

平安不动产有限公司

面向合格投资者公开发行 2016 年公司债券（第一期）

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2019]100556】

评级对象： 平安不动产有限公司面向合格投资者公开发行 2016 年公司债券（第一期）

16 不动产

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 27 日
前次跟踪： AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 12 日
首次评级： AAA/稳定/AAA/2016 年 7 月 29 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位：人民币亿元			
母公司数据			
货币资金	16.89	22.66	60.83
刚性债务	165.62	213.45	313.41
所有者权益	210.99	221.82	253.15
经营性现金净流入量	26.48	-2.68	18.75
合并口径数据			
总资产	516.87	600.73	775.14
总负债	301.98	370.44	508.18
刚性债务	265.25	328.47	431.85
所有者权益	214.89	230.29	266.96
营业收入	14.53	20.96	18.67
净利润	10.96	13.38	33.98
经营性现金净流入量	2.86	-9.19	26.32
EBITDA	20.35	29.42	57.42
资产负债率[%]	58.42	61.66	65.56
权益资本与刚性债务比率[%]	81.01	70.11	61.82
流动比率[%]	251.90	246.41	170.16
现金比率[%]	115.10	124.36	53.34
利息保障倍数[倍]	2.18	2.39	2.97
净资产收益率[%]	6.79	6.01	13.67
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.26	-2.73	5.99
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-88.45	-11.29	-12.88
EBITDA/利息支出[倍]	2.24	2.52	3.08
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.10	0.15

注：根据平安不动产有限公司经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

分析师

李玉鼎 lyd@shxsj.com
朱琳艺 zly@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对平安不动产有限公司（简称平安不动产、发行人、该公司或公司）及其发行的 16 不动产的跟踪评级反映了 2018 年以来平安不动产在业务运营等方面保持优势，同时也反映了公司在流动性风险和市场风险管理等方面继续面临压力。

主要优势：

- **平安集团支持。**作为平安集团不动产投资和运营的主要载体，平安不动产能在资本金注入、资金和业务支持等方面得到平安集团的强有力支持。
- **协同效应明显。**平安不动产的主营业务之一为向平安集团提供不动产投资及资产管理服务，收入较稳定且具有一定成长空间。其中公司投资的部分项目主要通过平安集团保险资金收购实现退出，退出渠道较畅通，集团协同效应明显。
- **业务多元化。**目前平安不动产投资领域主要为商业地产、工业物流、养老地产等，此外还涉及住宅地产相关的金融投资，业务投向较为多元化。
- **管理团队经验丰富。**平安不动产的管理团队曾就职于国内知名度较高的金融和房地产机构，不动产投资管理经验丰富。

主要风险：

- **面临一定的融资压力。**基于平安集团保险资金资产配置及公司自身投资需求，平安不动产正处于快速发展阶段，投资项目较多，且现阶段公司主要依赖外部融资平衡现金流，预计未来将面临持续的融资压力。
- **流动性风险。**平安不动产负债率不断攀升，且短期刚性债务占比上升较快，使公司面临较大的流动性管理压力。

- **房地产行业波动。**目前我国宏观经济及房地产市场仍处于调整阶段，会对平安不动产持有资产未来的退出价格产生不确定性影响。
- **金融资产价值波动。**平安不动产债权类投资及资金往来款项规模较大，且较集中于住宅地产领域，需关注相关资产的信用风险及产品违约可能引致的流动性风险。

➤ 未来展望

通过对平安不动产及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极高，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



平安不动产有限公司

面向合格投资者公开发行 2016 年公司债券（第一期）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照平安不动产有限公司面向合格投资者公开发行 2016 年公司债券（第一期）（简称“16 不动产”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据平安不动产提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对平安不动产的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会证监许可【2016】1704 号文件核准，平安不动产于 2016 年 8 月面向合格投资者公开发行了 40 亿元人民币公司债券，期限为 7 年。

截至本评级报告出具日，平安不动产已发行债券本息兑付情况正常，存续期债券合计 17 只，其发行概况如图表 1 所示。

图表 1. 平安不动产已发行尚在存续期债券概况

发行主体	债项名称/类型	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
该公司	16 不动产	40	5+2	3.28	2016-08	无异常
该公司	17 不动 01	20	3+2	4.88	2017-09	无异常
该公司	17 不动 02	5	3+2	5.27	2017-11	无异常
该公司	18 不动 01	15	3	5.00	2018-04	无异常
该公司	18 平安不动 SCP009	10	0.74	3.75	2018-12	无异常
该公司	19 平安不动 SCP001	15	0.74	3.45	2019-01	无异常
该公司	19 平安不动 SCP002	5	0.74	3.46	2019-01	无异常
该公司	18 平安不动 MTN001	20	3	5.08	2018-07	无异常
该公司	18 平安不动 MTN002	20	3	4.73	2018-08	无异常
该公司	18 平安不动 MTN003	5	3+N	4.90	2018-11	无异常
该公司	19 平安不动 MTN001	10	3+N	4.81	2019-01	无异常
该公司	19 不动 Y1	10	3+N	4.80	2019-01	无异常
该公司	19 不动 Y2	10	3+N	4.71	2019-02	无异常
该公司	19 不动 01	15	3	4.45	2019-06	无异常
FUXIANG	固定票息高级无抵押债券	3 亿美元	3	3.625	2016-12	无异常
FUXIANG	固定票息中期票据	15 亿港币	5	3.80	2017-05	无异常
FUXIANG	固定票息高级无抵押债券	2.5 亿美元	1	5.10	2018-06	无异常

资料来源：平安不动产

业务

1. 外部环境

(1) 宏观经济和政策环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一

城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体经济融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

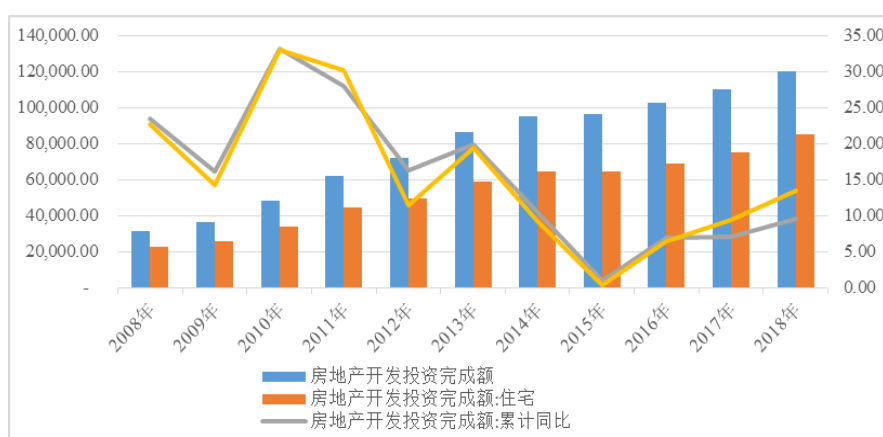
(2) 行业环境

受到经济周期及政策调整的影响，房地产投资增速经历了一定的波动。2018年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足，自由现金流缺口扩大。此

外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2008-2018 年，我国房地产开发投资完成额年复合增长率为 14.45%。根据国家统计局数据显示，2018 年末我国常住人口城镇化率和户籍人口城镇化率分别为 59.58% 和 43.37%，较 2017 年提升了 1.06 个和 1.02 个百分点。目前我国仍处于快速城镇化阶段，未来城镇化空间仍较大，由此带来的城市建设、新增人口等将为房地产市场发展提供基本面支持。

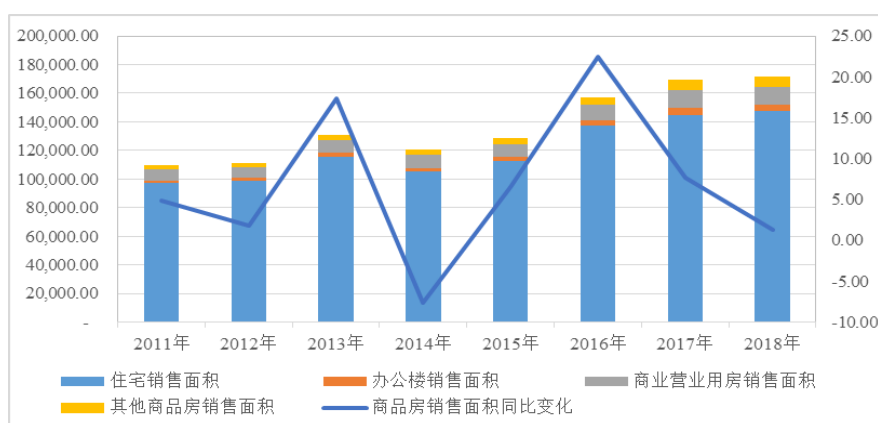
图表 2. 2008-2018 年房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

2018 年，我国全年房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较 2017 年增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅投资完成额 8.52 万亿元，较 2017 年增长 13.00%，增速高于房地产增速；办公楼投资 5996 亿元，下降 11.32%；商业营业用房投资 14177 亿元，下降 9.35%。2018 年，我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。

图表 3. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

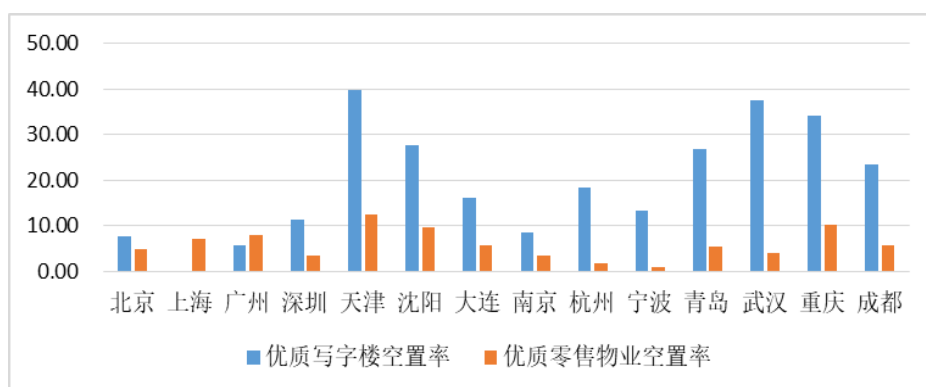
从 40 个大城市¹的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由-27.37% 收窄至-6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00% 升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69% 回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 个大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

从商业物业的存量市场来看，鉴于地区经济发展的差异化特征，及房地产市场调控进度的施政差异，城市之间的商业地产租赁市场分化不断加剧。一线城市商业物业市场仍然保持较好的出租率和租金增长；二三线城市在高速增长的同时，市场空置率不断攀升，经营压力有所加大。从 2018 年四季度来看，北京、上海和深圳的优质写字楼和优质零售物业出租率仍处在全国较高水平，而天津、武汉、重庆和沈阳等地的写字楼空置率较高，其中天津、武汉和重庆均已超过 30%。

¹ 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个。二线城市：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、石家庄，共 23 个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

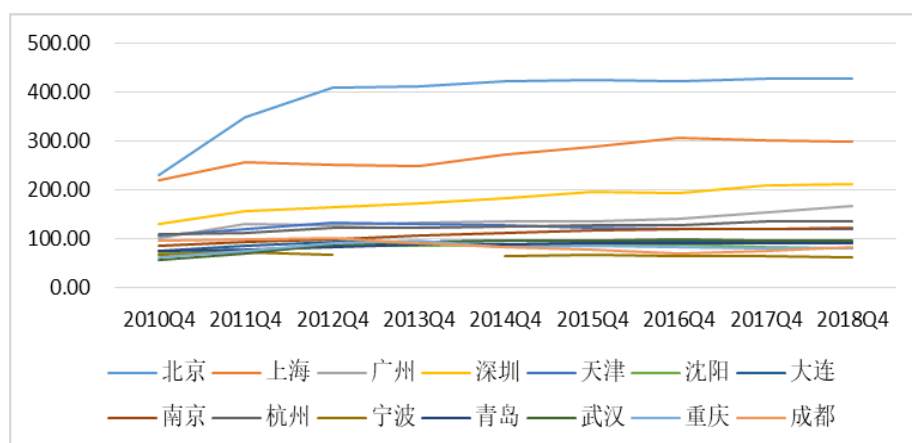
图表 4. 2018 年四季度重点城市商业地产空置率情况（单位：%）



资料来源：Wind

从目前市场租金水平来看，全国的优质写字楼租金水平趋于稳定，北京的优质写字楼租金相对其他城市价格最高，上海和深圳的优质写字楼租金相较于其它二三线重点城市的价格较高，广州及全国其它二三线重点城市写字楼的租金水平相当且增幅均趋于平缓，在二三线城市物业空置率不断增长的情况下，在营商业物业的运营压力将不断加大。

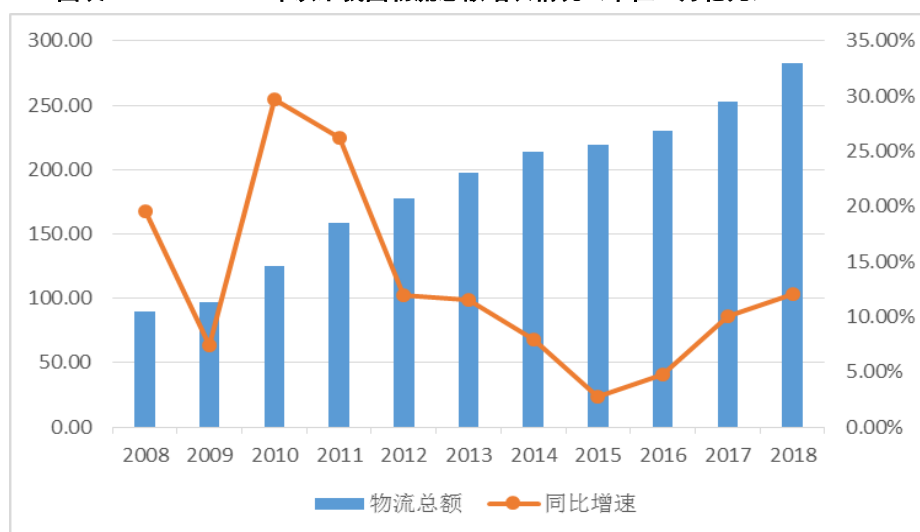
图表 5. 2010-2018 年四季度重点城市优质写字楼租金情况（单位：元/平方米/月）



资料来源：Wind

在物流仓储方面，近年来我国物流行业受益于电子商务的发展实现较稳定增长。2017 年以来交通运输部重点推进个大物流通道和节点建设，未来货运水平、运行协调管理、物流数字信息化建设等将持续优化加强。2018 年，我国社会物流总额 283.10 万亿，同比增长 11.99%。2018 年物流业景气指数 LPI 平均值为 53.58%，同比小幅下降 1.72 个百分点。

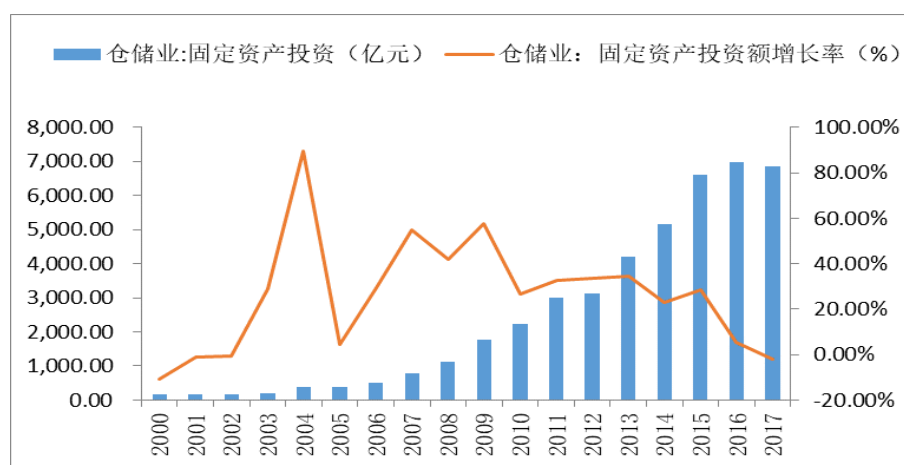
图表 6. 2010-2018 年以来我国物流总额增长情况（单位：万亿元）



资料来源：Wind

随着仓储业市场需求的逐渐增强，仓储业固定资产投资额的增幅在整个物流行业中处于较高水平。2010 年以来，随着宏观经济增速放缓，仓储业投资增幅持续收缩。2017 年，仓储业固定投资额为 6855.78 亿元，同比下降 1.83%，系近十年来首次出现负增长。

图表 7. 2000-2017 年国内仓储业固定资产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

我国未来老龄化²趋势明显，养老地产面临巨大的市场空间。近年来，我国老年人口数量及占比呈逐年上升趋势，截至 2018 年末，我国 65 岁以上老人达到 1.67 亿，同比增长 5.22%；在人口总数中占比 11.94%，同比上升 0.54 个百分点。从老年人抚养比的角度来看，我国老年人抚养比一直呈上升趋势，截至 2017 年末，我国老年人抽样调查抚养比例为 15.86%，意味着每 100 名 15-64 岁的劳动年龄人口就要负担 15.86 名 65 岁以上的老年人。我国即将步入深度老龄化社会，为养老地产的发展提供了市场机遇。

² 根据联合国教科文组织制定的标准，60 岁以上人口比例达 10%，或 65 岁以上老人占比达到 7%，就意味着该国步入老龄化社会。

从房地产市场的竞争情况来看，经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018年，CR10/CR20/CR50 该比值逐年提高，由 10.75%/14.98%/20.90% 提升至 26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行业集中度将进一步提升。

2018 年以来，房地产开发企业营业收入及净利润增速均出现增长。受益于销售价格的上涨，毛利率亦小幅上升。但已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足。行业整体财务杠杆有所上升，且债务期限结构趋向短期。同时，随着行业销售增速放缓，自由现金流缺口扩大。2018 年，在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年 4 月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据统计，2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模超过 5000 亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

2. 业务运营

作为平安集团核心子公司，平安不动产是平安集团进行不动产管理和投资的主要渠道和载体，业务分为资产管理和投资。资产管理方面，公司主要为平安集团提供不动产资产管理服务，服务收入较为稳定且有一定的增长空间。投资方面，公司投资业务包含商业地产投资、工业物流投资、养老地产投资和基金投资等，投资的项目主要通过平安集团保险或其他第三方机构收购实现退出。近年来，由于业务发展速度较快，资金需求量大，公司面临较大的资金平衡压力。

作为平安集团核心子公司，平安不动产是平安集团进行不动产管理和投资的主要渠道和载体。公司业务主要分为资产管理、不动产投资以及不动产相关的金融投资三大板块。其中资产管理业务指公司接受平安集团子公司和外部第三方的委托提供不动产资产管理和投资顾问等服务，包括不动产资产运营管理、工程管理、项目投资顾问、基金投资管理和财务顾问业务；不动产投资指

公司利用自有资金进行不动产投资，包括商业地产、工业物流、养老地产等；不动产相关的金融投资指公司对平安集团旗下和外部第三方房地产项目的债权类投资，以取得财务投资收益，投资领域以住宅地产为主。

图表 8. 平安不动产收入结构表（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不动产运营管理费收入	1.17	3.56	1.43	3.20	1.76	2.42
工程管理费收入	0.76	2.32	0.97	2.17	0.23	0.32
投资顾问费收入	3.84	11.76	9.68	21.70	9.75	13.47
投资管理费收入	0.65	1.98	0.69	1.54	0.89	1.22
保理业务收入	-	-	-	-	0.06	0.08
财务顾问费收入	2.20	6.73	3.37	7.55	1.71	2.37
资产管理业务收入小计	8.61	26.35	16.12	36.16	14.39	19.88
商业地产收入	5.30	16.23	2.59	5.82	1.21	1.67
工业物流收入	0.56	1.70	2.01	4.52	2.61	3.60
养老地产收入	0.00	0.00	0.04	0.09	0.25	0.34
其他	0.06	0.18	0.18	0.41	0.22	0.30
不动产投资业务收入小计	5.92	18.11	4.83	10.84	4.28	5.91
其他经营收益	18.15	55.54	23.63	53.00	53.72	74.21
其中：投资净收益	16.80	51.40	25.11	56.32	56.12	77.52
营业总收入	32.69	100.00	44.58	100.00	72.39	100.00

资料来源：平安不动产

注：其他经营收益=公允价值变动损益+投资净收益+资产处置收益+其他收益

业务协同及关联交易方面，平安不动产为以平安寿险为代表的关联方提供不动产运营管理服务、工程管理服务，为以深圳安创、深圳联新投资管理有限公司（以下简称“深圳联新”）和桐乡安豪为代表的关联方提供投资顾问、财务顾问服务及债权类投资服务，因此公司营业总收入中来自关联交易的收入占比较高，其中深圳安创、深圳联新和桐乡安豪等系不动产领域的财务性投资公司，通过股权与债权结合的方式投资于房地产市场。2018 年，公司关联交易收入合计 26.79 亿元，其中咨询费收入和投资收益分别为 10.97 亿元和 14.76 亿元。基于在平安集团不动产投资领域业务定位的趋同，近三年来公司同一控制下企业合并行为较为频繁，且未来或将持续。随着同一控制下企业合并的推进，公司在平安集团的功能定位将进一步明确和强化，同时也需关注新增子公司资产负债情况对公司的后续影响。

（1）资产管理业务

资产管理方面，平安不动产接受平安集团内其他子公司的委托进行土地和成熟物业的收购，获取相应的投资顾问费，是公司资产管理业务收入的核心来源。2018 年，公司投资顾问费收入为 9.75 亿元，较 2017 年增长 0.77%，相关收入主要来源于深圳联新、深圳安创和桐乡安豪。公司与上述关联方签订框架协议，为关联方提供投资顾问服务，服务费分为新项目投出管理费、固定管理费、浮动管理费三类。其中新项目投出管理费的计费方式为：当年新增投资的

每个不动产项目，在关联方与交易对手签订不动产买卖或投资协议后，公司将投资总额或合同总交易额的 1%收取费用；固定管理费的计费方式为每年按“（期初投资总额+期末投资总额）/2*0.5%”收取费用；浮动管理费的计费方式为按每个投资项目退出时超过项目 IRR15%以上的超额收益部分按 20%收取费用。其次，公司对外提供财务管理、财务及税务咨询等服务，获取财务顾问费，当年公司实现财务顾问费收入 1.71 亿元，同比减少 49.13%。

图表 9. 2018 年平安不动产投资顾问费主要来源（单位：亿元）

关联方名称	总资产	所有者权益	投资收益	净利润	公司投资顾问费收入
深圳联新	563.83	44.37	80.26	61.94	3.37
深圳安创	550.61	-17.93	24.69	-4.54	3.66
桐乡安豪	303.74	-4.82	17.27	-4.65	2.66

资料来源：平安不动产

平安不动产承接了平安集团大部分成熟商业写字楼的资产运营管理，获取相应的不动产运营管理费收入。2018 年公司资产管理费收入为 1.76 亿元，较 2017 年增长 23.11%。截至 2018 年末，公司代管物业超过 40 个，每年的管理费一般按照资产原值的 0.38%收取。

图表 10. 平安不动产代管资产物业情况表（单位：万元）

项目名称	委托人	2018 年管理费收入
深圳平安金融中心	平安寿险	3,492.66
上海中国平安金融大厦	平安寿险	1,582.17
深圳城市广场	平安寿险	695.58
北京平安国际金融中心	平安寿险	1,958.46
北京世纪财富中心	平安产险	978.13
中国电子大厦	平安寿险	720.84
上海平安大厦	平安寿险	1,840.00
上海张江后援中心	平安寿险	431.10
成都平安金融中心	平安寿险	556.42
北京平安大厦	平安寿险、平安产险	712.86
沈阳平安财富中心	平安寿险	266.24
重庆平安财富中心	平安信托	225.65
上海静安 8 号酒店公寓	平安寿险	178.53
合肥平安大厦	平安寿险	87.42
大连平安大厦	平安寿险、平安产险	92.47
福州平安大厦	平安寿险、平安产险	92.14
珠海平安大厦	平安寿险	17.28
苏州平安财富中心	平安产险	147.50
上海平安财富大厦	平安寿险	789.85
深圳寿险零星物业（深圳平安大厦、南油海映山庄、招北商铺、S004）	平安寿险	153.95
产险零星物业（深圳平安大厦 6 楼、深圳国际信托大厦、深圳海外装饰大厦）	平安产险	52.87
武汉招银大厦 25 与 26 层	平安寿险	8.74
武汉平安金融中心	平安寿险	417.28
天津平安大厦	平安寿险	135.17

北京中电信用物业管理有限公司	北京中电信用物业管理有限公司	56.60
南宁平安大厦	广西安轩置业有限公司	351.05
上海静安广场	平安寿险	299.79
上海利园国际大酒店	平安寿险	254.12
杭州平安金融中心	平安寿险	183.50
长春寿险平安大厦	平安寿险	608.49
其他	其他	164.24
合计	-	17551.11

资料来源：平安不动产

此外，平安不动产还提供工程管理咨询服务。委托人委托公司对在建的不动产提供专业的工程规划、建造、施工及装修改造等管理咨询服务，公司获取管理费收入。公司按建筑安装投资额的 6% 收取管理费，2018 年公司工程管理费收入为 2313.49 万元，因部分项目开发投资步入尾声较 2017 年下降 76.10%。当年公司工程管理费用收入主要来源于收到北京金坤丽泽置业有限公司和中国平安财产保险股份有限公司的管理费及工程酬金。

图表 11. 截至 2018 年末平安不动产工程管理项目情况（单位：万元）

项目名称	委托人	2018 年管理费收入
上海中国平安金融中心	中国平安人寿保险股份有限公司	-41.42
北京丽泽商务区办公楼项目	北京金坤丽泽置业有限公司	1097.77
产险大厦	中国平安财产保险股份有限公司	1241.51
天津泰丰小白楼城市综合体项目	天津泰达	15.62
合计	-	2313.49

资料来源：平安不动产

在基金管理方面，平安不动产选择国内实力较强的房地产企业，通过发行私募基金并担任普通合伙人及有限合伙人，或通过设立契约型基金募集资金的方式，对认可的房地产企业的不动产项目进行投资，又以住宅地产项目为主。项目达到投资约定的条件后，由房地产企业对基金持有的项目的权益进行回购或项目完成投资计划获得市场收益后，根据约定分配各方收益。截至 2018 年末，公司主要管理存续状态已投出不动产投资基金 12 只，成立规模合计为 157.52 亿元，其中自有资金投资规模合计为 10.39 亿元。2018 年，公司实现投资管理费收入 8855.52 万元，较 2017 年增长 28.95%，基金管理费率分布于 0.10%-1.80%。

图表 12. 平安不动产管理基金情况（单位：亿元、月）

基金名称	初始募集规模	发行人投资形式	发行人初始投资规模	自有资金认购比例	发行人资金来源	基金成立日期	项目预计退出期限
安衡基金	0.64	GP+GP	0.07	11.56%	自有资金	2013.12.27	12 个月
上海安齐	0.16	GP	0.002	1.00%	自有资金	2014.03.24	2 年
安朝基金	14.15	GP+LP	3.35	23.70%	自有资金	2013.03.01	2.5 年
安临基金	8.01	GP	0.005	0.06%	自有资金	2013.11.22	2 年
安志基金	3.50	GP	0.06	1.57%	自有资金	2013.12.02	1 年
安坚基金	6.85	GP+LP	6.85	100.00%	自有资金	2014.01.01	2 年

基金名称	初始募集规模	发行人投资形式	发行人初始投资规模	自有资金认购比例	发行人资金来源	基金成立日期	项目预计退出期限
磐石 1 号私募投资基金	76.30	-	-	-	-	2015.09.16	5 年
磐石 2 号私募投资基金	6.00	-	-	-	-	2015.12.25	5 年
合悦会基金 1 号	0.19	-	-	-	-	2016.02.19	17 年
安朝 2 号私募投资基金	4.02	管理人认购	0.05	1.24%	-	2016.01.20	3 年
上海安邈	22.22	GP	0.002	0.01%	自有资金	2016.09.20	5 年
上海安君	13.00	-	-	-	-	2016.08.31	2 年
定海 5 号	1.04	-	-	-	-	2017.04.01	4 年
横琴安恒	0.10	-	-	-	-	2017.04.24	5 年
定海 6 号	1.24	-	-	-	-	-	-
坤元华裕	0.11	-	-	-	-	-	-
合计	157.52	-	0.11	-	-	-	-

资料来源：平安不动产（截至 2018 年末）

（2）不动产投资业务

商业地产投资方面，平安不动产通过自有资金投资开发写字楼项目，在项目建设的中后期由平安集团保险资金或第三方机构受让项目，公司完成退出，取得投资收益，同时公司受托继续对部分已经转让产权的项目进行运营管理。截至 2018 年末，公司有 12 个计划投资商业项目，包括深圳 PAFC 北塔及南塔、天津平安泰达国际金融中心、济南 CBD 及杭州平安金融中心等项目，投资总规模为 368.84 亿元，其中，公司自有资金计划投资总规模为 130.43 亿元，已投资规模为 55.74 亿元。

图表 13. 平安不动产商业地产投资情况表(单位：亿元)

项目名称	城市	总投资	自有资金投资总规模	自有资金已投资规模	进展	四证情况
杭州平安金融中心项目	杭州	37.57	13.87	11.72	竣工	齐全
郑州平安金融大厦项目	郑州	3.33	3.33	2.28	在建	齐全
广州平安金融大厦项目	广州	21.70	21.70	17.11	在建	齐全
天津平安泰达国际金融中心	天津	38.52	38.52	12.45	在建	齐全
深圳平安产险大厦	深圳	22.25	-	-	在建	齐全
济南 CBD 项目	济南	33.11	33.11	5.67	在建	暂未取得建设工程施工许可证
广州飞晟科学城	广州	5.49	5.49	1.43	拟建	齐全
北京平安金融中心	北京	60.16	-	-	竣工	齐全
南宁绿地项目	南宁	4.60	-	-	竣工	齐全
深圳 PAFC 北塔	深圳	95.50	-	-	竣工	齐全
深圳 PAFC 南塔	深圳	32.20	-	-	在建	齐全
长沙天心区项目	长沙	14.41	14.41	5.08	在建	暂未取得建设工程施工许可证
合计	-	368.84	130.43	55.74	-	-

资料来源：平安不动产（截至 2018 年末）

此外，平安不动产承租北京中国平安金融中心、深圳平安金融中心写字楼

项目以及上海静安 8 号酒店公寓等，并对外转租和提供物业管理服务，公司收取租赁收入、物业管理收入和酒店业务收入。2018 年，公司商业地产产生各项收入合计 1.21 亿元，较 2017 年下降 53.51%，主要系公司承租转租的物业有所减少。从收入结构来看，商业地产产生租赁收入占比为 27.78%，物业管理收入占比为 8.00%，酒店业务收入占比为 64.23%。

工业物流业务包括对工业物流的投资、收购、开发及运营。平安不动产通过自主开发、第三方合作或整体买入的方式投资工业物流项目。如选择与第三方合作投资，则公司向合作方转让一定的股份，交由合作方共同进行开发。项目建成后，公司将股份进行回购，对项目进行运营培育，项目运营较为成熟后，以合理的溢价转让给平安集团保险资金、其他第三方机构或者自身持有。对于转让的项目，平安集团保险资金或者其他第三方机构会委托公司进行项目的运营管理，公司收取物业管理费用。对于自身持有的项目，公司通过出租获得租金收入。2018 年，公司工业物流项目³合计 18 个，主要集中在成都、沈阳、南京等城市。当期，公司工业物流项目产生租赁收入和物业管理费收入分别为 1.84 亿元和 0.77 亿元，较 2017 年略有提升。截至 2018 年末，公司工业物流在建项目 1 个，计划总投资 2.09 亿元，已投资 0.44 亿元。

图表 14. 2018 年平安不动产工业物流项目投资情况表(单位: 万元)

项目名称	合作机构	租金收入	物业管理费收入
平安成都空港物流园	成都新地兴华	1177.40	385.71
平安大连普湾物流园	大连顺合	562.87	241.07
南京维禹物流园	南京维禹	1269.44	512.98
平安沈阳于洪物流园	沈阳安洪	536.63	228.91
平安成都龙泉驿物流园一期	成都康平	1336.83	563.28
平安青岛空港物流园	青岛嘉丰	2966.25	1247.67
平安太仓港区物流园	太仓图辉	2214.09	976.62
平安嘉兴秀洲物流园	嘉兴平嘉	558.94	160.50
平安南宁空港物流园	广西安港	1362.19	543.09
平安上海奉贤物流园	上海致中和健康食品有限公司	931.97	400.71
平安南昌向塘物流园	南昌安和物流有限公司	321.66	137.66
平安徐州经开物流园	徐州安彭仓储有限公司	617.84	253.65
平安芜湖经开物流园	德安仓储（芜湖）有限公司	115.51	50.09
平安沈阳沈北物流园	沈阳安和物流有限公司	1362.04	567.23
扬州供应链金融产业园	扬州平鸿产业园开发管理有限公司	328.08	139.42
平安杭州钱江经开物流园	杭州安睿科技产业发展有限公司	2029.26	840.07
平安廊坊龙河物流园	廊坊市高迪数码信息技术有限公司	366.76	203.26
天津津南物流园	天津津顺安平物流有限公司	354.88	204.27
合计	-	18412.65	7656.21

资料来源：平安不动产

养生养老业务主要包括对养生养老物业的开发及运营。近年来，平安不动产在建的养生养老项目主要为浙江桐乡养生养老度假项目，该项目暂未产生营

³ 工业物流项目包括建设准备期项目和已开工项目。

业收入和利润。该项目计划总投资 181 亿元，截至 2018 年末已完成投资额 23.50%，部分完工项目已实现转让退出，剩余项目计划将于 2023 年 9 月完成。投资方式上，公司主要通过设立项目公司及发放委托贷款⁴进行养生养老项目投资。退出渠道方面，公司计划将项目转让给集团保险资金和第三方机构或者自身持有。

图表 15. 平安不动产养生养老项目情况表（单位：亿元）

项目名称	开发周期	类型	计划投资额	2018 年投资额	已完成投资额
浙江桐乡养老养生度假项目	2012.12-2023.09	养老地产	181	7.08	42.53

资料来源：平安不动产（截至 2018 年末）

除上述商业地产、工业物流地产及养生养老项目投资以外，平安不动产还从事澳洲、美国、日本等海外地产的财务投资，通过与海外目标市场的领先房地产开发运营平台合作，聚焦住宅、写字楼及仓储物流等领域，以股权、债权和结构化等方式在项目及公司层面进行投资。2018 年，公司实现长期股权投资收益 36.87 亿元，其中来自深圳联新的投资收益为 20.05 亿元，其他还主要包括美国铁狮门项目、工业物流地产处置收益、深圳平安创投投资管理有限公司股权投资收益等。

（3）债权类投资业务

平安不动产除通过基金入股项目公司进行住宅类不动产投资外，还通过债权形式投资房地产领域，计入债权投资、其他流动资产和一年内到期的非流动资产。2018 年以来，公司加大债权类不动产投资力度，截至 2018 年末，公司相关债权类投资规模合计 374.22 亿元，较 2017 年末增长 160.74%，收益率区间集中在 2.50%-10.00%，加权平均年化收益率为 5.91%，期限大部分集中在 1 年以内。2018 年，公司债券类投资实现收益 15.25 亿元。

图表 16. 平安不动产主要债权投资情况（单位：亿元、%）

贷款对象	投资规模	年化利率	期限
桐乡市安豪投资管理有限公司	101.19	2.50-5.60	一年内到期
深圳安创投资管理有限公司	101.04	5.05-5.50	一年内到期
深圳平安创投投资管理有限公司	30.55	5.05-7.00	一年内到期
济南安齐房地产开发有限公司	24.84	2.50-9.00	-
深圳安星驰投资管理有限公司	13.55	5.50-5.60	一年内到期
深圳市平瑞投资管理有限公司	12.02	5.50-7.00	一年内到期
武汉旭祥置业有限公司	11.70	5.70-10.00	-
怡腾投资有限公司	11.13	12.00	非一年内到期
广东安德投资有限公司	11.00	7.00	非一年内到期
云南景和置业有限公司	8.33	4.79-5.70	一年内到期

⁴ 主要体现在公司财务报表中的债权投资科目。

贷款对象	投资规模	年化利率	期限
光鸿投资有限公司	8.00	12.00	一年内到期
长沙平安财富中心有限公司	5.22	5.22-13.19	-
天津市美银房地产开发有限公司	4.14	8.00	-
其他	31.52	4.00-12.00	-
合计	374.22	-	-

资料来源：平安不动产（截至 2018 年末）

管理

1. 公司管理

平安不动产最终控股股东为平安集团，其能够给予公司有力支持。公司设有股东会、董事会和监事会等决策和监督机构，法人治理情况良好。公司根据平安集团较为全面的组织架构和管理体系设置了适应自身经营管理需要的组织架构，各项内部管理制度较为健全。

平安不动产成立于 1995 年，初始注册资本为 0.20 亿元，系由中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“平安集团”）间接控股。后经多次股权变更及股东增资，截至 2014 年末，公司注册资本增至 100.00 亿元，股东包括中国平安财产保险股份有限公司（以下简称“平安产险”）、中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安寿险”）、深圳市平安置业投资有限公司（以下简称“平安置业”）和深圳市平安创新资本投资有限公司（以下简称“平安创新投”），其分别持股 49.00%、20.00%、16.00% 和 15.00%。

2016 年，平安置业将其所持平安不动产股权转让予深圳平科信息咨询有限公司（以下简称“深圳平科”）。同期，平安寿险和平安产险合计对公司增资 103.35 亿元，其中 100.00 亿元用于增加注册资本，3.35 亿元计入资本公积。2017 年，平安创新投将其所持公司股权转让给深圳平科。此后，公司注册资本及股权结构未再变更。截至 2018 年末，公司注册资本为 200.00 亿元，平安寿险、平安产险和深圳平科分别持股 49.50%、35.00% 和 15.50%，公司最终控股股东仍为平安集团。

图表 17. 截至 2018 年末平安不动产股东情况表（单位：%）

股东	持股占比
中国平安人寿保险股份有限公司	49.50
中国平安财产保险股份有限公司	35.00
深圳平科信息咨询有限公司	15.50
总计	100.00

资料来源：平安不动产

作为平安集团核心子公司⁵，平安不动产是平安集团在不动产领域进行投资和管理的主要渠道和载体，投资范围覆盖商业地产、工业物流、养老地产、基金管理和股债权益投资等。

截至 2018 年末，平安不动产经审计的合并口径资产总额为 775.14 亿元，总负债 508.18 亿元，所有者权益为 266.96 亿元；2018 年度公司实现营业总收入 72.39 亿元，实现净利润 33.98 亿元。

2. 风险管理

平安不动产构建了风险准备金、类监管资本和经济资本为一体的风险管控体系。风险准备金计提方面，公司将资产分为不动产类和固定收益类。公司基于损失率将不动产分为正常、关注和不良，且对不良类逐笔计提风险准备金；公司基于交易对手违约率将固定收益资产分为正常、关注和不良，且对正常和关注类资产按一定比例计提⁶风险准备金，对不良类资产逐笔计提⁷风险准备金。类监管资本方面，公司通过压力测试和设定资本充足率指标来管理信用风险和市场风险。经济资本方面，公司通过经济资本、夏普比率⁸和 RORAC⁹指标对资产进行整体的监测和管理。

(1) 信用风险

平安不动产主要面临的信用风险来源于公司存放在商业银行的存款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收款项类投资和其他应收款等。公司通过对潜在投资进行信用分析及对债务人设定整体额度来控制信用风险。

存款方面，平安不动产资金主要存放银行皆为大型国有银行或股份制银行，面临的信用风险较小。截至 2018 年末，公司货币资金合计为 102.16 亿元，较 2017 年末上升 37.50%，其中，现金及银行存款 92.05 亿元，保证金为 9.88 亿元¹⁰，存出投资款 0.23 亿元。

2018 年以来，平安不动产交易性金融资产规模下降较快，年末余额为 73.02 亿元，较年初减少 39.10%¹¹，主要来自于理财产品和公募基金产品投资的压缩。从 2018 年末交易性金融资产的构成来看，主要包括理财产品 30.54 亿元和基金产品 36.42 亿元，其中理财产品的交易对手主要为平安银行，基金产品包括公募基金及私募投资基金；结构化票据 3.15 亿元，发行人为 Shannon Assets，列示于非流动资产科目；股票 1.60 亿元和非上市公司股权 0.32 亿元，投向包括住宅地产、金融投资公司等。

⁵ 目前平安不动产的注册资本在平安集团实际控股子公司中排名第四，平安寿险、深圳平安金融科技咨询有限公司和平安财险分列前三位。

⁶ 计提比例依据预期损失率和同业数据调整后得出。

⁷ 运用现金流贴现模型对不良资产逐笔计算未来现金流现值，根据账面金额和未来现金流现值计提风险准备。

⁸ 夏普比率=(投资组合预期回报率-无风险报酬率)/投资组合标准差。

⁹ Return of Risk Adjusted Capital=毛收益-运营成本-资金成本-风险成本(准备金)/经济资本。

¹⁰ 保证金中 1.05 亿元用于账面价值 2.93 亿元长期借款的质押；3.00 亿元用于账面价值 3.00 亿元的短期借款的质押；美元 0.85 亿元(人民币 5.82 亿元)用于账面价值 1.00 亿元的短期借款的质押。

¹¹ 金融资产科目年初数系采用根据新金融工具会计准则调整后的科目余额。

截至 2018 年末，平安不动产债权投资为 374.22 亿元，其中 329.00 亿元为一年内到期的债权投资，占债权投资比例为 87.92%，包括其他流动资产科目中的一年内债权投资 235.48 亿元和一年内到期的非流动资产的债权投资 93.52 亿元。整体上，债权投资债务人¹²主要分为关联方和非关联第三方，占比分别为 92.37%和 7.63%，投向大部分为境内房地产行业，期限以 1 年以内为主。其中关联方债务人主要包括桐乡市安豪投资管理有限公司（以下简称“桐乡安豪”）、深圳安创投资管理有限公司（以下简称“深圳安创”）、深圳市平安创科投资管理有限公司、济南安齐房地产有限公司（以下简称“济南安齐”）、深圳市平瑞投资管理有限公司和武汉旭祥置业有限公司（以下简称“武汉旭祥”）等，投资主体区域集中在深圳、浙江、重庆、武汉、南京等地。

截至 2018 年末，平安不动产的其他应收款为 31.44 亿元，账龄在一年以内的应收款占比为 77.50%。其中，物业开发代垫款为 7.07 亿元，系公司为项目代垫的拆迁补偿款，相关土地使用权出让成交后将收回；应收关联方款项为 14.92 亿元，包括公司借给关联方的无息且无固定期限的贷款 9.59 亿元和应收债权投资利息 5.33 亿元，主要债务人为平安寿险、济南安齐和武汉旭祥，合计占比为 70.49%；第三方往来款、押金及保证金等总计为 9.44 亿元。

此外，截至 2018 年末，平安不动产应收账款余额为 6.92 亿元，主要来自应收管理服务酬金和应收租金等，其中账龄在一年以内的应收款占比 90.29%，对关联方的应收款占比 89.45%，回收风险较为可控。

平安不动产对交易对手进行内部信用评级及设定限额来管理相关信用风险。公司风控部制定的《信用风险管理指引》规定了交易对手准入标准和信用额度。截至 2018 年末，公司主要交易对手为龙湖地产有限公司（以下简称“龙湖地产”）、招商局地产控股股份有限公司（以下简称“招商地产”）、金地集团股份有限公司（以下简称“金地集团”）、万科企业股份有限公司（以下简称“万科”）、广州越秀集团有限公司（简称“越秀集团”）、绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”）、中国铁建房地产集团有限公司（以下简称“中铁建”）、旭辉集团股份有限公司（以下简称“旭辉集团”）、中国金茂控股集团有限公司（以下简称“金茂集团”）和中海地产集团有限公司（以下简称“中海地产”）。

图表 18. 平安不动产管理口径主要交易对手情况（单位：亿元、个、%）

交易对手	公司内部评级	债权投资规模	股权投资规模	项目个数	投资占比	增信措施
龙湖地产	BBB ⁺	293.02	7.71	35	14.08	董事会席位；财务总监等人员派驻；资金监管
招商地产	A ⁻	166.39	35	32	9.40	董事会席位；财务总监等人员派驻；资金监管
金地集团	BBB	90.21	6	23	4.50	董事会席位；财务总监等人员派驻；资金监管
万科	A ⁻	202.90	50	25	11.84	董事会席位；财务总监等人员派驻；资金监管
越秀集团	BB ⁻	86.75	0	4	4.06	董事会席位；财务总监等人员派驻；资金监管
绿城中国	BBB	84.04	0	9	3.93	董事会席位；财务总监等人员派

¹² 公司对债权投资的信用风险设定相关政策并控制信用风险敞口，具体措施包括：委派管理层、资金监管及归集安排、从第三方获取担保、土地抵押担保或股权质押担保、优先其他债权获得偿还及其他保全措施等。

交易对手	公司内部评级	债权投资规模	股权投资规模	项目个数	投资占比	增信措施
						驻；资金监管
中铁建	A	79.79	10	10	4.20	董事会席位；财务总监等人员派驻；资金监管
旭辉集团	BB ⁺	56.92	20	13	3.60	董事会席位；财务总监等人员派驻；资金监管
金茂集团	BBB ⁺	54.26	20	10	3.48	董事会席位；财务总监等人员派驻；资金监管
中海地产	A ⁻	67.88	0	9	3.18	董事会席位；财务总监等人员派驻；资金监管

资料来源：平安不动产（截至 2018 年末）

（2）流动性风险

平安不动产面临的流动性风险主要来源于公司无法筹集足够资金或不能及时以合理的价格将资产变现以偿还到期债务。在流动性风险管理方面，公司定期分析融资规模、融资成本、负债结构和还款压力，提前做出还款安排。此外公司通过流动比率、速动比率、现金比率等指标和流动性压力测试来定期评估流动性风险。

截至 2018 年末，平安不动产金融负债主要分布于应付债券、长期借款和其他流动负债（以超短期融资券及一年期美元债为主），到期期限如下表所示。公司金融负债期限在一年以上的占比为 39.68%。

图表 19. 平安不动产金融负债合同现金流量到期分析情况表（单位：亿元）

项目	3 个月内	3-12 月	1-5 年	5 年以上	合计
短期借款	14.88	25.07	-	-	39.95
应付票据及应付账款	2.60	-	-	-	2.60
应付利息	0.43	-	-	-	0.43
其他应付款	65.20	-	-	-	65.20
其他流动负债	57.51	53.06	-	-	110.57
长期借款	2.39	31.88	55.30	10.80	100.36
应付债券	24.29	46.31	146.76	-	217.35
合计	167.30	156.32	202.06	10.80	536.47

资料来源：平安不动产（截至 2018 年末）

平安不动产在进行长期投资的同时，亦保持了一定规模的货币资金保有量以及流动性较好的交易性金融资产配置，能够为公司短期债务的偿付提供一定保障。同时，公司积极拓宽融资渠道，以满足短期和长期的资金需求。

（3）市场风险

平安不动产面临的市场风险有三个来源：房地产市场行情的波动、利率波动和外汇波动。公司主要通过区域选择和分散投资来对冲房地产市场波动带来的影响。目前公司项目集中在国内一线城市，投资方向包括商业地产、物流地产、养老地产和住宅地产等。

利率风险方面，平安不动产主要通过管理计息金融资产及计息金融负债的

到期情况来管控利率风险，浮动利率工具一般不到一年便会重新估价一次。相较于 2017 年末，2018 年末公司需重新定价的资产负债总缺口增加了 106.23 亿元。

图表 20. 平安不动产资产负债重新定价期限分布情况（单位：亿元）

项目	3 个月内	3-12 月	1-5 年	5 年以上	合计
2017 年末	76.71	50.72	-76.50	-39.91	11.02
2018 年末	64.97	164.68	-111.69	-0.72	117.25

资料来源：平安不动产

平安不动产的财务部负责监控外币交易和外币资产及负债的规模，以最大程度降低可能面临的外汇风险。未来，公司将通过签署远期外汇合约或货币互换合约的方式来规避外汇风险。截至 2018 年末，公司持有的外币资产合计为 25.68 亿元，外币负债为 41.70 亿元，分别占总资产和总负债比重为 3.31% 和 8.21%。总体来看，公司持有外汇资产及负债比重较小，外汇波动对公司造成的影响较为有限。

（4）操作风险

操作风险主要是指由于人员、内部程序、系统的不完善或失误，以及企业外部事件冲击而给公司带来损失的风险。平安不动产公司通过制定业务操作指引、运营流程制度和系列操作风险管理办法，对公司经营管理过程中的操作风险进行监控和管理。公司已建立了业务流程和风险管控制度体系并持续完善，目前公司业务规模处于不断发展扩大中，尚未出现过较大的操作风险事件。

财务

1. 公司财务质量

普华永道会计师事务所有限公司对平安不动产的 2018 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2018 年末，平安不动产资产总额为 775.14 亿元、负债总额为 508.18 亿元、所有者权益为 266.96 亿元。2018 年实现营业收入和净利润分别为 18.67 亿元和 33.98 亿元。

得益于增资扩股和较强的经营积累能力，近年来平安不动产负债经营程度维持在相对中低水平，但随着业务规模的不断扩大，公司负债率持续攀升，面临较大的短期偿债压力。公司收入和盈利保持稳定增长，但面临融资成本和管理成本上升的压力。

2. 公司盈利能力

近年来，平安不动产业务规模不断扩张，盈利水平良好。但随着融资规模

和管理费用的增加，公司面临较大的成本支出压力。

近年来，得益于业务规模的增长，平安不动产营业收入实现快速增长。2016-2018 年，公司营业收入分别为 14.53 亿元、20.96 亿元和 18.67 亿元，年均复合增长率为 13.33%。近年来随着公司存续项目的退出，投资收益持续增长，2016-2018 年复合增长率为 82.75%。

图表 21. 平安不动产盈利能力指标（单位：亿元，%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	14.53	20.96	18.67
投资收益	16.80	25.11	56.12
期间费用	13.35	22.72	29.80
净利润	10.96	13.38	33.98
毛利率	63.47	81.72	85.92
营业利润率	93.09	83.12	204.49
总资产报酬率	5.11	4.99	8.06
净资产收益率	6.79	6.01	13.67

资料来源：平安不动产

平安不动产收入主要来源于投资顾问收入、租赁收入和财务顾问收入。2016-2018 年，公司上述收入占营业收入比重分别为 70.95%、75.79% 和 73.65%。得益于资产管理投资顾问收入的持续增长，2018 年公司投资顾问收入占比提升至 52.23%。

图表 22. 平安不动产收入结构情况表(单位：%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
租赁收入	29.37	13.56	12.25
投资顾问费收入	26.44	46.17	52.23
物业管理费收入	6.05	5.14	4.63
资产管理服务费收入	8.03	6.80	9.40
工程管理酬金收入	5.21	4.62	1.24
酒店业务收入	4.90	3.49	4.33
投资管理费收入	4.45	3.28	4.74
财务顾问费收入	15.14	16.06	9.17
其他	0.42	0.88	2.01
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：平安不动产

近年来，平安不动产投资收益增长明显，2016-2018 年，投资收益分别为 16.80 亿元、25.11 亿元和 56.12 亿元。2018 年，公司持有债权投资、长期股权投资和交易性金融资产期间实现投资收益分别为 15.25 亿元、36.87 亿元和 4.00 亿元，占投资收益比例分别为 27.17%、65.70% 和 7.13%。其中，债权投资收益较 2017 年应收款项类投资收益增加 85.69%，主要由于投资规模扩大所致；长期股权投资收益同比增加 223.74%，增量主要来自对联营和合营企业的收益。

图表 23. 平安不动产投资收益结构情况表(单位: %)

项目	2016 年	2017 年	2018 年
债权投资	-	-	27.17
应收款项类投资	44.06	32.70	-
长期股权投资	32.34	45.35	65.70
其中: 处置损益	-	10.36	9.51
应占联营和合营企业的损益	32.34	34.99	56.19
可供出售金融资产	8.88	0.45	-
交易性金融资产	-	-	7.13
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	14.72	21.50	-
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源: 平安不动产

期间费用方面, 平安不动产期间费用以管理费用和财务费用为主, 管理费用和财务主要构成为职工薪酬和利息费用。为满足业务的发展, 公司不断扩充外部融资规模并增加在职人员, 融资成本及人员支出处于较高水平, 期间费用呈逐年上升态势, 2016-2018 年, 公司期间费用率分别为 91.83%、108.43% 和 159.62%。随着业务规模的持续扩大, 公司成本费用呈现上升趋势。

整体来看, 平安不动产资产管理业务收入保持快速增长, 随着存续项目陆续退出, 公司投资收益亦保持增长。但项目的退出受市场环境具有一定的不确定性。此外公司期间费用水平较高, 且呈进一步扩大趋势, 公司整体的盈利能力仍然面临一定挑战。

3. 公司偿债能力

近年来, 平安不动产通过平安集团注资和经营积累补充资本, 自有资本实力显著增强; 但随着投资规模的扩大, 公司负债率持续攀升, 短期偿债压力上升。

(1) 债务分析

A. 债务结构

得益于较强的经营积累能力, 近年来平安不动产自有资本实力不断增强。2016-2018 年末公司所有者权益分别为 214.89 亿元、230.29 亿元和 266.96 亿元, 2016-2018 年平均复合增长率为 11.46%。公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成, 截至 2018 年末上述科目分别占所有者权益的 74.92% 和 19.76%。此外, 2018 年公司成功发行永续中票作为资本补充, 当年末永续中票余额为 4.96 亿元, 无固定到期日但设有利率调升机制, 公司有权于发行后的第三个及其后每个付息日按照面值加应付利息 (包括所有递延支付的利息及其孳息) 赎回, 若不行使赎回权票面利率则调整为档期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。

为支持业务的持续发展, 平安不动产负债规模逐年增加, 2016-2018 年末

负债总额分别为 301.98 亿元、370.44 亿元和 508.18 亿元，2016-2018 年平均复合增长率为 29.72%。公司资产负债率呈现攀升趋势，2016-2018 年末公司资产负债率分别为 58.42%、61.66%和 65.56%，目前尚位于合理区间。

截至 2016-2018 年末，平安不动产刚性债务余额分别为 265.25 亿元、328.47 亿元和 431.85 亿元，其中，短期刚性债务占比分别为 37.05%、34.52%和 55.58%。公司短期刚性债务主要由短期借款、应付短期融资券、一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券构成，截至 2018 年末，上述科目余额分别为 37.99 亿元、109.33 亿元、31.19 和 61.52 亿元；公司长期刚性债务构成为长期借款和应付债券，截至 2018 年末余额分别为 56.43 亿元和 135.39 亿元。2018 年以来，由于公司应付超短期融资券较 2017 年末增加 56.38 亿元，且新增一年内到期的应付债券 61.52 亿元，同期末短期刚性债务明显上升。随着项目开发规模的扩大，中短期内公司将面临持续的资本补充压力。

图表 24. 平安不动产负债情况（单位：亿元）

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务	98.26	113.39	240.03
其中：短期借款	53.20	47.66	37.99
一年内到期的长期借款	1.86	10.15	31.19
一年内到期的应付债券	-	-	61.52
应付短期融资券	39.96	52.95	109.33
应付利息	3.18	2.63	-
长期刚性债务	166.99	215.09	191.81
其中：长期借款	56.65	68.34	56.43
应付债券	110.34	146.75	135.39
合计	265.25	328.47	431.85

资料来源：平安不动产

资本补充方面，出于对公司业务发展的重视，平安集团先后多次向平安不动产进行注资，截至 2018 年末，公司注册资本由 1995 年的 0.20 亿元增至 200.00 亿元。此外，公司自主融资渠道畅通，截至 2018 年末，公司于境内发行的存续债务融资工具余额合计 254.96 亿元；境外发行的债务融资工具包括离岸美元债券 3 亿美元、离岸港币债券 15 亿港币及离岸高级无抵押债券 2.5 亿美元。未来公司还将通过发行资产证券化产品、设立私募基金募资等方式拓宽融资渠道，进一步优化融资结构。

银行授信方面，截至 2018 年末，平安不动产共获得商业银行 774.77 亿元综合授信额度，其中已使用授信额度 237.09 亿元，尚未使用的授信额度为 537.68 亿元。

由于平安不动产的业务特性，公司关联方往来款规模较大，2016-2018 年末公司应付关联方款项余额分别为 12.72 亿元、16.90 亿元和 43.72 亿元，计入“其他应付款”科目。

B. 承诺事项

平安不动产承诺事项主要分为资本承诺、租赁承诺和对外投资承诺，资本承诺为对于物业开发的资本承诺，租赁承诺为需支付的最低租赁付款额，对外投资承诺为对合营企业的投资承诺。受物业开发资本性承诺和对外投资承诺规模下降幅度较大影响，2018 年以来，公司承诺事项涉及金额同比大幅减少。截至 2018 年末，公司应付承诺事项金额总计为 30.02 亿元，较年初减少 60.59%。其中，有关物业开发已签约但未计提或已授权但未签约的金额总计为 2.88 亿元，较年初减少 87.62%；需支付的最低租赁付款额为 0.93 亿元，支付期限在 3 年以内的占比为 89.44%；对合营企业投资已签约但未计提金额为 26.21 亿元，较年初增长减少 49.26%。

(2) 现金流分析

平安不动产经营性现金流受主营业务创现情况及资金往来事项影响较大。2016-2018 年，公司剔除“其他与经营活动有关”的现金流影响，经营性现金净流入分别为-2.79 亿元、-6.23 亿元和 9.93 亿元。得益于应收账款的回收，2018 年公司现金流由负转正，当年营业收入现金率为 159.32%，同比增加 105.92 个百分点。公司其他与经营活动有关的现金流主要来自于对关联方及第三方的往来款，2016-2018 年净现金流分别为 5.64 亿元、-2.96 亿元和 16.40 亿元，其中 2018 年公司收到第三方的往来款资金流入明显扩大。

随着业务的扩张，近年来平安不动产项目投资和理财产品等投资规模上升较快，投资活动现金净流出量维持较高水平。2016-2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-203.97 亿元、-28.75 亿元和-82.92 亿元。

平安不动产主要通过增资及债务融资支持业务发展，筹资活动产生的现金流入规模较大。2016 年，公司获得平安集团的大规模注资，当期筹资活动产生的现金流量净额大幅增长。2017 年以来，由于前期积累的债务集中到期，当年公司偿还债务支付的现金规模显著增长，筹资活动产生的现金流量净额下降幅度较大，但仍能维持正向流入。2016-2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 214.35 亿元、44.65 亿元和 87.96 亿元。

随着平安不动产管理资产的增加及自主投资项目的逐步退出，2016-2018 年公司 EBITDA 逐年增长，分别为 20.35 亿元、29.42 亿元和 57.42 亿元，其对利息支出及即期债务的覆盖程度不断提高。但公司经营性现金流受资金往来事项影响较大，对短期债务的保障能力在年度间差异较大。

图表 25. 平安不动产现金流对债务的覆盖情况

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
EBITDA/利息支出（倍）	2.24	2.52	3.08
EBITDA/短期刚性债务（倍） ¹³	0.25	0.28	0.32

¹³ EBITDA/短期刚性债务=EBITDA/（（期初短期刚性负债+期末短期刚性负债）/2）。

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
经营性现金净流入量（亿元）	2.86	-9.19	26.32
经营性现金净流入量与流动负债比率（%）	2.70	-6.44	11.24
经营性现金净流入量/短期刚性债务（%） ¹⁴	3.45	-8.69	14.90

资料来源：平安不动产

（3）资产质量分析

近年来，随着资本金的注入和业务的持续发展，平安不动产资产规模逐步扩大，2016-2018 年末资产总额分别为 516.87 亿元、600.73 亿元和 775.14 亿元。公司资产又以流动资产为主，同期流动资产占比分别为 64.42%、62.82% 和 69.19%。

平安不动产流动资产主要由其他流动资产、货币资金、一年内到期的非流动资产和交易性金融资产构成，截至 2018 年末，上述科目占流动资产的比例分别为 44.05%、19.05%、17.44% 和 12.30%。2018 年末，其他流动资产余额为 236.23 亿元，其中 235.48 亿元为债权投资；货币资金为 102.16 亿元，绝大部分为现金和银行存款，占比在 90% 以上，其余货币资金¹⁵为保证金和存出投资款；一年内到期的非流动资产余额为 93.52 亿元，全部为债权投资；交易性金融资产（不包含非流动资产中的交易性金融资产）余额为 65.97 亿元，其中，基金产品、银行理财产品、结构化票据及股票占比分别为 49.87%、41.82%、4.32% 和 2.19%；其他应收款为 31.44 亿元，包括物业开发代垫款¹⁶7.07 亿元、集团内关联公司往来款 9.59 亿元、第三方往来款 5.16 亿元、应收利息 5.49 亿元和股权诚意金 2.83 亿元等；存货为 0.02 亿元，较 2017 年末下降 99.79%，主要系浙江桐乡养老养生度假项目和杭州平安金融中心项目完工并分别转入固定资产和投资性房地产所致。

2016-2018 年末，平安不动产非流动资产分别为 183.89 亿元、223.34 亿元和 238.82 亿元。非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、债权投资和其他非流动资产构成，截至 2018 年末，上述科目占非流动资产比例分别为 43.31%、24.18%、18.93% 和 8.76%。2018 年末，公司投资性房地产为 57.75 亿元，较 2017 年末减少 46.55%，主要原因为大部分工业物流项目于 2018 年得到处置；长期股权投资 103.42 亿元，较 2017 年末增长 27.68%，投向主要为公司旗下并表子公司与房地产企业共同设立的物业或房地产项目公司；债权投资为 45.22 亿元，较 2017 年末（相关资产计入应收款项类投资）增长 71.43%，主要为公司对与房地产企业共同设立的项目公司的债权投资和夹层投资。

整体上平安不动产流动比率和速动比率有所上升。2016-2018 年末，公司

¹⁴ 经营性现金净流入量/短期刚性债务=报告期经营性现金流量净额/[(期初短期刚性负债+期末短期刚性负债)/2]×100%。

¹⁵ 其他货币资金中人民币 1.05 亿元用于账面价值 2.93 亿元长期借款的质押；人民币 3.00 亿元用于账面价值 3.00 亿元的短期借款的质押；美元 0.85 亿元用于账面价值 1.00 亿元的短期借款的质押；人民币 0.24 亿元为存出投资款。

¹⁶ 物业开发垫款账龄超过一年，公司基于客户情况，认为这部分款项收回可能性较大，未计提减值准备。

流动比率分别为 251.90%、246.41% 和 170.16%，速动比率分别为 237.04%、239.68% 和 170.13%。

公司抗风险能力评价

作为平安集团不动产投资和运营的主要载体，平安不动产能在资本金注入、资金和业务等方面得到平安集团的强有力支持。目前公司投资业务包含商业地产、工业物流、养老地产和住宅地产等，较为多元化且主要集中在国内核心城市，有助于分散及降低投资风险。公司管理团队在房地产领域的投资管理经验丰富，且主要项目退出渠道较为明确。

1. 项目类型较为分散且集中在核心城市

目前平安不动产投资业务包含商业地产投资、工业物流投资、养老地产投资和住宅地产相关的金融投资等，业务较为多元化。通过区域选择和分散投资的方式，有助于降低房地产市场波动给公司运营带来的影响。

2. 管理团队经验较为丰富

平安不动产的管理团队曾分别就职于国内知名度较高的金融和房地产机构，对房地产市场有深入的认识，房地产投资管理经验丰富。

3. 与平安集团保险业务联动紧密

平安不动产的投资业务主要为向平安集团提供不动产投资及资产管理服务，收入较稳定且具有一定成长空间。其中公司投资的部分项目主要通过平安集团保险资金收购实现退出，退出渠道较为明确，集团协同效应明显。

公司过往债务履约情况

根据平安不动产提供的 2019 年 3 月 21 日《企业信用报告》，公司无债务违约情况发生。

外部支持

作为平安集团不动产投资和运营的主要载体，平安不动产能在资本金注入、资金和业务等方面得到平安集团的强有力支持。2014 年平安集团累计向公司增资 80.00 亿元，2016 年 4 月平安集团通过平安寿险和平安产险向公司增资 103.35 亿元，其中 100.00 亿元用于增加注册资本，3.35 亿元计入资本公积。截至 2018 年末，公司注册资本为 200.00 亿元。

跟踪评级结论

平安不动产最终控股股东为平安集团，其能够给予公司有力支持。公司设有股东会、董事会和监事会等决策和监督机构，法人治理情况良好。公司根据平安集团较为全面的组织架构和管理体系设置了适应自身经营管理需要的组织架构，各项内部管理制度较为健全。

作为平安集团核心子公司，平安不动产是平安集团进行不动产管理和投资的主要渠道和载体，业务分为资产管理和投资。资产管理方面，公司主要为平安集团提供不动产资产管理服务，服务收入较为稳定且有一定的增长空间。投资方面，公司投资业务包含商业地产投资、工业物流投资、养老地产投资和基金投资等，投资的项目主要通过平安集团保险资金和市场其他第三方机构退出。近年来，由于业务发展速度较快，资金需求量大，公司面临较大的资金平衡压力。

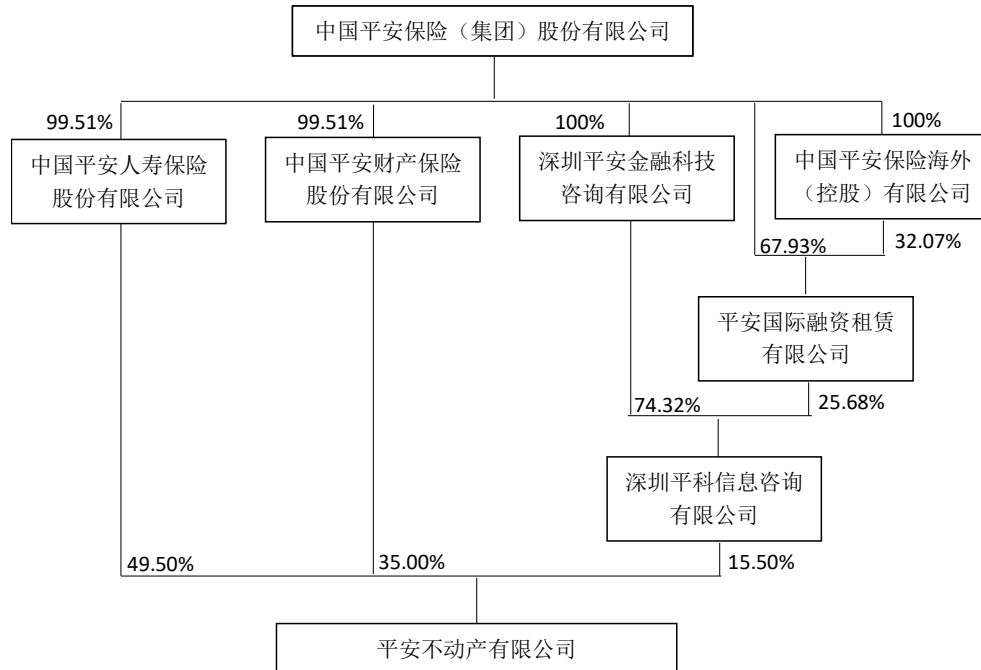
作为平安集团不动产投资和运营的主要载体，平安不动产能在资本金注入、资金和业务等方面得到平安集团的强有力支持。目前公司投资业务包含商业地产、工业物流、养老地产和住宅地产等，较为多元化且主要集中在国内核心城市，有助于分散及降低投资风险。公司管理团队在房地产领域的投资管理经验丰富，且主要项目退出渠道较为明确。近年来，公司业务规模不断扩张，盈利水平良好。但随着投融资需求的持续增加，公司面临较大的流动性风险管理压力及资金成本支出压力。

近年来，平安不动产通过平安集团注资和经营积累补充资本，自有资本实力显著增强；但随着投资规模的扩大，公司负债率持续攀升，面临较大的短期偿债压力。

本评级机构仍将持续关注（1）宏观经济环境及房地产市场环境变化对平安不动产业务经营情况和风险管理压力的影响；（2）公司投资资金需求、投资回报及现金流平衡情况。

附录一：

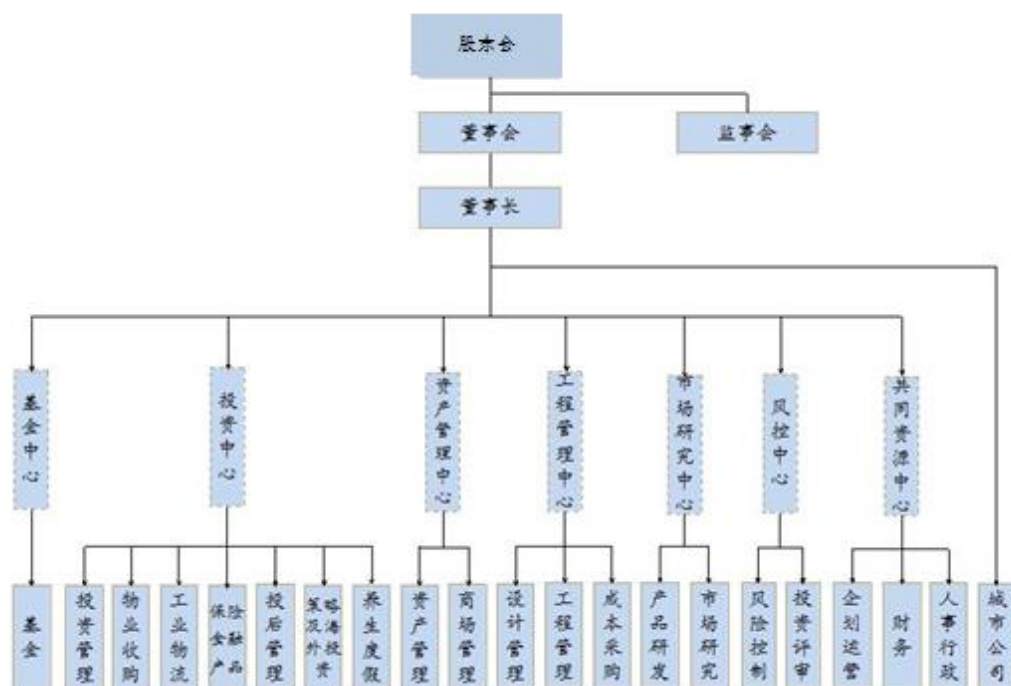
公司股权构架图



资料来源：平安不动产（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



资料来源：平安不动产（截至 2018 年末）

附录三：

公司主业涉及的核心经营主体及其概况

名 称	注册地	注册资本（亿元）	持股比例（%）	主营业务
平安不动产资本有限公司	香港	12.86	100.00	投资平台
上海平双投资管理有限公司	上海	10.00	100.00	投资平台
上海安宜投资管理有限公司	上海	19.20	100.00	投资平台
上海安滨投资管理有限公司	上海	19.20	100.00	投资平台
上海安碧管理咨询有限公司	上海	20.00	100.00	投资平台
上海安呈管理咨询有限公司	上海	20.00	100.00	投资平台
上海安欢管理咨询有限公司	上海	20.00	100.00	投资平台
上海安儒企业管理咨询有限公司	上海	20.00	100.00	投资平台
上海安赏企业管理咨询有限公司	上海	20.00	100.00	投资平台
上海安标管理咨询有限公司	上海	20.00	100.00	投资平台
上海安榜管理咨询有限公司	上海	20.00	100.00	投资平台
上海安翻企业管理咨询有限公司	上海	20.00	100.00	投资平台
上海安鞠企业管理咨询有限公司	上海	20.00	100.00	投资平台

注：根据平安不动产年度报告整理（截至 2018 年末，取合并范围内注册资本在人民币 10 亿元以上，或美元 1 亿元以上子公司）

附录四：
主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额[亿元]	516.87	600.73	775.14
货币资金[亿元]	55.92	74.30	102.16
刚性债务[亿元]	265.25	328.47	431.85
所有者权益[亿元]	214.89	230.29	266.96
营业收入[亿元]	14.53	20.96	18.67
净利润[亿元]	10.96	13.38	33.98
EBITDA[亿元]	20.35	29.42	57.42
经营性现金净流入量[亿元]	2.86	-9.19	26.32
投资性现金净流入量[亿元]	-203.97	-28.75	-82.92
资产负债率[%]	58.42	61.66	65.56
长期资本固定化比率[%]	47.80	49.90	51.92
权益资本与刚性债务比率[%]	81.01	70.11	61.82
流动比率[%]	251.90	246.41	170.16
速动比率[%]	237.04	239.68	170.13
现金比率[%]	115.10	124.36	53.34
利息保障倍数[倍]	2.18	2.39	2.97
有形净值债务率[%]	140.79	161.43	190.82
营运资金与非流动负债比率[%]	118.26	103.20	114.58
担保比率[%]	-	-	-
应收账款周转速度[次]	3.06	1.88	1.63
存货周转速度[次]	0.31	0.27	0.55
固定资产周转速度[次]	83.53	78.57	22.29
总资产周转速度[次]	0.04	0.04	0.03
毛利率[%]	63.47	81.72	85.92
营业利润率[%]	93.09	83.12	204.49
总资产报酬率[%]	5.11	4.99	8.06
净资产收益率[%]	6.79	6.01	13.67
净资产收益率[%]*	6.85	6.09	13.75
营业收入现金率[%]	77.86	53.40	159.32
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.70	-6.44	11.24
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.26	-2.73	5.99
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-189.82	-26.60	-24.17
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-88.45	-11.29	-12.88
EBITDA/利息支出[倍]	2.24	2.52	3.08
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.10	0.15

注：表中数据依据平安不动产经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初资产总计+期末资产总计)/2]]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初负债总额+期末负债总额)/2]]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准；

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务；

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销。

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。