

信用等级公告

联合〔2020〕1067号

平安不动产有限公司：

联合信用评级有限公司通过对平安不动产有限公司主体长期信用状况和公开发行的 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2020 年公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李

二〇二〇年五月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

平安不动产有限公司

2020年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过30亿元（含）

债券期限：3年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020年5月28日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 3月
资产总额（亿元）	600.74	775.14	864.61	935.72
所有者权益（亿元）	230.29	266.96	372.41	378.09
长期债务（亿元）	215.09	191.81	258.10	304.44
全部债务（亿元）	325.84	431.85	375.50	448.18
营业收入（亿元）	20.96	18.67	21.98	6.36
净利润（亿元）	13.38	33.98	68.25	8.27
EBITDA（亿元）	29.42	57.42	92.51	--
经营性净现金流（亿元）	-9.19	26.32	19.23	-11.73
营业利润率（%）	78.78	81.53	86.99	92.99
净资产收益率（%）	6.01	13.67	21.35	--
资产负债率（%）	61.66	65.56	56.93	59.59
全部债务资本化比率（%）	58.59	61.80	50.21	54.24
流动比率（倍）	2.46	1.70	2.26	2.37
EBITDA全部债务比（倍）	0.09	0.13	0.25	--
EBITDA利息倍数（倍）	2.52	3.08	4.76	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.98	1.91	3.08	--

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2020年1-3月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对平安不动产有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中国平安保险（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。近年来公司净利润持续增长，盈利能力强，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；公司投资业务具有一定不确定性以及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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司获得平安集团的支持力度较大。平安集团作为具有国际影响力的多元化综合金融服务集团，综合竞争力强，不动产投资规模大；公司作为平安集团不动产投资的主要运营主体，在资金、业务运营、项目退出等方面得到了平安集团的有力支持。

2. 公司业务构成多元化。公司业务涵盖资产管理、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. 公司管理层管理能力强。公司管理团队成员曾分别就职于国内知名度较高的金融和房地产机构，对不动产市场有深入的认识，不动产投资管理经验丰富。

4. 公司资产质量较高，盈利能力有所增长。公司资产规模快速增长，其中货币资金较为充裕，投资性房地产以成本法计量，存在一定增值空间；近三年，公司投资收益和净利润持续增长。

关注

1. 商业地产行业存在波动风险。商业地产受宏观经济波动、居民收入水平、消费信心和消费倾向影响较大，商业地产行业波动可能对公司未来业务经营带来影响。

2. 公司投资业务具有一定不确定性。近年来，公司资产管理计划及债权投资等投资规模进一步扩大，由于我国宏观经济和资本市场走势的不确定性，公司或将面临项目的经营风险以及交易对手可能产生的信用风险等。

3. 公司关联交易规模较大。受业务模式影响，公司关联资金往来规模较大，对资金形成占用；此外，公司为关联方提供了较多融资支持。

分析师

罗星驰 登记编号（R0040218050005）

卢瑞 登记编号（R0040219010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85172818

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



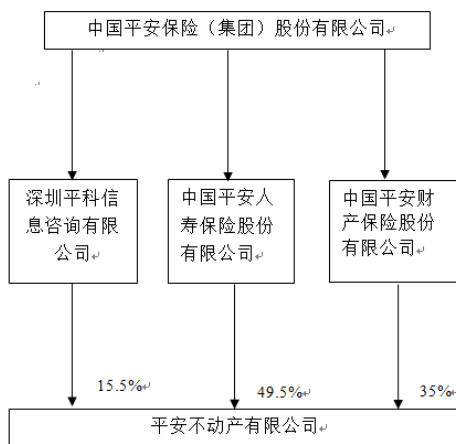
联合信用评级有限公司

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”）前身为深圳市平安物业投资管理有限公司，是1995年1月在广东省深圳市注册成立的有限责任公司，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“平安寿险”）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51.68亿元（其中增加注册资本50亿元，计入公司资本公积1.68亿元）；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2020年3月底，公司实收资本为200.00亿元，深圳平科、平安寿险和平安产险分别持股15.50%、49.50%和35.00%；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 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：工程管理；工程顾问及监理；装修设计；建筑装饰工程；投资管理；投资咨询（不含证券、期货、保险及其他金融业务）；投资兴办实业（具体项目另行申报）；国内贸易；受托管理的物业的租赁业务；投资商贸物流业；物流园区投资及运营；养老产业投资；股权投资；受托管理股权投资基金；房地产信息咨询；会务服务；信息咨询；物业管理（凭资质证书开展业务）。

截至2020年3月底，公司设有基金中心、投资中心、资产管理中心、工程管理中心、市场研究中心、风控中心和共同资源中心共7大职能中心，下设基金部、投资管理部、物业收购部、工业物流部、保险金融产品部、养生度假部等职能部门（详见附件1）；公司拥有直接控制及间接控制子公司合计98家。截至2020年3月底，公司共有在职员工1,010人。

截至2019年底，公司合并资产总额864.61亿元，负债合计492.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）372.41亿元，其中，归属于母公司所有者权益372.44亿元。2019年，公司实现营业收入21.98亿元，净利润（含少数股东损益）68.25亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润68.25亿元；经营活

动产生的现金流量净额19.23亿元，现金及现金等价物净增加额34.82亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额935.72亿元，负债合计557.63亿元，所有者权益（含少数股东权益）378.09亿元，其中归属于母公司所有者权益378.13亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入6.36亿元，净利润（含少数股东损益）8.27亿元，其中归属于母公司所有者的净利润8.28亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.73亿元，现金及现金等价物净增加额-69.76亿元。

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、本期债券概况及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

公司获得中国证券监督管理委员会证监许可（2020）611号文同意面向专业投资者发行面值不超过人民币180亿元公司债券。本期债券名称为“平安不动产有限公司2020年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模为不超过人民币30亿元（含30亿元），发行期限为3年。本期债券票面金额为100元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

三、行业分析

公司主要从事资产管理和不动产投资两大业务，属于资产管理行业。由于公司所管理和投资的项目主要分布于商业地产行业，因此下文行业分析将围绕资产管理行业和商业地产行业展开。

1. 资产管理行业

（1）行业概况

近年来我国资产管理行业稳步发展，为我国直融体系的建设提供了有力支持；但2018年以来，国家对金融机构资产管理业务的管理趋严，中国资管行业面临着较大挑战。

资产管理业务是指银行、信托、证券、期货、基金、保险资产管理机构等金融机构接受投资者委托，根据资产管理合同约定的方式、条件、要求及限制，对受托的投资者财产进行投资和管理，为客户提供证券及其他金融产品的投资管理服务的金融服务。从性质上来分，可分为三种，第一种是定向资产管理，主要是面向单一客户；第二种是集合资产管理，面向多个客户；最后一种是专项资产管理，主要是为特定目的设立的资产管理业务。

近年来，国家对金融机构资产管理业务的监管趋严，尤其是2018年落地的资管新规统一了资管业监管的标准，能够有效地防范和控制金融风险，以更好地使金融服务于实体经济。在这种大环境下，中国资管行业面临着较大的挑战。从开展资产管理的渠道来划分，中国资管行业包括银行、基金、信托、保险、券商、阳光私募、期货七类。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 万亿元，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 万亿元和 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。

（2）资金来源与投资方向

从资金来源看，养老金、保险资金和企业资金是构成我国机构投资资金的主要来源，未来随着我国资金监管政策的进一步放宽与落实，机构投资资金规模有望进一步提升；个人投资者中高净值客户仍是中坚力量，但其投资行为的成熟和需求的复杂化对资管机构提出了新的要求；另一方面，中产等客群兴起，为资本市场注入了新的血液。

我国资产市场资金构成以个人资金为主，占比 60%左右，高净值客户资金主要投向私募、公募、信托、券商资管、基金子公司专项等，大众客户资金则集中在银行和公募基金；机构资金占比 40%左右，其中保险资金和企业资金（包括非盈利机构，以及财务公司、投资公司等非金融机构）各自占比 17%左右，养老金仅占 5%左右。

机构投资者

养老金方面，目前我国养老资金在资管市场所占比例极其有限，但未来有望显著提升，成为资管市场最重要的机构投资者。这主要得益于我国正在逐步形成的三大养老支柱：包括企业职工养老保险和城乡居民养老保险的基本养老保险体系是第一支柱，企业年金及职业年金是第二支柱，商业养老保险是第三支柱。2019 年，全国基本养老保险基金总收入 5.61 万亿元，基金总支出 5.19 万亿元，全国基本养老保险基金累计结存 5.09 万亿元。

养老金投向方面，过去基本养老保险基金通常仅投资于国债及存款，回报较低。为了提升养老金投资运营的效率，国务院于 2015 年 8 月印发了《基本养老保险基金投资管理办法》，为养老金增加了 20 多种新的投资途径，包括股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品等，但同时规定此类产品合计规模不得高于养老基金资产净值的 30%。未来我国养老金在资本市场上的投资将更加多元化。

保险资金方面，近年来我国保险资金运用的空间被进一步拓宽。一方面，新“国十条”提出，鼓励保险资金通过股权、债权、基金、资产证券化等形式支持新兴产业的发展，支持重大民生工程和国家的建设；另一方面，偿二代“放开前端，管住后端”监管理念的逐渐落实，不断放宽投资领域和方式等前端限制，把监管重点放在后端，包括对细化保险风险、市场风险、信用风险的定量资本要求，以及增加包括操作风险、流动性风险在内的定性监管。

保险资金投向方面，随着宏观经济增速放缓、利率下行和“资产荒”等挑战，险资将加大向私募股权（PE、VC）和债权（基础设施和不动产保险投资计划）等低流动性资产的配置力度，以及对上市优质股权资产的举牌。此外，除了境内的传统投资领域，不少具备条件的保险公司已经将眼光投向了海外投资。资管新规落地，明确了保险资管的的市场地位，在投向方面，存在着非标转标的问题，此外，由于养老金产品并未纳入调整范围，该产品具有广阔的前景。

企业资金方面，我国的企业资金在机构资金中占比较高。潜在的原因包括中国企业普遍倾向于留存资金而非分红，以及部分垄断行业及高现金流行业的企业有能力留存大量资金。从投向来看，

企业资金主要投向银行理财（特别是结构性存款）、信托及基金子公司。未来，随着经济增速放缓，企业寻找新的经营及投资机会更加困难，因此企业资金在资管市场中的占比预计不会有显著下降。

个人投资者

高净值客户为个人投资者中的中坚力量。根据 BCG 的测算，2018 年中国个人可投资金融资产的规模总量为 147 万亿元人民币，个人可投资金融资产 600 万元人民币以上的高净值人士数量达到 167 万人。这类客户通常为企业主、职业经理人、专业投资人及文体明星等，单位投资高，投资经验较为丰富，投资行为与机构投资者趋同。从投向来看，高净值人群的国内金融资产资产配置主要集中在信托计划、股票投资和银行理财等；国内非金融资产配置以不动产的房产为主，兼顾黄金等贵金属和字画玉器等投资；境外资产配置则以银行存款、证券基金和保险产品为主，兼顾不动产、对冲基金和信托计划投资。近年来，随着改革开放后第一代企业家的退休，家族财富传承也成为了高净值客户所关注的新话题，对资管机构的要求也逐步从产品的专业性拓展至服务的安全性、私密性等。

中产阶级方面，互联网和科技进步带来了新的发展机遇。胡润研究院发布的《2018 中国新中产圈层白皮书》中，截至 2018 年 8 月，中国大陆中产家庭数量已达 3,320 万户。此类客户以家庭财富的保值增值为主要目标，风险承受能力较弱，且对流动性要求较高，但定制化、跨境需求不强。随着互联网金融的深化发展，线上理财产品更加丰富与便捷，此类客户的规模正逐步扩大。

（3）竞争格局

资管机构中银行、保险资管、公募基金占据主流位置，私募基金发展迅速，未来行业内竞争将更加多元化。

目前，我国资管市场参与者以银行、保险资管、信托公司、公募和私募基金为主。其中，银行占比最高，保险资管次之；公募基金和私募基金近年来发展较快，市场占有率逐步上升；信托公司、基金子公司和券商资管等比较依赖通道类业务的机构面临转型，近年来发展有所放缓。

银行理财是资产管理领域的中坚力量。凭借着广泛的渠道网络、完善的账户体系和最具信任度的品牌，银行仍将是吸收个人投资者资金的最主要来源。保险资管方面，其发展与保险业务的开展相互依托。保险资金，尤其是寿险资金本身拥有久期长、成本低的特点，而且资金供应规模巨大，为保险资管的发展创造了良好的条件。公募基金在资产管理行业中具有最强的制度优势。一方面，公募基金具有募集资金的优势，可以灵活推出覆盖证券市场各资产类型的基金产品进行资金的公开募集，或是利用专户定向服务机构和高净值客户，并且在代销渠道方面构建了较完善的合作网络，已基本形成了覆盖银行、第三方支付，互联网金融公司等机构的线上线下代销全渠道。另一方面，在其他大型资管机构普遍存在刚性兑付压力的情况下，公募基金在长期发展过程中，已基本甩开负债端刚兑的包袱，运作上相对更透明和规范。

信托公司的产品在存量市场占比较大，制度相对灵活，转型启动较早。但目前信托业务的发展受到了限制，尤其是资产新规的落地使得信托业传统业务面临瓶颈，包括：占据信托资产规模约一半的通道业务收缩，非通道类的非标业务面临着其他融资渠道的激烈竞争；占信托资产投向至少 20%~30%的房地产业增速放缓，一线城市的大型房地产企业对非标融资的依赖度降低；以及阳光私募的去信托化等。此外，信托保障业基金的推出虽然整体上有助于行业的风险管理，但是短期内也将压缩非标债权类业务的盈利空间。未来，信托公司的发展将有所放缓。

私募基金的资产规模目前在资管行业里占比不大，但是规模增长十分迅速。首先，以阳光私募为代表的私募证券基金的发展获得政策支持。2014 年，国务院发布的资本市场新“国九条”明确提出“发展私募证券投资基金”的重要举措，随后陆续出台的多项政策推动了该行业进入快速发展期。

其次，金融工具不断丰富，量化私募产品等新的金融工具发展空间扩大。同时，经济转型的背景下，成熟行业的并购整合和新兴行业的股权融资，促成了私募股权基金的快速发展。此外，夹层基金、房地产基金快速兴起，与传统的非标债权融资模式形成竞争。

（4）行业政策

近年来，我国资产管理行业受托管理规模继续扩大，但随着行业竞争及监管政策转变，市场格局或将有所调整；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。

近年来，我国政府推出了一系列政策来完善资产管理行业的监管。

2017年2月，中国人民银行会同证监会、银监会、保监会及其他有关部门，就全面规范金融机构资产管理业务进行讨论及征求意见，起草了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的内审稿，对包括但不限于理财产品、信托计划、公募基金、私募基金，证券公司、基金公司、基金子公司、期货公司和保险资管公司等发行的资产管理产品在非标资产投资、集中度、资金池、资本约束、杠杆要求和消除多重嵌套等方面做了规范。

2017年11月，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，这是首次横跨各类机构的纲领性文件，涵盖各个资管业务。

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》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，报送相关金融监督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本意见进行全面规范，不得再发行或者存续违反本意见规定的资产管理产品。

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，《商业银行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。

2019年9月20日，银保监会《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》向社会公开征求意见。该办法是银保监会落实资管新规、理财新规和理财子公司管理办法等制度要求的具体举措。

（5）行业关注

宏观环境及相关行业波动的风险

资产管理行业与国家宏观经济形势及相关行业发展态势密切相关，国家宏观经济及相关行业形势在一定程度上会影响资产管理企业所投资和管理的项目的生存发展。宏观经济增速放缓或相关行业发展态势低迷可能导致所投资的项目盈利能力下降、资产估值下降，从而影响行业内企业的盈利能力。

二级市场的流动性风险

资产管理行业面临的主要风险是流动性风险。与银行业不同，资管业的流动性风险主要源于资产端而非负债端，即在面对赎回压力时，难以在资本市场出售所持证券以满足赎回要求。因此，防控其风险向系统性风险延伸的关键是建立和维持通常的二级市场交易体制，保障其流动性。

跨行业管理风险

资产管理是典型的跨行业金融业务。通常我国金融市场典型的资产管理业务，以特殊目的载体为交易标的，至少包括两家不同行业金融机构，涉及受益权转让和收益权转让等金融创新模式，交易标的大多对应实体企业或项目融资。因此，资产管理企业面临较大的跨行业管理风险。

(6) 未来发展

未来，资管行业未来将有更多资金进入，投资品种多样化，通道业务加快转型。

资产管理行业在继续保持中高速增长的同时，中国资产管理市场在资金来源、资产类别、资管机构三大维度上均呈现出一系列重要趋势。

从资金来源看，相较于全球市场，我国最显著的特征是机构资金占比较低，仅 40%左右，其中养老金占比远低于海外。未来几年，随着养老金入市、养老第二第三支柱快速发展，养老金在资管市场中的重要性有望大幅提升。此外，险资及企业也仍是重要的机构投资者。个人投资者中，一方面高净值客户仍是中坚力量，其投资行为的成熟和需求的复杂化对资管机构提出了新的要求；另一方面，中产、数字大众等客群兴起，资管机构可以凭借互联网金融以较低的成本服务此类客户。

从资产类别看，“资产荒”成为 2015 年至今最突出的挑战。资管行业在资产端缺乏相对高收益、低风险的优质基础资产，倒逼资管机构降低产品收益。结合经济调整期“资产荒”现象的延续以及直接融资快速发展的宏观背景，未来五年，被动管理型和除非标固收外的另类投资产品整体上发展较快，比如指数型基金、私募证券投资基金、私募股权基金；而主动管理型中，股票类产品发展较快，跨境类产品也有较大潜力。

从资管机构看，未来五年竞争态势有所改变，银行仍为中坚力量；公募基金和私募基金得益于直接融资加速，增速较快；而信托、基金子公司和券商资管等高度依赖通道业务的资管机构则面临转型。

2. 商业地产行业

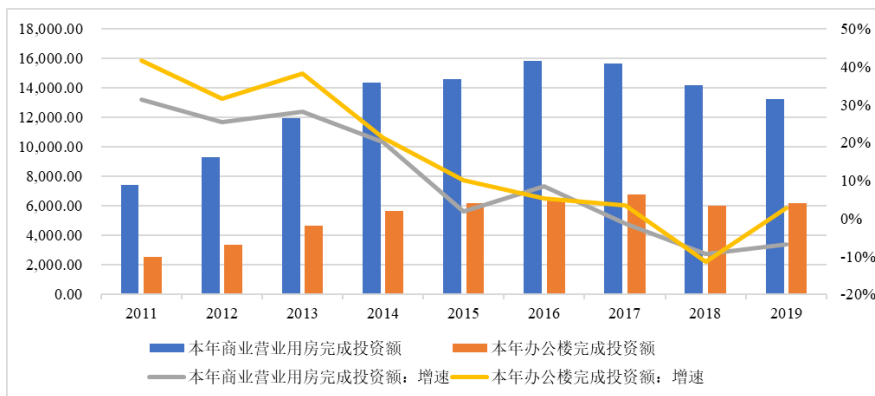
(1) 行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，有投资属性高、设计规划难度较大、资金回笼慢、开发融资渠道广、经营模式相对固定的特点；随着我国经济增速逐步回落和货币政策向稳健方向转变，投资额增速下行；2020 年上半年新冠疫情对商业地产收益形成一定冲击。

商业地产行业是房地产行业的一个子行业。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等；狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力不断增长的推动；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。2008 年国家“四万亿”经济刺激政策导致流动性宽松，刺激了商业地产投资热情，商业营业用房投资额增速在 2010 年达到 35.11% 的高水平。其后，随着我国经济增速逐步回落和货币政策向稳健方向转变，商业营业用房和办公楼投资增速明显回落，2019 年，我国商业营业用房完成投资额 13,226 亿元，同比减少 6.71%；办公楼开发投资完成额 6,163 亿元，同比增长 2.78%。

图2 近十年全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



数据来源：Wind

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如REITS的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现快速资金回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

（2）行业关注

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企。房地产行业总体资产负债率较高，在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

行业集中度上升，竞争激烈

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产限购政策和景气度下滑的共同影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如 shopping mall、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈，近年来行业集中度持续上升。

投资回报期长，现金回笼慢

商业地产开发过程中预售节点往往较晚，而且由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，投资回报期相对较长，对于开发商的资金周转产生一定的影响，加重其融资压力。

2020年初新冠肺炎疫情对行业造成一定冲击

2020年初爆发新冠疫情，对零售、贸易、酒店、娱乐等行业受到较大冲击，租赁活动或将收缩。受疫情影响企业对置换、扩张办公物业较为审慎，甚至当营收受到影响时削减高昂的写字楼租赁成本成为重要选择。这些无疑将减少或延迟写字楼和商铺新增需求，各业主对客户的争夺将进一步加剧。同时部分企业和当地政府要求减、免租金的诉求也将直接对业主造成影响。

(3) 未来发展

未来，商业地产行业发展将更多与创新的金融产品相结合，充分体现其投资属性。

商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为投入的关键，技术性投入比重加大。行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度将有所提升。

商业物业具有金融属性，对资本运作的要求非常高。商业地产在运营阶段将转向“资本和运营”，投资属性更加突出。未来的商业地产项目将更加关注运营阶段的投融资能力，具有较强投融资能力的商业地产项目具有更强的竞争实力。目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，使众多的个人投资者、机构投资者都很难享受到商业地产所带来的投资红利。因为商业地产具有投资金额大、回报周期长、收益率高、运营管理难、退出方式少等特征，投资商业地产相对比较复杂，这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，随着中国房地产金融进一步的完善，资产证券化将为商业地产带来更好的发展前景。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为平安集团旗下专业的不动产投资及管理平台，依托平安集团的综合金融平台优势，业务风险可控，未来发展前景广阔，综合竞争力强。

公司作为平安集团旗下不动产领域投资及管理的统一平台，是平安集团管理架构中的一级子公司，专业从事资产管理和不动产投资两大业务。

资产管理方面，公司主要为平安集团及保险资金提供不动产项目投资顾问、工程管理、资产管理运营服务以及基金管理业务。公司承担了为平安集团内部保险资金对于商业物业的主要投资配置的咨询顾问职能，通过收购与开发并举的模式，凭借公司在商业物业投资领域从投资、设计、开发、工程、租赁、运营到退出的全流程专业能力与成功经验，为保险资金提供资产配置服务。公司管理

的项目主要为在国内一线城市与主要经济发达城市的核心位置的高品质写字楼等商业物业，项目管理费收入多按项目原值的一定比例收取，较为稳定且呈增长趋势。公司主要管理的物业性质包括写字楼、综合体、酒店等；公司所管理资产主要租客包括平安寿险、平安产险和平安信托有限责任公司（以下简称“平安信托”）等平安集团内子公司。基金管理方面，针对优质不动产项目，公司拥有私募股权基金牌照的下属子公司通过有限合伙企业的模式发行私募基金产品，2019年该业务实现收入1.94亿元。

不动产投资方面，公司业务范围涵盖基金投资、工业物流产业投资、养生养老产业投资和商业物业投资业务。

2. 人员素质

公司高管团队从业经验丰富，员工岗位构成符合公司所属行业特点，员工素质普遍较高，年龄结构合理，能够满足目前经营需要。

截至2020年3月底，公司拥有董事6人，监事3人，高级管理人员3名。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长兼CEO邹益民先生，出生于1958年，中国香港籍，复旦大学金融博士研究生学历，曾在中国平安物业设施管理公司兼职；此外，邹先生还曾任职于新鸿基中国有限公司、香港新鸿基地产集团和珠江船务集团；现任公司董事长兼CEO。

公司总经理朱政坚先生，出生于1965年，中国国籍，大学本科学历，曾任公司副总经理；此外，朱先生曾任新鸿基房地产（上海）有限公司总经理，上海西郊帝庭苑地产公司、上海东苑房地产公司总经理，上海招商局广场置业有限公司总经理等职务；现任公司总经理。

截至2020年3月底，公司拥有在职员工1,010人，从岗位构成看，执委序列、管理序列、职能序列、业务序列、科技序列、专业序列六大职能序列人员占比分别为0.59%、1.58%、11.98%、54.46%、16.44%和14.95%。从学历结构看，大学本科及以上学历占比97.40%，大专学历占比2.50%，高中及以下学历占比0.10%。从年龄构成看，30岁以下员工占比28.42%；30~50岁员工占比70.30%；50岁以上员工占比1.28%。

3. 股东实力

公司最终控股股东平安集团作为多元化的综合金融服务集团，整体规模大，业务稳步发展，综合竞争力强；同时，平安集团保险业务能为公司提供较为广阔的业务来源。

公司最终控股股东为平安集团，公司是平安集团旗下核心不动产投资及管理平台。

平安集团1988年成立于深圳，为中国第一家股份制保险企业，于2004年在香港H股整体上市，2007年在上海证券交易所A股上市，现已发展成为集保险、银行、信托、证券、资产管理、互联网金融等金融业务为一体的多元化综合金融服务集团。2019年，平安集团将“金融+科技”更加清晰地定义为核心主业。在金融方面，平安集团业务涵盖保险、银行和投资三大板块，其中，保险业务是平安集团的核心业务之一，经过多年的发展，由单一财产保险业务逐步建立了以平安产险、平安寿险、平安养老保险股份有限公司和平安健康保险股份有限公司四大子公司为核心的全面完整业务体系；银行板块主要由子公司平安银行股份有限公司（以下简称“平安银行”）经营，提供供应链金融、投资银行、同业金融、小微金融、个人消费金融、信用卡、汽车融资等综合金融服务；投资业务主要由子公司平安信托、平安证券有限责任公司、平安资产管理有限责任公司、平安大华基金管理有限公司、平安国际融资租赁有限公司等主体运营，为客户提供投资产品和服务。

平安集团以保险业务为核心，各项业务稳步发展，旗下平安寿险和平安产险分别为国内市场地位领先的寿险和财产险公司。截至2019年底，平安集团总资产合计82,229.29亿元，净资产合计8,523.70亿元；2019年，平安集团实现营业总收入11,688.67亿元，实现净利润1,643.65亿元，归属母公司股东的净利润1,494.07亿元。2019年，平安集团名列《财富》世界500强第29位。

五、公司管理

1. 公司治理

公司建立了董事会、监事会和经营管理机构的独立运行机制，公司治理结构健全，运行有效。

公司根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了《公司章程》，建立了股东会、董事会、监事会和经营管理机构组成的法人治理体系。

股东会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针、投资计划等重大事项，由股东按出资比例行使表决权。公司设董事会，对股东会负责，决定公司的经营计划和投资方案，确定公司内部管理机构的设置等，董事会由6名成员组成，其中设董事长1名，由董事会选举产生；董事由股东提名候选人，经股东会选举产生，任期3年，可连选连任。公司设监事会，监事会包括成员3名，任期3年，可连选连任，其中包括2名股东代表和1名公司职工代表，其中股东代表由股东会委任，职工代表通过民主选举产生；监事会设主席1人，负责召集和主持监事会会议；公司董事、高级管理人员不得兼任监事；监事会主要负责对公司财务、董事及高级管理人员行为等进行监督。公司设立经营管理机构，经营管理机构设经理1人，由董事会聘任或者解聘，任期三年，并根据公司情况设若干管理部门；经理对董事会负责，列席董事会会议，负责主持公司日常经营管理工作及组织实施股东会或董事会决议决定等。

2. 管理体制

公司部门设置齐全，内部管理制度较为全面，财务制度严谨规范，投资决策机制健全有效，公司整体管理运作情况良好。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、投资决策管理、关联交易以及业务流程等方面建立了相应的内部控制制度。公司设有基金中心、投资中心、资产管理中心、工程管理中心、市场研究中心和共同资源中心共7大职能中心，下设基金部、投资管理部、物业收购部、工业物流部、保险金融产品部、养生度假部等职能部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整的运营管理体系。

财务管理方面，公司按照国家相关会计制度和公司实际情况，制定了《会计制度》及相关会计核算方法，建立了会计基础规范和操作手册。预算管理方面，公司制定了《预算监控管理办法》和《预算管理考核办法》，从预算内容体系、预算编制方法与程序、预算执行与控制、预算分析与报告、预算的调整、预算考核等方面指导预算管理体系建设，规范了预算的编制、审定、下达、执行及考核程序等各项环节，完善事前预算、事中监控、事后分析的全面预算管控体系，并以此明确各责任单位在预算管理中的职责权限。资金管理方面，公司制定了《货币资金管理办法》等各项管理制度，加强资金管理与控制，保障资金安全。

融资管理方面，根据公司制定的《融资工作管理办法》，公司及各子公司的融资工作按照总部资金部统筹管理，相关融资业务单位分工协作的原则执行。该制度从融资业务执行相关单位、融资工作管理内容、业务管理流程、报告制度、评级制度等方面对融资工作作出了详细明确的规定，对

业务流程中的启动、立项、审批、成本控制等环节进行了规范。

投资决策管理方面，公司制定了《尽职调查指引》《新城开发投资指引》《投资决策制度》《投决会及预审会规范指引》等一系列管理制度，从项目筛选、初评、立项、签订框架协议、尽职调查、中台和专业部门审核、公司审核、投资决策委员会审批等投资决策的各个环节作出了明确规定。公司总部对推荐项目进行管理，委派投资审核团队（中台）对拟投资项目进行分析和风险判断，最终由投资决策委员会负责项目的投资决策，其中使用保险资金投资项目由公司提供投资决策意见至平安集团投管会决策。公司对于投资项目的审核决策主要关注市场情况、项目交易对手、位置、规划指标和现状、交易结构等要素。

担保管理方面，公司制定了《担保管理办法》，公司明确规定了担保范围、各部门职责以及担保的申请程序和信息披露等。根据该办法，基金部是公司担保业务的归口管理部门，财务部和风险控制部法律事务部门为担保业务的专业支持部门。公司禁止对公司财务报表合并范围以外的公司提供担保，并规范了公司及各子公司的内部担保行为，严格控制担保风险。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理办法》和《关联交易公允定价指引》等制度，规范公司及其子公司与关联方之间的关联交易，并确保关联交易定价的公允性。以上制度对关联交易定义、分类、定价方法、职责分工、工作流程等方面作出了详细的规定。公司所有关联方交易均需经过必要的内部审批程序，对于涉及集团层面的关联交易需提交至集团相关部门审核，对于达到交易所应披露标准的关联交易需按集团规定的程序要求提交董事会或股东会审议。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务涉及商业地产、工业物流、基金管理等多个领域，业务较为多元化；近三年，公司业务收入变化不大，毛利率有所提升，保持在很高水平。

公司业务分为资产管理和不动产投资两大板块。2017—2019年，公司营业收入分别为20.96亿元、18.67亿元和21.98亿元，年均复合增长2.42%，2018年收入同比下降10.93%主要系公司财务顾问业务收入下降所致，2019年收入同比增长17.73%主要系项目投资顾问收入增加所致。2017—2019年，公司净利润分别为13.38亿元、33.98亿元和68.25亿元，年均复合增长125.84%，主要系投资收益大幅增长所致。

表1 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	备注	2017年			2018年			2019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	不动产资产运营管理业务	资产管理费收入	1.43	6.80	--	1.76	9.40	--	1.95	8.89	--
	工程管理业务	工程管理费收入	0.97	4.62	--	0.23	1.24	--	0.64	2.92	--
	项目投资顾问	投资顾问费收入	9.68	46.17	--	9.75	52.23	--	12.53	56.99	--
	基金管理业务	投资管理费收入	0.69	3.28	--	0.89	4.74	--	1.94	8.83	--
	保理业务	保理业务收入	0.00	0.00	--	0.06	0.32	--	0.76	3.47	--
	财务顾问业务	财务顾问费收入	3.37	16.06	--	1.71	9.17	--	1.50	6.80	--
不动产投资	商业物业	租赁收入	1.36	6.47	--	0.34	1.79	--	0.64	2.90	--
		物管费收入	0.51	2.43	--	0.10	0.52	--	0.02	0.08	--
		酒店业务收入	0.73	3.49	--	0.77	4.15	--	0.72	3.27	--
	工业物流	租赁收入	1.45	6.90	--	1.84	9.86	--	0.65	2.97	--

	物管费收入	0.57	2.71	--	0.77	4.10	--	0.28	1.28	--
养生养老	养生养老	0.04	0.20	--	0.25	1.32	--	0.35	1.59	--
其他	其他	0.18	0.88	--	0.22	1.16	--	--	--	--
合计		20.96	100.00	81.72	18.67	100.00	85.92	21.98	100.00	90.07

注：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
资料来源：公司提供，联合评级整理

从构成来看，公司营业收入主要由资产管理和不动产投资两部分构成；其中资产管理包括资产运营管理、工程管理、项目投资顾问、基金管理和财务顾问业务，不动产投资包括商业物业、工业物流、养生养老和其他。近三年，公司处于快速扩展期，板块之间调整幅度较大，因此各板块收入占比波动较大。资产管理方面，营业收入占比5.00%以上的为项目投资顾问业务、不动产资产运营管理业务、基金管理业务和财务顾问业务。2017—2019年，公司项目投资顾问收入不断增长，分别为9.68亿元、9.75亿元和12.53亿元，主要系新增对深圳市平嘉投资管理有限公司等5家公司收入所致。2017—2019年，公司资产运营管理收入不断增长，分别为1.43亿元、1.76亿元和1.95亿元，主要系公司承接平安集团资产运营管理物业数量增加所致。2017—2019年，公司投资管理费收入持续增长，分别为0.69亿元、0.89亿元和1.94亿元，2019年大幅增长主要系基金管理规模增加所致。2017—2019年，公司财务顾问业务收入持续下降，分别为3.37亿元、1.71亿元和1.50亿元，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。不动产投资方面，2017—2019年，公司商业物业收入持续下降，分别为2.60亿元、1.21亿元和1.38亿元，波动下降，主要系业务模式调整，统计口径变动所致。2017—2019年，公司工业物流收入分别为2.02亿元、2.61亿元和0.93亿元，呈波动下降趋势，主要系公司将部分工业物流公司转让给平安寿险所致。

毛利率变化方面，2017—2019年，公司综合毛利率逐年提升，分别为81.72%、85.92%和90.07%。

2020年1—3月，公司实现营业收入6.36亿元，同比增长42.60%；实现净利润8.27亿元，同比减少32.27%，主要系投资收益减少所致。2020年1—3月，公司业务综合毛利率为94.69%，继续上升。

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、基金管理业务和财务顾问业务。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。

(1) 不动产资产运营管理业务

依托于平安集团旗下公司的委托，公司不动产资产运营管理业务收入持续增长。

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。业务具体内容包括：制定租赁管理方案，编制租赁计划；整体成本预算物业宣传、推广和招租管理；租赁合同审核及签订；履约情况管理，协调与租户之间的关系，处理与租户之间的纠纷；房屋交付和收回，空置房管理；对物业使用状态及租赁情况进行监控，提出改善性的意见和建议；对于项目维修进行监控；对涉及业主费用的采购行为进行监控，并确保业主预算的良好执行；对物业管理公司的日常管理进行指导与监控；对委托项目及时、准确进行财务管理和资金管理，并按照委托方的要求按时提供财务资料等。

在费用收取方面，公司在提供服务期间，每年按资产原值的0.25%~0.5%向委托人收取费用。

不动产资产运营管理业务的委托人是平安产险、平安寿险、平安信托，主要项目均不设定业务

到期日。截至 2019 年底，公司主要资产管理项目合计 43 个，主要管理的物业性质有写字楼、综合体、住宅、公寓、酒店等；公司所管理资产租客以平安寿险、平安产险和平安信托等平安集团内子公司为主。目前，公司所管理的资产出租率在 90%左右。2017—2019 年，公司资产运营管理收入分别为 1.43 亿元、1.76 亿元和 1.95 亿元。2020 年 1—3 月，公司资产运营管理收入为 0.56 亿元。

(2) 工程管理业务

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，为公司带来较大规模的工程管理费收入；但随着部分办公项目建设完工，公司未来该板块收入规模预计将下降。

工程管理业务为公司受托对在建的不动产项目提供专业的工程规划、建造、施工或装修改造等工程管理服务，具体内容包括：委托人与公司签署不动产管理咨询等协议，将策划、设计、建造、验收等全过程委托给公司监督管理，双方约定管理目标，如工程、成本、质量标准等，根据项目管理目标的达成情况收取管理费用。

在费用收取方面，工程的建安成本由委托人支付，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。

公司不动产工程管理业务的主要委托人有平安产险、平安寿险、深圳平安金融中心建设发展有限公司、上海泽安投资管理有限公司等；公司同时为平安集团外客户提供不动产工程管理服务，如杭州平江投资有限公司等。

2017—2019 年，公司工程管理业务收入分别为 0.97 亿元、0.23 亿元和 0.64 亿元，2018 年公司工程管理服务收入同比大幅下降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。截至 2019 年底，公司提供工程管理服务的项目共 4 个，分别为北京丽泽商务区办公楼项目、产险大厦、八卦岭平安大厦和张江 3 号项目。2020 年 1—3 月，公司工程管理服务收入为 982.98 万元，同比减少 56.96%，主要系部分收入确认期调整所致。

表 2 近年来公司主要工程管理项目基本情况 (单位: 万元)

项目名称	委托人	工程管理费收入			
		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
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	--	--
杭州平江建设项目	杭州平江投资有限公司	1,662.42	--	--	--
深圳城市广场	深圳平安商用置业投资有限公司	77.95	--	--	--
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	731.85	--
香港 IFC	中国平安保险海外(控股)有限公司	249.06	--	--	--
产险大厦	中国平安财产保险股份有限公司	1,241.51	1,241.51	1,241.51	310.38
天津泰丰小白楼城市综合体项目	天津泰达	--	15.62	--	--
八卦岭平安大厦	中国平安保险(集团)股份有限公司	--	--	695.47	173.87
张江 3 号项目	中国平安人寿保险股份有限公司	--	--	3,740.56	498.74
合计		9,681.58	2,313.49	6,409.38	982.98

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

(3) 项目投资顾问业务

近年来，公司项目投资顾问业务收入逐年增加。

2013 年，公司开展项目投资顾问业务，利用公司在不动产投资及管理方面的专业优势，为客户就其投资不动产的项目的投资管理提供咨询服务。公司项目投资顾问业务具体内容包括：为客户寻找适合投资的优质不动产项目及购买土地使用权进行投资物业的建设提供投资建议服务，在达成一

致后，最终促成客户购买此特定的不动产项目。在提供不动产项目咨询服务时，公司为客户提供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的签署、交易文件执行和不动产接受等全流程服务；在提供购买土地项目咨询业务服务时，公司代客户与政府进行沟通谈判、投资分析、市场调研、工程规划、项目公司设立与管理等服务。

费用收取方面，通常情况下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。

2017—2019年，公司项目投资顾问业务收入分别为9.68亿元、9.75亿元和12.53亿元，呈不断增长态势，主要系2019年新增深圳市平嘉投资管理有限公司等5家委托人所致。2020年1—3月，公司投资顾问业务实现收入3.94亿元，同比增长63.56%。

表3 近年来公司投资顾问业务收入情况（单位：万元）

委托人	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
深圳联新投资管理有限公司	45,379.66	33,703.88	17,422.69	4,827.88
深圳安创投资管理有限公司	44,240.61	36,584.90	54,758.65	13,098.42
桐乡市安豪投资管理有限公司	5,353.73	26,612.50	23,161.50	7,925.41
广西安轩置业有限公司	508.66	--	--	--
中国平安财产保险股份有限公司	1,270.19	--	--	--
安富1期专项资产管理计划	--	599.36	--	--
陆家嘴国际信托有限公司	--	--	1,403.30	23.17
平安金融大厦专项	--	--	9.66	--
深圳市平嘉投资管理有限公司	--	--	14,571.14	441.73
深圳市陆虹投资管理有限公司	--	--	7,639.66	6,266.67
广东安德股权投资有限公司	--	--	1,641.95	839.81
安盈资管产品	--	--	3,466.61	--
深圳安星驰投资管理有限公司	--	--	1,199.51	5,950.35
合计	96,752.84	97,500.64	125,274.68	39,373.44

资料来源：公司提供，联合评级整理

（4）基金管理业务

近年来，公司作为基金管理人，每年收取的基金管理费持续增长。

基金管理业务是公司重点发展的业务之一，针对优质不动产项目，通过拥有私募股权基金牌照的下属子公司设立有限合伙型基金、契约型基金进行投资。公司拥有基金牌照的下属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担任基金管理人。

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。

2017—2019年，公司基金管理业务收入分别为0.69亿元、0.89亿元和1.94亿元，收入持续增长。截至2019年底，公司管理不动产投资基金31个，管理费率在0.11%~1.8%之间。2020年1—3月，公司基金管理业务收入为0.65亿元，同比增长54.76%，主要系公司新增管理基金所致。

（5）财务顾问业务

近三年，受承接项目影响，公司财务顾问收入持续下降。

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；约定的其他财务顾问服务。

费用收取方面，在为客户提供融资咨询服务期间，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。

2017—2019年，公司财务顾问业务收入逐年下降，分别为3.37亿元、1.71亿元和1.50亿元，主要系业务配合政策转型所致。2020年1—3月，公司财务顾问业务实现收入2,646.89万元。

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、工业物流产业投资、养老养生产业投资、商业物业投资和海外投资等业务。

（1）基金投资业务

公司基金投资收入计入投资收益。近三年，公司基金投资业务收益快速增长；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亏损，尤其是作为普通合伙人的出资额清偿顺序在有限合伙人之后，存在一定风险。

公司针对优质不动产项目，利用自有资金及依法非公开募集的资金，通过基金（有限合伙企业）、专项资管计划等方式对标的项目进行股权投资或者债权投资。公司基金业务的投资决策的执行流程包括业务拓展和项目筛选、项目初评和商务谈判、立项会、尽职调查、草拟文本、合同谈判和资金尽调、各部门意见征询和投资审核、投决会以及签署文件。

在项目筛选方面，公司基金投资业务的筛选标准如下包括：（1）项目所在城市不在公司准入城市的黑名单中；（2）位于一线、二线城市；非一二线城市的项目应位于有发展潜力的板块，知名开发商进入较少，交易对手在当地具有较强的竞争力和品牌号召力；（3）标的项目产权清晰，无法律瑕疵；（4）投资标的物业形态组合相对简单，项目产品在当地有较强的去化率，可预见有较好的销售回款现金流；（5）避免含有大量拆迁、市政配套不齐、高压线搬迁、环境污染等其他重大不利事项；（6）项目投资年限为1~4年，可分期结算利润的项目年限可延长，项目净利润率在10%以上，公司所投资金（包括公司在项目公司中所有的出资额）的IRR不低于15%，同时以公司权益指数¹作为参考指数，应当控制在“1+10%*投资年限”左右。

在风险控制方面，公司基金业务具体风控措施如下：（1）委派董事；（2）资金监管措施以及委派财务经理；（3）股东贷款部分，项目公司提供土地质押担保或股权质押担保，项目公司母公司、母公司实际控制人不可撤销连带责任担保（可选）；（4）资金归集安排，例如到期前1个月末、20日、10日、到期日，分别归集不少于未还本息10%、20%、60%、100%；（5）约定各项债权偿还顺序，例如优先于除银行贷款外的各其他贷款；（6）交叉违约条款，要求如果借款人对其他债权人违约则视同对公司债权也违约，公司有权提前结束债权，采取保全措施。

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，计入投资收益。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。公司通常会在与交易对手签订的项目合作框架协议

¹ 权益指数是用于平衡现金流与利润的关系，权益指数=资产总额/股东权益总额。

议中约定股权回购的时间和价格确定方式，股权回购价格多为约定金额或按照第三方审计确认的项目净资产价格乘以公司股权比例（净资产价格含已售未结转存货部分）及由第三方按收益现值法评估项目未出售存货净收益乘以公司股份比例的总和。

2017—2019年，公司投资收益持续增长，分别为25.11亿元、56.12亿元和84.95亿元。2020年1—3月，公司投资收益10.71亿元。

(2) 工业物流投资业务

公司工业物流业务依托平安集团退出渠道较有保证。受公司将部分工业物流项目股权转让影响，公司工业物流业务收入大幅下降。

公司于2013年开始从事工业物流投资业务，运营主体为全资子公司深圳平安不动产工业物流有限公司（以下简称“平安工业物流”）和平安不动产资本有限公司。工业物流投资业务主要为平安集团保险资金做好在物流地产领域的资产配置孵化。

工业物流投资业务的商业模式为“开发管理+长期持有”模式。公司利用自有资金，通过自主开发、第三方合作开发或并购等方式投资工业物流园项目。第三方合作开发方面，公司向合作方转让一定的股份，交由合作方共同进行开发，待项目建成后，公司将股份进行回购，对项目运营进行培育，项目运营较为成熟后，以合理的溢价转让给平安集团寿险资金为主的持有型基金长期持有，之后保险资金委托公司进行项目的运营管理。

公司将工业物流地产定位在核心物流节点城市，侧重于选择地处经济发达地区、交通便利，靠近高速公路出口，地块周围交通顺畅，周边马路能通行载重卡车，土地规整，以长方形地块为最佳的工业用地。公司土地收购方式有直接参与土地竞拍、收购项目公司和合作开发三种方式，其中以与第三方合作开发形式为主。根据工业物流拿地难退出难的特点，公司可选择与有拿地能力但无法长期持有或退出的企业平台合作，共同开发项目。目前公司主要洽谈的合作伙伴有山东省商业集团、北京汽车工业集团总公司、中国兵器工业集团公司等；在特殊城市（北京、上海、广州、成都、武汉），土地资源较为稀缺，公司选择直接收购已经成熟的物流项目。由于公司主要通过第三方合作公司拿地后建立项目公司进行工业物流项目的开发，公司土地储备较少。

工业物流业务中，公司利用自有资金和外部融资完成项目的开发，项目投入使用后获得租赁收入和物管费收入或者以合理的溢价将物流园项目转让给平安寿险、平安产险等平安集团子公司，获得溢价收入。2017—2019年，公司工业物流分别产生租赁收入1.45亿元、1.84亿元和0.65亿元，分别产生物管费收入0.57亿元、0.77亿元和0.28亿元，均呈波动下降趋势，主要系公司将部分项目转让给平安寿险所致。

表4 近年来公司工业物流投资项目运营情况（单位：万元）

序号	项目名称	2017年		2018年		2019年	
		租金收入	物管费收入	租金收入	物管费收入	租金收入	物管费收入
1	成都新地兴华	1,705.94	455.99	1,177.40	385.71	--	--
2	大连顺合	1,007.20	497.47	562.87	241.07	--	--
3	南京维禹	1,233.84	480.15	1,269.44	512.98	1,010.75	430.09
4	沈阳安洪	128.79	51.85	536.63	228.91	--	--
5	成都康平	1,664.02	696.77	1,336.83	563.28	--	--
6	青岛嘉丰	1,196.20	506.36	2,966.25	1,247.67	2,479.30	1,068.88
7	太仓图辉	2,191.49	974.77	2,214.09	976.62	1,909.57	846.84
8	嘉兴平嘉	1,131.03	247.86	558.94	160.50	--	--

9	广西安港	1,275.58	526.89	1,362.19	543.09	--	--
10	上海致中和健康食品有限公司	882.89	380.12	931.97	400.71	--	--
11	南昌安和物流有限公司	298.08	128.04	321.66	137.66	--	--
12	徐州安彭仓储有限公司	334.28	135.19	617.84	253.65	715.22	297.66
13	德安仓储（芜湖）有限公司	58.61	27.00	115.51	50.09	--	--
14	沈阳安和物流有限公司	1,009.49	420.22	1,362.04	567.23	--	--
15	扬州平鸿产业园开发管理有限公司	121.82	51.72	328.08	139.42	421.39	179.78
16	杭州安睿科技产业发展有限公司	200.01	84.12	2,029.26	840.07	--	--
17	廊坊市高迪数码电子技术有限公司	13.83	21.71	366.76	203.26	--	--
18	天津津顺安物流有限公司	--	--	354.88	204.27	--	--
合计		14,453.10	5,686.24	18,412.65	7,656.21	6,536.23	2,823.25

资料来源：公司提供

（3）养生养老业务

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。

公司自 2012 年开始涉足养生养老业务，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。

盈利模式方面，基于养生养老行业的投资具有周期较长、投资回报稳定等特点，公司将面向国内外各大保险公司整体出让项目，以此作为养生养老业务的盈利模式。另外，针对自持项目部分，公司面向市场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。2017—2019 年，公司养生养老业务分别实现营业收入 423.23 万元、2,466.10 万元和 3,488.99 万元；2020 年 1—3 月，公司养生养老业务实现收入 668.75 万元。

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 2020 年 3 月底，该项目公司已投入 50.05 亿元，尚需投入 119.95 亿元，未来存在一定资金支出压力。

表 5 截至 2020 年 3 月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	资金来源	截至 2020 年 3 月底公司已完成投资
浙江桐乡养生养老度假项目 ²	2012 年	2025 年	170.00	自有资金、注册资本	50.05

资料来源：公司提供

（4）商业物业业务

公司在建项目主要为平安金融大厦、济南 CBD 等项目，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。

公司通过自有资金和借款进行商业物业项目的投资建设，在项目建设的后期由平安集团其他成员企业运用保险资金或市场其他第三方受让项目，完成项目退出，同时公司继续受托对已转让产权的项目进行运营管理。

盈利模式上，公司对保险公司或其他机构转让项目收取投资收益，同时对外提供写字楼租赁获

²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司预算金额。

取租赁收入。拿地策略方面，公司根据自身发展需要，主要在一线城市的核心优良地段获取优质土地，严格控制土地成本。

截至 2020 年 3 月底，公司正在运营的商业物业项目为上海利园国际大酒店和杭州平安金融中心。2017—2019 年，公司商业物业分别产生租金收入 1.36 亿元、0.34 亿元和 0.64 亿元，2018 年下降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 0.51 亿元、0.10 亿元和 0.02 亿元，持续下降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 0.73 亿元、0.77 亿元和 0.72 亿元。2020 年 1—3 月，公司商业物业租赁收入、物管费收入和酒店业务收入分别为 1,793.70 万元、45.62 万元和 769.06 万元。

截至 2020 年 3 月底，公司在建的商业物业项目中，需要公司自有资金出资的总投资额为 134.81 亿元，已投资额为 78.57 亿元（剔除险资部分对项目的投入），尚需投资额为 56.24 亿元，资本支出压力一般。

表 6 截至 2020 年 3 月底公司主要商业物业项目情况（单位：万平方米、亿元）

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	48.80	自有资金+险资	25.10	22.57	2.53
2	广州平安金融大厦	2013 年	在建	11.30	7.70	21.70	自有资金+借款	21.70	18.10	3.6
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	2.45	0.85
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	17.04	21.46
5	广州飞晟科学城项目	2016 年	在建	11.70	9.09	6.02	自有资金	3.01	2.27	0.74
6	济南 CBD 项目	2017 年	在建	17.40	17.40	30.20	自有资金	30.20	9.10	21.1
7	长沙天心区项目	2017 年	在建	8.64	8.64	13.00	自有资金	13.00	7.04	5.96
合计				111.64	88.73	161.52	--	134.81	78.57	56.24

资料来源：公司提供

4. 经营效率

公司采取“建设—转让或持有”的运营模式，导致其收入、成本等较小，运营指标较弱但符合公司业务模式。

2017—2019 年，公司应收账款周转率分别为 1.88 次、1.63 次和 2.03 次，呈波动上升态势；2017—2019 年，公司存货周转率持续上升，分别为 0.27 次、0.55 次和 2.09 次，其中，2019 年大幅上升主要系公司将安丰杭州及融中心转至投资性房地产致使存货大幅下降所致；公司的资产规模较大，总资产周转率较低，近三年分别为 0.04 次、0.03 次和 0.03 次。

5. 关联交易

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。

作为平安集团旗下核心不动产投资及管理平台，公司业务中来自平安集团及其下属子公司的占比较高，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，2019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14.98亿元，占营业收入的68.15%。整体看，公司关联交易对营业收入影响较大。

截至2019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、债券类投资）合计384.80亿元，占资产总额的比例为44.51%，其中主要为债权投资349.68亿元。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103.09亿元，占负债总额的比例为20.94%，占比一般。

6. 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。

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时将作为基金发起人，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，在理清基金全责关系的过程中，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在有限合伙人之后，存在一定风险。

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而导致的，但有可能会影响公司在市场中积极独立经营获利的能力。此外，公司为关联方提供了融资支持。

7. 未来发展

公司作为平安集团旗下核心不动产投资及管理平台，将继续做大做强不动产投资和资产管理业务，未来发展规划清晰。

未来3~5年公司力争成为国内领先的不动产资产管理公司，着力打造全价值链管理能力，加大第三方资产管理规模，力争缩短为保险资金进行投资孵化的投资期限，加快资产周转速度。

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专业公司，公司业务发展空间广阔。公司将在开发及管理过程中积累经验，不断提升项目品质及配套服务的质量。同时，依托现有的业务基础，公司将积极探索对平安集团以外的第三方提供不动产管理服务。

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，公司将不断提升不动产投资能力，积极创新第三方资产管理业务模式，充实资产端为基金管理业务发展打好坚实基础，做好业绩和市场知名度管理，提高管理费收入和投资收益。

公司将力争加快资金周转速度公司将加强货币资金、交易性金融资产、应收帐款和存货的管理，

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年度合并财务报表均已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年出具的均为标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》、各项具体会计准则及相关规定编制。合并范围方面，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（主要系工业物流板块转让予平安寿险）；2019 年，公司新纳入合并范围的子公司 1 家，不再纳入合并范围的子公司 7 家。2020 年 1—3 月，公司新增子公司 3 家，截至 2020 年 3 月底公司合并范围内共 98 家子公司。近三年公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 864.61 亿元，负债合计 492.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）372.41 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 372.44 亿元。2019 年，公司实现营业收入 21.98 亿元，净利润（含少数股东损益）68.25 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 68.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.23 亿元，现金及现金等价物净增加额 34.82 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 935.72 亿元，负债合计 557.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）378.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益 378.13 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 6.36 亿元，净利润（含少数股东损益）8.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -11.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 -69.76 亿元。

2. 资产质量

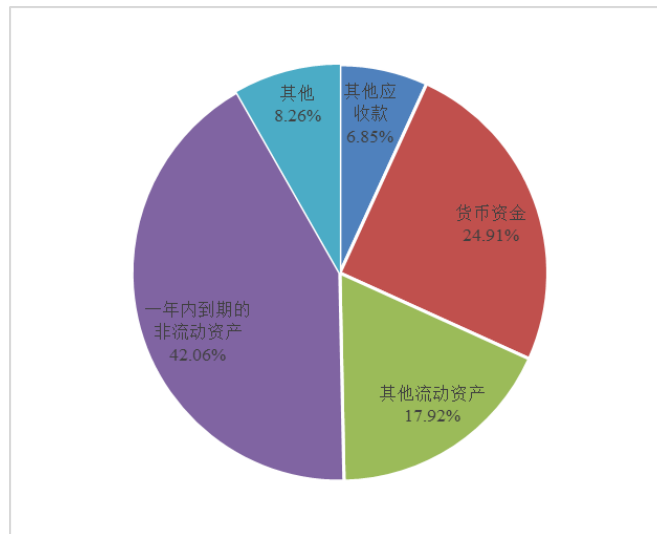
近年来随着业务规模的增长，公司资产规模持续扩张；资产以流动性资产为主，其中货币资金较为充裕；投资性房地产以成本法计量，存在一定增值空间。公司资产受限比例很低，整体质量良好。

2017—2019 年，随着业务规模快速增长、股东增资以及外部融资规模扩大，公司资产规模也随之逐年上升，年均复合增长 19.97%，资产结构中流动资产占比较大。截至 2019 年末，公司合并资产总额 864.61 亿元，较年初增长 11.54%，主要系非流动资产增加所致；其中，流动资产占 60.87%，非流动资产占 39.13%。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 18.09%。截至 2019 年末，公司流动资产 526.26 亿元，较年初下降 1.88%。公司流动资产主要构成如下图所示。

图3 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司货币资金规模逐年增长，年均复合增长32.83%。截至2019年底，公司货币资金131.10亿元，较年初增长28.33%，主要系收回投资收到现金所致。货币资金受限金额4.00亿元，受限比例为3.05%，受限比例低。

2017—2019年，公司其他应收款波动减少，年均复合减少7.86%。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2019年底，公司其他应收款36.06亿元，较年初增长14.70%，主要系应收关联公司往来款增加所致。其他应收款主要为物业开发垫款（占比23.78%）、集团内关联公司往来款（占比45.15%）、应收利息（主要为对关联公司的应收利息，占14.72%）和第三方往来款（占12.92%）。其他应收款对公司资金形成了占用。从账龄分布来看，账龄在1年以内的其他应收款占比81.98%，1~2年的占比9.23%，2~3年的占8.79%，账龄较短。

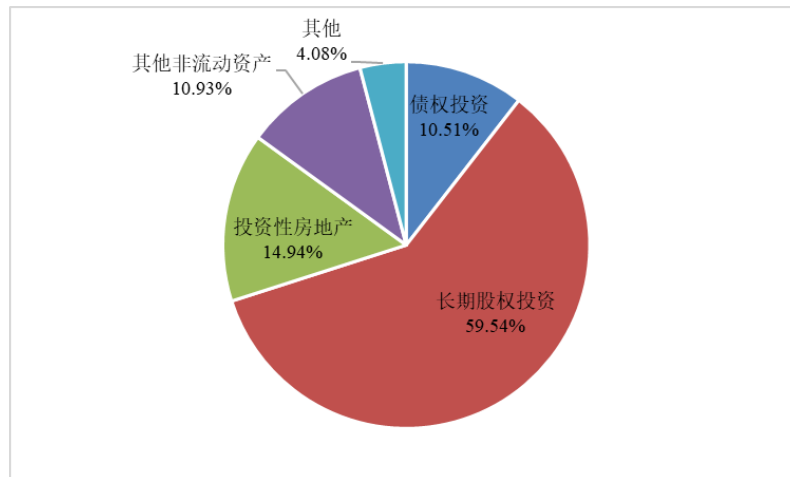
2017—2019年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长8.83倍。截至2019年底，公司其他流动资产为94.29亿元，较年初减少60.08%，主要系应收关联方债权投资减少所致。

2018年，公司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。2017—2019年，公司一年内到期的应收款项类投资/非流动资产波动增长，年均复合增长37.46%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动资产221.35亿元，较年初增加136.68%，主要系一年内到期的债权投资增加所致。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产连续增长，年均复合增长23.08%。截至2019年末，公司非流动资产338.35亿元，较年初增长41.68%，主要系长期股权投资和其他非流动资产增加所致。公司非流动资产主要构成如下图所示。

图4 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2018年，公司将应收款项类投资重分类至债权类投资。2017—2019年，公司应收款项类投资/债权投资波动增长，年均复合增长16.12%。截至2019年底，公司债权投资35.58亿元，较年初减少21.32%，主要系部分转入一年内到期的非流动资产所致。债权类投资中绝大部分为应收关联方债权投资。

2017—2019年，公司长期股权投资逐年快速增长，年均复合增长57.71%，长期股权投资主要为对房地产项目的投资。截至2019年底，公司长期股权投资为201.47亿元，较年初增长94.80%，主要系公司新增投资53.11亿元以及按权益法调整的净损益增加53.59亿元所致。

2017—2019年，公司投资性房地产持续减少，年均复合减少31.59%。公司投资性房地产包括养老和写字楼业务板块的投资项目。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%，主要系公司向平安寿险出售工业物流公司所致。截至2019年底，公司投资性房地产50.55亿元，较年初减少12.46%。公司投资性房地产由土地使用权（占比19.60%）、房屋及建筑物（占比24.06%）和在建投资性房地产（占56.34%）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。

2017—2019年，公司其他非流动资产持续快速增长，年均复合增长4.70倍。截至2019年底，公司其他非流动资产为36.97亿元，较年初增长76.73%，主要系公司预缴杭州钱江新城土地款所致。

截至2020年3月底，公司合并资产总额935.72亿元，较年初增长8.22%，主要系其他流动资产增长所致；其中流动资产占63.72%，非流动资产占36.28%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至2020年3月底，公司受限资产合计32.23亿元，包括受限货币资金（0.03亿元）、受限土地使用权（13.76亿元）、受限投资性房地产（16.14亿元）和桐乡养老项目中受限土地使用权和在建工程（2.30亿元），受限资产占总资产比例为3.44%，受限比例很低。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

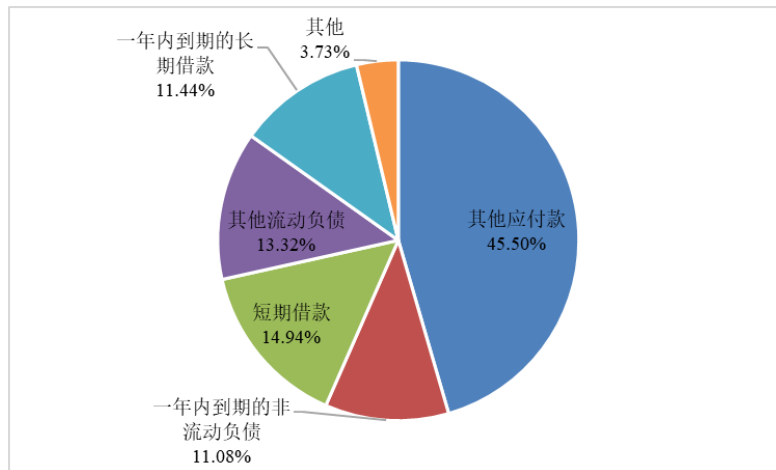
公司负债规模波动增长，流动负债和非流动负债占比相近；公司债务负担尚可，以长期债务为主。

2017—2019年，公司负债总额波动增长，年均复合增长15.27%。截至2019年末，公司负债总

额 492.21 亿元，较年初下降 3.14%，变化不大。其中，流动负债占 47.30%，非流动负债占 52.70%。公司流动负债和非流动负债占比相近，非流动负债占比较年初上升 14.72 个百分点，上升较大。

2017—2019 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 23.29%。截至 2019 年末，公司流动负债 232.81 亿元，较年初下降 26.14%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债减少所致。公司流动负债主要构成如下图所示。

图5 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司短期借款逐年减少，年均复合下降14.58%，主要系公司偿还信用借款所致。截至2019年底，公司短期借款为34.77亿元，较年初下降8.47%。截至2019年底，公司短期借款全部由信用借款构成。

2017—2019 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 93.30%。截至 2019 年底，公司其他应付款 105.92 亿元，较年初增长 61.40%，主要系应付关联方款项增加所致。公司其他应付款主要由应付关联方款项（占比 95.82%）构成。

截至 2019 年底，公司一年内到期的长期借款 26.63 亿元。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 59.44%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 25.80 亿元，较年初减少 58.06%。

2017—2019年，公司其他流动负债波动减少，年均复合减少23.93%。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2019年底，公司其他流动负债31.01亿元，较年初减少71.80%，主要系偿还短期融资券所致。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 9.26%。截至 2019 年末，公司非流动负债 259.40 亿元，较年初增长 34.41%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 18.78%）和应付债券（占 80.73%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款持续下降，年均复合下降 15.58%。截至 2019 年底，公司长期借款为 48.70 亿元，较年初下降 13.69%，以信用借款为主，合同年利率在 0.94%~6.60%之间。长期借款中 2020 年到期的占 31.64%，2021 年到期的占 0.24%，2022 年到期的占 46.31%，2023 年及以后到期的占 21.81%。

2017—2019 年，伴随着业务规模的扩张，公司应付债券波动增长，年均复合增长 19.45%。截至 2019 年底，公司应付债券为 209.40 亿元，较年初增长 54.67%。

2017—2019年，公司全部债务波动增长，年均复合增长7.35%。截至2019年底，公司全部债务为375.50亿元，较年初减少13.05%。其中，短期债务占比31.26%，长期债务占比68.74%。2017—2019年，公司资产负债率分别为61.66%、65.56%和56.93%；全部债务资本化比率分别为58.59%、61.80%和50.21%；长期债务资本化比率分别为48.29%、41.81%和40.94%，公司债务负担尚可。若将永续债作为长期债务测算，则截至2019年底，公司资产负债率为61.11%，全部债务资本化比率为55.05%，长期债务资本化比率为46.68%，较调整前分别上升4.18、4.84和5.74个百分点。

截至2020年3月底，公司负债总额557.63亿元，较年初增长13.29%，主要系长期借款和应付债券增加所致；其中流动负债占45.19%，非流动负债占54.81%。公司流动负债与非流动负债占比相近，负债结构较年初变化不大。

截至2020年3月底，公司全部债务总额448.18亿元，较年初增长19.35%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务143.74亿元（占32.07%），较年初增长22.43%；长期债务304.44亿元（占67.93%），较年初增长17.95%。截至2020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59.59%、54.24%和44.60%，较年初分别提高2.67个百分点、提高4.03个百分点和提高3.67个百分点。如将永续债调入长期债务，截至2020年3月底，公司债务总额增至483.36亿元；其中，短期债务143.74亿元（占29.74%），长期债务339.63亿元（占70.26%）。截至2020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63.35%、56.11%和47.32%，较调整前分别上升3.76个百分点、1.87个百分点和2.72个百分点。

表7 截至2020年3月底公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

	金额	占比
一年内到期的有息债务	143.74	32.07
一年以上到期的有息债务	304.44	67.93
合计	448.18	100.00

资料来源：公司提供

（2）所有者权益

近年来，公司所有者权益持续增长；其中实收资本占比较高，但有一定规模的永续债，权益结构的稳定性尚可。

2017—2019年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长27.17%。截至2019年末，公司所有者权益为372.41亿元，较年初增长39.50%，主要系其他权益工具和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为100.01%，少数股东权益占比为-0.01%。归属于母公司所有者权益372.44亿元，主要为实收资本（占53.70%）、其他权益工具（占9.72%）和未分配利润（占30.89%），权益结构稳定性尚可。

截至2020年3月底，公司所有者权益为378.09亿元，较年初增长1.53%。其中，归属于母公司所有者权益占比为100.01%，少数股东权益占比为-0.01%。归属于母公司所有者权益378.13亿元，主要为实收资本（占52.89%）、其他权益工具（占9.30%）和未分配利润（占32.43%），权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

近年来，公司业务收入波动增长，净利润持续较快增长；投资为公司的经常性业务，公司利润主要来自投资收益，投资收益可持续性较好；公司整体盈利能力强。

2017—2019年，公司营业收入波动增长，分别为20.96亿元、18.67亿元和21.98亿元，年均复合增长2.42%。同期，公司营业成本连续下降，分别为3.83亿元、2.63亿元和2.18亿元，年均复合下降24.52%。同期，公司净利润连续增长，分别为13.38亿元、33.98亿元和68.25亿元，年均复合增长125.84%。

期间费用方面，近三年公司期间费用仅包括管理费用和财务费用。2017—2019年，随着公司业务经营规模的不断扩大以及融资规模的增长，公司期间费用逐年上升，分别为22.72亿元、29.80亿元和33.83亿元，年均复合增长22.02%，所占营业收入比重较高，三年分别为108.42%、159.62%和153.89%，考虑到公司的利润主要来自于投资收益，公司的费用收入比例一般。2017—2019年，公司管理费用年均复合增长20.82%；2019年，公司管理费用为15.55亿元，同比增长24.60%，主要系公司业务规模增长带来人力成本等增加所致。2017—2019年，公司财务费用持续增长，年均复合增长23.07%，2019年公司财务费用为18.28亿元，同比增长5.55%。

2017—2019年，公司投资收益分别为25.11亿元、56.12亿元和84.95亿元，占同期营业利润的比例分别为144.16%、147.00%和118.38%，为公司利润的重要来源。2019年，公司投资收益主要由债权投资投资收益（占22.85%）和长期股权投资投资收益（占73.61%）构成。2019年投资收益同比增长51.37%，主要系对联合营公司投资收益增加26.61亿元所致。投资为公司的经常性业务，投资性收益可持续性较强。

从盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率逐年上升，三年分别为78.78%、81.53%和86.99%；受公司投资收益大幅增加致使净利润增长影响，2017—2019年，公司总资本收益率逐年增长，分别为4.62%、8.31%和12.03%；总资产报酬率持续增长，分别为4.99%、8.06%和11.01%；净资产收益率逐年增长，分别为6.01%、13.67%和21.35%。

2020年1—3月，公司实现营业收入6.36亿元，较上年同期增长42.60%；实现营业利润9.69亿元，较上年同期下降28.43%，主要系投资收益减少所致；实现净利润8.27亿元，同比减少32.27%。

5. 现金流

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；投资活动净现金流由负转正；2019年随着投资规模下降，公司对外融资需求下降，筹资活动净现金流由正转负。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入分别为36.78亿元、79.11亿元和87.14亿元，连续增长，年均复合增长53.92%。2017—2019年，公司经营活动现金流出分别为45.97亿元、52.78亿元和67.91亿元，连续增长，年均复合增长21.54%。流入和流出增长主要系和关联方与第三方的往来规模增长所致。2017—2019年，公司经营活动现金流量净额分别为-9.19亿元、26.32亿元和19.23亿元，波动上升。2017—2019年，公司现金收入比分别为53.40%、159.32%和113.30%。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为907.59亿元、1,008.44亿元和696.55亿元，波动下降，年均复合下降12.39%，主要系收回投资收到的现金波动减少所致。2017—2019年，公司投资活动现金流出分别为936.34亿元、1,091.37亿元和653.45亿元，波动下降，年均复合下降16.46%，主要系公司坚持谨慎性原则，在市场价格较高的情况下控制投资所致。2017—2019年，公司投资活动现金流量净额分别为-28.75亿元、-82.92亿元和43.10亿元，由负转正。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为303.27亿元、310.91亿元和228.10亿元，波动下降，年均复合下降13.27%，与公司投资支出的波动情况较匹配。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为258.62亿元、222.95亿元和255.88亿元，波动下降，年均复合下降0.53%，主要系偿还债务规模波动所致。2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额分别为44.65亿元、87.96亿元和-27.77亿元，由正转负。

2020年1—3月,公司经营活动现金流量净额-11.73亿元,投资活动现金流量净额128.46亿元,筹资活动现金流量净额70.65亿元。

6. 母公司财务分析

母公司资产以流动资产为主,货币资金充裕;负债以非流动负债为主,资产负债率适中;所有者权益稳定性较强;营业收入规模较小,净利润主要来自投资收益;现金流入主要依靠投资和筹资活动。

截至2019年底,母公司资产总额645.48亿元,较年初增长9.05%,主要系非流动资产增加所致。其中,流动资产495.95亿元(占比76.83%),非流动资产149.53亿元(占比23.17%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占21.82%)、一年内到期的非流动资产(占43.39%)和其他流动资产(占20.32%)构成,非流动资产主要由长期股权投资(占86.30%)构成。截至2019年底,母公司货币资金为108.24亿元。

截至2019年底,母公司负债总额320.38亿元,较年初下降5.42%。其中,流动负债129.04亿元(占40.28%),非流动负债191.34亿元(占59.72%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占26.64%)、其他应付款(占18.03%)、一年内到期的非流动负债(占19.98%)和其他流动负债(占23.56%)构成,非流动负债主要为应付债券(占87.68%)。母公司2019年资产负债率为49.63%,较2018年下降7.60个百分点。

截至2019年底,母公司所有者权益为325.11亿元,较年初增长28.43%,变化不大。其中,实收资本为200.00亿元(占61.52%)、其他权益工具合计36.19亿元(占11.13%)、未分配利润合计75.60亿元(占23.25%)、盈余公积合计9.43亿元(占2.90%)。实收资本占比较高,权益稳定性较强。

2019年,母公司营业收入为16.49亿元,净利润为42.96亿元,主要来自投资收益。

2019年,母公司经营活动现金流量净额-20.69亿元;投资活动现金流量净额76.83亿元,筹资活动现金流量净额4.66亿元。

7. 偿债能力

公司短期和长期偿债能力均较强,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,其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看,2017—2019年,公司流动比率分别为2.46倍、1.70倍和2.26倍;速动比率分别为2.40倍、1.70倍和2.25倍。2017—2019年,公司现金短期债务比分别为0.67倍、0.46倍和1.44倍,2018年,受公司短期债务大幅增长影响,对短期债务的覆盖程度大幅下滑,短期债务偿付后,2019年该指标大幅回升。整体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,公司EBITDA大幅增长,分别为29.42亿元、57.42亿元和92.51亿元;2019年公司EBITDA中,利润占77.27%,计入财务费用的利息支出占20.28%,折旧和摊销占2.45%。2017—2019年,受利润上升影响,公司EBITDA全部债务比分别为0.09倍、0.13倍和0.27倍,考虑到公司短期债务占比较低,EBITDA对全部债务的保障能力较好;公司EBITDA利息倍数分别为2.52倍、3.08倍和4.76倍,公司对利息的保障程度较高。整体看,公司长期偿债能力较强。

截至2020年3月底,公司存在一起未决诉讼。2014年9月,公司全资子公司平安不动产资本有限公司认购了五洲国际控股有限公司6,000万美元的可转债,交易文件约定在第三年届满之日,平安不动产资本有限公司有权选择提前赎回全部债券。2017年9月,平安不动产资本有限公司要求五洲国际

控股有限公司赎回全部债券，五洲国际控股有限公司偿还了部分债券后未能继续履约，未偿债券本金约为3,343万美元。就五洲国际控股有限公司未偿付的该部分债券，公司依法提起了仲裁以维护自身权益。

截至2020年3月底，公司对关联方太原旭凰房地产开发有限公司和深圳安创投资管理有限公司提供担保34.10亿元，为公司净资产的9.16%，公司面临一定的或有负债风险。

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2020年3月底，公司及控股子公司已获银行授信额度1,038.64亿元，剩余授信额度741.99亿元，间接融资渠道畅通。

截至2020年3月27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。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至2020年3月底，公司全部债务合计448.18亿元。本期债券规模为不超过30.00亿元，相对于公司债务规模，本期债券发行规模对公司影响不大。

以2020年3月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由59.59%、54.24%和44.60%上升至60.85%、55.84%和46.94%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

若将永续债计入公司债务，以2020年3月底财务数据为基础，假设募集资金净额为30.00亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由63.35%、56.11%和47.32%上升至64.49%、59.95%和51.87%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。但考虑到募集资金将用于偿还现有债务，公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

公司2019年EBITDA为92.51亿元，为本期公司债券发行额度（30.00亿元）的3.08倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较高；2019年经营活动产生的现金流入87.14亿元，为本期公司债券发行额度（30.00亿元）的2.90倍，公司经营活动现金流入对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并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，依托平安集团的综合金融平台优势，业务风险可控，品牌影响力大，具备较强的综合竞争力；公司不动产投资及管理业务规模快速增长，业务模式多样化，投资项目多分布于一线城市，盈利能力强，未来能够持续取得较高的盈利水平。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

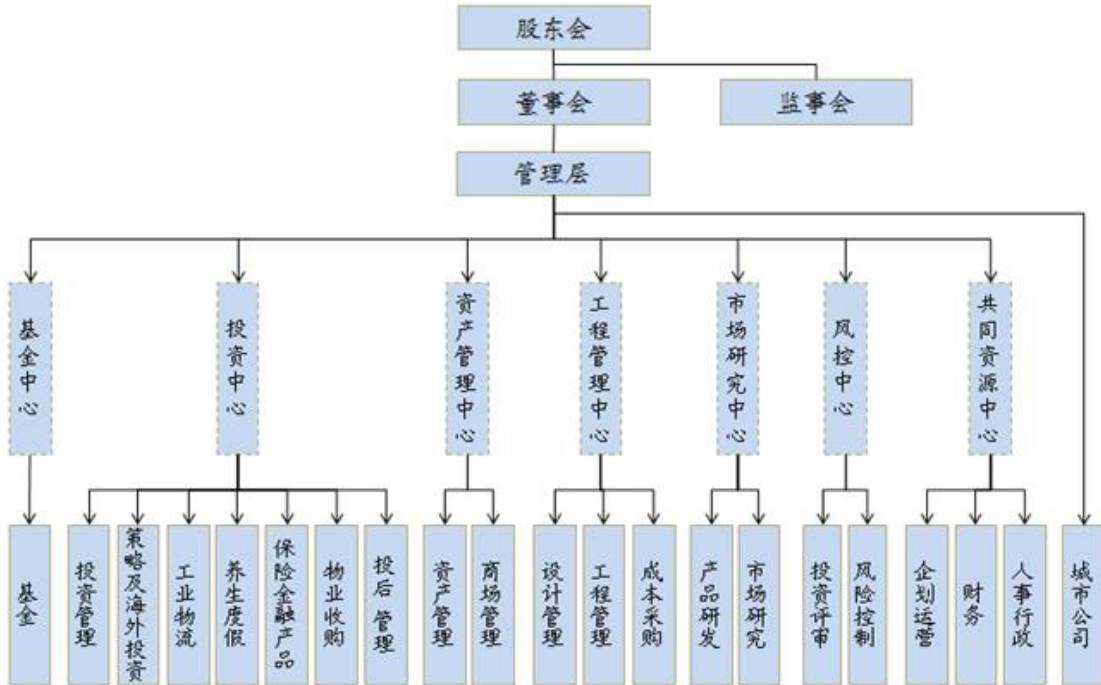
九、综合评价

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。近年来公司净利润持续增长，盈利能力强，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；公司投资业务具有一定不确定性以及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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用水平以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件1 截至2020年3月底平安不动产有限公司
组织结构图



附件 2 平安不动产有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	600.74	775.14	864.61	935.72
所有者权益 (亿元)	230.29	266.96	372.41	378.09
短期债务 (亿元)	110.75	240.03	117.40	143.74
长期债务 (亿元)	215.09	191.81	258.10	304.44
全部债务 (亿元)	325.84	431.85	375.50	448.18
营业收入 (亿元)	20.96	18.67	21.98	6.36
净利润 (亿元)	13.38	33.98	68.25	8.27
EBITDA (亿元)	29.42	57.42	92.51	--
经营性净现金流 (亿元)	-9.19	26.32	19.23	-11.73
应收账款周转次数 (次)	1.88	1.63	2.03	--
存货周转次数 (次)	0.27	0.55	2.09	--
总资产周转次数 (次)	0.04	0.03	0.03	--
现金收入比率 (%)	53.40	159.32	113.30	98.30
总资本收益率 (%)	4.62	8.31	12.03	--
总资产报酬率 (%)	4.99	8.06	11.01	--
净资产收益率 (%)	6.01	13.67	21.35	--
营业利润率 (%)	78.78	81.53	86.99	92.99
费用收入比 (%)	108.42	159.62	153.89	105.20
资产负债率 (%)	61.66	65.56	56.93	59.59
全部债务资本化比率 (%)	58.59	61.80	50.21	54.24
长期债务资本化比率 (%)	48.29	41.81	40.94	44.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.52	3.08	4.76	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.13	0.25	--
流动比率 (倍)	2.46	1.70	2.26	2.37
速动比率 (倍)	2.40	1.70	2.25	2.35
现金短期债务比 (倍)	0.67	0.43	1.12	0.40
经营现金流动负债比率 (%)	-6.00	8.35	8.26	-4.65
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.98	1.91	3.08	--

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 2020 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

附件 3 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-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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 平安不动产有限公司 2020年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年平安不动产有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

平安不动产有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。平安不动产有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注平安不动产有限公司的相关状况，如发现平安不动产有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如平安不动产有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至平安不动产有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送平安不动产有限公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司
二〇二〇年五月二十八日