

平安不动产有限公司  
及其发行的公开发行债券  
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[2021]100636】

**评级对象:** 平安不动产有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
16 不动产	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 7 月 29 日
18 平安不动 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 5 日
18 平安不动 MTN002	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 8 月 10 日
18 平安不动 MTN003	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 11 月 9 日
19 平安不动 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 12 月 29 日
20 平安不动 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 12 月 31 日
20 平安不动 MTN002	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	-	AAA/稳定/AAA/2020 年 10 月 9 日

## 主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司数据</b>				
货币资金	60.83	108.24	130.24	29.06
刚性债务	313.41	290.32	351.18	359.15
所有者权益	253.15	325.11	429.19	436.00
经营性现金净流入量	18.75	-20.70	-11.95	-18.38
<b>合并口径数据</b>				
总资产	775.14	864.61	1054.30	1042.32
总负债	508.18	492.21	570.57	555.26
刚性债务	432.46	374.99	441.30	472.66
所有者权益	266.96	372.41	483.73	487.06
营业收入	18.67	21.98	33.48	11.45
净利润	33.98	68.25	56.45	6.24
经营性现金净流入量	26.32	19.23	27.33	-23.48
EBITDA	57.42	92.51	84.82	-
资产负债率[%]	65.56	56.93	54.12	53.27
权益资本与刚性债务比率[%]	61.73	99.31	109.61	103.05
流动比率[%]	170.16	226.05	189.70	187.43
现金比率[%]	53.34	64.42	66.01	28.72
利息保障倍数[倍]	2.97	4.65	4.31	-
净资产收益率[%]	13.67	21.35	13.19	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.99	3.84	5.14	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.88	12.46	-10.68	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.08	4.76	4.42	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.23	0.21	-

注: 根据平安不动产有限公司经审计的 2018-2020 年财务数据和未经审计的 2021 年一季度财务数据整理、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、发行人或公司)及其发行的公开发行债券的跟踪评级反映了 2020 年以来平安不动产在股东支持、业务运营及盈利能力等方面保持优势,同时也反映了公司在行业集中度、融资和信用风险管理等方面继续面临压力。

## 主要优势:

- **股东支持。**平安不动产的最终控制方为中国平安,综合实力雄厚。作为集团不动产投资和运营的主要载体,公司能够在资本补充、业务开展和流动性等方面得到有力支持。
- **协同效应明显。**平安不动产为平安寿险、平安产险等提供持有型物业的运营和投资管理服务,且公司投建的部分项目由险资直接收购,退出渠道畅通,集团协同效应明显。
- **盈利能力较强。**得益于集团投资规模的整体扩张以及前期项目的顺利退出,近年来平安不动产逐步实现较为丰厚的投资收益,盈利能力较强。

## 主要风险:

- **房地产行业波动。**房地产行业周期性强且政策敏感度高,平安不动产的经营情况易受房地产市场波动影响。
- **融资压力。**基于集团险资资产配置及公司自身投资需求,平安不动产处于快速发展阶段,投资项目较多,且现阶段主要依赖外部融资平衡现金流,且债券融资占比较高,预计未来将面临持续的融资压力。
- **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上述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；认为上述债券还本付息安全性极高，并给予上述债券 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及其发行的公开发行债券

# 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)、2018 年度第一期中期票据、2018 年度第二期中期票据、2018 年度第三期中期票据、2019 年度第一期中期票据、2020 年度第一期中期票据及 2020 年度第二期中期票据(分别简称“16 不动产”、“18 平安不动 MTN001”、“18 平安不动 MTN002”、“18 平安不动 MTN003”、“19 平安不动 MTN001”、“20 平安不动 MTN001”及“20 平安不动 MTN002”)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 2020 年度、未经审计的 2021 年一季度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。

截至 2021 年 5 月末,平安不动产已发行债券本息兑付情况正常,存续期债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 2021 年 5 月末,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	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
该公司	19 不动 02	15	3	4.35	2019-07	无异常
该公司	19 不动 04	7.5	7	4.40	2019-07	无异常
该公司	19 不动 05	7.1	5	3.70	2019-08	无异常
该公司	19 不动 06	9.4	7	4.30	2019-08	无异常
该公司	19 不动 07	11	3	4.28	2019-09	无异常
该公司	19 不动 08	5	3	4.35	2019-10	无异常
该公司	20 不动 01	14	2	3.30	2020-03	无异常
该公司	20 平安不动 MTN001	15	3+2	2.77	2020-04	无异常

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	20 不动 Y1	30	7+N	4.40	2020-04	无异常
该公司	20 不动 02	30	3	3.45	2020-06	无异常
该公司	20 平安不动 MTN002	15	3	3.85	2020-10	无异常
该公司	21 不动 01	20	3	3.80	2021-01	无异常
该公司	21 不动 02	20	3	3.90	2021-05	无异常
FUXIANG	固定票息中期票据	15 亿港币	5	3.80	2017-05	无异常
富庆投资管理有 限公司	2019 年美元债券	4 亿美元	3	4.46	2019	无异常
富庆投资管理有 限公司	2020 年美元债券	5 亿美元	5	3.25	2020	无异常

资料来源：平安不动产

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## （2）行业环境

2020 年房地产开发投资保持正增长，下半年来持续提升的市场热度抵消了前期疫情影响，全年房地产市场销售呈现量增价涨的态势。近年国家对房地产调控坚持“房住不炒”定位，落实因城施策、城市政府主体责任的长效

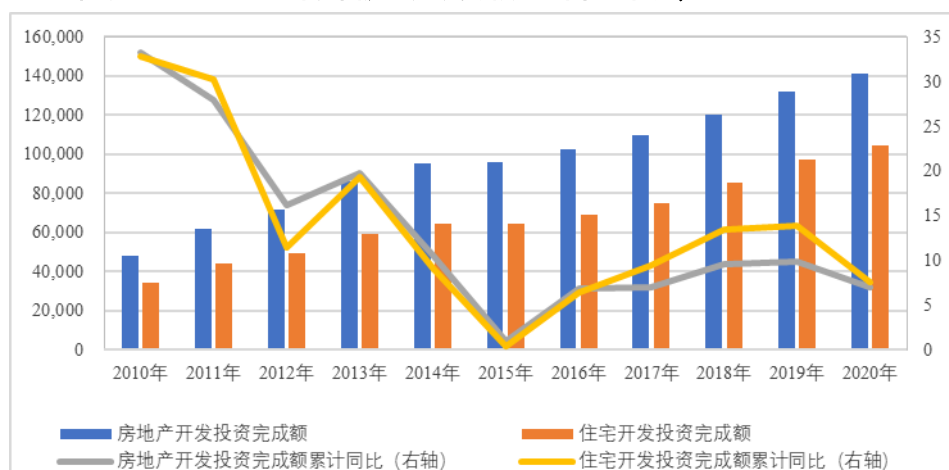


调控机制。近期房地产市场融资环境持续收紧，在弱化市场预期同时或亦弱化按揭贷款便利程度，进而削弱居民购买力，预计未来住宅销售去化压力加大。同时收紧的外部融资环境也加快了资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升，中小房企面临挑战。在销售承压、大额到期债务待偿、增量融资受限的预估情境下，预计 2021 年全行业流动性风险将进一步升高，高杠杆、高负债的房企将面临很大的信用风险暴露可能性。

## A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2019 年我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 13.22 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 9.71 万亿元，占比保持在 70% 上下。2020 年以来，一季度受新冠肺炎疫情影响行业运行基本停滞，房地产开发投资增速为-7.70%。随着 3 月份开始全国各地陆续复工复产，二季度起各企业加快了建设进度，6 月全国房地产开发投资累计同比由负转正。2020 年全年全国房地产开发投资完成额为 14.14 万亿元，同比增长 7.0%，其中住宅开发投资完成额为 10.44 万亿元，同比增长 7.6%，相比 2019 年，增速有所收窄。从各地区<sup>1</sup>开发投资增长情况看，东部地区增长 7.6%，中部地区增长 4.4%，西部地区增长 8.2%，东北地区增长 6.2%。

图表 2. 2010-2020 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



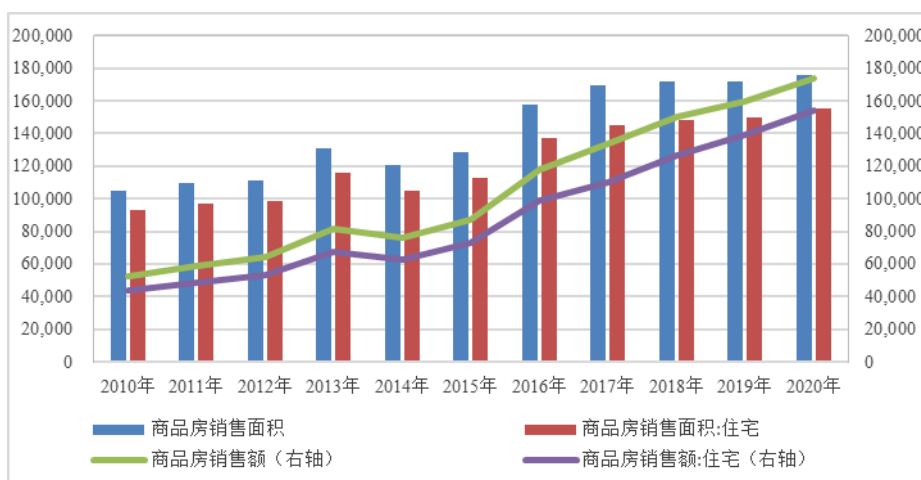
资料来源：国家统计局

近两年我国商品房销售面积呈窄幅波动态势。2017-2019 年我国商品房销售面积分别为 16.94 亿平方米、17.17 亿平方米和 17.16 亿平方米，增速分别为 7.7%、1.3%和-0.1%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长，全年商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增

<sup>1</sup> 各地区分区如下：东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

长 6.5%，其中住宅销售额增长 10.3%。进入 2020 年，一季度因疫情原因销售受到较大冲击，当期全国商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。二季度商品房销售出现了恢复性增长，降幅逐月收窄，三、四季度房地产市场热度持续提升，全年销售指标小幅增长。2020 年全年我国商品房销售面积为 17.61 亿平方米，同比增长 2.6%；其中住宅销售面积增长 3.2%，办公楼销售面积下降 10.4%，商业营业用房销售面积下降 8.7%。同期我国商品房销售额为 17.36 万亿元，同比增长 8.7%，其中住宅销售额增长 10.8%，办公楼销售额下降 5.3%，商业营业用房销售额下降 11.2%。分地区看，东部地区商品房销售面积同比增长 7.1%，销售额增长 14.1%；中部地区商品房销售面积下降 1.9%，销售额增长 1.0%；西部地区商品房销售面积增长 2.6%，销售额增长 5.1%；东北地区商品房销售面积下降 5.8%，销售额下降 1.5%。根据 Wind 数据显示，2020 年百城住宅价格指数同比增长 3.46%，与 2019 年 12 月相比，2020 年 12 月百城住宅均价上涨 627 元/平方米至 15795 元/平方米；其中一线城市住宅均价上涨 1079 元/平方米至 42,740 元/平方米，二线城市住宅均价上涨 451 元/平方米至 14,609 元/平方米，三线城市住宅均价上涨 440 元/平方米至 9,918 元/平方米，同比上涨 2.77%、3.18% 和 4.64%。从市场走势看，全年房地产市场销售呈量增价涨态势，各线城市走势较为趋同。

图表 3. 2010-2020 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

土地市场方面，为缓解疫情对经济发展的负面影响，2020 年二季度起大部分城市加大了优质土地供应力度，全年住宅用地供应量和成交量均同比小

<sup>2</sup> 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，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。



幅增长。根据 CREIS 中指数据显示, 2020 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 14.31 亿平方米, 同比增长 5.40%, 其中住宅建设用地推出 5.81 亿平方米, 同比增长 3.96%。分城市能级来看, 上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,849.91 万平方米, 同比增长 7.63%, 成交 1,675.50 万平方米, 同比增长 11.78%; 二线城市住宅推地 22,795.71 万平方米, 同比增长 4.67%, 成交 20,584.05 万平方米, 同比增长 9.06%; 三四线城市住宅推地 33,500.83 万平方米, 同比增长 3.29%, 成交 28,051.73 万平方米, 同比增长 10.30%。全年土地市场活跃度提升, 流拍率下降, 溢价率略有提升, 原因主要为: 一方面, 实体经济恢复缓慢, 多地政府为缓解财政压力加大推地力度, 土地供应量明显增多; 一方面, 房企顺市场低迷时调整土地储备结构拿地愿望较强。多重因素作用下, 资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 4. 2018-2020 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	13.39	21.17%	13.58	1.43%	14.31	5.40%
其中: 住宅用地推出面积 (亿平方米)	5.26	26.64%	5.59	6.40%	5.81	3.96%
各类用地成交面积 (亿平方米)	11.14	16.55%	11.41	2.44%	12.52	9.71%
其中: 住宅用地成交面积 (亿平方米)	4.12	12.57%	4.58	11.19%	5.03	9.79%
各类用地成交出让金 (万亿元)	4.27	3.93%	5.17	20.95%	6.07	17.48%
其中: 住宅用地出让金 (万亿元)	3.47	2.94%	4.36	25.52%	5.17	18.76%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	2,096.93	-11.68%	2,414.34	15.14%	2,562.96	6.16%
住宅用地成交楼面均价 (元/平方米)	3,677.27	-8.18%	4,169.54	13.39%	4,527.45	8.58%
各类用地成交溢价率	13.13%		12.84%		13.55%	
住宅用地成交溢价率	14.74%		14.20%		15.36%	

资料来源: CREIS 中指数据

## B. 政策环境

2020 年以来我国房地产政策延续 2019 年主基调, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 全面落实因城施策差异化调控, 房地产市场平稳健康发展的长效管理调控逐步实施。针对疫情对经济造成的重大不利影响, 强调不把房地产作为短期刺激经济的手段, 保持房地产政策的连续性、一致性、稳定性。各地政府围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标, 根据区域市场特点出台不同的调控政策, 承担更多的调控主体责任。各地落实“因城施策”, 有收有放, 不断优化调控措施, 保持房地产市场健康稳定发展。

2020 年初, 针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响, 国家出台一系列逆周期调节政策, 加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时, 部分省市出台房地产行业扶持政策, 内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面, 以对冲疫情影响。随着市场逐渐回暖, 部分地区对市场出现过高预期或过热形势, 4 月中和 7 月底的政治局会议两次重申“房住不炒”定位, 促进房地产市场平稳健康发展。7 月 24 日召开的房地产座谈会首次提出“实施好房地产金融审慎管理制度”。7 月以来, 包括杭州、东莞、宁波、内蒙古、

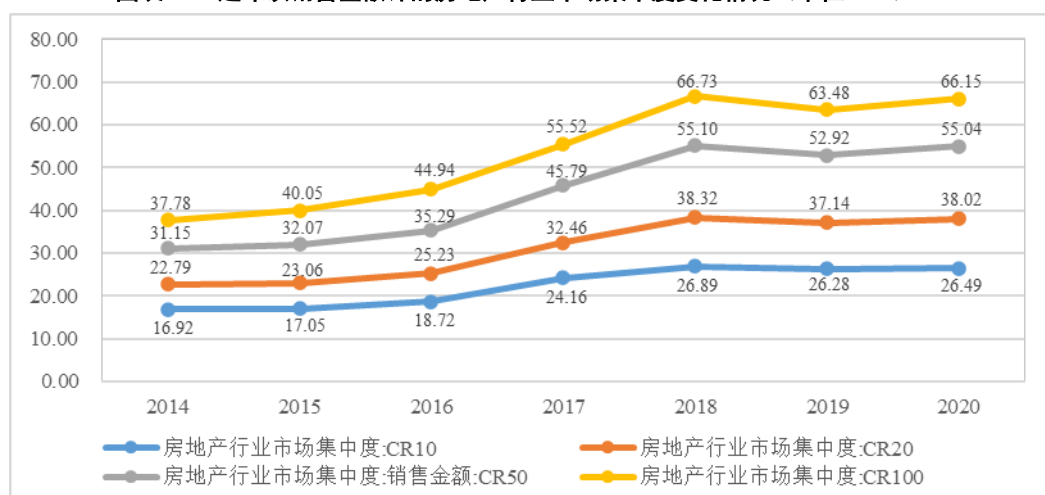
郑州、深圳、南京等房价有所上涨的城市开始出台房地产调控收紧政策。8月，多个部门开始释放调控房地产市场和收紧房地产企业融资阀门的政策信号，后续将对房地产融资按“三条红线”进行分类监管。12月31日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（自2021年1月1日起实施），建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，以防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险，提高银行业金融机构稳健性。对房地产行业而言，8月份的房企“三条红线”监管政策从资金需求端对行业进行约束，银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度则从资金供给端实行总额控制，防止金融机构进一步做增量。新融资政策的出台将有利于市场主体形成稳定的政策预期，推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。

2020年政府在土地政策的重要调整系国务院发布《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》（以下简称“《决定》”），下放部分建设用地审批权至省、自治区、直辖市。用地审批权下放，赋予地方更大的自主权，让地方优化土地资源配置，释放地方发展的主动性、能动性，可助力地方经济发展，同时减少上报国务院审批的流程，可提高审批效率、项目落地效率和土地利用效率。《决定》还特别强调，各省级单位政府要严格审查涉及永久基本农田等特殊用地的占用，要切实保护耕地，节约集约用地，盘活存量土地。另外，国家对租赁住房的政策倾斜持续。针对2020年下半年以来热点城市土地市场持续供不应求、溢价率持续升高的态势，2021年2月起多个重点城市推行土地集中出让制度，即集中发布出让公告、集中组织出让活动，且2021年发布住宅用地公告不能超过三次。预计在透明度提升下更多企业可参与土地市场交易，同时企业也有更多竞品选择，有助于降低整体市场竞拍热度，整体地价也会因土地市场集中放量而平缓，地价涨幅有望进一步降低。而对于近年来扩张速度较快，且踩了红线的企业来说，集中供地模式或将产生一定资金压力。

### C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。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，在多轮调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据WIND资讯数据，2020年CR10/CR20/CR50/CR100比值由2019年的26.28%/37.14%/52.92%/63.48提升至26.49%/38.02%/55.04%/66.15%，2020年行业集中度提升，各档次企业销售占比均呈现小幅提升态势。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 5. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：WIND 资讯

#### D. 风险关注

**去化压力加大。**房地产开发及居民购房环节债务依赖度高，持续收紧的融资政策效应将进一步显现。一方面开发企业加速回款动力将进一步强化，另一方面按揭贷款便利程度弱化将削弱居民购买力。预计 2021 年住宅销售压力或将增大，在房价持稳的情况下面临的资金压力或明显增大。

**集中度持续提升，中小房企面临挑战。**近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，拿地动力强劲，土地资源倾斜度高。近期房地产市场融资环境的持续收紧加快了资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升。而中小房企或由于项目布局过于集中，或由于融资受限，面临更大的市场竞争压力和整合风险。

**调控融资政策持续收紧，流动性风险进一步上升。**房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力增大、在建项目投入不减、大额到期债务待偿、增量融资受限的预设（预估）情境下，预计 2021 年全行业流动性风险将进一步升高。尤其是近年来高杠杆扩张后销售端资金回笼受阻的经营风格较为激进的房企，信用风险暴露的可能性将进一步加大，部分房企如泰禾集团的流动性风险暴露。值得关注的是，房地产行业与其他行业的显著区分在于，房地产业更注重个体项目，而非法人主体，当法人主体遭遇资金链断裂时，将更侧重于项目的整合与处置，对法人主体实施直接救助的必要性弱。在流动性承压的情形下，需重点关注开发企业的治理水平与项目品质，以及出售项目以实现自救的便捷程度。

## 2. 业务运营

平安不动产是中国平安进行不动产管理和投资的主要渠道和载体，是集团旗下核心平台之一。公司为险资提供不动产的物业运营、工程管理服务，同时

从事不动产投资业务，涉及商业地产、工业物流地产、养老地产和住宅地产等。其中，前三类投资项目主要通过集团险资或其他第三方机构收购实现退出；住宅地产投资采用财务类股权出资和债权投资结合的模式，部分投资通过私募基金落地，合作机构均为市场领先的房地产企业。受益于集团不动产投资的整体扩张，公司业务增长迅速，近年来逐步取得较为丰厚的投资收益，但仍需关注房地产行业周期性波动及政策调整对公司业务的影响。

作为中国平安核心子公司，平安不动产是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、不动产投资两大板块。其中资产管理业务指公司接受中国平安子公司和集团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，投资领域包括商业地产、物流地产、养老地产、长租公寓等。从投资模式来看，公司对联合营企业、私募基金和外部第三方房地产项目的债权和权益类投资，以取得财务投资收益，不动产项目分布于一线和强二线、省会城市，其中广州、杭州、南京、武汉、上海等地的投资占比较高。

图表 6. 平安不动产收入结构表（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不动产运营管理费收入	1.76	2.42	1.95	1.80	1.92	1.92
工程管理费收入	0.23	0.32	0.64	0.59	1.02	1.02
投资顾问费收入	9.75	13.47	12.53	11.56	19.19	19.18
投资管理费收入	0.89	1.22	1.94	1.79	1.78	1.78
保理业务收入	0.06	0.08	0.76	0.70	3.27	3.26
财务顾问费收入	1.71	2.37	1.50	1.38	3.33	3.33
<b>资产管理业务收入小计</b>	<b>14.39</b>	<b>19.88</b>	<b>19.32</b>	<b>17.84</b>	<b>30.52</b>	<b>30.49</b>
商业地产收入	1.21	1.67	1.37	1.27	2.35	2.35
工业物流收入	2.61	3.60	0.94	0.86	-	-
养老地产收入	0.25	0.34	0.35	0.32	0.38	0.38
其他	0.22	0.30	-	-	0.23	0.23
<b>不动产投资业务收入小计</b>	<b>4.28</b>	<b>5.91</b>	<b>2.66</b>	<b>2.45</b>	<b>2.96</b>	<b>2.97</b>
<b>其他经营收益</b>	<b>53.72</b>	<b>74.21</b>	<b>86.35</b>	<b>79.71</b>	<b>66.60</b>	<b>66.54</b>
投资收益	56.12	77.52	84.95	78.41	62.32	62.27
其中：长期股权投资收益	36.87	50.93	62.54	57.73	34.44	34.41
<b>总收入</b>	<b>72.39</b>	<b>100.00</b>	<b>108.33</b>	<b>100.00</b>	<b>100.08</b>	<b>100.00</b>
<b>关联交易收入</b>	<b>26.79</b>	<b>37.01</b>	<b>33.71</b>	<b>31.12</b>	<b>46.07</b>	<b>46.04</b>

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，为以深圳安创投资管理有限公司（联

营公司，以下简称“深圳安创”）、深圳联新投资管理有限公司（联营企业，以下简称“深圳联新”）、桐乡市安豪投资管理有限公司（联营企业，以下简称“桐乡安豪”）和深圳平安创科投资管理有限公司（合营企业，以下简称“平安创科”）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、桐乡安豪和平安创科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。公司从上述关联方可以获取长期股权投资收益、管理或咨询费收入以及债权投资收益，其中长期股权投资收益贡献颇为显著。2018-2020年，公司关联交易收入合计分别为 26.79 亿元、33.71 亿元和 46.07 亿元，在总收入（营业收入+其他经营收益）中分别占比较高，其中咨询费收入分别为 10.97 亿元、13.40 亿元和 19.39 亿元，投资收益（不包括长期股权投资收益）分别为 14.76 亿元、18.53 亿元和 24.81 亿元。基于在中国平安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或处置行为较为频繁，且未来或将持续。公司作为集团内核心的投资管理平台，将持续受益于集团整体投资规模的扩张和收益的实现。

### （1）资产管理业务

资产管理方面，平安不动产接受中国平安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。2018-2020 年，公司投资顾问费收入分别为 9.75 亿元、12.53 亿元和 19.19 亿元。其中，2019 年来源于深圳联新、深圳安创、桐乡安豪和深圳平嘉的投资顾问费合计 10.99 亿元，2020 年上述四家关联方及深圳市盛钧投资管理有限公司（以下简称“深圳盛钧”）的投资顾问费合计 17.12 亿元。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。该类顾问服务内容包括但不限于：1）为客户在全国重点城市购买土地使用权进行自用及投资物业建设提供投资咨询服务，包括与政府进行沟通谈判、投资分析、市场调研、工程规划、内部报审、项目公司设立与管理等工作；2）为客户寻找适合投资的优质不动产项目提供投资顾问服务，包括基础性研究和项目储备、项目尽职调查和项目谈判、项目内部审批和交易文件签署、交易文件执行和不动产接收等。

近年来，平安不动产相关投资顾问服务费的定价方式较为稳定。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股权类投资项目每年按“（期初投资总额+期末投资总额）/2\*1.5%”收取费用，股权类投资以外的其他项目每年按“（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。随着新增投资的扩大以及存量管理规模的积累，公司投资顾问费收入呈现较快增长。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。2018-2020 年，公司分别实现财务顾问费收入 1.71 亿元、1.50 亿元和



3.33 亿元，其中 2020 增量主要来自融资类咨询服务，通常采用不低于客户实际融资额 1% 的收费标准。

**图表 7. 平安不动产投资顾问费主要来源（单位：亿元）**

关联方名称	时期	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	2019 年	890.44	122.27	103.36	78.50	1.74
	2020 年	1426.19	219.41	105.12	69.72	3.82
深圳安创	2019 年	935.39	-27.96	40.89	6.79	5.48
	2020 年	1445.49	22.34	39.30	-24.89	7.11
桐乡安豪	2019 年	302.70	5.97	7.37	-12.50	2.32
	2020 年	464.98	-24.58	15.58	-3.76	2.18
深圳平嘉	2019 年	67.63	18.37	16.58	15.23	1.46
	2020 年	-	-	-	-	0.10
深圳盛钧	2019 年	290.05	-0.46	0.33	1.86	-
	2020 年	642.22	13.49	5.27	7.99	3.91

资料来源：平安不动产（深圳平嘉 2020 年审计报告尚未出具）

平安不动产承接了中国平安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，2018-2020 年资产运营管理费收入分别为 1.76 亿元、1.95 亿元和 1.92 亿元。截至 2020 年末，公司代管物业约 32 个/项，每年的管理费一般按照资产原值的 0.38% 收取。此外，公司还从事工业物流业务，涉及对工业物流的投资、收购、开发及运营，具体通过自主开发、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，公司将回购项目公司股份，并进行项目运营培育，待项目运营较为成熟后，以合理的溢价转让给中国平安保险资金、其他第三方机构或者自身继续持有。对于转让的项目，中国平安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 7 月，公司与平安寿险签订资产转让协议，约定将公司在建的工业物流项目全部转让予平安寿险。2019-2020 年，公司代管工业物流项目分别实现管理费收入 0.33 亿元和 0.23 亿元。

平安不动产还对外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，2018-2020 年工程管理费收入分别为 0.23 亿元、0.64 亿元和 1.02 亿元，受开发项目规模及进度影响在年度间呈现较大变动。2019 年公司工程管理费用收入主要来源于平安寿险及其子公司、平安产险支付的管理费及工程酬金；2020 年主要新增杭州平江、西双版纳养生度假项目管理收入。

平安不动产的投资管理业务具体包括基金管理、险资债权投资计划管理或受托项目管理，其中以基金管理为主。2018-2020 年，公司分别实现投资管理费收入 0.89 亿元、1.94 亿元和 1.78 亿元。在基金管理方面，公司选择国内



实力较强的房地产企业，通过拥有私募股权基金牌照的子公司<sup>3</sup>设立有限合伙基金、契约型基金进行投资，对认可的房地产企业的不动产项目进行投资，又以行业 TOP50 房地产企业开发的一、二线城市住宅地产项目为主。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 2020 年末，公司主要管理存续状态不动产投资基金 18 只，存续规模合计为 26.15 亿元，公司自有资金初始投资规模合计为 0.43 亿元。公司基金管理的费率主要分布于 0.20%-1.80%，2018-2020 年，公司分别实现基金管理费收入 0.68 亿元、1.54 亿元和 0.88 亿元。

**图表 8. 平安不动产基金管理业务存续项目概况（单位：亿元）**

基金简称	成立日期	存续规模	参与方式	公司初始投资额	公司认购比例	预计退出期限
合悦会基金 1 号	2016.02.19	0.24	GP	-	-	17 年
安朝 2 号私募投资基金	2016.01.20	1.55	GP+LP	0.14	9.03%	3 年
定海 5 号	2017.04.01	1.04	GP	-	-	4 年
横琴安恒	2017.04.24	0.10	GP+LP	0.05	50.00%	5 年
定海 6 号	2017.9.11	1.24	GP	-	-	4 年
坤元华裕	2017.9.26	2.46	GP+LP	0.01	9.09%	5 年
横琴安崇	2016.12.23	0.01	GP+LP	0.0105	100.00%	2019.12.18 已清算
定海 7 号	2017.12.28	1.49	GP+LP	0.05	16.67%	5 年
瑞成金裕 5 号	2018.9.20	0.02	GP+LP	0.02	100.00%	2.5 年
金裕 2 号	2018.6.4	0.14	GP+LP	0.02	100.00%	3 年
金裕 1 号	2018.6.5	3.75	GP+LP	0.01	50.00%	4 年
金裕 7 号	2019.3.18	8.58	GP+LP	0.02	100.00%	4.5 年
精选 1 号	2019.9.20	0.30	GP+LP	0.05	16.67%	4 年
珠海横琴安曙股权投资 基金（有限合伙）	2019.10.11	0.60	GP	0.01	1.67%	3 年
金湾壹号	2020.3.24	3.71	GP+LP	0.01	3.33%	2 年
金泰壹号	2020.3.24	0.31	GP	0.01	3.23%	2.5 年
金裕优选 1 号	2020.3.27	0.30	GP+LP	0.01	3.33%	4 年
珠海横琴安瀚股权投资 基金（有限合伙）	2020.06.18	0.31	GP	0.01	3.23%	5 年
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>26.15</b>	<b>-</b>	<b>0.43</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：平安不动产（截至 2020 年末）

平安不动产还接受平安人寿、平安产险等委托，发起险资债权投资计划并投向委托人指定的商业或基础设施类项目。公司作为险资债权计划的发起人/管理人收取相应的管理费收入。2018-2020 年，公司债权计划管理业务收入分别为 0.20 亿元、0.33 亿元和 0.32 亿元。此外，公司自 2019 年起逐步开展受托项目管理业务，主要接受委托对标的项目提供项目管理服务，包括项目监督管理服务、指派人员组成项目管理团队参与标的项目管理和运营、定期向委托方提供项目管理报告、协助办理项目退出等全流程服务工作。2020 年，公司实现受托项目管理业务收入 0.57 亿元。

平安不动产的保理业务系由深圳市前海平裕商业保理有限公司（以下简称“平裕保理”）负责。业务模式方面，在资产端，项目承建商为核心企业提供工程建造服务和采购服务形成应收账款，承建商将其持有的应收账款转让给平裕保理并通知核心企业，平裕保理受让应收账款后支付对价，取得应收

<sup>3</sup> 平安不动产全资子公司上海平安股权投资管理有限公司和横琴平安不动产股权投资管理有限公司具有私募基金管理资格。

账款债权。在资金端，平裕保理一方面对应收账款进行再保理，将其转让给银行或其他金融机构；另一方面作为原始权益人，将应收账款债权打包进行资产证券化运作。2018-2020 年，公司保理业务收入分别为 0.06 亿元、0.76 亿元和 3.27 亿元。

## （2）不动产投资业务

平安不动产的不动产投资目前主要包括商业地产、物流地产、养生养老地产、海外地产和长租公寓等板块。商业地产投资方面，公司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。此外，公司还负责杭州平安金融中心以及上海利园国际大酒店的运营，包括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。近年来公司运营物业有所减少，运营收入逐年下降，但 2020 年公司出售部分物业实现较好收益。2018-2020 年，公司商业物业板块收入分别为 1.21 亿元、1.37 亿元和 2.35 亿元。

2018 年底，平安不动产将在建物流地产项目全部转让予平安寿险。此后，公司自持工业物流项目包括南京、青岛、太仓、徐州、扬州等城市的物流园，2019 年实现租金及物业费收入 0.94 亿元，较 2018 年 2.61 亿元明显减少。2020 年以来，公司将原自持的物流园转让予联营企业，不再直接产生租金或物业管理收入。

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，该项目位于桐乡市高桥镇及乌镇镇，总规划面积为 3938 亩，总建筑面积约为 160 万平方米，是融合养老公寓、亲情社区、度假休闲为一体的全龄化、全配套养生养老综合服务社区。该项目计划总投资 170 亿元，部分完工项目已实现转让退出或投入运营，剩余项目计划将于 2025 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<sup>4</sup>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。养生养老业务自 2017 年起开始实现收入，主要来自养生养老公寓及其配套设施的租金收入。2018-2020 年，养生养老业务分别实现营业收入 0.25 亿元、0.35 亿元和 0.38 亿元。

**图表 9. 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	计划投资额	已完成投资额	账面余额
浙江桐乡养老养生度假项目	2012.12-2025.09	170	50.05	48.03

资料来源：平安不动产（截至 2020 年末）

海外投资方面，平安不动产主要从事澳洲、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

<sup>4</sup> 主要体现在公司财务报表中的债权投资科目。

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。公司的海外投资项目较集中于 2015-2016 年间，部分项目于 2019 年转让予作为投资平台的其他关联方，近年来增量主要来自香港黄竹坑项目。2018-2020 年末，公司海外投资余额分别为 35.13 亿元、43.86 亿元和 45.81 亿元。

### (3) 股权及债权投资业务

平安不动产的不动产投资采用股权和债权相结合的投资模式，通过子公司或者联合营的投资管理平台最终投资于标的项目。股权投资方面，公司或直接入股房地产项目公司，或通过联合营的投资管理平台间接投资于房地产项目，近年来长期股权投资规模持续扩大。随着前期项目的逐步退出，公司的长期股权投资已实现颇为可观的收益。2018-2020 年末，平安不动产的长期股权投资余额分别为 103.42 亿元、201.47 亿元和 251.09 亿元。同期，公司长期股权投资分别实现投资收益 36.87 亿元、62.54 亿元和 35.03 亿元。近两年来，公司对深圳联新的权益法核算收益贡献显著，2018-2020 年分别为 20.05 亿元、38.22 亿元和 34.70 亿元。其中 2020 年，公司其他股权投资收益还主要包括越秀广州造纸厂项目（城市更新）3.47 亿元、济南安齐房地产开发有限公司投资收益 1.87 亿元等。

平安不动产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，2018-2020 年末，公司相关债权类投资账面价值分别为 329.91 亿元、349.78 亿元和 385.60 亿元。收益率区间分布于 3.28%至 10.52%，近两年加权平均年化收益率分别约为 5.71%和 7.00%，2020 年末一年内到期债权占比约为 66.51%。2018-2020 年，公司债权类投资分别实现收益 15.25 亿元、19.41 亿元和 25.75 亿元。

图表 10. 平安不动产前十大债权投资情况（单位：亿元、年）

贷款对象	关联方与否	摊余成本	年化利率	期限
深圳安创投资管理有限公司	是	122.96	4.70%-5.50%	0.75-3.90
深圳联新投资管理有限公司	是	72.21	-	0.75-1.00
桐乡市安豪投资管理有限公司	是	38.15	5.05%	0.75-3.92
深圳市创朗企业管理有限公司	是	15.74	-	0.75
云南景和置业有限公司	是	10.62	5.00%-5.20%	1.00
怡腾投资有限公司	否	10.34	5.00%	2.96-5.00
深圳市平瑞投资管理有限公司	是	10.29	4.75%-5.50%	3.00-4.76
武汉旭祥置业有限公司	是	7.74	10.52%	3.00
天津市美银房地产开发有限公司	是	7.41	10.00%	1.00-4.00
光鸿投资有限公司	否	6.56	4.00%	5.93-6.00
合计	-	302.02	-	-

资料来源：平安不动产（截至 2020 年末）

## 管理

### 1. 公司管理

平安不动产最终控股股东为中国平安，其能够给予公司有力支持。

截至 2021 年 3 月末，平安不动产注册资本为 200 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中国平安。跟踪期内，公司股权结构未变更，公司治理及内部管理模式基本维持。

董监高重大变更方面，2020 年 3 月，平安不动产聘任蒋达强先生担任总经理，聘任原总经理朱政坚先生担任联席总经理。蒋达强先生现任中国平安执行委员会委员、公司总经理，曾在华润集团、和记黄埔、中粮置地大悦城、旭辉集团、弘阳集团任职。2020 年 5 月，公司董事会选举鲁贵卿董事出任公司董事长及法定代表人，原董事长及法定代表人邹益民先生不再担任。鲁贵卿先生现任中国平安执行委员会委员，平安建设投资有限公司董事长兼 CEO，公司董事长兼 CEO，其曾任中建八局一公司总经理、中国建筑第五工程局局长、董事长、中国建筑集团总经济师、中南控股集团董事局副主席兼总裁。

根据公开市场信息、审计报告披露信息，以及平安不动产 2021 年 4 月 20 日《企业信用报告》，公司无信用违约记录。

## 财务

近年来，平安不动产通过权益工具发行和经营积累补充资本，自有资本实力显著增强。公司融资渠道畅通，目前负债经营程度整体可控，但直接融资占比较高，易受债券市场波动及相关政策影响。随着集团不动产投资的扩张及前期项目退出收益的实现，近年来公司投资收益呈现跨越式增长，但盈利水平稳健性有待周期检验。公司资产主要分布于货币资金、债权投资和长期股权投资，其中货币资金保有量相对充裕，能够为即期债务的偿还提供有效保障；投资业务方面，底层项目的滚动投资能够缓解公司的偿债压力，但仍需关注房地产市场周期波动和政策调整对底层项目投资回收的影响。

### 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 2020 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。公司的财务报表系按照财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后期间颁布的《企业会计准则—基本准则》、各项具体会计准则及相关规定编制。

截至 2020 年末，平安不动产经审计的合并口径资产总额为 1054.30 亿元，

负债合计 570.57 亿元，所有者权益为 483.73 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 483.77 亿元）；2020 年度公司实现营业收入 33.48 亿元，投资收益 62.32 亿元，净利润 56.45 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 56.45 亿元）。

截至 2021 年 3 月末，平安不动产未经审计的合并口径资产总额为 1042.32 亿元，总负债 555.26 亿元，所有者权益为 487.06 亿元；一季度公司实现营业收入 11.45 亿元，投资收益 6.35 亿元，净利润 6.24 亿元。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

#### A. 债务结构

得益于较强的经营积累能力以及各类权益工具的发行，近年来平安不动产自有资本实力不断增强。2020 年末，公司所有者权益合计 483.73 亿元，较上年末增加 29.89%，除盈利积累以外主要来自其他权益工具的增设。当年末，公司其他权益工具余额为 92.07 亿元，包括永续债 67.07 亿元和可转权益工具 25 亿元。其中永续债发行后前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差；自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率，调整为当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。公司于 2020 年底发行可转换无固定期限的权益工具，募集资金 25 亿元，固定利率为 4.5%，公司可取消利息且不累积，在 2023 年末设有转股选择权。

图表 11. 平安不动产所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
实收资本	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	3.74	11.41	11.62	11.62
未分配利润	52.74	115.05	163.73	168.80
其他权益工具	4.96	36.19	92.07	91.41
<b>所有者权益</b>	<b>266.96</b>	<b>372.41</b>	<b>483.73</b>	<b>487.06</b>

资料来源：平安不动产

为支持业务的持续发展，平安不动产负债规模逐年增加，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末负债总额分别为 508.18 亿元、492.21、570.57 亿元和 555.26 亿元，近三年平均复合增长率为 15.49%。同期末，公司资产负债率分别为 65.56%、56.93%、54.12%和 53.27%；若将计入“其他权益工具”的可续期债券转入负债科目，则 2018-2020 年和 2021 年 3 月末调整后的资产负债率分别为 66.20%、61.11%、60.48%和 59.64%，公司实际债务率处于可控水平。作为中国平安旗下不动产业务板块的主要投融资主体，公司负债结构方面以刚性债务占比居多。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，平安不动产刚性债务余额分别为 432.46 亿元、374.99 亿元、441.30 亿元和 472.66 亿元。其中，短期刚性债务占比分别为 55.65%、31.17%、34.80%和 44.14%；债券占比 70.81%、70.64%、75.18%



和 71.60%。总体来看，2019 年以来，公司刚性债务规模总体呈现扩大走势，且短期刚性债务占比上升。另一方面，公司债券融资占比保持在较高水平，若纳入永续期债券则比例将进一步提高，公司对公开市场债务融资依赖度较高，易受债券市场波动及相关政策影响。银行授信方面，2021 年 3 月末，公司合并口径拥有授信总额约为 1298.75 亿元，其中未使用额度 901.19 亿元。

图表 12. 平安不动产负债情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期刚性债务</b>	<b>240.64</b>	<b>116.89</b>	<b>153.56</b>	<b>208.63</b>
其中：短期借款	37.99	34.77	31.18	63.87
一年内到期的长期借款	31.19	26.63	8.41	32.19
一年内到期的应付债券	61.52	25.29	96.85	112.58
应付短期融资券	109.33	30.20	17.12	-
应付利息	0.61	-	-	-
<b>长期刚性债务</b>	<b>191.81</b>	<b>258.10</b>	<b>287.74</b>	<b>264.03</b>
其中：长期借款	56.43	48.70	69.92	38.18
应付债券	135.39	209.40	217.82	225.85
<b>合计</b>	<b>432.46</b>	<b>374.99</b>	<b>441.30</b>	<b>472.66</b>
<b>在负债总额中占比</b>	<b>85.10%</b>	<b>76.19%</b>	<b>77.34%</b>	<b>85.12%</b>
其他权益工具-永续债	4.96	36.19	67.07	66.41
<b>调整后资产负债率</b>	<b>66.20%</b>	<b>61.11%</b>	<b>60.48%</b>	<b>59.64%</b>

资料来源：平安不动产

除刚性债务以外，平安不动产的负债还主要分布于其他应付款，主要由关联方资金往来产生。2018-2020 年末，公司其他应付款余额分别为 65.63 亿元、105.92 亿元和 115.93 亿元，其中应付关联方款项余额分别为 43.72 亿元、101.49 亿元和 107.30 亿元。

## B. 承诺事项

平安不动产承诺事项主要分为资本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，对外投资承诺为对合营企业的投资承诺。对外投资承诺包括股权承诺和债权承诺，其中债权承诺视联合营企业股东会决议通过的标的的项目资金需求的具体情况，于提交资金需求计划后约定期间内，向联合营企业提供。2020 年末，公司应付承诺事项中有关物业开发已签约但未计提金额总计为 3.32 亿元，对联合营企业投资已签约但未计提金额为 113.80 亿元，较上年末 74.48 亿元大幅增加。此外，公司对关联方提供的财务担保余额为 41.09 亿元，其中 3.49 亿元系融资性担保，37.60 亿元系投资类信用承诺。

## (2) 现金流分析

平安不动产经营性现金流受主营业务现金回笼情况及资金往来事项影响较大。2018-2020 年及 2021 年一季度，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 9.93 亿元、1.04 亿元、4.89 和 -4.83 亿元。得益于应收账款的回收，2018 年起公司现金流由负转正，近三年营业收入现



金率分别为 159.32%、113.30%和 95.99%，保持在良好水平。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，年度间波动较大，2018-2020 年及 2021 年一季度净现金流分别为 16.40 亿元、18.18 亿元、22.44 亿元和-18.65 亿元。

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。2019 年，由于部分理财产品到期未续投，且存续投资项目开始退出，公司投资活动净现金流转负为正。此后，随着投资规模的扩张，公司投资性现金流呈现大额净流出状态。2018-2020 年及 2021 年一季度，公司投资活动现金流量净额分别为-82.92 亿元、43.10 亿元、-84.06 亿元和-117.47 亿元。近三年，公司取得投资收益收到的现金分别为 19.08 亿元、19.92 亿元和 25.88 亿元，投资项目已能够带来稳定的现金回报。

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。但 2019 年，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呈现净流出状态。此后随着公司合并范围的扩大、多种融资方式的综合运用，筹资活动持续贡献现金净流入。2018-2020 年及 2021 年一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 87.96 亿元、-27.77 亿元、104.07 亿元和 34.60 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，2018-2020 年公司 EBITDA 逐年增长，分别为 57.42 亿元、92.51 亿元和 84.82 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 13. 平安不动产现金流对债务的覆盖情况**

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
EBITDA/利息支出（倍）	3.08	4.76	4.42
EBITDA/刚性债务（倍）	0.15	0.23	0.21
经营性现金净流入量（亿元）	26.32	19.23	27.33
经营性现金净流入量与流动负债比率（%）	11.24	7.02	10.61
经营性现金净流入量与负债总额比率（%）	5.99	3.84	5.14

资料来源：平安不动产

### （3）资产质量分析

近年来，随着业务的持续发展，平安不动产资产规模逐年扩大，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末资产总额分别为 775.14 亿元、864.61 亿元、1054.30 亿元和 1042.32 亿元。与其不动产股权、债权投资以及经营业务定位相匹配，公司资产主要分布于货币资金、长期股权投资、各类债权投资和投资性房地产科目。

2018-2020 年末，平安不动产资产的信用风险敞口分别为 587.76 亿元、559.53 亿元和 666.42 亿元，主要来自于银行存款、交易性金融资产、应收账款、应收款项融资、其他应收款和债权投资。其中交易性金融资产—债务工具

主要包括平安银行的理财产品、基金、结构化票据和资管计划等；应收款项融资指保理款项；其他应收款以应收关联方款项为主；债权投资占比居多，投资对象包括关联方以及第三方，公司通常采取委派管理层、资金监管及归集安排、从第三方获取担保、土地质押担保或股权质押担保、优先其他债权获得偿还等措施保障债权的安全性。具体来看，2020 年末公司货币资金余额为 181.66 亿元，其中受限资金 7 亿元，货币资金存量充裕，能够较好的满足短期投放和债务偿付需求。当年末债权投资余额为 385.60 亿元，其中一年内部分 256.47 亿元，按照预期信用损失模型风险分类均为一阶段，资产质量良好。2021 年 3 月末，公司的货币资金及债权投资余额分别为 73.63 亿元和 460.63 亿元（一年内部分 344.93 亿元）。

图表 14. 平安不动产主要资产的信用风险敞口情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
货币资金	102.16	131.10	181.66
交易性金融资产（含其他非流动金融资产）-债务工具	73.02	20.11	9.90
应收账款	6.92	14.71	17.16
应收款项融资	-	7.77	25.02
其他应收款	31.44	36.06	47.08
债权投资（含其他流动资产）	374.22	349.78	385.60
合计	587.76	559.53	666.42

资料来源：平安不动产审计报告

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，平安不动产的长期股权投资余额分别为 103.42 亿元、201.47 亿元、251.09 亿元和 262.97 亿元，呈现较快增长，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。其中 2021 年 3 月末，公司长期股权投资中金额超过 10 亿元的项目包括深圳联新 107.77 亿元、南京新怡置房地产开发有限公司 25.59 亿元、广州东耀房地产开发有限公司 20.36 亿元、平安创科 13.36 亿元、Lendlease (Circular Quay) Trust 14.68 亿元和博意投资有限公司 10.92 亿元。随着各平台或项目公司投资及回收进度的变化，公司长股投在年度间变动也较大，2020 年新增投资 29.76 亿元，减少投资 8.62 亿元，按权益法确认收益 34.44 亿元。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司投资性房地产分别为 57.75 亿元、50.55 亿元、42.13 亿元和 42.32 亿元，主要来自桐乡养老地产项目、广州平盈投资管理有限公司和杭州安丰置业有限公司等。

整体来看，平安不动产资产流动性保持在良好水平，但债权投资比重较大，其滚动回收及再投资情况对流动性管理的影响较大，需关注底层投资信用风险上升可能引致的流动性紧张。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司流动比率分别为 170.16%、226.05%、189.70% 和 187.43%，现金比率分别为 53.34%、64.42%、66.01% 和 28.72%。

### 3. 公司盈利能力

近年来，随着业务规模的不断扩大以及前期项目收益的逐步回笼，平安不

动产业营业收入和投资收益在 2018-2019 年间呈现跨越式增长。2018-2020 年及 2021 年一季度, 公司营业收入分别为 18.67 亿元、21.98 亿元、33.48 亿元和 11.45 亿元。同期, 公司分别实现投资收益 56.12 亿元、84.95 亿元、62.32 亿元和 6.35 亿元。

**图表 15. 平安不动产盈利能力指标 (单位: 亿元, %)**

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	18.67	21.98	33.48
投资收益	56.12	84.95	62.32
期间费用	29.80	33.83	32.68
净利润	33.98	68.25	56.45
总资产报酬率	8.06	11.01	8.62
净资产收益率	13.67	21.35	13.19

资料来源: 平安不动产

平安不动产收入来源丰富, 随着集团在不动产领域财务投资和物业投资规模的双向增长, 公司收入结构不断调整, 近年来以投资顾问费占比居多, 基金业务带来的投资管理费也逐年增长。2018-2020 年, 上述两项收入占营业收入比重合计分别为 56.97%、65.82% 和 62.63%。同期, 公司自持或代管物业带来的租赁收入、物业管理费、资产管理服务费、酒店业务收入占比合计分别为 30.61%、20.11% 和 10.35%, 持续下滑。公司主要服务于中国平安的不动产投资和管理, 因此营业收入中关联交易收入份额较大且逐年攀升, 2019-2020 年其占比分别约为 68% 和 63%。

**图表 16. 平安不动产收入结构情况表 (单位: %)**

项目	2018 年	2019 年	2020 年
投资顾问费收入	52.23	56.99	57.32
投资管理费收入	4.74	8.83	5.31
工程管理酬金收入	1.24	2.92	3.06
资产管理服务费收入	9.40	8.89	5.74
物业管理费收入	4.63	1.31	0.05
租赁收入	12.25	6.25	2.73
酒店业务收入	4.33	3.66	1.83
财务顾问费收入	9.17	6.80	9.96
保理收入	0.32	3.47	9.76
其他	1.69	0.88	4.23
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源: 根据平安不动产审计报告整理

近年来, 平安不动产投资收益已成为最主要的盈利来源, 2020 年同比减少主要来自长期股权投资权益法核算收益, 债权投资收益则有较大增长。2019 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 19.41 亿元、62.54 亿元和 3 亿元, 2020 年分别为 25.75 亿元、35.03 亿元和 1.54 亿元。

图表 17. 平安不动产投资收益结构情况表（单位：%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
债权投资（含其他流动资产）	27.17	22.85	41.32
长期股权投资	65.70	73.62	56.21
其中：处置损益	9.51	5.17	0.95
应占联营和合营企业的损益	56.19	68.45	55.26
交易性金融资产（含其他非流动金融资产）	7.13	3.53	2.48
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，较集中于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，2018-2020 年及 2021 年一季度，公司期间费用率分别为 159.62%、153.89%、97.62% 和 65.09%。伴随业务收入的持续扩大，公司成本费用率得到有力控制。

2018-2020 年及 2021 年一季度，平安不动产分别实现净利润 33.98 亿元、68.25 亿元、56.45 亿元和 6.24 亿元；近三年总资产报酬率分别为 8.06%、11.01% 和 8.62%，净资产收益率为 13.67%、21.35% 和 13.19%。得益于投资管理类佣金收入的持续增长，以及前期项目退出收益的集中释放，公司利润水平良好。但公司关联交易收入及合营、联营企业投资收益占比高，盈利能力依托于集团不动产板块整体投资业绩，而房地产行业周期性强、政策敏感度高，公司盈利稳健性仍待持续观察。

## 外部支持

平安不动产的最终控制方为中国平安，作为中国平安不动产投资和运营的主要载体，公司能在资本金注入、资金和业务等方面得到中国平安的强有力支持。中国平安成立于 1988 年，为 A+H 股上市公司，2020 年末注册资本 182.80 亿元，持股比例超过 5% 的股东包括卜蜂集团有限公司（7.85%）和深圳市投资控股有限公司（5.27%），无实际控制人。中国平安依托多渠道分销网络，以统一的集团品牌，通过旗下平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安信托、平安资产管理和平安融资租赁等公司经营保险、银行、资产管理三大核心金融业务，通过陆金所控股、金融壹账通、平安好医生、平安医保科技、汽车之家等公司经营科技业务，为客户提供多种金融产品和服务。2020 年末，中国平安合并口径总资产 95278.70 亿元，负债合计 85399.65 亿元，所有者权益 9879.05 亿元（其中归属于母公司股东权益 7625.60 亿元）；当年实现营业收入 12183.15 亿元，净利润 1593.59 亿元（其中归属于母公司股东的净利润 1430.99 亿元）。

## 跟踪评级结论

平安不动产最终控股方为中国平安，综合实力雄厚，公司在资本补充、业务开展和流动性方面能够获得有力支持。公司是中国平安进行不动产管理和投资的主要渠道和载体，是集团旗下核心平台之一。

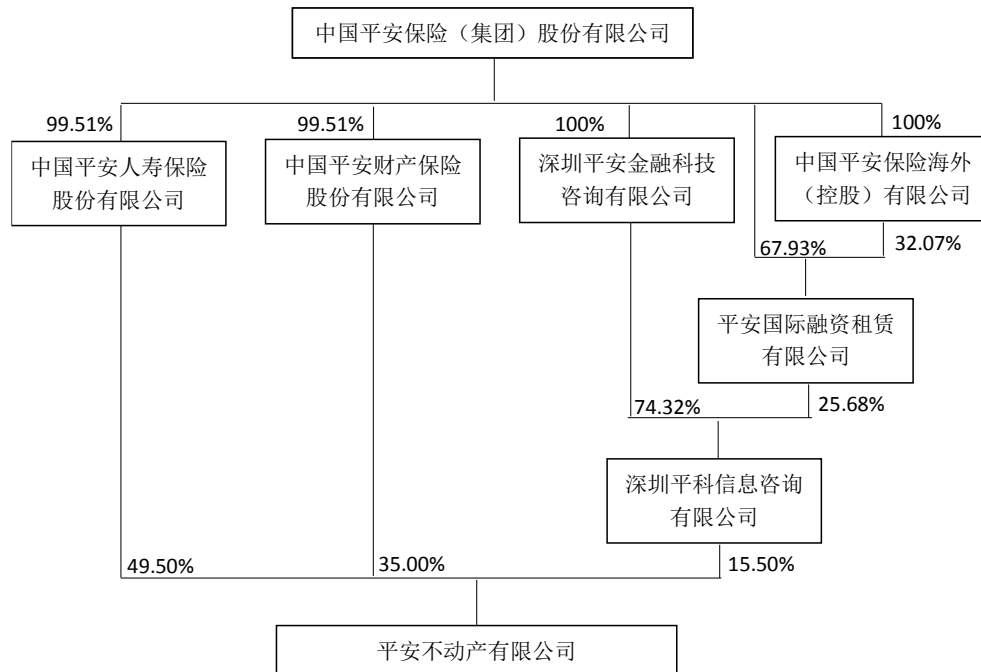
平安不动产为平安寿险、平安产险等关联方提供不动产的物业运营、工程管理服务，同时从事不动产投资业务，涉及商业地产、工业物流地产、养老地产和住宅地产等。其中，前三类投资项目主要通过集团险资或其他第三方机构收购实现退出；住宅地产投资采用财务类股权出资和债权投资结合的模式，部分投资通过私募基金落地，合作机构均为市场领先的房地产企业，区域分布于一线、强二线和省会城市。受益于集团不动产投资的整体扩张，公司业务增长迅速，近年来逐步取得较为丰厚的投资收益，但仍需关注房地产行业周期性波动及政策调整对公司业务的影响。

近年来，平安不动产通过权益工具发行和经营积累补充资本，自有资本实力显著增强。公司融资渠道畅通，目前负债经营程度整体可控，但直接融资占比较高，易受债券市场波动及相关政策影响。随着集团不动产投资的扩张及前期项目退出收益的实现，近年来公司投资收益呈现跨越式增长，但盈利水平稳健性有待周期检验。公司资产主要分布于货币资金、债权投资和长期股权投资，其中货币资金保有量相对充裕，能够为即期债务的偿还提供有效保障；投资业务方面，底层项目的滚动投资能够缓解公司的偿债压力，但仍需关注房地产市场周期波动和政策调整对底层项目投资回收的影响。

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 2021 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



资料来源：平安不动产（截至 2021 年 3 月末）



附录三：

公司主业涉及的核心经营主体及其概况

公司名称	注册地	持股比例	表决权比例	注册资本
平安幸福宜居（深圳）置业集团有限公司	深圳	100.00%	100.00%	50.00
深圳平安宝中资产运营管理有限公司	深圳	100.00%	100.00%	42.00
平安不动产资本有限公司	香港	100.00%	100.00%	25.36
上海安榜管理咨询有限公司	上海	100.00%	100.00%	20.00
上海安鞠企业管理咨询有限公司	上海	100.00%	100.00%	20.00
上海安翮企业管理咨询有限公司	上海	100.00%	100.00%	20.00
上海安碧管理咨询有限公司	上海	100.00%	100.00%	20.00
上海安赏企业管理咨询有限公司	上海	100.00%	100.00%	20.00
上海安宜投资管理有限公司	上海	100.00%	100.00%	19.20
上海平双投资管理有限公司	上海	100.00%	100.00%	10.00

注：根据平安不动产提供资料整理（截至 2021 年 3 月末，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]	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
资产总额[亿元]	775.14	864.61	1,054.30	1,042.32
货币资金[亿元]	102.16	131.10	181.66	73.63
刚性债务[亿元]	432.46	374.99	441.30	472.66
所有者权益[亿元]	266.96	372.41	483.73	487.06
营业收入[亿元]	18.67	21.98	33.48	11.45
净利润[亿元]	33.98	68.25	56.45	6.24
EBITDA[亿元]	57.42	92.51	84.82	—
经营性现金净流入量[亿元]	26.32	19.23	27.33	-23.48
投资性现金净流入量[亿元]	-82.92	43.10	-84.06	-117.47
资产负债率[%]	65.56	56.93	54.12	53.27
长期资本固定化比率[%]	51.92	53.55	67.22	66.22
权益资本与刚性债务比率[%]	61.73	99.31	109.61	103.05
流动比率[%]	170.16	226.05	189.70	187.43
速动比率[%]	170.13	225.14	188.87	186.65
现金比率[%]	53.34	64.42	66.01	28.72
利息保障倍数[倍]	2.97	4.65	4.31	—
有形净值债务率[%]	190.82	132.65	118.37	114.37
营运资金与非流动负债比率[%]	114.58	113.13	87.77	95.93
毛利率[%]	85.92	90.07	92.76	93.30
营业利润率[%]	204.49	326.46	191.72	78.39
总资产报酬率[%]	8.06	11.01	8.62	—
净资产收益率[%]	13.67	21.35	13.19	—
净资产收益率[%]*	13.75	21.36	13.19	—
营业收入现金率[%]	159.32	113.30	95.99	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.24	7.02	10.61	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.99	3.84	5.14	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-24.17	22.75	-22.03	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.88	12.46	-10.68	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.08	4.76	4.42	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.23	0.21	—

注：表中数据依据平安不动产经审计的 2018-2020 年度财务数据，以及未经审计的 2021 年一季度财务数据整理、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%
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。

附录七：

发行人本次评级模型打分表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	4
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	4
		流动性	1
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向	上调	
主体信用等级			AAA

## 附录八：

### 发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2015 年 11 月 9 日	AAA/稳定	刘兴堂、余罗畅	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020 年 10 月 9 日	AAA/稳定	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	-
16 不动产	历史首次评级	2016 年 7 月 29 日	AAA	刘兴堂、刘伟	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020 年 6 月 28 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 25 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	-
18 平安不动 MTN001	历史首次评级	2018 年 6 月 5 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020 年 6 月 28 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 25 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	-
18 平安不动 MTN002	历史首次评级	2018 年 8 月 10 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020 年 6 月 28 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 25 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	-
18 平安不动 MTN003	历史首次评级	2018 年 11 月 9 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020 年 6 月 28 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 25 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	-
19 平安不动 MTN001	历史首次评级	2018 年 12 月 29 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020 年 6 月 28 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 25 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	-
20 平安不动 MTN001	历史首次评级	2019 年 12 月 31 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020 年 6 月 28 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 25 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	-
20 平安不动 MTN002	历史首次评级	2020 年 10 月 9 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 25 日	AAA	李玉鼎、朱琳艺	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">工商企业评级方法概论（2016）</a> <a href="#">工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。



## 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。