偿还标的债权本息 ¹	信托分配日	分配信托利益
2022/6/29	4,504.68	2022/6/30	3,206.90	2022/7/7	3,074.73
2022/9/22	5,030.00	2022/9/23	3,116.52	2022/9/30	2,993.53
2022/12/29	5,825.00	2022/12/30	3,718.67	2023/1/10	3,590.01
2023/3/31	8,847.77	2023/3/31	5,968.40	2023/4/7	5,845.14
合计	24,207.45	--	16,010.49	--	15,503.41

资料来源：银行账户流水等，中诚信国际整理

整体来看，跟踪期内目标物业运营收入及时、足额进行了归集，标的债权还本付息以及信托利益分配均正常。

■ 现金流模型及压力测试

本交易中，中诚信国际采用**现金流覆盖法及物业折价法**来评估受评证券的信用质量。中诚信国际会编写适用于本交易的现金流模型，同时，结合《债权转让与还款安排协议》，我们假定借款人每期偿还的标的债权本息等于专项计划当期优先级资产支持证券应付本息以及信托税费、专项计划费用之和。基于此假设，我们着重测算在正常景况和压力景况下，专项计划剩余存续期内每个兑付日的目标物业经营收入对优先级资产支持证券应付本息及其之前应承担的信托税、费和专项计划税、费之和（以下简称“相关税费之和”）的覆盖情况；此外，我们还将测算最近一个开放期处置目标物业获得的回收资金对剩余优先级资产支持证券本金的覆盖情况。

存续期

正常景况下，假定目标物业经营收入符合国房评估所提供的现金流预测以及现金流出完全按照专项计划的分配方案进行；在压力景况中，我们主要考虑了目标物业经营收入下降可能对优先级证券本息兑付产生的不利影响，现假设未来各期目标物业经营收入较预测值均下降 20%。

基于现金流模型和上述参数假设，正常景况下，第 47 个兑付日之前（含当个兑付日）目标物业经

¹ 按照交易文件的约定，三亚湾新城公司在每一个监管账户归集日（T-14 日）前（含当日）将等额于目标酒店收款账户在所对应的监管账户归集期间收到的全部目标物业经营收入的款项通过其名下银行账户均支付至监管账户，以保证监管账户截至监管账户划付日 00:00 的资金余额不低于必备金额。其中必备金额为当期债权计息期间对应的债权本息支付日应付的标的债权本息金额。

营业收入对 PR 山海优本息和相关税费之和均可形成良好覆盖；压力景况下，覆盖倍数分布在 1.00~1.16 倍之间。各兑付日具体覆盖倍数见本报告附二。

表 7：第 47 个兑付日之前（含当个兑付日）现金流覆盖倍数情况(X)

测试情景	目标物业运营收入对 PR 山海优本息及相关税费之和的覆盖倍数
正常景况	1.37~1.43
压力景况	1.00~1.16

资料来源：中诚信国际整理

此外，在第 48 个兑付日，正常景况下，优先级资产支持证券未偿本金为 190,020.00 万元，目标物业经营收入对优先级资产支持证券本息及相关税费支出的覆盖倍数为 0.05 倍，无法覆盖优先级资产支持证券本息及相关税费支出。

开放期

我们主要考虑本专项计划在下一个开放期以资产处置方式退出的情形下，房地产市场景气度大幅下滑，导致目标酒店公允价值下降，进一步使得本专项计划现金流入减少，可能会对优先级资产支持证券本息兑付所产生的不利影响。

正常景况下，中诚信国际假设物业资产的公允价值系评估价值时点 2023 年 1 月 1 日的估值，即 42.50 亿元；考虑到标的物业位于海南省，基于 2014~2021 年海南省商业用房平均销售价格的历史数据²，其最大跌幅发生在 2014 年，为 7.13%。出于谨慎性考虑，我们以此跌幅为基准，依次乘以不同压力倍数，假设压力景况 1、压力景况 2 和压力景况 3 下的压力倍数分别为 1.00 倍、2.00 倍和 2.80 倍，对应的标的物业公允价值较估值跌幅分别为 7.13%(7.13%*1)、14.26%(7.13%*2)以及 19.96%(7.13%*2.80)。我们在该现金流压力测试情景中亦考虑到了处置标的物业相应产生的土地增值税、增值税及附加和印花税等税费的影响。

基于现金流模型和上述参数假设，下一个开放期发生回售时正常景况下和不同压力景况下标的物业处置净收入（即标的物业公允价值扣除增值税及附加、印花税、土地增值税等税费的净额）对优先级资产支持证券本金及相关专项计划税费的覆盖倍数如下表所示。

表 8：目标酒店公允价值下跌情景下的现金流覆盖倍数(X)

指标	正常景况	压力景况 1	压力景况 2	压力景况 3
目标酒店处置价值净收入对 PR 山海优本金及相关税费之和的覆盖倍数	1.18	1.12	1.06	1.00

资料来源：中诚信国际整理

通过上述现金流分析，同时考虑差额支付义务人鲁能集团的信用状况，本专项计划优先级资产支持证券仍可获得良好的信用支持。

■ 借款人/资产服务机构信用质量分析

借款人/资产服务机构/抵押人/经营收入出质人/优先收购权人——三亚湾新城公司

² 数据来源：choice 数据平台。

截至 2023 年 3 月末，三亚湾新城公司（以下或简称为“公司”）注册资本仍为 123,000.00 万元；跟踪期内，三亚湾新城公司于 2022 年末发生股权结构变更，主要系原母公司鲁能集团出于整体管理经营考虑将公司 100% 股权由划转至其子公司海南绿发投资有限公司，公司股权结构有所调整，但管理人员等基本保持不变；公司实际控制人仍为国务院国资委。

业务运营方面，目前公司业务主要包括绿色环保、清洁房地产开发和酒店经营板块，其中 2020 年起其地产开发以外的其余经营性物业收入均计入绿色产业收入。2022 年公司实现营业收入 15.53 亿元，同比下降 15.07%，其中绿色地产营业收入达到 13.95 亿元，总营业收入的 89.77%。

表 9：三亚湾新城公司营业收入结构及占比（亿元、%）

收入	2021	2022	2023.1~3
绿色地产	15.98	13.95	4.36
绿色产业	2.23	1.50	0.89
其他业务	0.08	0.08	--
合计	18.29	15.53	5.25
占比	2021	2022	2023.1~3
绿色地产	87.37	89.77	83.05
绿色产业	12.19	9.72	16.95
其他业务	0.44	0.51	0.00
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：三亚湾新城公司提供，中诚信国际整理

房地产开发运营方面，公司所开发投资项目均位于海南省，其中主要集中于三亚市。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，放缓了开发节奏，2022 年竣工面积 5.24 万平方米，期末在建项目面积 14.46 万平方米。在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司共有 3 个在建项目，总规划建筑面积 16.64 万平方米，业态包含商业、办公和学校等；在建项目计划总投资金额为 22.06 亿元，已投入资金 7.22 亿元，尚需投资 14.84 亿元，后续仍存在较大的资金需求。

酒店运营业务方面，公司持有 JW 万豪酒店及傲途格酒店，均由中国豪华酒店有限公司负责运营，具体运营情况参见前文章节。

盈利方面³，2022 年公司实现营业收入 15.53 亿元，同比下降 15.07%；当年营业毛利率为 55.79%，较上年小幅下降 1.71 个百分点。公司期间费用仍以管理费用为主，2022 年期间费用合计 3.49 亿元，占当期营业收入的比重较上年上升 1.54 个百分点至 22.50%。2022 年，公司取得净利润 1.97 亿元，同比下降 37.23%。

资本结构方面，2022 年末，公司资产总额为 88.46 亿元，同比下降 2.90%；负债总额为 55.92 亿元，同比下降 6.53%；同期末资产负债率为 63.22%，较上年末小幅下降 2.46 个百分点。

从资产结构来看，2022 年末公司流动资产 46.94 亿元，占总资产的 53.06%，主要包括存货 28.71 亿元和其他应付款 7.02 亿元；其中随着开发项目结转进度的推进，存货同比下降 16.04%；其他应收款同比下降 39.45%，主要系应收关联方款项。同期末非流动资产 41.52 亿元，主要由固定资

³ 下列财务分析基于三亚湾新城公司提供的立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告，其中 2021 年数据采用 2022 年审计报告期初数。

产 14.16 亿元、债权投资 9.30 亿元和无形资产 6.03 亿元构成，其中债权投资为 2020 年对外投放的委托贷款，无形资产主要系土地使用权。

从负债结构来看，2022 年末公司流动负债为 26.00 亿元，占负债总额的比例为 46.49%，主要包括合同负债 5.04 亿元、其他应付款 12.21 亿元和应付账款 2.64 亿元；其中其他应付款主要系关联方往来款；三亚湾新城公司加快上游供应商货款结算，年末应付账款同比下降 26.76%。同期末非流动负债为 29.92 亿元，主要系 29.18 亿元的长期借款，同比下降 4.61%。

偿债能力方面，2022 年末，公司总债务合计 31.61 亿元，同比上升 1.02%，长期债务占比为 92.31%，债务期限结构合理。2022 年公司经营活动净现金流为 9.65 亿元，呈净流入状态；EBITDA 为 4.31 亿元；当期经营活动净现金流/短期债务为 3.97 倍，EBITDA 利息保障倍数为 3.72 倍，总债务/EBITDA 为 7.33 倍，整体偿债压力可控。

总体来看，三亚湾新城公司收入和盈利水平受项目建设及收入结转进度的影响较大，但经营获现能力尚可，偿债压力可控，仍具备较好履行资产运营和管理的相关能力。

■ 信用增进机构信用质量分析

原始权益人/经营成本流动性支持义务人/差额支付义务人——鲁能集团

鲁能集团（本节以下或称“公司”）成立于 2002 年 12 月 12 日，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，股东出资比例分别为 92.88%和 7.12%。后经过数次增资扩股和股权变更，截至 2023 年 3 月末，公司实收资本为 374.61 亿元，中国绿发投资集团有限公司（以下简称“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。

业务运营

公司作为中国绿发旗下重要的房地产开发平台，经过多年发展，具有丰富的房地产开发经验。公司在济南、重庆和海南深耕多年。公司产品系列丰富，涵盖住宅、酒店、商业及写字楼等多种业态。2022 年一季度，公司完成与都城伟业集团有限公司（以下简称“都城伟业”）及天津中绿电投资股份有限公司（原天津广宇发展股份有限公司，以下简称“中绿电投资”）的资产置换⁴，房地产开发规模有所降低；同时，受外部环境及拿地减少等因素影响，公司新开工面积大幅下降，竣工面积亦未能延续增长态势。

表 10：公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元）

	2020	2021	2022	2023.1-3
新开工面积	80.65	367.95	38.45	12.42
竣工面积	318.22	167.18	109.05	24.82

注：以上数据为并表口径。

⁴ 中绿电投资置出 23 家子公司股权，置入鲁能集团与都城伟业合计持有的鲁能新能源（集团）有限公司（以下简称“鲁能新能源”）100%股权，资产整体交易对价 249.06 亿元，其中 13 家子公司股权与鲁能集团、都城伟业持有的鲁能新能源股权完成置换，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。交易完成后公司直接持有 17 家房地产公司，都城伟业直接持有 6 家地产公司 100%股权。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司项目开发以自主开发为主，合作项目较少，销售权益比例保持在 95%以上。2022 年，主要受公司完成资产置换，行业景气度变化及新增土储储备减少的影响，公司销售金额及面积分别同比下滑 51%和 49%；受推盘项目排布影响，公司销售单价小幅下降但仍保持在较高水平。销售区域方面，2022 年公司在全国 12 个城市实现销售，以一二⁵线城市及旅游城市为主，其中前五大城市销售占比为 64%，集中度进一步升高。2023 年一季度，公司销售表现有所提升。

表 11：近年来公司销售及结算情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售面积（全口径）	154.62	147.09	75.73	33.91
销售金额（全口径）	237.37	257.27	126.66	58.53
销售均价（全口径）	15,352	17,085	16,726	17,259

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：2022 年公司全口径签约销售区域分布情况（亿元、万平方米）

城市	签约销售面积	签约销售金额	销售金额占比
海口（含三亚）	9.21	22.49	20.36%
成都	11.87	17.97	16.27%
天津	3.47	14.47	13.10%
宜宾	17.65	13.44	12.17%
北京	1.98	12.68	11.48%
重庆	1.37	11.22	10.16%
上海	1.84	4.27	3.86%
大连	3.40	3.48	3.15%
济南	3.65	3.28	2.97%
南京	1.05	2.77	2.51%
其他	20.24	20.59	16.26%
合计	75.73	126.66	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地储备方面，截至 2023 年 3 月末，公司全口径土地储备面积⁶为 499.99 万平方米，受资产置换及股权划转⁷影响有所下降，但仍可满足较长时间的开发与销售。从区域分布来看，土地储备中前五大城市占比进一步升至 78%，区域集中度较高，易受区域政策及环境影响；一二线城市占比约 73%，整体城市能级较高。值得关注的是，公司位于重庆的项目中商业、车位等业态体量较大，去化周期偏长；公司位于海口（含澄迈）等地的项目获取时间较早，仍存在一定规模未动工土地，开发进度较为缓慢。

表 13：截至 2023 年 3 月末公司全口径土地储备分布情况（万平方米）

地区	土地储备面积	占比
重庆	216.35	43.27%

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。

⁶ 土地储备为全口径剩余可售面积（包括在建未售面积、竣工未售面积和待开发面积），不含自持面积。

⁷ 2022 年公司与都城伟业签订股权划转协议，协议约定公司将苏州鲁能置业有限公司、郑州鲁能置业有限公司、武汉鲁能置业有限公司、南京方山置业有限公司、南京鲁能地产有限公司、鲁能泰山度假俱乐部管理有限公司 100%股权以 2022 年 7 月 31 日为基准日无偿划转给都城伟业集团有限公司。

海口（含澄迈）	75.63	15.13%
大连	37.58	7.52%
苏州	35.06	7.01%
三亚	26.77	5.35%
汕头	20.00	4.00%
青岛	19.29	3.86%
杭州	15.75	3.15%
成都	12.81	2.56%
北京	11.60	2.32%
济南	11.55	2.31%
东莞	8.75	1.75%
天津	5.90	1.18%
曲阜	1.78	0.36%
南京	1.16	0.23%
合计	499.99	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年公司坚持较为谨慎的投资策略，土地投资支出占销售金额比重仍在 20%以内。公司全年共获取 2 个项目，分别位于沈阳、成都，其中成都项目为公司自主开发项目，沈阳项目为公司与股东中国诚通的合作项目，土地成本低于周边平均水平。

表 14：近年来公司新增土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2020	2021	2022
新增项目	13	4	2
新增土地储备建筑面积	232.26	96.94	19.41
新增土地储备金额	127.51	57.84	21.12
新增土地均价	5,489.97	5,966.58	10,880.99
新增土地储备金额/销售金额	54%	22%	19%

注：上表数据为全口径

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

融资方面，公司债务以银行借款和债券为主，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。截至 2023 年 3 月末，公司债务构成中 1 年内到期及 1~2 年到期占比分别为 11%和 20%，债务期限结构较好。公司融资成本维持较低水平，2022 年公司平均融资成本在 4%左右，具有融资成本优势。整体来看，公司经营稳健度较高。

整体来看，资产置换事项后，公司项目储备规模有所缩减，但仍可满足较长时间的开发与销售；区域集中度较高，需关注部分项目的去化及盈利情况。

商业物业运营方面，截至 2023 年 3 月末，公司商业物业可租赁面积合计为 20.60 万平方米。其中泉城路贵和购物中心位于核心商业地段，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。受市场环境的影响，2022 年位于济南、北京、天津的商业物业销售租金收入有所下滑。2023 年一季度，随着市场回暖，公司整体商业物业收入同比有所增加。

表 15: 近年来公司商业物业经营情况 (万平方米、万元)

物业名称	物业类型	可租赁或运营面积	租金或销售收入			出租率		
			2021	2022	2023.1~3	2021	2022	2023.1~3
济南泉城路贵和购物中心	高档百货	5.71	133,717.11	98,804.83	29,060.79	--	--	--
济南领秀城贵和购物中心	区域型购物中心	8.47	15,228.92	11,997.18	3,927.20	98.30%	95.23%	95.18%
重庆南渝秀街	社区型购物中心	1.41	1,437.41	1,545.45	521.63	92.74%	80.09%	71.69%
济南领秀城写字楼	5A 甲级写字楼	3.11	4,499.15	4,361.53	1,084.80	88.90%	90.72%	83.41%
北京顺义美丽汇	社区型购物中心	1.83	3,451.20	2,924.14	548.03	98.10%	83.72%	94.30%
天津硬石餐厅	多功能音乐餐吧	0.07	641.06	538.76	106.47	--	---	--

注：泉城路贵和购物中心为百货业务，表中收入为销售商品收入，不适用出租率统计；天津硬石餐厅为餐饮业务，表中收入为餐厅营业收入，不适用出租率统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

酒店业务方面，经营酒店保持增长态势，截至 2023 年 3 月末，公司共拥有 20 家酒店，整体规格较高且主要分布于旅游城市。2022 年，受旅游业整体低迷的影响，部分地区酒店入住率出现下滑，全年酒店收入同比下降 18% 至 8.78 亿元。2023 年一季度，公司酒店业务收入为 3.54 亿元，预计业绩将随行业回暖逐步修复。

总体来看，公司商业物业租金及酒店运营业务对营业收入及现金流有一定补充，2022 年旅游业低迷对酒店经营业绩产生一定冲击，部分酒店入住率有所下滑。

中绿电投资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，通过新建、收购机组的形式进行扩张，截至 2023 年 3 月末控股装机规模为 429.65 万千瓦。目前中绿电投资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 2022 年实现营业收入 34.30 亿元，净利润 7.30 亿元；2023 年一季度，中绿电投资发电量同比增长 22.02%，收入及利润延续增长态势。

表 16: 近年来中绿电投资电力业务经营情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
控股装机规模 (万千瓦)	347.65	402.65	429.65	429.65
其中：风电	268.70	318.70	333.7	333.7
光伏	68.95	73.95	85.95	85.95
发电量 (亿千瓦时)	54.22	75.50	81.71	21.61
上网电量 (亿千瓦时)	52.06	73.07	78.81	20.97
其中：风电	45.05	63.10	66.82	17.71
光伏	6.96	9.38	11.25	3.07
平均利用小时数 (小时)	2,051	2,296	2,085	503
其中：风电	2,140	2,419	2,278	546
光伏	1,642	1,625	1,451	345

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 2023 年 3 月末，中绿电投资在建未自主运营、拟建的风电及光伏发电项目总装机容量 668 万千瓦时，总投资规模超过 218.57 亿元。2022 年，中绿电投资在建项目建设进度及投产未达预期，主要因光伏组件价格处于高位对其装机节奏产生一定影响。2023 年以来，组件价格有所下行，中绿电投资加快项目开发建设进度，计划于 2023 年末实现装机规模 1,000 万千瓦，实现上网电量 90 亿千瓦时，中诚信国际将持续关注其投资规划目标的实现情况。此外，中绿电投资拟向不超过 35 名特定对象⁸发行不超过 2.79 亿股⁹公司股份，募集资金不超过 50 亿元（含 50 亿元），募集资金将用于青海乌图美仁 70 万千瓦光伏发电项目、青海茫崖 50 万千瓦风力发电项目及补充流动资金，2023 年 5 月 11 日已获得证监会同意批复。

总体来看，公司风电及光伏装机规模不断扩大，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；随着项目建设步入投资高峰，资本支出压力以及运营能力有待关注。

财务分析

跟踪期内，受结算规模收缩影响，公司营业收入有所下滑，新能源业务收入及利润贡献度提升；公司期间费用规模仍较高，经营性业务利润下滑叠加资产减值损失的影响，当期呈亏损状态；2023 年一季度，盈利水平有所恢复。

因资产置换事项影响，根据会计准则，公司将 2021 年新能源业务的试运行收入¹⁰调整至当期损益。跟踪期内，公司部分可结算项目划入都城伟业，当期结算收入同比降幅较大，此外受行业景气度变动影响，商旅业务收入同比下降 35.07%；新能源业务收入较为稳定，在鲁能集团传统主业收入贡献下降的情况下，2022 年占营业总收入的比重升至 18.40%。受土地成本上升影响，房地产业务毛利率同比下滑 6.6 个百分点，高毛利的新能源业务收入贡献提升，使得公司营业毛利率维持较高水平。

受结算规模降低叠加期间费用处于较高水平，2022 年公司经营性业务利润大幅降低。此外，投资收益中公司对关联企业委托贷款利息收入减少，投资收益贡献亦同比下降。受市场环境的影响，公司计提较大规模资产损失对利润水平造成侵蚀，导致公司净利润出现亏损。2023 年一季度，公司新能源及商旅业务带来较为稳定的收入，净利润率回升至较高水平。

表 17：公司主要板块收入和毛利率构成（亿元）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房产物业	245.65	30.12%	231.56	34.07%	127.36	27.47%
商旅	--	--	26.49	30.14%	17.20	20.54%
新能源	--	--	33.00	47.33%	33.78	53.04%
施工、设计、监理、招标	0.72	78.61%	--	--	--	--
其他	23.69	20.92%	5.20	-68.34%	5.28	25.74%
营业总收入/营业毛利率	270.06	29.44%	296.25	33.40%	183.61	31.48%

⁸ 发行对象为不超过 35 名的特定投资者，包括证券投资基金管理公司、证券公司、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司、合格境外机构投资者及其他符合法律法规规定的合格投资者、自然人等。

⁹ 不超过当前总股本的 15%，按照发行上限测算，发行完成后，控股股东鲁能集团对中绿电投资的持股比例将变为 66.2%，下降接近 10 个百分点。

¹⁰ 调整科目包括固定资产、未分配利润、少数股东权益、营业收入、营业成本、净利润。

注：其他业务收入包括出租资产收入、投资性房地产收入、能源费收入、商旅服务其他收入及其他收入
资料来源：公司提供

表 18：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
期间费用率(%)	11.39	15.56	21.53	15.29
经营性业务利润	34.93	30.55	9.81	6.56
投资收益	4.68	9.32	2.83	0.46
资产减值损失	7.62	23.63	16.98	--
利润总额	32.29	15.33	-3.95	7.13
净利润	23.39	7.89	-5.57	5.44
净利润率(%)	8.66	2.66	-3.03	10.08

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，随着公司完成资产置换并无偿划出 6 家子公司，公司总资产规模呈收缩态势。随新能源业务并入，截至 2023 年 3 月末，流动资产占比降至 63.34%。其中存货规模受项目公司划出、存续项目结转影响，呈下降态势；因部分车位、商业及别墅项目去化周期较长，存货中开发产品占比仍处于较高水平，存货结构及存货周转率均有待改善。跟踪期内，受销售回款减少，新能源业务持续投入影响，货币资金规模有所降低，截至 2022 年末受限规模为 10.7 亿元；此外公司按照中国绿发资金管理制度，向股东账户归集的资金为 42.47 亿。非流动资产主要为酒店物业及发电设备，固定资产规模较为稳定，公司对新能源业务的投入使其在建工程进一步增加。

公司负债主要由预收款项、应付账款和有息债务构成，截至 2023 年 3 月末，公司预收款项为 2022 年营业收入的 0.45 倍，对未来收入的保障程度较弱。所有者权益方面，因资产置换及无偿划转子公司影响，资本公积减少 73.71 亿元，导致所有者权益规模有所收缩；公司实收资本仍为 374.61 亿元，资本实力雄厚。财务杠杆方面，在合并新能源业务后债务规模增长，而权益规模及货币资金出现缩减，财务杠杆明显升高。

表 19：近年来公司资产质量相关指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	118.23	163.96	91.48	86.97
存货	694.08	539.55	480.86	466.37
开发产品/存货	44.40%	41.79%	39.81%	--
应收资金集中管理款	--	219.91	42.47	47.70
其他应收款	70.02	6.25	27.17	26.42
存货周转率	0.27	0.32	0.25	0.31*
固定资产	60.79	242.06	236.53	238.52
在建工程	12.16	43.68	52.53	49.42
总资产	1,177.71	1,686.28	1,192.96	1,169.39
预收款项（含合同负债）	180.91	116.61	90.81	82.25
应付账款	106.30	96.39	84.22	69.31
其他应付款	122.86	196.81	19.55	14.51
总负债	774.04	1,195.16	793.53	764.06
所有者权益	403.67	491.11	399.43	405.34
总债务	315.15	513.84	561.78	560.57

短期债务/总债务(%)	12.79	7.82	11.99	11.48
净负债率(%)	50.54	72.74	120.42	116.84

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体来看，跟踪期内，随着公司完成资产置换及子公司划转，资产、负债及所有者权益规模均有所缩减；房地产业务对应的存货持续下降，但开发产品占比仍较高，周转效率有待提升；受债务增长、货币资金及权益规模下降影响，财务杠杆水平明显升高。

跟踪期内，公司房地产项目销售回款减少，导致经营活动净现金流出规模有所扩大。投资活动资金流向主要为新能源电站的投资及建设，随着公司将新能源业务并入表内并对其持续投入，投资活动现金流转为净流出。公司自有资金较为充裕，当期融资需求不大，净融资下降使得当期筹资活动净现金流由正转负。2023 年 1~3 月，公司销售回款小幅增加，经营活动现金流转为净流入。

跟踪期内，随着盈利水平和回款规模的下降，销售商品、提供劳务收到的现金和 EBITDA 对债务本息覆盖能力有所弱化，因新能源行业资本投入大、现金回流较少的特征影响，销售商品、提供劳务收到的现金对总债务的保障程度减弱。跟踪期内，公司债务规模小幅增加，其中短期债务占比保持较低水平，债务期限结构合理。截至 2023 年 3 月末，非受限货币资金能够对短期债务形成充分覆盖，短期偿债压力不大。

表 20：近年来公司现金流及偿债指标情况 (X)

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
销售商品、提供劳务收到的现金	250.96	303.69	175.03	44.86
经营活动现金流净额	20.12	-19.46	-40.84	0.30
投资活动现金流净额	-31.25	1.49	-38.94	4.71
筹资活动现金流净额	29.37	67.76	-1.96	-9.64
总债务	315.15	513.84	561.78	560.57
短期债务/总债务(%)	12.79	7.82	11.99	11.48
总债务/EBITDA	6.53	13.52	19.43	--
EBITDA 利息保障倍数	2.36	1.03	0.43	--
非受限货币资金/短期债务	2.76	3.90	1.20	1.35
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.26	1.69	3.21	12.48*

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 244.27 亿元，占当期末总资产的比重为 20.48%。受限资产包括用于借款抵押的应收账款、存货、固定资产、无形资产和作为保证金及商品房预售监管资金的货币资金。

担保方面，截至 2022 年末，公司对外担保规模为 53.60 亿元，均为对控股股东和其他关联方提供担保的金额。或有事项方面，截至报告出具日，公司存在超过 5,000 万元的未决仲裁和未决诉讼案件各一宗¹¹，需持续关注相关案件进展对公司业绩的影响。

¹¹ 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。该案已于 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

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，截至 2023 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。

整体来看，鲁能集团股东背景雄厚，自有资本实力仍很强，较为丰富的土地储备可为其未来业绩发展提供一定支撑，同时鲁能集团净负债率仍保持在行业内较低水平，整体财务结构稳健，综合实力雄厚，其提供的差额支付承诺仍可为优先级资产支持证券的按时足额兑付提供较强的信用支持。

■ 重要参与方履约能力分析

跟踪期内，本专项计划未发生相关参与方变更的情况，管理人长城证券、信托受托人金谷信托、托管人民生银行、监管银行农业银行三亚分行及信托保管人招商银行济南分行经营和财务状况良好，履约和尽职能力保持稳定，仍可为本专项计划的顺利实施提供保障。

■ 结论

基于跟踪期内获得的目标项目的运营情况和估值信息，同时考虑交易结构的设置以及鲁能集团提供的增信安排，参照中诚信国际结构化产品信用评级方法，根据我们的测算结果，“PR 山海优”的信用状况未发生足以影响信用等级的变化。

综上，中诚信国际维持“鲁能集团-长城证券-三亚山海天 JW 万豪酒店及傲途格精选酒店资产支持专项计划”项下“PR 山海优”的信用等级为 **AAA_{sf}**。

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：剩余优先级资产支持证券还本计划

兑付日	PR 山海优还本金额（万元）	兑付日	PR 山海优还本金额（万元）
2023 年 7 月 19 日	390.00	2028 年 1 月 19 日	2,700.00
2023 年 10 月 19 日	810.00	2028 年 4 月 19 日	5,400.00
2024 年 1 月 19 日	1,500.00	2028 年 7 月 19 日	1,800.00
2024 年 4 月 19 日	3,600.00	2028 年 10 月 19 日	2,310.00
2024 年 7 月 19 日	600.00	2029 年 1 月 19 日	3,090.00
2024 年 10 月 19 日	1,110.00	2029 年 4 月 19 日	5,790.00
2025 年 1 月 19 日	1,710.00	2029 年 7 月 19 日	2,100.00
2025 年 4 月 19 日	3,990.00	2029 年 10 月 19 日	2,610.00
2025 年 7 月 19 日	900.00	2030 年 1 月 19 日	3,510.00
2025 年 10 月 19 日	1,290.00	2030 年 4 月 19 日	6,210.00
2026 年 1 月 19 日	2,010.00	2030 年 7 月 19 日	2,400.00
2026 年 4 月 19 日	4,410.00	2030 年 10 月 19 日	3,000.00
2026 年 7 月 19 日	1,110.00	2031 年 1 月 19 日	3,900.00
2026 年 10 月 19 日	1,590.00	2031 年 4 月 19 日	6,690.00
2027 年 1 月 19 日	2,400.00	2031 年 7 月 19 日	2,700.00
2027 年 4 月 19 日	4,890.00	2031 年 10 月 19 日	3,300.00
2027 年 7 月 19 日	1,410.00	2032 年 1 月 19 日	4,290.00
2027 年 10 月 19 日	2,010.00	2032 年 4 月 19 日	190,020.00

资料来源：中诚信国际整理

附二：现金流分析及压力测试

兑付日	目标酒店运营收入对优先级证券本息及相关税费之和的覆盖倍数 (X)	
	正常景况	压力景况
2023 年 7 月 19 日	1.42	1.14
2023 年 10 月 19 日	1.42	1.14
2024 年 1 月 19 日	1.39	1.11
2024 年 4 月 19 日	1.40	1.12
2024 年 7 月 19 日	1.43	1.14
2024 年 10 月 19 日	1.40	1.12
2025 年 1 月 19 日	1.41	1.13
2025 年 4 月 19 日	1.40	1.12
2025 年 7 月 19 日	1.41	1.12
2025 年 10 月 19 日	1.43	1.14
2026 年 1 月 19 日	1.41	1.13
2026 年 4 月 19 日	1.39	1.11
2026 年 7 月 19 日	1.42	1.14
2026 年 10 月 19 日	1.42	1.14
2027 年 1 月 19 日	1.39	1.11
2027 年 4 月 19 日	1.38	1.11
2027 年 7 月 19 日	1.42	1.13
2027 年 10 月 19 日	1.39	1.11
2028 年 1 月 19 日	1.40	1.12
2028 年 4 月 19 日	1.37	1.10
2028 年 7 月 19 日	1.39	1.11
2028 年 10 月 19 日	1.40	1.12
2029 年 1 月 19 日	1.40	1.12
2029 年 4 月 19 日	1.38	1.10
2029 年 7 月 19 日	1.39	1.11
2029 年 10 月 19 日	1.40	1.12
2030 年 1 月 19 日	1.38	1.10
2030 年 4 月 19 日	1.38	1.11
2030 年 7 月 19 日	1.39	1.11
2030 年 10 月 19 日	1.39	1.11
2031 年 1 月 19 日	1.37	1.10
2031 年 4 月 19 日	1.38	1.10
2031 年 7 月 19 日	1.40	1.12
2031 年 10 月 19 日	1.40	1.12
2032 年 1 月 19 日	1.37	1.10
2032 年 4 月 19 日	0.07	0.05

资料来源：中诚信国际整理

附三：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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,182,322.51	1,639,583.81	914,826.47	869,687.01
其他应收款	700,152.09	62,505.08	271,749.33	264,170.99
存货	6,940,843.11	5,395,489.29	4,808,551.20	4,663,697.52
长期投资	395,310.02	85,750.27	347,349.95	262,044.50
固定资产	607,912.26	2,420,559.75	2,365,253.80	2,385,182.84
在建工程	121,637.67	436,788.17	525,318.58	494,228.14
无形资产	159,241.25	189,674.47	220,098.97	224,542.46
投资性房地产	373,327.56	224,199.87	278,400.07	267,249.13
资产总计	11,777,100.46	16,862,765.68	11,929,607.33	11,693,950.00
预收款项	1,809,135.45	1,166,091.21	908,140.98	822,539.07
其他应付款	1,228,568.32	1,968,077.37	195,467.76	145,114.93
短期债务	403,050.50	401,578.27	673,526.54	643,731.72
长期债务	2,748,449.01	4,736,778.48	4,944,263.22	4,961,926.05
总债务	3,151,499.51	5,138,356.75	5,617,789.76	5,605,657.77
净债务	2,040,218.94	3,572,543.07	4,809,930.97	4,735,970.76
负债合计	7,740,400.35	11,951,637.82	7,935,297.55	7,640,591.42
所有者权益合计	4,036,700.10	4,911,127.86	3,994,309.78	4,053,358.57
利息支出	170,400.25	176,155.63	235,258.84	--
营业总收入	2,700,562.94	2,962,482.26	1,836,144.85	540,100.75
经营性业务利润	349,281.95	305,480.42	98,103.40	65,566.62
投资收益	46,842.43	93,189.67	28,291.74	4,648.50
净利润	233,908.76	78,919.64	-55,664.82	54,448.89
EBIT	401,929.39	180,796.07	100,955.35	--
EBITDA	482,812.55	380,072.54	289,084.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,509,617.91	3,036,864.28	1,750,261.97	448,639.93
经营活动产生的现金流量净额	201,174.43	-194,598.09	-408,370.43	2,950.70
投资活动产生的现金流量净额	-312,457.41	14,910.03	-389,357.66	47,111.20
筹资活动产生的现金流量净额	293,741.68	677,642.56	-19,602.92	-96,402.10

财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	29.44	33.40	31.48	32.91
期间费用率(%)	11.39	15.56	21.53	15.29
EBITDA 利润率	17.88	12.83	15.74	--
净利润率(%)	8.66	2.66	-3.03	10.08
净资产收益率(%)	5.79	1.76	-1.25	5.41*
存货周转率(X)	0.27	0.32	0.25	0.31*
资产负债率(%)	65.72	70.88	66.52	65.34
总资本化比率(%)	43.84	51.13	58.44	58.04
净负债率(%)	50.54	72.74	120.42	116.84
短期债务/总债务(%)	12.79	7.82	11.99	11.48
非受限货币资金/短期债务(X)	2.76	3.90	1.20	1.35
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务(X)	0.01	-0.07	-0.11	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务(X)	0.08	-0.92	-0.96	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数(X)	1.18	-1.10	-1.74	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.26	1.69	3.21	3.12*
总债务/EBITDA(X)	6.53	13.52	19.43	--
EBITDA/短期债务(X)	1.20	0.95	0.43	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.83	2.16	1.23	--

注：1、中诚信国际分析时将合同资产和合同负债分别计入存货和预收款项，将研发费用计入管理费用；2、带*指标已经年化处理。

附四：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
	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
经营效率	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
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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
	净利润率	净利润/营业收入
现金流	经调整的经营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
	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	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，影响报表使用者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。

附五：信用等级的符号及定义

结构化产品等级符号	含义
AAA _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，产品的预期损失极低。
AA _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，产品的预期损失很低。
A _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，产品的预期损失较低。
BBB _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，产品的预期损失一般。
BB _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，产品的预期损失较高。
B _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，产品的预期损失很高。
CCC _{sf}	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极度依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，产品的预期损失极高。
CC _{sf}	基本无法保证结构化产品持有人获得利息的及时支付和本金在法定到期日或以前的足额偿付。
C _{sf}	结构化产品持有人无法获得本息偿付，产品本金部分或全部损失。

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 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。



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