跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕817 号

平安不动产有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

平安不动产有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

平安不动产有限公司公开发行的“16 不动产”、“17 不动 01”、“17 不动 02”和“18 不动 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

平安不动产有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债项规模	债项期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 不动产	40 亿元	7 年（5+2）	AAA	AAA	2018.6.25
17 不动 01	20 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2018.6.25
17 不动 02	5 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2018.6.25
18 不动 01	15 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.6.25

跟踪评级时间：2019 年 6 月 13 日

主要财务数据：

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	516.87	600.74	775.14	770.24
所有者权益（亿元）	214.89	230.29	266.96	308.76
长期债务（亿元）	166.99	215.09	191.81	197.91
全部债务（亿元）	262.01	325.84	431.85	402.16
营业收入（亿元）	14.53	20.96	18.67	4.46
净利润（亿元）	10.96	13.38	33.98	12.21
EBITDA（亿元）	20.35	29.42	57.42	13.55
经营性净现金流（亿元）	2.86	-9.19	26.32	-2.19
营业利润率（%）	60.05	78.78	81.53	84.69
净资产收益率（%）	6.79	6.01	13.67	--
资产负债率（%）	58.42	61.66	65.56	59.91
全部债务资本化比率（%）	54.94	58.59	61.80	56.57
流动比率（倍）	2.52	2.46	1.70	2.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.09	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.24	2.52	3.08	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.25	0.37	0.72	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、数据单位除特别说明外均为人民币；3、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、其他流动负债中的超短期融资券已计入短期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018年，平安不动产有限公司（以下简称“公司”或“平安不动产”）作为中国平安保险（集团）股份有限公司（以下简称“平安集团”）不动产领域投资及管理的主要运营主体，在资金及业务运营等方面得到了平安集团的有力支持。公司业务构成多元化，涵盖资产管理、工程管理、投资顾问等资产管理业务以及商业地产和养老地产等领域的不动产投资业务。2018年，公司净利润持续增长，盈利能力较强，资产规模快速增长且资产质量良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司正处于快速发展阶段，投资项目较多，现阶段公司主要依赖外部融资来平衡现金流，公司短期债务规模较大以及公司关联交易规模较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司养生养老项目、商业物业项目和基金投资项目进入投资回报期，公司整体盈利能力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 不动产”、“17 不动 01”、“17 不动 02”和“18 不动 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．公司作为平安集团不动产投资和运营的主要载体，在资金、业务、项目退出等方面得到平安集团的大力支持；2018 年，公司净利润保持快速增长，且未来具有一定成长空间。

2．公司业务构成多元化，涵盖资产管理、工程管理、投资顾问等资产管理业务以及商业地产和养老地产等领域的不动产投资业务，有助于分散业务风险。

3．2018 年，公司资产规模保持增长、货币资金充裕、资产质量较高；公司盈利能力较强；经营活动净现金流由净流出转为净流入。

关注

1．公司在建项目规模较大且回报周期长；预计随着公司经营规模的扩大，公司对建设开发资金的需求仍将保持较大规模，存在一定的资本支出压力；公司对筹资活动依赖性较大。

2．截至 2019 年 3 月底，公司短期债务规模较大，未来一年债务集中偿付压力大。

3．受公司业务模式影响，关联交易在公司业务中所占比例较大，公司为关联方的融资提供的增信合计余额规模较大，存在一定或有负债风险。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

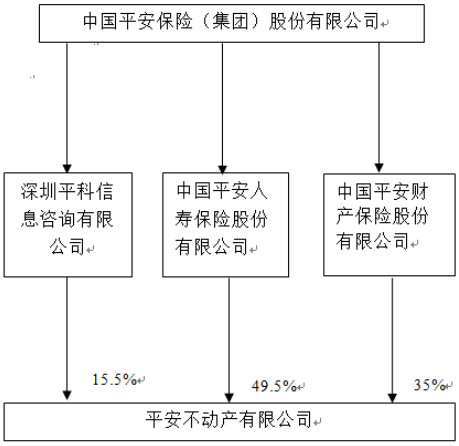
联合信用评级有限公司

一、主体概况

平安不动产有限公司（以下简称“公司”或“平安不动产”）前身为1995年1月在广东省深圳市注册成立的深圳市平安物业投资管理有限公司，初始注册资本2,000万元，股东为中国平安保险（集团）股份有限公司（原名“中国平安保险公司”，以下简称“平安集团”）和深圳市平安实业投资有限公司（原名“深圳平安实业投资公司”，现更名为“深圳市平安创新资本投资有限公司”，以下简称“平安创新资本”），持股比例分别为90%和10%。

2007年6月，公司更名为深圳平安物业设施管理有限公司；2008年7月，公司更名为深圳平安物业投资管理有限公司；2011年1月，公司更名为深圳平安不动产有限公司；2014年5月，公司更名为平安不动产有限公司。自成立以来，公司历经多次增资和股权变更；2016年，中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安人寿”）和中国平安财产保险股份有限公司（以下简称“平安产险”）分别对公司增资50.00亿元；2017年，平安创新资本将其持有的7.5%的股权转让给深圳平科信息咨询有限公司（以下简称“深圳平科”），并于2017年5月完成工商信息变更。截至2019年3月底，公司实收资本为200.00亿元，深圳平科、平安人寿和平安产险分别持股15.5%、49.5%和35.0%；公司的最终控股股东为平安集团，但因平安集团股权结构较为分散，公司无实际控制人。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司经营范围和组织架构未发生改变。截至 2018 年底，公司拥有直接及间接控制子公司合计 123 家；共有在职员工 868 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 775.14 亿元，负债合计 508.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 266.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 266.60 亿元。2018 年，公司实现营业收入 18.67 亿元，净利润（含少数股东损益）33.98 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 34.01 亿元；经营活动产生的现金流净额为 26.32 亿元，现金及现金等价物净增加额为 32.54 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 770.24 亿元，负债合计 461.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 308.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 308.52 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.46 亿元，净利润（含少数股东损益）12.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 9.58 亿元；经营活动产生的现金流净额为-2.19 亿元，现金及现金等价物净增加额为-6.63 亿元。

公司地址：深圳市宝安区西乡街道铁岗水库路171号桃花源科技创新园主园孵化主楼六楼622；法定代表人：邹益民。

二、债券发行及募集资金使用情况

本报告对“16不动产”、“17不动01”、“17不动02”和“18不动01”进行跟踪。截至2019年3月底，“16不动产”、“17不动01”、“17不动02”和“18不动01”募集资金已全部使用完毕，募集资金用途均为偿还公司债务及补充流动资金，与募集说明书承诺使用用途一致。2018年，公司已按期完成“16不动产”、“17不动01”、“17不动02”和“18不动01”的付息工作。

表 1　公司债券发行相关情况（单位：亿元、年、%）

项目	债券简称	证券代码	上市日期	起息日	债券余额	期限	发行利率
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	136612.SH	2016-10-13	2016-8-5	40.00	7（5+2）	3.28
平安不动产有限公司面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券（第一期）	17 不动 01	143306.SH	2017-10-12	2017-9-18	20.00	5（3+2）	4.88
平安不动产有限公司面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券（第二期）	17 不动 02	143407.SH	2017-12-05	2017-11-20	5.00	5（3+2）	5.27
平安不动产有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券（第一期）	18 不动 01	143566.SH	2018-04-25	2018-04-11	15.00	3	5.00

资料来源：Wind、联合评级整理

三、运营环境

1．资产管理

近年来，资产管理行业参与主体呈逐步多元化趋势，主要包括银行理财、信托、保险资管、证券资管、公募基金、基金子公司、私募基金等。截至 2018 年底，各类资管产品总规模为 106.3 万亿元，略低于 2017 年底的资产规模。其中，银行表外和表内理财产品资金余额分别为 21.8 万亿元和 10.6 万亿，银行理财的表内表外资金余额总和大于 2017 年年末资产规模。此外截至 2018 年底，公募基金、私募基金以及保险资管的资产规模也大于 2017 年年末的资产规模，分别为 13.4 万亿元、12.8 万亿元和 2.3 万亿元；而信托公司受托管理的资金信托余额、证券公司资管计划、基金及其子公司资管计划余额低于 2017 年年底的规模，分别为 19.5 万亿元、11.7 万亿元、2.3 万亿元。

随着资产管理行业竞争加剧以及监管政策的转变，资产管理市场格局将有所变化。银行业资金和渠道优势明显，仍将是中坚力量；受益于过去监管层对金融创新的大力支持，券商、信托和基金子公司资产管理业务迅猛发展，但随着通道政策红利逐步消失，这些机构将面临转型风险；公募基金和私募基金得益于直接融资加速，规模增速较快。

2018 年 4 月 27 日，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）正式印发，监管层最终将过渡期设定在 2020 年底，意见指出，金融机构应该制定过渡期内的资产管理业务整改计划，明确时间的进度安排，报送相关金融监管管理部门认可及监督实施，并报备中国人民银行。过渡期结束后，金融机构的资产管理产品按照《指导意见》进行全面规范，不得再发行或者存续违反《指导意见》规定的资产管理产品。《指导意见》按照产品类型统一监管标准，从募集方式和投资性质两个维度对资产管理产品进行分类，分别统一投资范围、杠杆约束、信息披露等要求；坚持产品和投资者匹配原则，加强投资者适当性管理，强化金融机构的勤勉尽责和信息披露义务；明确资产管理业务不得承诺保本保收益，打破刚性兑付；严格非标准化

债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险；分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务；加强监管协调，强化宏观审慎管理和功能监管。

2018 年 9 月 28 日，《商业银行理财业务监督管理办法》发布，明确商业银行需设立理财子公司；2018 年 10 月 19 日，《商业理财子公司管理办法(征求意见稿)》（以下简称“《办法》”）出台，对银行理财子公司各项业务开展给出详细规定，除影响银行理财的市场外，《办法》还对整个资管市场产生较大的影响，首先，新规后，银行理财和其他资管产品站在同一起跑线上竞争，而银行理财在投资范围上相比公募基金更加宽泛，可以投资非标债权，未来银行理财和公募基金的竞争势必更加激烈。其次，《办法》中规定符合条件的私募基金可作为理财子公司的投资顾问，大部分理财子公司成立初期，一定程度上面临着权益类资产投资管理能力的欠缺，所以寻找外部的投资顾问将成为大部分理财子公司的选择，所以未来私募基金这部分业务或会有增长。

总体看，2018 年，随着行业竞争及监管政策转变，市场格局或将有所调整，我国资产管理行业受托管理规模有所回落；此外，对资产管理行业的政策监管越来越侧重金融风险防范。

2．商业地产

2018 年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。我国商业营业用房完成投资额 1.42 万亿元，同比下降 9.40%，占当期全国房地产行业投资完成总额的 16.64%；办公楼开发投资完成额 0.60 万亿元，同比下降 11.30%，占当期全国房地产行业投资完成总额的 7.04%。

从商业地产供求情况看，2018 年，商业营业用房竣工面积 11,258.68 万平方米，同比下降 11.10%；销售面积 11,971.33 万平方米，同比下降 6.80%，仍呈现供过于求的局面。从写字楼租金水平来看，2018 年，西安、重庆和大连等省市租金水平同比有所下降，其余一线和强二线城市的租金水平同比实现增长，增幅以北京和广州较大。整体看，租金水平基本进入平稳阶段。

从发展模式来看，2018 年，我国商业地产存量大，同质化竞争加剧，结构性问题突出。优秀房地产企业通过打造特色产品线、提升运营管理水平、加强品牌建设、借助资本力量实现发展；通过打造大资管平台、与金融结合等，实现开发模式向资产管理模式的转变与升级；通过联合（如险资企业、房地产企业之间的联合等）与收并购实现优势互补；此外，联合办公作为商业地产的新形态，发展加速，实现了存量盘活与办公形式的创新。

未来，针对商业地产去库存的政策支持力度仍将较大，且关于行业发展的细化政策将进一步落实。商业地产将更加向一线及热点二线城市集中，行业及市场集中度的提升将带来竞争加剧，根据不同城市的特点及变化，进行精准的产品定位，通过产品创新、业态和功能的合理布局或调整、实现错位竞争、提升商业地产价值将成为发展趋势。

总体看，2018 年，我国商业地产行业供需情况有所下降，租金水平基本进入平稳阶段；但商业地产市场仍然面临同质化竞争加剧的风险，产品创新、错位竞争等成为发展趋势。

四、管理分析

2018年，公司组织结构和管理制度未发生重大变化。

五、经营分析

1．经营概况

公司业务分为资产管理和不动产投资两大板块：资产管理业务主要包括不动产资产运营管理、

工程管理、项目投资顾问和基金管理等，不动产投资业务主要包括商业物业投资和工业物流投资等。2018年，公司实现营业收入18.67亿元，同比下降10.93%，主要系公司项目财务顾问收入和商业物业业务收入下降所致；实现净利润13.38亿元，同比增长1.54倍，与收入变动不一致，主要系公司长期股权投资实现的投资收益大幅增长所致。

从营业收入的构成来看，2018年，资产管理板块收入占营业收入比重为77.10%，为公司收入的主要来源，其中不动产资产运营管理业务实现收入1.76亿元，同比增长23.08%，主要系公司承接平安集团资产管理规模扩大所致；项目投资顾问业务实现收入9.75亿元，同比变动不大，收入主要来自对深圳联新投资管理有限公司（以下简称“深圳联新”）和桐乡市安豪投资管理有限公司（以下简称“桐乡安豪”）提供投资顾问服务，占营业收入比例为52.23%；财务顾问业务实现收入1.71亿元，同比下降49.26%，主要系公司对广东安德投资有限公司和上海弘璟房地产开发有限公司提供服务的规模减少所致。2018年，不动产投资板块收入占营业收入比重为22.90%，其中商业物业业务实现收入1.21亿元，同比下降53.28%，主要系业务模式调整，统计口径变化所致；工业物流业务收入2.61亿元，同比增长29.85%，主要系公司出租面积大幅增长所致。

表 2　2016~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块		2016 年			2017 年			2018 年		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
资产管理	资产运营管理	1.17	8.03	--	1.43	6.80	--	1.76	9.40	--
	工程管理	0.76	5.21	--	0.97	4.62	--	0.23	1.24	--
	项目投资顾问	3.84	26.44	--	9.68	46.17	--	9.75	52.23	--
	基金管理	0.65	4.45	--	0.69	3.28	--	0.89	4.74	--
	财务顾问业务	2.20	15.14	--	3.37	16.06	--	1.71	9.17	--
	保理业务	--	--	--	--	--	--	0.06	0.32	--
不动产投资	基金投资	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	商业物业	5.30	36.50	--	2.59	12.39	--	1.21	6.46	--
	工业物流	0.56	3.82	--	2.01	9.61	--	2.61	13.96	--
	养老养生	-	--	--	0.04	0.20	--	0.25	1.32	--
	海外投资	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	其他	0.06	0.42	--	0.18	0.88	--	0.22	1.16	--
合计		**14.53**	**100.00**	**63.47**	**20.96**	**100.00**	**81.72**	**18.67**	**100.00**	**85.92**

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：1、因公司无法提供分板块毛利率，故无法分析各板块毛利率变化情况；2、基金投资业务和海外投资业务产生的收入主要为债权投资的利息收入和股权投资产生的股权溢价，已计入当期的投资收益科目中，未在营业收入中体现；3、工业物流业务于2018年7月转让至平安人寿。

毛利率变化方面，2018 年，公司综合毛利率为 85.92%，较上年提升 4.20 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.46 亿元，同比变动不大；实现净利润 12.21 亿元，同比增长 3.31 倍，主要系公司对联合营企业的投资收益增加所致。

总体看，公司业务涉及商业地产、资产管理等，业务较为多元化；2018 年，公司业务收入规模有所下降，业务毛利率整体仍保持在较高水平。

2．资产管理业务

资产管理业务是指公司接受平安集团子公司的委托提供不动产资产代管服务，接受外部第三方的委托提供不动产投资服务，主要包括不动产资产运营管理、工程管理、项目投资顾问以及基金管理业务。

（1）不动产资产运营管理业务

不动产资产运营管理业务为公司受托对已建成完工的不动产项目提供包括招租在内的招商、运营服务；公司在提供服务期间，每年按资产原值的0.25%~0.50%向委托人收取费用。

截至 2018 年底，公司主要资产管理项目合计 39 个，主要管理的物业性质有写字楼、综合体、住宅、公寓、酒店等；公司所管理资产主要租客有平安人寿、平安产险和平安信托等平安集团内子公司。目前，公司所管理的资产出租率较高，其中多数项目出租率达到 95%以上。2018 年，公司资产运营管理收入为 1.76 亿元，同比增长 23.08%；2019 年 1~3 月，公司资产运营管理收入为 0.34 亿元，同比增长 27.50%。

表 3　截至 2018 年底公司主要资产管理业务基本情况（单位：万元）

序号	项目名称	委托人	资产管理费收入		
			2016 年	2017 年	2018 年
1	深圳平安金融中心	平安人寿	566.14	1,766.08	3,492.66
2	北京平安国际金融中心	平安人寿	1,070.43	1,499.19	1,958.46
3	上海平安大厦	平安人寿	1,878.77	1,842.45	1,840.00
4	上海中国平安金融大厦	平安人寿	1,165.14	1,252.24	1,582.17
5	北京世纪财富中心	平安产险	632.72	953.23	978.13
6	上海平安财富大厦	平安人寿	797.21	787.34	789.85
7	中国电子大厦	平安人寿	588.91	641.22	720.84
8	北京平安大厦	平安人寿、平安产险	286.47	494.27	712.86
9	深圳城市广场	平安人寿	886.76	695.58	695.58
10	长春寿险平安大厦	平安人寿	--	--	608.49
11	成都平安金融中心	平安人寿	294.31	468.10	556.42
12	上海张江后援中心	平安人寿	400.42	393.33	431.10
13	武汉平安金融中心	平安人寿	152.79	386.06	417.28
14	南宁平安大厦	广西安轩置业有限公司	--	36.33	351.05
15	上海静安广场	平安人寿	--	61.82	299.79
16	沈阳平安财富中心	平安人寿	194.88	249.71	266.24
17	上海利园国际大酒店	平安人寿	--	115.66	254.12
18	重庆平安财富中心	平安信托	229.86	225.65	225.65
19	杭州平安金融中心	平安人寿	--	--	183.50
20	上海静安 8 号酒店公寓	平安人寿	167.90	164.85	178.53

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司承接了平安集团旗下大部分成熟商业写字楼的资产运营管理，经营稳健且风险很小。

（2）工程管理业务

工程管理业务为公司受托对在建的不动产项目提供工程规划、建造、施工或装修改造等工程管理服务；公司以施工过程中产生的建安成本为基数，每季度按 1.5%的费率向委托人收取费用。

截至 2018 年底，公司提供工程管理服务的项目共 4 个，2018 年公司工程管理服务收入为 0.23 亿元，同比大幅下降 76.29%，主要系北京丽泽商务区办公楼项目和杭州平江建设项目逐步进入竣工及运营阶段所致。2019 年 1~3 月，公司工程管理服务收入为 0.23 亿元，已超过 2018 年全年工程管理收入，主要系新增对张江 3 号项目（平安人寿委托）的管理费收入 0.15 亿元所致。

表 4　2016~2018 年公司主要工程管理项目基本情况（单位：万元）

序号	项目名称	委托人	2016 年工程管理费收入	2017 年工程管理费收入	2018 年工程管理费收入
1	深圳平安金融中心建设项目	深圳平安金融中心建设发展有限公司	6,799.49	--	--
2	上海中国平安金融中心	平安人寿	352.67	--	-41.42
3	北京平安大厦装修项目	平安人寿	11.62	--	--
4	杭州平江建设项目	杭州平江投资有限公司	406.97	1,662.42	--
5	深圳城市广场	深圳平安商用置业投资有限公司	--	77.95	--
6	北京丽泽商务区办公楼项目	北京金坤丽泽置业有限公司	--	6,450.64	1,097.77
7	香港 IFC	中国平安保险海外（控股）有限公司	--	249.06	--
8	产险大厦	平安产线	--	1,241.51	1,241.51
9	天津泰丰小白楼城市综合体项目	天津泰达集团有限公司	--	--	15.62
合计			**7,570.76**	**9,681.58**	**2,313.49**

注：公司与杭州平江投资有限公司签订了合作协议，杭州平江建设项目的工程管理费率按照年化 4%收取。
资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，平安集团作为国内主要的综合性金融集团之一，近几年发展较快；受平安集团各年建设平安金融中心或大厦等办公场所的需求下降影响，2018 年公司该板块收入降幅较大；2019 年 1 季度，该板块收入有所回升，预计 2019 年公司工程管理收入同比将有所增长。

（3）项目投资顾问业务

项目投资顾问业务为公司为不动产项目提供前期投资、开发及退出的顾问服务；公司在提供上述服务期间，购买土地按照地价的 1%一次性向委托人收取费用，投资优质不动产项目则按购买合同总交易额的 1%一次性向委托人收取费用。

2018 年，公司项目投资顾问业务收入为 9.75 亿元，同比变动不大，收入主要来自于公司对深圳联新、深圳安创投资管理有限公司（以下简称“深圳安创”）和桐乡安豪的投资顾问业务，存在较高的客户集中风险。2019 年 1~3 月，公司投资顾问业务实现收入 2.41 亿元，同比变动不大。

表 5　2016~2018 年公司投资顾问业务项目收入情况（单位：万元）

委托人	2016 年	2017 年	2018 年
深圳联新	37,809.22	45,379.66	33,703.88
深圳安创	6.23	44,240.61	36,584.90
桐乡安豪	618.50	5,353.73	26,612.50
广西安轩置业有限公司	--	508.66	--
平安产险	--	1,270.19	--
安富 1 期专项资产管理计划	--	-	599.36
合计	**38,433.95**	**96,752.84**	**97,500.64**

注：公司与深圳联新签订框架协议，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：深圳联新新增投资的每个不动产项目，在深圳联新与交易对手签订不动产买卖或投资协议后，公司将根据深圳联新约定的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。
资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2018 年，公司项目投资顾问业务平稳发展，但存在较高的单一客户集中风险。

（4）财务顾问业务

公司利用其在不动产投资及管理上的专业优势开展财务顾问业务，业务具体内容包括但不限于：为客户介绍宏观经济、产业发展的最新动态；为客户提供关于房地产融资等方面的咨询服务；为客户提供有关其或其关联方不动产项目股权转让的财务顾问服务。公司按照客户最终实际融资金额的一定费率（一般费率不低于 1%）向委托人收取费用；公司在为客户提供不动产项目股权转让的财务顾问服务期间，一般按照股权转让价款的 1~2%，一次性向委托人收取费用；其他财务顾问服务的费用收取视项目具体情况而定。

2018 年，受承接项目影响，公司财务顾问业务收入为 1.71 亿元，同比下降 49.26%；公司财务顾问收入较分散，集中性风险较低。2019 年 1~3 月，公司财务顾问业务实现收入 1,746.73 万元。

总体看，2018 年，受承接项目影响，公司财务顾问收入下降较大，客户分散度较高。

（5）基金管理业务

公司作为基金管理人时，主要履行基金的管理义务，包括基金募集、基金投资、基金存续期管理以及基金退出；费用收取方面，公司根据基金筹资规模收取固定基金管理费（投资管理费）及超额利益分成。

2018 年，公司基金管理业务收入为 8,855.52 亿元，同比增长 28.95%；截至 2018 年底，公司主要管理不动产投资基金情况如下表所示。2019 年 1~3 月，公司基金管理业务收入为 4,179.42 万元，同比大幅增长 1.28 倍，主要系公司新增管理基金所致。

表 6　截至 2018 年底公司管理基金情况（单位：%、万元）

基金名称	管理费率	收入		
		2016 年	2017 年	2018 年
磐石 1 号私募投资基金	1.00	4,350.11	94.34	15.51
上海安齐投资中心(有限合伙)	1.00	6.77	4.72	0.87
磐石 2 号私募投资基金	0.50	1,011.73	1,664.79	379.87
安朝 2 号基金	1.50	381.40	1,918.41	435.28
上海安逊投资中心（有限合伙）	1.00	714.52	2,901.07	2,475.18
定海 5 号基金	0.20	1.46	14.74	19.52
长沙先导债权基金	0.24	--	57.27	112.39
定海 6 号基金	0.20	--	7.47	23.01
坤元华裕基金	1.50	--	4.40	773.62
万科不动产债权投资计划（一期）	0.185	--	91.14	353.90
万科不动产债权投资计划（二期）	0.105	--	34.12	271.58
越秀南沙不动产债权投资计划	0.28	--	75.06	511.91
定海 7 号基金	0.20	--	0.12	25.05
金茂北京中化大厦商业不动产债权投资计划	0.235	--	--	225.36
招商华侨城不动产债权投资计划	0.185	--	--	275.90
金茂北京丰台商业不动产债权投资计划	0.235	--	--	98.54
天津宜兴埠棚改项目不动产债权投资计划	0.33	--	--	242.14
瑞成金裕系列基金	1.80	--	--	2,491.89
长沙武广新城债权投资计划	0.23	--	--	37.61
首创置业深圳商业不动产债权投资计划	0.30	--	--	3.85

深圳联盈投资管理有限公司	--	--	--	38.83
深圳市陆虹投资管理有限公司	--	--	--	43.69
合计	**--**	**6,465.98**	**6,867.65**	**8,855.52**

注：管理费率为空白的表示合同为一次性合同，无费用率。
资料来源：公司提供

总体看，公司作为基金管理人，每年可收取一定比例的基金管理费，收入风险不大；2018 年，基金管理费收入持续增长。

3．不动产投资业务

公司不动产投资业务主要包含基金投资业务、商业物业投资、工业物流投资和养生养老业务等。

（1）基金投资业务

基金投资业务产生的收入主要为对房地产项目的股权投资产生的股权溢价以及债权投资产生的利息收入，公司投资项目的退出方式如下：对于债权投资部分：委托银行向项目公司发放委托贷款，到期项目公司通过偿付银行委托贷款本息的方式实现退出；或以股东往来款形式发放贷款并到期收取本息的方式实现退出；对于股权投资部分：通过增资或者股权收购的方式持有项目公司股权，到期由双方协定的方式实现退出。

截至 2018 年底，公司未退出投资项目共 22 个，项目投资余额合计 125.34 亿元（见附件 2）。2018 年，公司基金投资业务实现投资收益 8.11 亿元，同比下降 34.33%。

总体看，公司作为基金管理人，每年可收取一定比例的基金管理费，此部分收入风险不大；但同时公司对基金的投资份额可能受项目建设和销售的影响而出现波动。2018 年，公司基金投资业务实现收益有所下降。

（2）商业物业业务

截至 2018 年底，公司商业物业项目尚处于建设阶段；但公司承租了武汉平安大厦项目、北京平安国际金融中心项目和上海利园国际大酒店，并对外转租，公司获取租赁收入和物业管理收入，但利润贡献较低。2018 年，公司商业物业产生租金收入 0.34 亿元，较上年大幅减少 75.28%，主要系业务模式调整，统计口径变动所致；产生物业管理收入 0.10 亿元，较上年减少 81.03%，主要系业务模式调整，统计口径变动所致；产生酒店业务收入 0.77 亿元，较上年略有上升。2019 年 1~3 月，公司商业物业实现租金收入 1,357.84 亿元，酒店业务收入 1,578.75 亿元。

截至 2018 年底，公司在建的商业物业项目有 12 个，除部分项目为公司代为建设管理的险资项目，公司不负责相应的资金筹措外，其他项目资金来源均为公司自有资金及项目融资。公司计划总投资额为 130.39 亿元，已投资额为 64.44 亿元（剔除险资部分对项目的投入），尚需投资额为 65.95 亿元，资本支出压力一般。

表 7　截至 2018 年底公司主要商业物业项目情况（单位：亿元、万平方米）

序号	项目名称	投资年份	当前状态	总建筑面积	可租售面积	项目总投资	资金来源	公司计划投资	已投资金额	尚需投资
1	杭州平安金融中心	2012 年	竣工	27.70	19.50	37.57	自有资金+险资	13.87	12.12	1.75
2	广州平安金融大厦	2013 年	在建	11.30	7.70	21.70	自有资金+借	21.70	17.11	4.59

							款			
3	郑州平安金融大厦	2013 年	在建	4.20	3.20	3.30	自有资金+借款	3.30	2.28	1.02
4	天津平安泰达国际金融中心	2016 年	在建	30.70	23.20	38.50	自有资金+借款	38.50	12.45	26.05
5	广州飞晟科学城项目	2016 年	在建	8.40	7.30	5.50	自有资金	5.50	2.35	3.15
6	济南 CBD 项目	2017 年	在建	17.40	17.40	33.11	自有资金	33.11	5.67	27.44
7	长沙天心区项目	2017 年	在建	8.64	8.64	14.41	自有资金	14.41	12.46	1.95
合计		--	--	**108.34**	**86.94**	**154.09**	--	**130.39**	**64.44**	**65.95**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目以平安金融大厦为主，部分项目由平安集团保险资金回购退出，整体风险较低，未来资本支出压力一般。

（3）养生养老业务

该业务由公司控股的桐乡平安投资有限公司具体开展。养生养老业务模式为选择国内核心城市周边的卫星城或具有稀缺资源的文化旅游型城市进行养生养老项目的建设及运营转让；另外，针对自持项目部分，公司还提供养老养生公寓租赁、医疗护理、康乐等日常养生养老服务。2018 年，公司养生养老业务实现收入 2,466.10 万元，以租金收入和医疗业务收入为主；2019 年 1~3 月，公司养生养老业务实现收入 654.67 万元。

截至 2018 年底，公司自持浙江桐乡养生养老度假项目，总规划建筑面积约 90 万平方米；目前已有部分地块完成竣工验收，并开始向客户交付，老年大学、医院、农庄等社区配套设施已开始经营，其他地块的开发尚在推进中。截至 2018 年底，该项目公司已投入 42.53 亿元，公司尚需投入 137.47 亿元，未来存在一定资金支出压力。具体情况如下表所示。

表 8　截至 2018 年底公司养老地产开发项目投资金额情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	公司总投资	资金来源	截至 2018 年底公司已完成投资
浙江桐乡养生养老度假项目[1]	2012 年	2023 年	181	181	自有资金、注册资本	42.53

资料来源：公司提供

总体看，公司养生养老项目投资额大，建设周期长，预计将对公司的资金造成一定压力。

（4）海外投资业务

海外投资业务主要通过与海外目标市场领先的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，以股权和债权等方式在项目及公司层面进行投资，寻求增值型和机会型回报。针对优质海外不动产项目，公司通过境外投资平台以及直接投资方式与项目所在国知名开发商共同开发。在项目开发过程中，公司不实际操盘，只做财务投资。目前，公司海外项目主要分布在澳洲、美国和日本。

公司海外投资业务产生的收益计入投资收益科目，2018 年，公司海外投资业务产生的项目收

[1] 浙江桐乡养老项目部分工程由其他公司负责建设，故预计总投资额中包含其他公司预算金额。

益为 80,470.25 万元，同比大幅增加 70,985.62 万元，主要为项目分红及项目权益部分退出。

总体看，公司海外投资业务主要以股权和债权等方式在项目及公司层面进行投资，寻求增值型和机会型回报，目前项目收益状况较好。

4．关联交易

作为平安集团下属核心子公司，公司与平安集团及其下属子公司存在一定规模的日常持续性关联交易，日常持续性关联交易主要包括收取正常业务过程中产生的经营收入（如收取物业管理费、收取租赁费、收取咨询费、收租赁管理费及工程酬金等）、业务过程中产生的经营性支出（如支付房屋租赁费、支付咨询服务费、支付外包服务费等）、接受担保、接受资金、购买理财产品、支付担保费和购买商品。公司从关联方进行的交易遵守一般商业条件，关联交易价格主要参考市场价格经双方协商后确定。

从关联交易规模上看，2018年公司从关联方收取的物业管理费、租赁费、咨询费、租赁管理费及工程酬金的金额合计11.95亿元，占营业收入的64.01%。整体看，公司关联交易对营业收入影响较大。

截至2018年底，公司与关联方之间的应收款项（含应收票据、应收账款、其他应收款、应收款类投资）合计371.56亿元，占资产总额的比例为47.94%，其中公司与关联方的应收款主要为应收账款类投资，金额为350.45亿元，全部为第三方债权投资，公司会定期对客户信用记录进行监控，对于信用记录不良的客户，公司会采用书面催款、缩短信用期或取消信用期等方式，以确保的整体信用风险在可控的范围内；公司与关联方之间的其他应付款总计45.50亿元，占负债总额的比例为8.95%，占比较小。

此外，公司的关联方深圳安创、深圳联新、深圳平安创科投资管理有限公司和桐乡安豪等公司通过出让项目的债权投资或股权投资收益权获取金融机构的贷款，上述关联方公司通过到期回购项目的债权或股权收益权实现退出；其中，公司为部分此类债权/股权收益权回购提供远期购买承诺、差额补足或者现金补足。截至2018年底，公司为此类项目提供的整体增信余额合计328.04亿元，规模较大。

总体看，受公司业务模式影响，关联交易在公司业务中所占比例较大，公司为关联方的融资项目提供的增信余额规模较大，存在一定或有负债风险。

5．经营关注

业务可持续性风险

公司大部分收入来源于平安集团各成员企业不动产项目委托管理业务，若未来平安集团改变相应的经营策略，对公司在集团中的定位作出调整，终止或减少上述委托业务，将可能导致公司营业收入的减少。

项目投资顾问业务客户集中风险较高

近两年，公司投资顾问收入中来自深圳联新和深圳安创的占比分别为 92.63%和 72.09%，占比较大，存在较高客户集中风险。

基金管理风险

基金的组织形态在法律上属于独立法人性质，公司在进行基金管理业务是将作为基金发起人，拟定该基金的各项法律文件，如基金章程、基金契约书、基金委托书等，在理清基金权责关系的过程中，公司将面临一定的管理风险；另外，公司作为普通合伙人的出资额清偿顺序排在有限合伙人之后，存在一定的损失无法回收风险。

关联交易风险

公司作为平安集团下属子公司，与平安集团及其子公司之间存在一些关联交易，虽然此种情况是公司作为中国平安集团中不动产投资、管理领域的主要平台所致，但有可能会影响公司在市场中积极独立经营获利的能力。公司为关联方的融资项目提供的增信余额规模较大，存在一定关联交易风险和或有负债风险。

6．未来发展

未来，公司将继续壮大不动产项目资产管理业务，做好保险资金在不动产产业的孵化器，同时积极拓展集团外客户。作为平安集团不动产投资及资产管理的公司，公司业务发展空间广阔，预计到 2020 年，平安集团不动产配置金额上限为 7,500 亿元。

公司将积极拓展第三方资产管理的业务模式及其它新型的不动产投资模式。不动产投资基金是公司未来业务壮大的重点之一，公司将积极创新第三方资产管理业务模式，做好业绩和市场知名度管理，提高管理费收入和投资收益。

公司将加强货币资金、交易性金融资产、应收账款和存货的管理，进一步增强资产流动性，减少资金占用，提高营运效率。另外，公司力争缩短为保险资金进行产业孵化的投资期限，加快资产周转速度。

总体看，公司未来发展规划明确，将稳健经营现有不动产项目资产管理业务，同时不断探索新型的不动产投资模式。

六、财务分析

1．财务状况

公司 2018 年度合并财务报表已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照财政部最新的会计准则及相关规定编制。本报告 2017 年财务数据采取 2018 年审计报告的期初调整数据。2018 年公司新纳入合并范围的子公司 8 家，不再纳入合并范围的子公司 39 家。考虑到新增子公司规模较小且主营业务未发生改变，且同一控制下合并采用追溯调整后的财务数据，因此财务数据的可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 775.14 亿元，负债合计 508.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 266.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 266.60 亿元。2018 年，公司实现营业收入 18.67 亿元，净利润（含少数股东损益）33.98 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 34.01 亿元；经营活动产生的现金流净额为 26.32 亿元，现金及现金等价物净增加额为 32.54 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 770.24 亿元，负债合计 461.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 308.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 308.52 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.46 亿元，净利润（含少数股东损益）12.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 9.58 亿元；经营活动产生的现金流净额为-2.19 亿元，现金及现金等价物净增加额为-6.63 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 775.14 亿元，较年初增长 29.03%，其中，流动资产占比 69.19%，非流动资产占比 30.81%。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 536.32 亿元，较年初增长 42.11%，主要系货币资金和其他流动资产增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 19.05%）、交易性金融资产（占比 12.30%）、一年内到期的非流动资产（占比 17.44%）、其他应收款（占比 5.86%）和其他流动资产（占比 44.05%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 102.16 亿元，较年初增长 37.50%，主要系公司业务增长及收到关联方还款增加导致银行存款增加所致；其中银行存款占比 90.10%；使用受限的货币资金为 9.88 亿元，受限比例为 9.67%。

2018 年，公司按照财政部颁布的四项会计准则，将以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、部分可供出售金融资产及其他流动资产重分类至交易性金融资产科目，截至 2018 年末，公司交易性金融资产为 65.97 亿元，同比大幅下降主要系公司购入的理财产品到期所致。

2018 年，公司采用新的金融工具会计政策，将一年内到期的应收款项类投资重分类至一年内到期的非流动资产，截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产 93.52 亿元，较年初下降 20.17%。公司一年内到期的非流动资产全部为债权投资，投资对象主要集中在中国境内的房地产行业，项目年化利率在 2.50%~12.00%之间，差异较大。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 31.44 亿元（未计提坏账准备），较年初下降 25.98%，主要系关联方往来款和物业开发代垫款减少所致。截至 2018 年底，公司其他应收款主要包括物业开发垫款（占比 22.50%）和集团内关联公司往来款（占比 30.52%）等构成，对资金形成了占用。从账龄分布来看，账龄在 1 年以内的其他应收款占比 78%，1~2 年的占比 22%，账龄分布较为集中。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 236.23 亿元，较年初大幅增长 240.95 倍，主要系公司将一年内到期的债权投资 235.48 亿元重分类至其他流动资产所致。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 238.82 亿元，较年初增长 6.93%；主要由债权投资（占比 18.93%）、长期股权投资（占比 43.31%）、投资性房地产（占比 24.18%）和其他非流动资产（占比 8.76%）构成。

2018 年，公司采用新的金融工具会计政策，将应收款项类投资重分类至债权投资，截至 2018 年底，公司债权投资为 45.22 亿元，主要为应收关联方债权投资；截至 2018 年底，公司债权投资（包括计入一年内到期的非流动资产的债权投资）账面价值合计 138.74 亿元，计提减值准备 1.47 亿元，计提比例为 1.05%，主要系对武汉旭祥置业有限公司和怡腾投资有限公司的债权投资计提的减值准备。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 103.42 亿元，较年初增长 27.68%，主要系公司新增对深圳联新和南京新怡置房地产开发有限公司的投资所致；2018 年，公司长期股权投资产生投资收益 16.02 亿元，较上年增加 7.21 亿元，主要系公司新增对南京新怡置房地产开发有限公司的投资以及公司对深圳联新按权益法核算的投资收益增加所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产为 57.75 亿元，较年初下降 46.55%，主要系公司向平安人寿出售工业物流公司所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产由土地使用权（占比 45.34%）和房屋及建筑物（占比 54.66%）构成。公司投资性房地产按照成本进行初始计量，并采用成本模式对投资性房地产进行后续计量。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 20.92 亿元，较年初大幅增长 17.35 倍，主要系公司子公司于 2018 年 12 月通过产交所取得华侨城项目在建工程所致；截至 2018 年底，相关资产的收购价格和交易费用已付清，但尚未办理相关产权。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 28.92 亿元，包括受限货币资金（9.88 亿元）、广州平盈投资管理有限公司受限土地使用权（16.75 亿元）和桐乡养老项目中受限土地使用权和在建工程（2.30 亿元），占总资产比例为 3.73%，受限比例较低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产较年初下降 0.63%至 770.24 亿元，同比变动不大；其中流动资产较年初下降 1.41%至 528.77 亿元（占比 68.65%），非流动资产较年初增长 1.11%至 241.47 亿元（占比 31.35%）。

总体看，2018 年，随着公司业务规模的快速增长，公司资产规模快速扩张。其中，流动资产占比相对较大，货币资金较为充裕，一年内到期的债权投资规模较大；资产受限比例较低，资产流动性较好；投资性房地产以成本法计量，整体资产质量较好。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 508.18 亿元，较年初增长 37.18%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债和非流动负债分别占比 62.02%和 37.98%，以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 315.19 亿元，较年初增长 105.79%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致，公司流动负债主要由短期借款（占比 12.05%）、其他应付款（占比 20.82%）、一年内到期的非流动负债（占比 29.42%）和其他流动负债（占比 34.88%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 37.99 亿元，较年初下降 20.29%。截至 2018 年底，公司短期借款主要由信用借款（占比 89.47%）和质押借款（占比 10.53%）构成。截至 2018 年底，公司其他应付款 65.63 亿元，较年初增长 1.32 倍，主要系应付关联方款项大幅增加所致；公司其他应付款主要由应付关联方款项（占比 66.63%）和应付第三方经营往来款（占比 27.51%）等构成。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 92.72 亿元，较年初增长 8.13 倍。截至 2018 年底，公司其他流动负债 109.95 亿元，较年初增长 105.23%，主要系新发行超短期融资券所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 192.99 亿元，较年初下降 11.18%，主要系长期借款和应付债券下降所致，公司非流动负债主要由长期借款（占比 29.24%）和应付债券（占比 70.15%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 56.43 亿元，较年初下降 17.43%，以信用借款为主，借款利率在 0.95%~6.60%之间；从期限分布来看，2020 年到期的部分占比 55.56%、2021 年到期的部分占比 6.01%，2022 年到期的部分占比 1.03%，2023 年及以后到期占比 37.40%，公司在 2020 年面临一定的集中偿付压力。截至 2018 年底，公司应付债券为 135.29 亿元，较年初下降 7.74%至 135.39 亿元，公司债券多数于 2021 年和 2022 年到期。

截至 2018 年底，公司全部债务为 431.85 亿元，较年初增长 1.17 倍，其中，短期债务占比 55.58%，长期债务占比 44.42%，公司债务结构不合理，2019 年公司面临较大的集中偿付压力。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.56%、61.80%和 41.81%，较 2017 年分别增加 3.90 个百分点、增加 3.21 个百分点和减少 6.48 个百分点，公司债务负担尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司负债同比下降 9.19%至 461.48 亿元，主要系其他流动负债和其他应付款下降所致；其中，流动负债较年初下降 17.13%至 261.21 亿元（占比 56.60%），主要系其他应付款和其他流动资产下降所致，非流动负债较年初增长 3.78%至 200.28 亿元（占比 43.40%）。

截至2019年3月底，公司全部债务合计402.16亿元，同比下降6.87%，其中，短期债务占比50.79%，长期债务占比49.21%，债务结构较年初变动不大。截至2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为59.91%、56.57%和39.06%。若将永续债计入公司债务，截至2019年3月底，公司全部债务合计437.00亿元，其中，短期债务占比46.74%，长期债务占比53.26%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.44%、61.47%和45.94%。

总体看，2018年，随着业务规模和资金需求的扩大，公司整体债务规模大幅增加，但整体债务负担尚可；公司债务结构中短期债务占比较大，面临一定集中偿付压力。

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益为266.96亿元，较年初增长15.92%，主要系未分配利润增加所致；归属于母公司所有者权益为266.60亿元，占比99.87%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比75.02%、资本公积占比1.40%、未分配利润占比19.78%，公司所有者权益主要由实收资本构成，所有者权益稳定性很强。

截至2019年3月底，公司所有者权益较年初增长15.66%至308.76亿元，主要系公司发行可续期债券致使其他权益工具增加所致；归属母公司所有者权益中，股本占比64.83%，资本公积占比1.19%，盈余公积占比1.68%，未分配利润占比21.05%，其他权益工具占比11.29%，稳定性较强。

总体看，2018年，受未分配利润增加的影响，公司所有者权益大幅增长；其中实收资本占比很高，权益结构的稳定性很强。

4．盈利能力

2018年，公司实现营业收入18.67亿元，同比下降10.92%，主要系公司财务顾问业务和商业物业业务收入下降所致；实现净利润33.98亿元，同比增长1.54倍，与收入变动不一致，主要系公司投资收益大幅增加所致。

从期间费用来看，2018年，公司期间费用为29.80亿元，同比增长31.16%，主要系财务费用增加所致。具体来看，2018年，公司管理费用为12.48亿元，同比增长17.15%，主要系公司业务规模增长带来人力成本等增加所致。随着外部融资规模的扩大，2018年公司财务费用为17.32亿元，同比增长43.50%。2018年，公司费用收入比为159.62%，较上年提升51.20个百分点；考虑到公司特殊的业务模式，公司费用收入比虽然很高，但仍处于正常范畴。

2018年，公司投资收益主要由债权投资投资收益（占27.17%）和长期股权投资投资收益（占65.70%）构成，有一定可持续性；2018年投资收益为56.12亿元，同比增长1.23倍，主要系公司对深圳联新的投资收益大幅增加所致，考虑到深圳联新主营业务为对房地产项目进行财务投资，可持续性较强。

2018年，公司营业利润率为81.53%，较上年增长2.75个百分点。2018年，受投资收益大幅增长影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为8.31%、8.06%和13.67%，分别较上年增加3.69个百分点、3.07个百分点和7.66个百分点，变动较大。

2019年1~3月，公司实现营业收入4.46亿元，同比变动不大；实现净利润12.21亿元，同比增长3.31倍，主要系公司对联合营企业的投资收益增加所致。

总体看，2018年，公司业务收入有所波动；利润主要来源于各类投资的投资收益，投资收益持续性较好；公司整体盈利能力较强。

5．现金流

2018 年，公司经营活动现金流入 79.11 亿元，同比增长 115.10%，主要系往来款增加所致；公司经营活动现金流出 52.78 亿元，同比增长 14.81%，主要系业务增长导致支付第三方代垫款、往来款增加所致。2018 年，公司经营活动产生的净现金流为 26.32 亿元，由负转正。2018 年，公司现金收入比为 159.32%，较上年增加 105.92 个百分点，收入实现质量波动较大。

2018 年，公司投资活动现金流入 1,008.44 亿元，同比增长 11.11%，主要系公司收回金融资产、理财产品、债权和股权投资致使现金流入增加所致；公司投资活动现金流出 1,091.37 亿元，同比增长 16.56%，主要系购买投资性房地产及其他长期资产支付的现金支出增长所致。2018 年，公司投资活动产生的净现金流为-82.92 亿元，净流出规模进一步扩大。

2018 年，公司筹资活动现金流入 310.91 亿元，同比变动不大；公司筹资活动现金流出 222.95 亿元，同比下降 13.79%，主要系偿还债务支付现金增加所致。2018 年，公司筹资活动净现金流为 87.96 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为-2.19 亿元；投资活动净现金流为-7.88 亿元；筹资活动净现金流为 3.57 亿元。

总体看，2018年公司经营活动现金流由净流出转为净流入，收入实现质量波动性较大；随着公司业务的大量推进，公司投资活动现金流持续表现为净流出，且净流出规模较大，对外融资需求依赖较大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，受公司发行超短期融资券使得其他流动负债增长影响，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 2.46 倍下降至 1.70 倍，速动比率由年初的 2.40 倍下降至 1.70 倍。截至 2018 年底，公司现金短期债务比由年初的 1.72 倍下降至 1.29 倍，对短期债务的覆盖程度有所下滑，但仍较好。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为57.42亿元，同比增长95.17%，主要系利润总额大幅增长所致；其中利润总额占比64.97%、计入财务费用的利息支出占比31.63%，以利润总额为主。2018年，公司EBITDA利息倍数由年初的2.52倍增长至3.08倍，公司EBITDA对利息的保障能力较高；EBITDA全部债务比由年初的0.09倍上升至0.13倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力有待提升。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年3月底，公司无对其生产经营或偿债能力产生重大影响的未决诉讼或未决仲裁事项。

截至2019年3月底，公司无对外担保事项。

公司与各大银行等金融机构建立了良好的长期合作关系，截至2019年3月底，公司及控股子公司已获银行授信额度829.24亿元，剩余授信额度575.22亿元，间接融资渠道畅通。

截至2019年5月13日，根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示（机构信用代码：G1044030401032740V），公司已结清和未结清信贷记录中均不存在不良或关注类信贷信息。

总体看，公司短期偿债能力强、长期偿债能力一般，但考虑到公司作为平安集团旗下专业的不动产投资及管理平台，能够获得集团较多支持，且未来随着公司业务规模的不断扩大以及相关项目收入的结转，以及公司经营规模较大等综合优势，其整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 131.75 亿元，约为“16 不动产”、“17 不动 01”、“17 不动 02”和“18 不动 01”合计本金（80.00 亿元）的 1.65 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 308.76 亿元，为债券合计本金（80.00 亿元）的 3.86 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 不动产”、“17 不动 01”、“17 不动 02”和“18 不动 01”本金的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 57.42 亿元，约为债券合计本金（80.00 亿元）的 0.72 倍，公司 EBITDA 对“16 不动产”、“17 不动 01”、“17 不动 02”和“18 不动 01”本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 79.11 亿元，约为债券合计本金（80.00 亿元）的 0.99 倍，公司经营活动现金流入量对“16 不动产”、“17 不动 01”、“17 不动 02”和“18 不动 01”本金的覆盖程度一般。

综合以上分析，作为平安集团旗下专业的不动产投资及管理平台，公司在行业内有较强的竞争力。公司不断扩大业务规模，未来随着相关项目的收入结转和投资收益的确认，公司整体收入和利润规模有望保持稳定，公司对“16 不动产”、“17 不动 01”、“17 不动 02”和“18 不动 01”本金的偿还能力极强。

八、综合评价

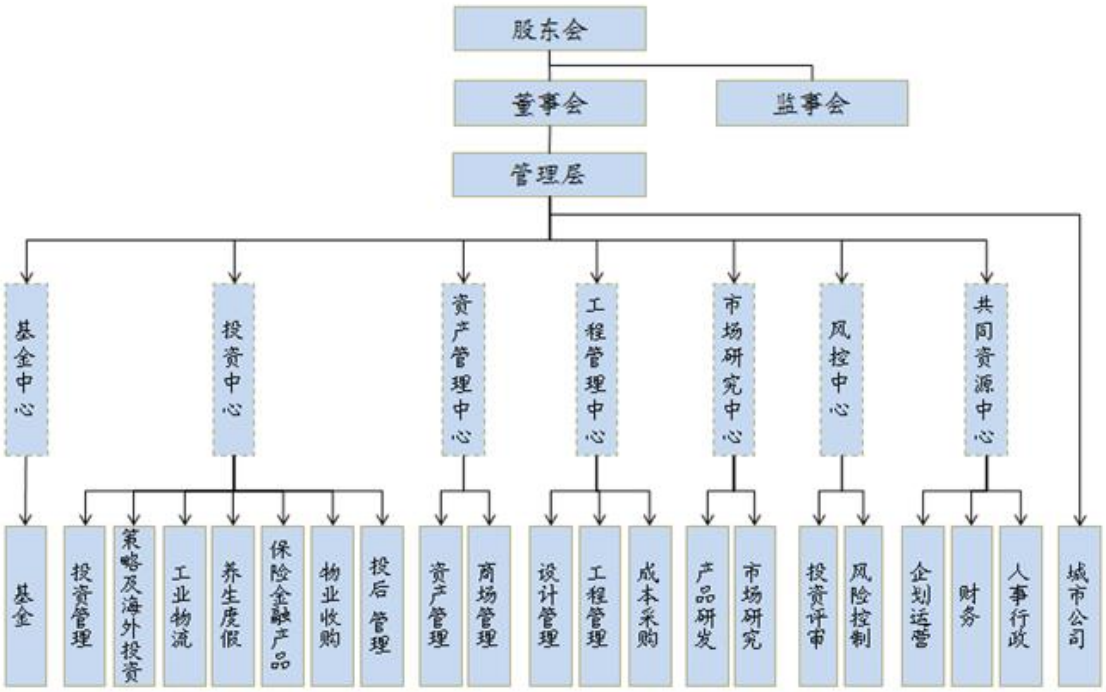
公司作为平安集团不动产领域投资及管理的主要载体，在资金及业务运营等方面得到了平安集团的有力支持。公司业务构成多元化，涵盖资产管理、工程管理、投资顾问等资产管理业务以及商业地产和养老地产等领域的不动产投资业务。2018年，公司净利润持续增长，盈利能力较强，资产规模快速增长且资产质量良好。同时，联合评级也关注到公司正处于快速发展阶段，投资项目较多，现阶段公司主要依赖外部融资来平衡现金流，预计未来资金压力将进一步加大、公司短期债务规模较大以及公司关联交易规模较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司养生养老项目、商业物业项目和基金投资项目进入投资回报期，公司整体盈利能力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“16 不动产”、“17 不动 01”、“17 不动 02”和“18 不动 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　平安不动产有限公司

组织结构图



附件 2　公司基金投资业务收益明细

单位：万元

序号	投资项目	截至 2018 年底项目投资余额	项目收益		
			2016 年	2017 年	2018 年
1	绿城义乌项目	--	8,100.00	426.85	--
2	桐乡安欣养老项目	--	747.15	--	--
3	武汉地安君泰项目	57,050.20	23,401.44	20,547.11	9,228.86
4	合肥万科金湾项目	701.24	4,878.98	28,027.95	4,764.80
5	南京招商宁盛项目	3,224.39	5,294.65	-624.81	-3.93
6	杭州龙耀项目	45,177.31	8,507.53	1,445.06	-621.91
7	南京朗润项目	9,424.69	2,228.80	5,361.75	-441.33
8	大连天盛项目	19,227.51	3,790.68	11,880.34	13,916.40
9	大连招宇项目	--	7,180.66	-5,171.45	236.16
10	南京招商 G16 项目	95,806.09	3,773.93	10,994.71	7,515.22
11	上海宝山顾村项目	--	3,470.91	--	--
12	广州依云项目	--	2,693.29	--	--
13	重庆方兴项目	89,429.64	-404.19	-339.33	2,129.32
14	安鑫 12 号专项管理计划	--	16,037.38	3552.67	--
15	安鑫 8 号专项资管计划	--	439.04	384.87	--
16	安鑫 26 号专项资管计划	--	13,776.90	2,848.73	6.14
17	济南安齐项目	248,384.73	--	18,466.45	18,553.25
18	武汉盛全项目	26,610.94	--	265.10	3,535.20
19	武汉旭祥项目	191,034.20	--	--	11,800.06
20	宁波金地长丰项目	31,541.20	--	13,073.94	-1,719.62
21	济南盛唐项目	20,713.44	-30.00	-509.81	246.64
22	科创云城项目	1,308.80	--	-461.21	-430.00
23	天津美银项目	88,355.44	--	3,353.57	3,406.69
24	中云国际大厦项目	4,768.70	--	35.62	125.86
25	港铁黄竹坑项目	140,692.75	--	3,479.92	6,319.56
26	南京裕鸿项目	677.78	--	--	-209.72
27	杭州远洋丁桥项目	28,023.74	--	6,461.72	-1,121.91
28	南京新街口 G84 项目	74,976.40	--	--	1,007.82
29	云南景和置业	83,334.45	--	--	2,613.15
30	上海盈谷房地产有限公司	15,230.80	--	--	222.07
合计		**1,253,363.03**	**103,887.15**	**123,499.75**	**81,078.81**

附件 3　平安不动产有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	516.87	600.74	775.14	770.24
所有者权益（亿元）	214.89	230.29	266.96	308.76
短期债务（亿元）	95.02	110.75	240.03	197.91
长期债务（亿元）	166.99	215.09	191.81	329.18
全部债务（亿元）	262.01	325.84	431.85	4.46
营业收入（亿元）	14.53	20.96	18.67	12.21
净利润（亿元）	10.96	13.38	33.98	13.55
EBITDA（亿元）	20.35	29.42	57.42	--
经营性净现金流（亿元）	2.86	-9.19	26.32	770.24
应收账款周转次数（次）	3.05	1.88	1.63	--
存货周转次数（次）	0.31	0.27	0.55	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.03	--
现金收入比率（%）	77.86	53.40	159.32	146.79
总资本收益率（%）	4.76	4.62	8.31	--
总资产报酬率（%）	5.09	4.99	8.06	--
净资产收益率（%）	6.79	6.01	13.67	--
营业利润率（%）	60.05	78.78	81.53	84.69
费用收入比（%）	91.83	108.42	159.62	108.24
资产负债率（%）	58.42	61.66	65.56	59.91
全部债务资本化比率（%）	54.94	58.59	61.80	51.60
长期债务资本化比率（%）	43.73	48.29	41.81	39.06
EBITDA 利息倍数（倍）	2.24	2.52	3.08	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.09	0.13	--
流动比率（倍）	2.52	2.46	1.70	2.02
速动比率（倍）	2.37	2.40	1.70	2.02
现金短期债务比（倍）	1.60	1.72	0.70	1.00
经营现金流动负债比率（%）	2.16	-6.00	8.35	-0.84
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.25	0.37	0.72	--

注：1、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；数据单位除特别说明外，均指人民币。3、2019年一季度数据未经审计，相关指标未予年化。4、其他流动负债中的超短期融资券已计入短期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 4　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。