

信用等级公告

联合[2018]1493 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拟面向合格投资者公开发行的 2019 年永续期公司债券（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面向合格投资者公开发行的 2019 年永续期公司债券（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

二零一八年十二月二十四日

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面向合格投资者公开发行 2019 年可续期公司债券（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

本次发行规模：不超过人民币 90 亿元，采用分期发行的方式

本期发行规模：本期债券基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元（含）

本期债券期限及续期选择权：以每 3 个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延 1 个重定价周期（即延续 3 年）或在该周期末到期全额兑付该期债券

还本付息方式：公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

评级时间：2018 年 12 月 24 日

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

递延支付利息权：本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制

赎回选择权：（1）未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回（2）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（3）公司有权选择在本期债券第 3 个和其后每个付息日按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息（如有））赎回本期债券

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”或“平安不动产”）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。近年来公司营业收入持续稳健增长，盈利能力较强，资产规模快速增长且资产质量良好。公司目前开拓了不动产资产管理、工程管理、投资顾问业务、基金管理等资产管理业务，同时，公司开始探索不动产投资新模式，在养老地产、商业物业、工业物流领域投资已具备较大规模，其中商业物业和工业物流项目主要通过转让给平安集团保险资金实现退出，退出渠道较明确，集团协同效应明显。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等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司养老项目、商业物业项目、工业物流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小。

优势

1. 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。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强有力的支持。

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、养老地产和工业物流等领域的不动产投资业务，有助于分散业务风险。

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

4. 公司资产规模快速增长、货币资金充裕、资产质量较高。

关注

1. 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. 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. 公司在建项目规模较大，随着公司经营规模的扩大，公司对建设开发资金的需求将保持较大规模，存在一定的资金支出压力。

4. 公司债务有一定集中偿付压力，收入实现质量较差。

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额（亿元）	263.04	516.87	600.74	724.08
所有者权益（亿元）	108.02	214.89	230.29	239.30
长期债务（亿元）	72.06	166.99	215.09	232.82
全部债务（亿元）	140.45	262.07	325.84	410.83
营业收入（亿元）	11.07	14.53	20.96	9.63
净利润（亿元）	7.19	10.96	13.38	9.35
EBITDA（亿元）	15.46	20.35	29.42	--
经营性净现金流（亿元）	6.45	2.86	-9.19	26.78
营业利润率（%）	51.23	60.05	78.78	78.88
净资产收益率（%）	6.85	6.79	6.01	--
资产负债率（%）	58.94	58.42	61.66	66.95
全部债务资本化比率（%）	56.53	54.95	58.59	63.19
流动比率（倍）	2.02	2.52	2.46	1.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.08	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.27	2.24	2.52	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.17	0.23	0.33	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.55	2.03	2.94	--

注：1、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。2、2018 年半年报数据未经审计，相关指标未予年化。3、其他流动负债中的超短期融资券已计入短期债务。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



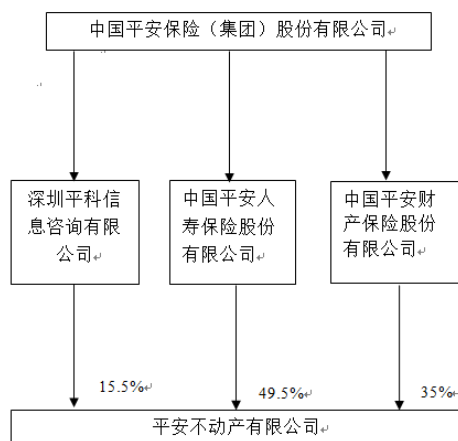
联合信用评级有限公司

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（其中分别增加注册资本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2018年6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15.5%、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2018年6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；受委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2018年6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）；拥有直接控制及间接控制子公司合计148家；共有在职员工844人。

截至2017年底，公司合并资产总额600.74亿元，负债合计370.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计230.29亿元，其中归属于母公司所有者权益合计228.27亿元。2017年，公司

实现营业收入 20.96 亿元，净利润（含少数股东损益）13.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 13.43 亿元；经营活动产生的现金流净额为-9.19 亿元，现金及现金等价物净增加额为 5.08 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 724.08 亿元，负债合计 484.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 239.30 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 237.38 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 9.63 亿元，净利润（含少数股东损益）9.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 9.39 亿元；经营活动产生的现金流净额为 26.78 亿元，现金及现金等价物净增加额为 64.09 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、本次及本期债券概况及债券募集资金用途

1. 本次及本期债券概况

本次债券发行规模为不超过人民币90亿元，采用分期发行的方式，本期为首期发行，债券名称为“平安不动产有限公司面向合格投资者公开发行2019年可续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券基础发行规模5亿元，可超额配售不超过5亿元（含5亿元）；本期债券以每3个计息年度为一个重定价周期，在每个重定价周期末，公司有权选择将债券期限延1个重定价周期（即延续3年）或在该周期末到期全额兑付该期债券。本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率，即票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300个基点。基准利率的确定方式：初始基准利率为簿记建档日前250个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为与重定价周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

递延支付利息权：本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前10个交易日披露《递延支付利息公告》。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

递延支付利息的限制：强制付息事件为付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

本期债券设有赎回选择权：（1）公司有权选择在本期债券第3个和其后每个付息日按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息（如有））赎回本期债券。（2）公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。（3）根据2017年颁布的修订后《企业会计准则第37号——金融工具列报》和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会【2014】13号），公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还公司债务，改善公司资金状况。

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

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它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，随着国家对金融机构资产管理业务的监管趋严，尤其是近日落地的资管新规，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2017年6月底，银行理财、信托、保险资金、券商资管、公募基金、基金公司专户、基金子公司专户、私募基金等主要资管行业规模累计达到118.58万亿，总规模增速趋缓。从市场份额来看，截至2017年6月底，银行业理财产品存续余额28.38万亿元，较年初下降2.3%，占比23.90%；基金子公司规模为7.96万亿，在2016年9月末达到11.15万亿的峰值后持续下降，占比7.2%；信托公司管理的信托资产规模达到23.14万亿元，占比为19.50%；券商资管规模占比为15.30%，保险资管规模占比为12.20%，公募基金资管规模占比8.5%，基金公司专户规模占比5.3%，私募基金资管规模占比8.00%。

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。

2017年11月17日，“一行三会一局”联合发布资管新规，对包括保险资产管理公司在内的资管业从产品分类、宏观审查管理到嵌套、杠杆率、刚性兑付、风险控制等方面作出指引，将防范风

险与有序规范相结合，有效引导市场预期。

总体看，近年来我国资产管理行业稳步发展，管理资产规模快速增长，为我国直融体系的建设提供了有利支持。

（2）资金来源与投资方向

我国资产市场资金构成主要以个人资金为主，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。2017 年，职工基本养老保险基金总收入 4.28 万亿元，同比增长 23.93%，总支出 3.79 万亿元，同比增长 20.10%，当期结余约 4,900 亿元，累计结余 4.35 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工程项目的建设；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，险资将加大对私募股权（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目光投向了海外投资。资管新规落地，明确了保险资管的市场地位，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，因此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。

总体看，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

高净值客户为个人投资者中的中坚力量。据不完全统计，2017 年中国高净值人群总体规模达到 197 万人，可投资资产规模约 65 万亿。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、证券投资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。2016年中国中产家庭（家庭月收入为人民币8,000~23,000元）数量为1.09亿户左右，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。

总体看，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。

（3）竞争格局

目前，我国资管市场参与者主要以银行、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。公募基金方面，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，在其它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，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投资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。

总体看，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。

（4）行业政策

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。

2014年7月，银监会发布“35号文”《关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知》，推动理财业务事业部制改革，实现单独核算、风险隔离、行为规范、归口管理。该政策力求解决银行理财的“刚性兑付”问题，推动理财业务向真正的资产管理业务转型。

2014年10月，国务院出台“43号文”《关于加强地方政府性债务管理的意见》，建立借、用、还统一的地方政府性债务管理，推广政府与社会资本合作的模式。该意见制约各类资管机构与地方政府开展的融资业务，同时也鼓励各资管机构研究包括PPP在内的新型合作模式。

2015年5月，中国人民银行发布“9号文”放开直营与资管账户债券交易限制，放宽债券交易限制，允许投资者以自己发行的债券为标的进行债券回购交易。该规定将相关交易行为改为事后披露，交易限制放宽，而银行也被包含其中。

保监会2015年12月发布《关于加强保险公司资产配置审慎性监管事项的通知》和《保险资金运用内部控制指引》，防范险资配置出现流动性风险，并指导保险公司提升内部控制管理水平及风险管理能力。2015年8月发布《养老保障管理业务管理办法》，全面推进和规范个人养老保障业务。2015年7月，保监会发布《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》，放宽保险资金投资蓝筹股票的监管比例。此外，2014年2月，保监会发布实施《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，对保险资金运用的体系进行了重构，将金融资产分类，并取消了具体品种投资比例限制，有助于提升险资应用效率，支持实体经济。

2016年10月21日，银监会下发了《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，放宽了有关地方资产管理公司设立和业务的政策：一是将允许省级政府增设一家地方资产管理公司；二是将允许资产管理公司以债务重组、对外转让等方式处置不良资产，对外转让的受让主体不受地域限制。资管机构可管理的资产范围将逐渐放开。

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。

总体看，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。

（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。

总体看，资产管理行业面临宏观经济变化、流动性风险以及跨行业管理等风险。

（6）未来发展

未来，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。

总体看，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。

2. 商业地产行业

（1）行业概况

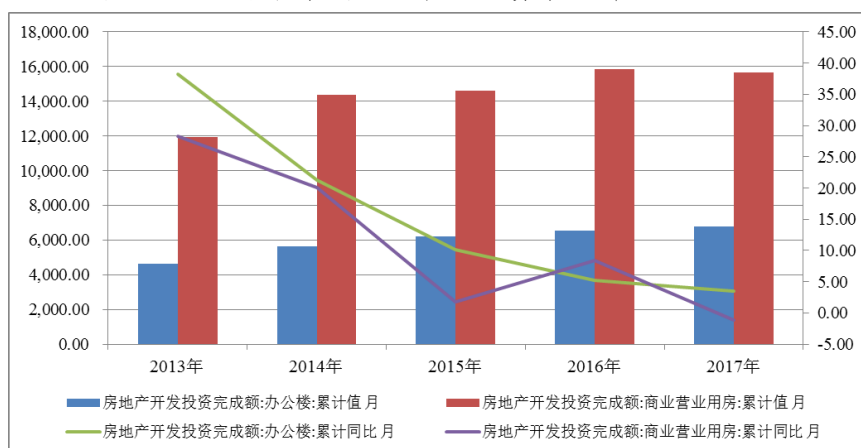
商业地产行业是房地产行业的一个子行业。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等；狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

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的影响；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。我国房地产调控政策主要针对住宅物业，商业地产受房地产调控政策影响相对较小，因此，近年来我国商业地产发展速度较快，但 2014 年以来增速有所下滑。2015 年，我国商业营业用房完成投资额 1.46 万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的 15.22%，办公楼完成投资额 0.62 万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的 6.46%。2016 年，我国商业营业用房完成投资

额1.58万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的15.40%，办公楼完成投资额0.65万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的6.34%。2016年，我国商业地产虽然供需情况整体较2015年好转，但商业地产市场仍面临存量较大、同质化竞争加剧的局面，企业仍然面临着资金以及创新发展等一系列问题。

2005年以来，随着我国国民经济快速发展、人均消费水平逐年提升，商业地产投资增速也保持在较高水平，特别是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逐年回落，2015年增速大幅下跌至1.80%和10.10%，回落较为明显。2016年，商业营业用房投资增速有所上升，升至8.40%，而办公楼投资增长有所回落，下跌至5.20%。2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产增速有所放缓。我国商业营业用房完成投资额1.56万亿元，同比减少1.2%，占当期全国房地产行业投资完成总额的14.24%；办公楼开发投资完成额0.68万亿元，同比增长3.5%，占当期全国房地产行业投资完成总额的6.16%。

图2 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 资讯

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。

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、债务融资等多种不同方式满足资金需求。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等新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

从商业地产供求情况看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2008~2016年，商业营业用房竣工面积年均增长10.86%，2016年全国商业营业用房竣工12,518.08万平方米；销售面积年均增长13.77%，2016年全国销售商业营业用房10,811.96万平方米；2008~2016年，商业办公楼竣工面积年均增长9.17%，2016年全国商业办公楼竣工3,629.27万平方米；销售面积年均增长14.21%，2016年全国销售商业办公楼3,826.22万平方米。

2017 年以来，由于经济增速放缓导致商业地产景气度下降，商业营业用房供过于求的情况有所缓解。2017 年，商业营业用房竣工面积 12,670.26 万平方米，销售面积 12,838.14 万平方米，呈现供不应求局面。

总体看，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；近几年行业发展较快、波动较大，2015 年开发投资增速较上年进一步下降，进入 2016 年，商业地产在宽松政策下开始复苏，商业营业用房投资增速逐步回升，2017 年随着部分地区市场饱和，投资增速再度放缓。

（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。2017 年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。

（3）未来发展

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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。

行业金融化、退出手段多样化

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。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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、资产运营管理服务，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。截至2018年3月底，公司资产管理项目有38个，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，2017年该业务实现收入6,867.65万元，截至2018年6月底，公司主要管理16只不动产投资基金，2018年上半年实现收入2,967.39万元。

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、养老产业投资和商业物业投资业务。其中，截至2018年6月底，公司基金投资业务主要管理16只不动产投资基金，基金总投资规模达到156.89亿元。

公司作为平安集团不动产投资与资产管理的主要渠道和载体，主要为平安集团提供不动产资产代管以及为保险资金提供不动产投资服务，且自有资金投资的大部分项目由平安集团保险资金回购退出，业务整体风险较低；预计到2020年，平安集团不动产配置金额上限7,500亿元，公司未来业务发展前景广阔。此外，2014年3月，平安置业投资有限公司（以下简称“平安置业”）、平安创新资本分别对公司增资5亿元；2014年6月，中国平安财产保险股份有限公司（以下简称“平安财险”）平安产险分别向公司增资10亿元；2014年12月，平安置业、平安财险和平安产险分别对公司增资1亿元、10亿元和39亿元；2016年4月，平安财险和平安产险分别对公司增资51.68亿元。公司股东以其综合实力在业务运营和资金等方面为公司提供了有力支持。

总体看，公司不动产投资及管理业务模式多样化，投资项目多分布于一线城市；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。

2. 人员素质

截至2017年底，公司拥有董事6人，监事3人，高级管理人员2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以及子公司上海平安股权投资管理有限公司董事长。

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2017年底，公司拥有在职员工720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1%、2%、12%、65%、2%和18%，其中，城市公司人员占比34%，董事长及总经理占比1%。从学历结构看，大学本科及以上学历占比95%，大专学历占比4%，高中及以下学历占比1%。从年龄构成看，30岁以下员工占比38%；30~50岁员工占比60%；50岁以上员工占比1%。

总体看，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。

3. 股东实力

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。在综合金融一体化的架构下，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、平安财险、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2017年底，平安集团总资产合计64,930.75亿元，净资产合计5,879.17亿元，归属于母公司股东权益合计4,733.51亿元；2017年，平安集团实现净利润999.78亿元，归属母公司股东的净利润890.88亿元。

2017年，平安集团跻身《财富》世界500强前40名。截至2017年底，平安集团的市值居全球保险集团第1名，市值较2016年增长97%。

总体来看，公司实际控制人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。

五、公司管理

1. 公司治理

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。

总体看，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。

2. 管理体制

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《平安不动产有限公司会计制度》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一管理，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《平安不动产有限公司担保管理办法》，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《平安不动产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。

总体看，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。

六、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。2015~2017年，公司实现营业收入分别为11.07亿元、14.53亿元和20.96亿元，年均复合增长37.60%，主要系对深圳联新投资管理有限公司（以下简称“深圳联新”）提供投资顾问服务的收入大幅增加所致。2015~2017年，公司实现净利润分别为7.19亿元、10.96亿元和13.38亿元，年均复合增长36.38%。

表1 2015~2018年6月底公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块		2015年			2016年			2017年			2018年1~6月		
		金额	占比	毛利率	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	1.03	9.30	--	1.17	8.03	--	1.43	6.80	--	0.71	7.37	--
	工程管理	1.02	9.24	--	0.76	5.21	--	0.97	4.62	--	0.12	1.25	--
	项目投资顾问	2.43	21.96	--	3.84	26.44	--	9.68	46.17	--	5.16	53.58	--
	基金管理 ¹	0.19	1.67	--	0.65	4.45	--	0.69	3.28	--	0.30	3.12	--
	财务顾问业务	0.42	3.76	--	2.20	15.14	--	3.37	16.06	--	0.82	8.52	--
不动产投资	商业物业	5.65	51.02	--	5.30	36.50	--	2.59	12.39	--	0.51	5.30	--
	工业物流	0.27	2.47	--	0.56	3.82	--	2.01	9.61	--	1.76	18.28	--
	养老养生	-	--	--	-	--	--	0.04	0.20	--	0.05	0.52	--
	其他	0.06	0.58	--	0.06	0.42	--	0.18	0.88	--	0.21	2.18	--
合计		11.07	100.00	59.63	14.53	100.00	63.47	20.96	100.00	81.72	9.63	100.00	83.48

资料来源：公司提供，联合评级整理。

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。

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、养老养生和其他。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，2015~2017年，公司资产运营管理收入不断增长，分别为1.03亿元、1.17亿元和1.43亿元，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；占营业收入的比重分别为9.30%、8.03%和6.80%，呈逐年下降趋势。2015~2017年，公司工程管理业务收入波动减少，分别为1.02亿元、0.76亿元和0.97亿元，其中2016年有所下降主要系公司受平安寿险委托对上海平安大厦及深圳新城市广场进行翻新装修工程于2015年完工，2016年不再产生相关收入所致；占营业收入的比重分别为9.24%、5.21%和4.62%，逐年降低。2015~2017年，公司项目投资顾问收入不断增长，分别为2.43亿元、3.84亿元和9.68亿元，主要系对深圳联新提供投资顾问服务的收入大幅增加所致；占营业收入的比重分别为21.96%、26.44%和46.17%，占比大幅提升。2015~2017年，公司财务顾问业务收入不断增长，分别为0.42亿元、2.20亿元和3.37亿元，主要系公司对深圳联新和深圳安创投资管理有限公司提供服务的规模扩大所致；占营业收入的比重分别为3.76%、15.14%和16.06%，占比大幅提升。不动产投资方面，2015~2017年，公司商业物业收入分别为5.65亿元、5.30亿元和2.59亿元，2017年大幅下降，主要系业务模式调整，统计口径变动所

¹此部分为公司投资及管理基金所产的的管理费收入。

致；占营业收入的比重分别为51.02%、36.50%和12.39%。2015~2017年，公司工业物流收入分别为0.27亿元、0.56亿元和2.01亿元，呈不断增长态势，主要系出租面积大幅增长所致；占营业收入的比重分别为2.47%、3.82%和9.61%。

毛利率变化方面，2015~2017年，公司综合毛利率逐年提升，分别为59.63%、63.47%和81.72%。

2018年1~6月，公司实现营业收入9.63亿元，同比增长11.83%，主要系项目投资顾问费收入增加所致；实现净利润9.35亿元，同比增加8.88亿元，主要系投资收益增加所致。2018年1~6月，公司毛利率为83.48%。

总体看，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，公司处于快速扩张阶段，业务和收入规模增长较快，综合毛利率保持在较高水平。

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。

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。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主要下游企业是平安产险、平安财险、平安信托，主要项目均不设定业务到期日。截至2018年6月底，公司资产管理项目合计37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寿险、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均在80%以上，其中多数项目出租率达到95%以上。2015~2017年，公司资产运营管理收入分别为1.03亿元、1.17亿元和1.43亿元；2018年1~6月，公司资产运营管理业务收入为7,061.16万元。

表2 截至2018年6月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			
			2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
1	深圳平安金融中心	平安寿险	883.71	566.14	1,766.08	1,786.39
2	上海中国平安金融大厦	平安寿险	1,542.04	1,165.14	1,252.24	567.65
3	深圳城市广场	平安寿险	625	886.76	695.58	434.74
4	北京平安国际金融中心	平安寿险	720.45	1,070.43	1,499.19	516.55
5	北京世纪财富中心	平安产险	433.17	632.72	953.23	310.57
6	中国电子大厦	平安寿险	405	588.91	641.22	290.38
7	上海平安大厦	平安寿险	481.19	1,878.77	1,842.45	920.00
8	上海平安财富大厦	平安寿险	408.67	797.21	787.34	394.92

9	上海张江后援中心	平安寿险	548.37	400.42	393.33	197.17
10	成都平安金融中心	平安寿险	406.54	294.31	468.10	278.21
11	静安写字楼	平安寿险、平安产险	344.88	251.86	199.92	--
12	北京平安大厦	平安寿险、平安产险	218.93	286.47	494.27	136.55
13	沈阳平安财富中心	平安寿险	138.83	194.88	249.71	99.41
14	成都平安财富中心	平安寿险、平安产险	184.76	269.89	88.31	-
15	重庆平安财富中心	平安信托	157.36	229.86	225.65	112.83
16	上海静安 8 号酒店公寓	平安寿险	223.79	167.9	164.85	82.42
17	上海徐汇行政公寓	平安寿险	175.17	255.85	190.59	--
18	深圳平安金融学院	平安寿险	290.92	213.54	104.87	--
19	合肥平安大厦	平安寿险	105.53	77.08	78.02	37.83

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。

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是平安产险及其下属子公司，主要有平安寿险、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；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。

2015~2017年，公司工程管理业务收入分别为1.02亿元、0.76亿元和0.97亿元。截至2017年底，公司提供工程管理服务的项目共5个，分别为杭州平江建设项目、深圳城市广场、北京丽泽商务区办公楼项目、香港IFC和产险大厦。2018年1~6月，公司工程管理业务收入为1,169.64万元。

表 3 2015~2018 年 6 月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	2015 年工程 管理费 收入	2016 年工程 管理费 收入	2017 年工程 管理费 收入	2018 年 1~6 月工程管 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	7,066.14	6,799.49	--	--
2	上海中国平安金融中心	中国平安人寿保险股份有限公司	667.93	352.67	--	--
3	北京平安大厦装修项目	中国平安人寿保险股份有限公司	45.85	11.62	--	--
4	杭州平江建设项目	杭州平江投资有限公司	829.60	406.97	1,662.42	--
5	上海绿地国际广场	上海泽安投资管理有限公司	1,286.31	--	--	--
6	深圳城市广场	深圳平安商用置业投资有限公司	330.00	--	77.95	--
7	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	548.89

8	香港 IFC	中国平安保险海外（控股）有限公司	--	--	249.06	--
9	产险大厦	中国平安财产保险股份有限公司	--	--	1,241.51	620.75
合计		--	10,225.83	7,570.76	9,681.58	1,169.64

资料来源：公司提供，联合评级整理。

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按照年化 4%收取。

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，受益于集团业务规模的快速扩张，建设各地平安金融中心或大厦等办公场所需求不断增加。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影响，公司该板块收入的稳定性较弱。

项目投资顾问业务

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，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。

2015~2017 年，公司项目投资顾问业务收入分别为 2.43 亿元、3.84 亿元和 9.68 亿元，呈不断增长态势，主要系公司对深圳联新和深圳安创投资管理有限公司提供服务的规模扩大所致。近两年，公司投资顾问收入中来自深圳联新的占比较大，存在一定客户集中风险。2018 年 1~6 月，公司产生投资顾问费收入为 51,649.96 万元。

表 4 2015~2018 年 6 月公司投资顾问业务项目情况（单位：万元）

委托人	2015 年受托管理 费收入	2016 年受托管理 费收入	2017 年受托管理 费收入	2018 年 1~6 月受 托管理费收入
深圳联新投资管理有限公司	21,793.76	37,809.22	45,379.66	23,997.55
深圳平安创科投资管理有限公司	111.35	--	--	--
深圳市陆虹投资管理有限公司	190.92	--	--	--
中国平安人寿保险股份有限公司	2,203.27	--	--	--
深圳安创投资管理有限公司	--	6.23	44,240.61	15,005.95
桐乡市安豪投资管理有限公司	--	618.50	5,353.73	12,123.28
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	--
其他	--	--	--	523.18
合计	24,299.30	38,433.95	96,752.85	51,649.96

资料来源：公司提供，联合评级整理。

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。

总体看，近年来，公司项目投资顾问业务规模快速扩大，但是业务收入来源客户较为单一，

客户集中风险较高。

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、养老养生产业投资以及商业物业投资等四项业务。

基金投资业务

基金投资业务是公司重点发展的业务之一，目前虽处在初期发展阶段，但依托于平安集团的综合金融平台优势，未来公司将进一步扩大业务规模。

公司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，固定管理费的收费标准一般为筹资规模的 1.00~1.50%。

同时，公司针对优质不动产项目，利用自有资金，通过基金（有限合伙企业，Limited Partner, LP）、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。

2015~2017 年，公司基金管理业务收入分别为 1,852.78 万元、6,465.98 万元和 6,867.65 万元；2018 年 1~6 月，公司基金管理业务收入为 2,967.39 万元。截至 2018 年 6 月底，公司主要管理 16 只不动产投资基金，公司管理的基金总投资规模达到 156.89 亿元。截至 2018 年 6 月底，公司管理基金具体情况如下表所示。

表 5 截至 2018 年 6 月底公司管理基金情况（单位：万元）

基金名称	初始募集规模	发行人投资形式	发行人初始投资规模	自有资金认购比例	发行人资金来源	基金成立日期	项目预计退出期限 ²
上海安齐	1,566	GP	15.65	1.00%	自有资金	2014-03-24	2 年
安朝基金	141,500	GP+LP	1,500+32,029	23.70%	自有资金	2013-03-01	2.5 年
安临基金	80,050	GP	50	0.06%	自有资金	2013-11-22	2 年
安志基金	35,010	GP	550	1.57%	自有资金	2013-12-02	1 年
安坚基金	68,500	GP+LP	700+67,800	100%	自有资金	2014-01-01	2 年
磐石 1 号私募投资基金 ³	763,000	-	-	0.00%	-	2015-09-16	5 年
磐石 2 号私募投资基金 ⁴	60,000	-	-	0.00%	-	2015-12-25	5 年
合悦会基金 1 号	1,900	-	-	0.00%	-	2016-02-19	17 年
安朝 2 号私募投资基金	40,200	管理人认购	500	1.24%	-	2016-01-20	3 年
上海安君	130,000	-	-	0.00%	-	2016-08-31	2 年
上海安逊	222,200	GP	22.22	0.01%	自有资金	2016-9-20	5 年
定海 5 号私募投资基金	10,372	-	-	0.00%	-	2017-4-1	4 年

²项目预计退出期限为基金成立后投资项目的期限，项目退出后基金若不清算则仍存续。

³磐石 1 号私募投资基金，发行人为基金管理人，收取基金管理费收入，并未出资

⁴磐石 2 号私募投资基金，发行人为基金管理人，收取基金管理费收入，并未出资

基金名称	初始募集规模	发行人投资形式	发行人初始投资规模	自有资金认购比例	发行人资金来源	基金成立日期	项目预计退出期限 ²
定海 6 号私募投资基金	12,362	-	-	0.00%	-	2017-9-11	4 年
横琴安恒	1,000	GP	-	-	-	2017-4-24	4+1 年
横琴安崇	105	GP+LP	105	100%	自有资金	2016-12-25	4+1 年
坤元华裕基金	1,100	管理人认购	100	9.09%	自有资金	2017-9-26	4+1 年
合计	1,568,865	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

注：1、自有资金投资形式为空白的表示公司作为基金管理人，仅收取基金管理费用，并未实际出资。2、上海安君投资中心（有限合伙）、上海安齐投资中心（有限合伙）、安朝 2 号私募投资基金和合悦会 1 号私募投资基金为 2016 年新增部分。

总体看，基金投资业务尚处在发展阶段，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。

工业物流投资业务

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和平安不动产（香港）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，即首先公司利用自有资金和外部融资完成项目的开发，获取开发利润，待项目成熟后，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。

开发方式上，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。截至 2017 年底，公司工业物流业务已经进入 23 个城市，在建工业物流项目共 13 个，实现租赁面积 132 万平方米，已基本形成覆盖华北、华东、华中和华南区域的现代化物流仓储网络。

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。公司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。

项目开发方面，公司采用总公司、城市公司、项目公司的三级管理模式，公司房地产开发业务以项目公司作为经营实体。项目公司对工程质量进行严格管控，各项目公司工程人员和项目监理负责所在项目工程质量的日常管理，公司工程管理部定期进行巡检，确保各项目工程质量及施

工安全。

在建项目方面，截至 2017 年底，公司工业物流投资业务在建项目 12 个，主要集中在成都、天津和上海等城市，计划总投资金额 37.01 亿元，已投资 17.53 亿元，尚需投资 19.48 亿元，2018~2019 年计划投资金额分别为 8.81 亿元、0.48 亿元，资金支出压力尚可，具体情况如下表所示。此外，需要注意的是，公司工业物流项目施工进度易受到政府规划的影响。

表 6 截至 2017 年底公司在建工业物流投资项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	开工时间	预计总投资	已完成投资	2018 年预计投资	2019 年预计投资
1	成都龙泉驿物流园二期	2016/3/23	8.90	7.69	0.96	0.00
2	青岛胶州胶北新机场物流园一期	2016/9/14	1.10	0.60	0.50	0.00
3	昆山高新物流园	2017/2/28	2.60	0.39	2.21	0.00
4	晋中经开物流园	清表工作未完成，无法进场施工	2.86	1.35	--	--
5	天津经开物流园	未开工	3.80	1.52	--	--
6	西安经开物流园	2017/9/30	4.34	1.50	2.44	--
7	西安长安开物流园	未开工	2.44	1.00	--	--
8	成都空港冷链物流园	未开工	2.70	0.23	--	--
9	平安长沙望城物流园一期	未开工	1.90	0.75	--	--
10	长沙金霞物流园	2017/12/20	2.35	0.75	0.94	0.48
11	济南历城物流园	未开工	0.84	0.48	--	--
12	重庆两江空港物流园	未开工	3.18	1.27	1.76	--
合计		--	37.01	17.53	8.81	0.48

资料来源：公司提供

截至 2018 年 6 月底，公司已运营产生租赁收入的项目有 18 个。2015~2017 年，公司工业物流产生租赁收入分别为 2,206 万元、4,173.06 万元和 14,453.10 万元，分别产生物管费收入 529.00 万元、1,385.86 万元和 5,686.24 万元，呈稳定增长态势。2018 年 1~6 月，公司工业物流业务租赁收入为 12,422.19 万元，物管费收入 5,137.69 万元。

公司向平安人寿出售深圳平安不动产工业物流有限公司 100% 股权，本次资产转让经公司 2018 年 6 月 22 日第五届董事会第三次会议表决通过，决策程序符合法律和公司章程的规定。该交易已于 2018 年 7 月 27 日完成协议签署，目前已完成股权交割协议程序。

总体看，公司工业物流业务运营稳定，依托平安集团退出渠道较有保证。目前，公司在建及未来拟建工业物流项目规模较大，投资项目较多，且现阶段公司主要依赖外部融资来平衡现金流。公司已将工业物流业务转让于平安人寿。

养生养老业务

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，则面向市场提供养老公寓租赁、医疗护理、康乐等日常养生养老服务。2017 年和 2018

年 1~6 月，公司养生养老业务分别实现营业收入 423.23 万元和 453.32 万元。

截至 2017 年底，公司自持的养生养老项目为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 2017 年底，该项目公司已投入 39 亿元，公司尚需投入 142 亿元，未来存在一定资金支出压力。具体情况如下表所示。

表 7 截至 2017 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 2017 年底公司已完成投资
浙江桐乡养生养老度假项目 ⁵	2012 年	2023 年	181	181	自有资金、注册资本	39

资料来源：公司提供

浙江桐乡养生养老度假项目位于桐乡市高桥镇及乌镇。该项目建筑总规划面积为 3,938 亩，总投资约 181 亿元，总建筑面积约为 160 万平方米。项目以“合悦生活”为核心理念，融合养老公寓、亲情社区、度假休闲三大产品线，是集生活、疗养、田园、休闲为一体的全龄化、全配套养生养老综合服务社区，未来将成为长三角首个新型养生养老综合服务社区，其服务辐射上海、杭州等一线城市，满足华东地区庞大的养生养老需求。

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。

商业物业业务

公司通过自有资金和借款进行商业物业项目的投资建设，在项目建设的中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。开发管理模式方面，商业物业项目与工业物流投资项目一致。

截至 2017 年底，公司商业物业项目尚处于建设阶段；但公司从平安信托承租了武汉平安金融中心写字楼项目、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。2017 年，公司商业物业产生租金收入 1.36 亿元，较上年减少 64.82%，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，较上年减少 31.38%，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，较上年略有上升。2018 年 1~6 月，公司租赁收入 616.90 万元，物业管理收入 897.94 万元，酒店业务收入 3,602.16 万元。

截至 2017 年底，公司在建的商业物业项目有 12 个，除深圳平安产险大厦、北京平安金融中心、南宁绿地项目、深圳平安金融中心（北塔）、深圳平安金融中心（南塔）及部分杭州平安金融中心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 141.62 亿元，已投资额为 60.20 亿元（剔除险资部分对项目的投入），公司尚需投资额为 81.42 亿元，未来面临一定资金支出压力，具体情况如下表所示。

⁵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。

表 8 截至 2017 年底公司商业物业项目情况（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
1	深圳平安金融中心（北塔）	2007 年	交付	46.40	38.60	95.50	险资	0.00	0.00
2	深圳平安金融中心（南塔）	2010 年	在建	19.40	12.90	32.20	险资	0.00	0.00
3	杭州平安金融中心	2012 年	交付	27.70	19.50	48.80	自有资金+险资	25.10	21.96
4	广州平安大厦	2013 年	在建	11.30	7.70	21.70	自有资金+借款	21.70	15.43
5	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	2.01
6	平安金融中心-北京丽泽	2015 年	在建	29.60	22.00	60.20	险资	0.00	0.00
7	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	9.34
8	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
9	深圳平安产险大厦	2016 年	在建	11.70	8.10	22.30	险资	0.00	0.00
10	南宁绿地项目	2016 年	交付	4.30	4.30	4.60	险资	0.00	0.00
11	济南 CBD 项目	2017 年	在建	17.40	17.40	33.11	自有资金	33.11	4.63
12	长沙天心区项目	2017 年	在建	8.64	8.64	14.41	自有资金	14.41	4.48
合计		--	--	219.74	172.84	380.12	--	141.62	60.20

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目主要为平安金融大厦、济南 CBD 项目等项目，部分项目由平安集团保险资金回购退出，整体风险较低，但未来投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

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，2015~2017 年，公司海外投资业务产生的项目收益呈波动增长态势，三年分别为 9,274.38 万元、17,227.14 万元和 11,157.22 万元。2018 年 1~6 月，公司海外投资业务产生的项目收益为 18,879.31 万元。

总体看，公司海外投资业务主要为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，只做财务投资，目前项目收益状况较好。

4. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转率分别为 6.06 次、3.05 次和 1.88 次，呈不断下降趋势，主要系资产管理业务发展应带动应收管理业务酬金大幅增加所致；2015~2017 年，公司存货周转率有所上升，分别为 0.25 次、0.31 次和 0.27 次，随着营业成本的波动而有所波动；公司的资产规模较大，总资产周转率较低，近三年分别为 0.05 次、0.04 次和 0.04 次。

总体看，近几年公司运营效率较为稳定；公司采取“建设-转让或持有”的运营模式，主要收入以管理费、投资顾问费为主，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。

5. 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，2017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12.19亿元，占营业收入的58.17%。整体看，公司关联交易对营业收入影响较大。

截至2017年底，公司与关联方之间的应收款项（含应收账款、其他应收款、应收款类投资）合计158.89亿元，占资产总额的比例为26.45%，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127.90亿元，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18.50亿元，占负债总额的比例为4.99%，占比较小。

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，存在一定关联交易风险。

6. 经营关注

（1）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。

（2）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。

（3）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。

（4）投资支出压力大，回报周期长

公司在建及未来拟建的养生养老业务和商业物业项目规模较大，且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；养生养老项目投资额大，建设周期长，也会给公司运营资金带来较大压力。

（5）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的占比分别为 89.69%、98.37%和 46.90%，占比

较大，存在一定客户集中风险。

7. 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 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 2018 年半年报财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部 2017 年颁布的《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，2015 年公司新纳入合并范围的子公司 48 家，不再纳入合并范围的子公司 7 家；2016 年公司新纳入合并范围的子公司 55 家，不再纳入合并范围的子公司 1 家；2017 年公司新纳入合并范围的子公司 10 家，不再纳入合并范围的子公司 6 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 2017 年底，公司合并资产总额 600.74 亿元，负债合计 370.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 230.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 228.27 亿元。2017 年，公司实现营业收入 20.96 亿元，净利润（含少数股东损益）13.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 13.43 亿元；经营活动产生的现金流净额为-9.19 亿元，现金及现金等价物净增加额为 5.08 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额 724.08 亿元，负债合计 484.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 239.30 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 237.38 亿元。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 9.63 亿元，净利润（含少数股东损益）9.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 9.39 亿元；经营活动产生的现金流净额为 26.78 亿元，现金及现金等价物净增加额为 64.09 亿元。

2. 资产质量

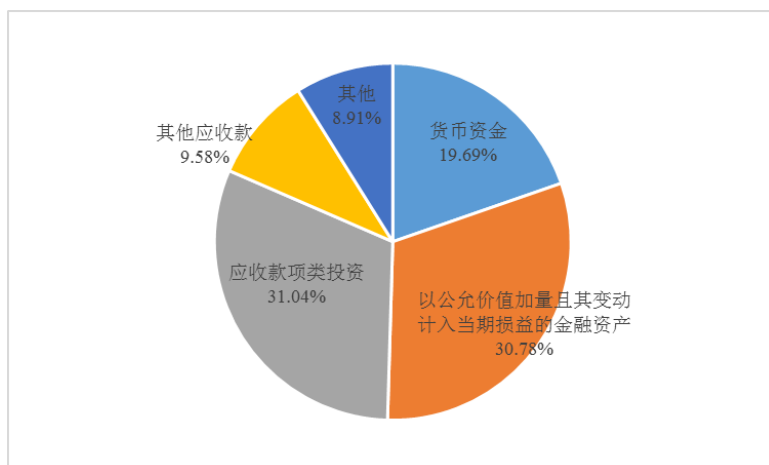
2015~2017 年，随着业务规模快速增长、股东增资以及外部融资规模扩大，公司资产规模也随之逐年快速上升，年均复合增长 51.12%，资产结构中流动资产占比较大，符合不动产投资与管理企业的特征。近三年，公司流动资产占比均在 60.00%以上，但随着投资性房地产、长期股权投

资等非流动资产的增加呈波动下降态势。截至 2017 年底，公司合并资产总额为 600.74 亿元，较年初增长 16.22%，其中，流动资产占比 62.82%，非流动资产占比 37.18%。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 50.89%，截至 2017 年底，公司流动资产合计 377.39 亿元，较年初增长 13.34%，主要系货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 19.69%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 30.78%）、一年内到期的应收款项类投资（占比 31.04%）、其他应收款（占比 9.58%）构成。

图 3 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金规模逐年增长，年均复合增长 32.14%。截至 2017 年底，公司货币资金 74.30 亿元，较年初增长 32.87%，主要系公司业务增长及融资规模扩大导致银行存款增加所致；其中银行存款占比 80.40%；使用受限的货币资金为 13.56 亿元，占比为 18.47%，受限比例一般。

2015~2017 年，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产逐年增长，年均复合增长 71.87%。截至 2017 年底，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产为 116.16 亿元，较年初增长 20.72%，主要系公司购买的基金产品增加所致。公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产主要由基金（占比 43.47%）和银行理财（占比 48.20%）组成。

2015~2017 年，公司一年内到期的应收款项类投资波动增长，年均复合增长 108.10%。截至 2016 年底，公司一年内到期的应收款项类投资为 123.72 亿元，较年初大幅增长 357.39%，主要系有息债权投资规模扩大所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的应收款项类投资 117.15 亿元，较年初下降 5.32%，公司对一年内到期的应收款项类投资未计提坏账准备。公司一年内到期的应收款项类投资全部为债权投资，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。

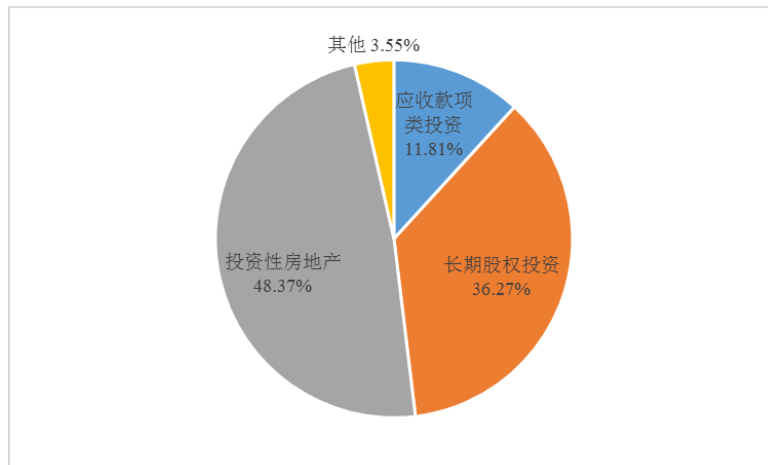
2015~2017 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 34.28%。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 36.15 亿元（计提坏账准备 6.99 万元），较年初增长 31.15%，主要系关联方往来款增多所致。截至 2017 年底，公司其他应收款主要包括物业开发垫款（占比 32.69%）和集团内关联公司往来款（占比 46.03%）等构成，对资金形成了占用。从账龄分布来看，账龄在 1 年以内的其他应收款占比 68%，2~3 年的占比 9%，3 年以上的占比 22%，以一年以内的其他应收款

为主，但账龄分布较为分散。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产逐年快速增长，年均复合增长率为51.52%，主要系长期股权投资与投资性房地产增长较快所致。截至2017年底，公司非流动资产合计223.34亿元，较年初增长21.45%；主要由应收款项类投资（占比11.81%）、长期股权投资（占比36.27%）和投资性房地产（占比48.37%）构成，如下图所示。

图4 截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司应收款项类投资波动增长，年均复合增长 35.53%。截至 2016 年底，公司应收款项类投资为 11.62 亿元（未计提坏账准备），较年初下降 19.05%，主要系一年内到期部分增加，调整至一年内到期的应收款项类投资所致。截至 2017 年底，公司应收款项类投资为 26.38 亿元，较年初增长 126.92%，主要系公司债权投资形成的应收款项类投资增多所致；公司应收款项类投资全部为债权投资，主要集中在房地产行业。

2015~2017年，公司长期股权投资逐年快速增长，年均复合增长 65.09%。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 81.00 亿元，较年初增长 9.59%，主要系公司新增海外合营/联营项目的投资所致；2017 年，公司长期股权投资产生投资收益 11.39 亿元，较上年增加 5.95 亿元。

2015~2017年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 49.31%。公司投资性房地产包括工业物流、养生养老、写字楼业务板块的投资项目。截至 2017 年底，公司投资性房地产为 108.03 亿元，较年初增长 17.60%，主要系公司收购上海奉贤冷链项目以及新增的投资性房地产开发成本增加的共同影响所致。截至 2017 年底，公司投资性房地产由土地使用权（占比 34.08%）和房屋及建筑物（占比 65.92%）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 2017 年底，公司受限资产合计 32.24 亿元，包括受限货币资金（13.56 亿元）和受限投资性房地产（18.68 亿元），占总资产比例为 5.37%，受限比例较低。

截至 2018 年 6 月底，公司合并资产总额为 724.08 亿元，较年初增长 20.53%，其中流动资产占比 49.82%，非流动资产占比 50.18%，非流动资产占比较年初增加 13.00 个百分点，主要系公司应收关联方债权投资大幅增加所致。其中，货币资金较年初增长 78.68%至 132.76 亿元，主要系公司收到的往来回款增加和偿还债务规模减少所致；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融

资产较年初下降 64.92%至 40.75 亿元，主要系公司理财产品到期所致；以摊余成本计量的金融资产较年初增长 31.38%至 113.19 亿元，一年内到期的应收款项类投资由年初的 117.15 亿元减少至 0，主要系会计政策变更，金融资产重分类，公司将债权投资资产由应收款项类投资科目调整至以摊余成本计量的金融资产科目所致；其他应收款较年初增长 35.47%至 48.98 亿元，主要系公司对集团内关联方往来应收款增加所致；长期股权投资增长 8.08%至 87.54 亿元，主要系公司追加对深圳平安创科投资管理有限公司的股权投资和新增对南京新街口 G84 合作项目的股权投资所致；投资性房地产增长 5.97%至 114.47 亿元，主要系公司新增工业物流项目所致。

总体看，近年来随着公司业务规模的快速增长以及外部融资规模的扩大，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，债权投资规模较大；资产受限比例较低，资产流动性较好。非流动资产以投资性房地产、长期股权投资及应收款项类投资为主；投资性房地产以成本法计量，整体资产质量较好。

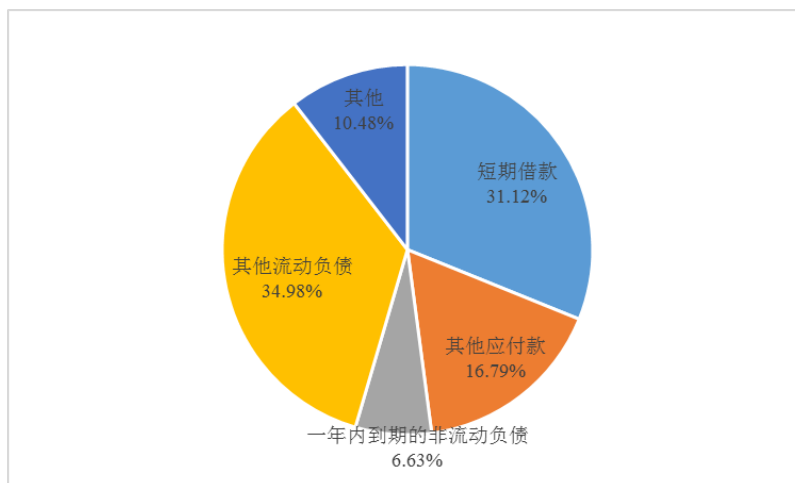
3. 负债及所有者权益

伴随着业务规模的不断扩大，公司负债规模不断增长。2015~2017 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 54.58%。截至 2017 年底，公司负债合计 370.44 亿元，较年初增长 22.67%，主要系流动负债和非流动负债增加的共同影响所致；其中，流动负债和非流动负债分别占比 41.35%和 58.65%，以非流动负债为主。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 36.73%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 153.16 亿元，较年初增长 15.86%，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 31.12%）、其他应付款（占比 16.79%）、一年内到期的非流动负债（占比 6.63%）和其他流动负债（占比 34.98%）构成。截至 2017 年底公司流动负债构成如下图所示。

图5 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司短期借款逐年减少，年均复合下降11.65%，主要系公司偿还信用借款所致。公司短期借款主要由信用借款、抵押借款与保证借款构成。截至2017年底，公司短期借款为47.66 亿元，较年初下降10.42%，主要系偿还到期债务所致。截至2017年底，公司短期借款主要由信用借款（占比84.34%）和质押借款（占比10.49%）构成。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 81.12%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 22.58 亿元，较年初增长 188.04%，主要系公司应付关联方款项（无息且无固定偿还期限）增加以及公司预收平安养老险股份有限公司（以下简称“平安养老”）收购杭州安丰置业有限公司（以下简称“杭州安丰”）43%股权转让款的共同影响所致。截至 2017 年底，公司其他应付款 25.71 亿元，较年初增长 13.89%，主要系应付关联方款项增加所致。截至 2017 年底，公司其他应付款主要由应付关联方款项（占比 65.71%）、应付第三方经营往来款（占比 18.87%）和预收股权转让款等构成。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 17.92%，随着长期债务转入以及债务的到期偿还而有所波动。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 10.15 亿元，较年初增长 445.70%。

2015~2017 年，公司其他流动负债逐年增长，分别为 0.35 亿元、40.43 亿元和 53.58 亿元。截至 2016 年底，公司其他流动负债较年初大幅增长 116.09 倍，主要系公司于 2016 年发行两期超短期融资券合计 40.00 亿元所致。截至 2017 年底，公司其他流动负债 53.58 亿元，较年初增长 32.52%，主要系新发行超短期融资券所致。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债持续增加，年均复合增长 72.40%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 217.28 亿元，较年初增长 27.97%，主要系长期借款和应付债券的增长所致，公司非流动负债主要由长期借款（占比 31.45%）和应付债券（占比 67.54%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 4.86%。截至 2017 年底，公司长期借款为 68.34 亿元，较年初增长 20.63%，主要系公司扩大融资规模所致，以信用借款和保证借款为主，合同年利率在 0.95%~6.60%之间；从期限分布来看，2019 年到期的部分占比 39.36%、2020 年到期的部分占比 46.51%，2021 年到期的部分占比 4.51%，公司面临一定的集中偿付压力。

2015~2017 年，伴随着业务规模的扩张，公司应付债券快速增长，年均复合增长 285.00%。截至 2016 年底，公司应付债券为 110.34 亿元，较年初大幅增长 10.14 倍，主要系公司发行一期公司债（40.00 亿元，利率 3.28%，期限 5+2 年）、两期中期票据（20.00 亿元，利率 3.27%，期限 3 年；20.00 亿元，利率 3.60%，期限 3 年）和一期固定票息高级无抵押债券（3.00 亿美元，利率 3.625%，期限 3 年）的共同影响所致。截至 2017 年底，公司应付债券规模进一步扩大，较年初增长 33.00% 至 146.75 亿元，考虑到公司债券多数于 2019 年到期，且长期借款多数于 2019 年和 2020 年到期，未来公司集中偿付压力较大。

2015~2017 年，公司全部债务逐年大幅增长，年均复合增长 52.31%。其中，随着公司项目规模的不断扩大及融资需求不断增多，公司短期债务逐年增长，近三年分别为 68.40 亿元、95.08 亿元和 110.75 亿元，公司长期债务持续增长，近三年分别为 72.06 亿元、166.99 亿元和 215.09 亿元。

截至 2017 年底，公司全部债务为 325.84 亿元，较年初增长 24.33%，其中，长期债务占比 66.01%，公司长短期债务结构较为均衡。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 58.94%、58.42% 和 61.66%；全部债务资本化比率分别为 56.53%、54.95% 和 58.59%；长期债务资本化比率分别为 40.01%、43.73% 和 48.29%，公司债务负担尚可。

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计 484.78 亿元，较年初增长 30.86%，主要系表外企业对公司业务代垫款增加以及融资需求增加的共同影响所致；其中，流动负债占比 51.59%，非流动负债占比 48.41%，非流动负债占比有所下降。短期借款较年初增长 60.00% 至 76.25 亿元，主要用途为偿还公司债务；其他应付款较年初增长 130.11% 至 59.17 亿元，主要系公司应付关联方和第三方的

往来款增加所致；一年内到期的非流动负债较年初增长 164.10%至 26.81 亿元，主要系长期借款转入所致；长期借款较年初下降 20.81%至 54.12 亿元，主要系部分转至一年内到期的非流动负债中所致；应付债券较年初增长 21.78%至 178.70 亿元，主要系公司发行“18 不动产 01”公司债和超短期融资债券所致。截至 2018 年 6 月底，公司债务合计 410.83 亿元，较年初增长 26.08%，其中短期债务占比 43.33%，长期债务占比 56.67%；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 66.95%、63.19%和 49.31%，较年初分别增加 5.29 个、4.60 个和 1.02 个百分点。

总体看，近年来，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，债务负担尚可；公司债务结构较为均衡，但长期债务集中到期偿付压力较大，有一定的集中偿付风险。

所有者权益

2015~2017年，受2016年股东增资及未分配利润的增长影响，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长46.01%。截至2017年底，公司所有者权益为230.29亿元，较年初增长7.17%，主要系未分配利润增加所致；归属于母公司所有者权益为228.27亿元，占比99.12%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比87.61%、资本公积占比1.58%、未分配利润占比9.57%，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 2018 年 6 月底，公司所有者权益合计 239.30 亿元，较年初增长 3.91%，基本保持稳定。

总体看，近年来，受股东增资和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

公司的营业收入主要来自于资产管理收入和不动产投资收入两大业务板块。2015~2017年，公司实现营业收入分别为11.07亿元、14.53亿元和20.96亿元，年均复合增长37.60%；同期，公司营业成本分别为4.47亿元、5.31亿元和3.83亿元，年均复合下降7.42%。2017年，公司营业收入同比增长44.18%，主要系对深圳联新产生的投资顾问服务收入以及财务顾问费用增加所致；营业成本同比下降27.87%，主要系公司租赁业务的租赁成本下降所致。2015~2017年，公司实现利润总额分别为9.21亿元、13.56亿元和17.42亿元，年均复合增长37.57%，主要系公司主营业务毛利润和投资收益大幅增加所致。2015~2017年，公司分别实现净利润7.19亿元、10.96亿元和13.38亿元，年均复合增长36.38%。

2015~2017年，公司投资收益分别为13.75亿元、16.80亿元和25.11亿元，占同期利润总额的比例分别为149.36%、123.94%和144.12%，为公司利润的重要来源；2017年，公司投资收益由应收款项类投资收益（占32.70%）、长期股权投资投资收益（占45.35%）、可供出售金融资产投资收益（占0.45%）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资收益（占21.50%）构成，有一定可持续性。2017年投资收益同比增长49.44%，主要系公司债权投资规模增加使得应收款项类投资产生的投资收益大幅增加所致。

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。2015~2017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10.60亿元、13.35亿元和22.72亿元，年均复合增长46.44%，所占营业收入比重较高且同样呈逐年上升趋势，三年分别为95.73%、91.83%和108.43%。2015~2017年，公司管理费用年均复合增长48.45%；2017年，公司管理费用为10.65亿元，同比增长31.44%，主要系公司业务规模增长带来人力成本等增加所致。2015~2017年，公司财务费用随着外部融资规模的扩大而快速增长，三年均复合增长率44.73%，

2017年公司财务费用为12.07亿元，同比增长130.24%，主要系长期借款和应付债券增加所致。

从盈利指标看，2015~2017年，公司营业利润率逐年上升，三年分别为51.23%、60.05%和78.78%；受资产、净资产和债务规模大幅增长影响，2015~2017年，公司总资本收益率逐年下降，分别为6.24%、4.76%和4.62%；总资产报酬率逐年下降，分别为6.78%、5.09%和4.99%；净资产收益率逐年下降，分别为6.85%、6.79%和6.01%。

2018年1~6月，公司实现营业收入9.63亿元，同比增长35.39%，主要系项目投资顾问费收入增加所致；实现净利润9.35亿元，同比增加2.59亿元，主要系投资收益增加所致。

总体看，近年来，受业务规模扩张的影响，公司收入增幅较大；但利润对各类投资的投资收益有一定依赖，投资收益持续性较好；公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长40.94%，主要系往来款增加所致；2017年公司经营活动现金流入36.78亿元，同比增长41.30%。2015~2017年，公司经营活动现金流出快速增长，年均复合增长95.24%，主要系业务增长导致支付第三方代垫款、往来款增加所致；2017年公司经营活动现金流出45.97亿元，同比增长98.43%。2015~2017年，公司经营活动产生的净现金流逐年下降，三年分别为6.45亿元、2.86亿元和-9.19亿元。从收入实现质量来看，2015~2017年，公司的现金收入比分别为74.12%、77.86%和53.40%，公司收入实现质量较差且波动下降。

从投资活动看，2015~2017年，公司投资活动现金流入逐年增长，年均复合增长49.46%，主系不动产投资业务投资收回的现金流入增加所致。2017年公司投资活动现金流入907.59亿元，同比增长7.13%。2015~2017年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长44.69%；2016年公司投资活动现金流出1,051.17亿元，同比增长135.03%，主要系购买交易性金融资产以及增加应收款项类投资等使得现金流出大幅增加所致；2017年公司投资活动现金流出936.34亿元，同比减少10.92%，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减少所致。2015~2017年，公司投资活动现金流呈现净流出状态，分别为-40.96亿元、-203.97亿元和-28.75亿元。

从筹资活动看，2015~2017年，公司筹资活动现金流入波动增加，年均复合增长56.74%，随着融资规模的扩大，公司取得借款收到的现金逐年增加，2017年公司筹资活动现金流入303.27亿元，同比下降16.28%，主要系发行债券收到的现金同比减少所致。2015~2017年，公司筹资活动现金流出逐年增加，年均复合增长103.75%，主要系偿还债务增加所致；2017年公司筹资活动现金流出258.62亿元，较上年增长74.87%。2015~2017年，公司筹资活动现金流均呈净流入状态，分别为61.14亿元、214.35亿元和44.65亿元。

2018年1~6月，公司经营活动产生的现金流量净额26.78亿元，投资活动产生的现金流量净额-45.90亿元，筹资活动产生的现金流量净额82.81亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流状况有所恶化，收入实现质量有待提升；随着公司业务的大量推进，公司投资活动现金流规模较大，经营活动现金流净额无法满足自身的投资活动需要，对外融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率分别为2.02倍、2.52倍和2.46倍；2016年大幅上升，主要系以公允价值加量且其变动计入当期损益的金融资产和一年内到期的应收款项类投资增长所致；2017年稍有下滑，主要系发行超短期融资券使得其他流动负债增长所致。

2015~2017年，公司速动比率分别为1.84倍、2.37倍和2.40倍，呈不断上升态势，主要系货币资金、一年内到期的应收款项类投资和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产带动速动资产大幅增长所致。2015~2017年，公司现金短期债务比分别为1.20倍、1.60倍和1.72倍，对短期债务的覆盖程度较好。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司资产负债率分别为58.94%、58.42%和61.66%，处于较低水平；公司EBITDA大幅增长，分别为15.46亿元、20.35亿元和29.42亿元；2015~2017年，公司EBITDA的构成中，随着公司利润的增加，利润总额占比较高，其中2017年利润总额占比59.22%、计入财务费用的利息支出占比35.56%。2015~2017年，受债务规模上升影响，公司EBITDA全部债务比分别为0.11倍、0.08倍和0.09倍，EBITDA对全部债务的保障能力一般；公司EBITDA利息倍数分别为2.27倍、2.24倍和2.52倍，公司对全部债务利息的保障程度尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年6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2017年底，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伙伴关系，截至2018年6月底，公司及控股子公司已获银行授信额度703.77亿元，剩余授信额度443.00亿元，间接融资渠道畅通。

截至2018年10月11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，公司短期偿债能力很强、长期偿债能力尚可，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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至2018年6月底，公司所有者权益合计239.30亿元，假设超额配售部分全部发行完毕，本期债券募集资金净额为10.00亿元，本期债券发行后，公司所有者权益将增至249.30亿元。

根据债券条款，本期公司债券可计入权益，以2018年6月末财务数据为基础测算，假设本次募集资金净额为10.00亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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66.04%、62.23%和48.29%，分别较发行前下降0.91个百分点、0.96个百分点和1.02个百分点，债务负担将有所减轻。

截至2018年6月底，公司全部债务合计410.83亿元；若将本期债券计入债务，债券规模为不超过10.00亿元，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2018年6月底财务数据为基础，若本期债券发行后，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将分别变为67.40%、63.75%和50.37%，较本期债券发行前分别上升了0.45个百分点、0.56个百分点和1.05个百分点，公司整体债务负担有所加重，但考虑到部分募集资金用于偿还现有债务，公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

公司2017年EBITDA为29.42亿元，为本期公司债券（10.00亿元）全部发行额度的2.94倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较高；2017年经营活动产生的现金流入36.78亿元，为本期公司债

券（10.00亿元）全部发行额度的3.68倍，公司经营活动现金流入对本期债券覆盖程度较高。

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。

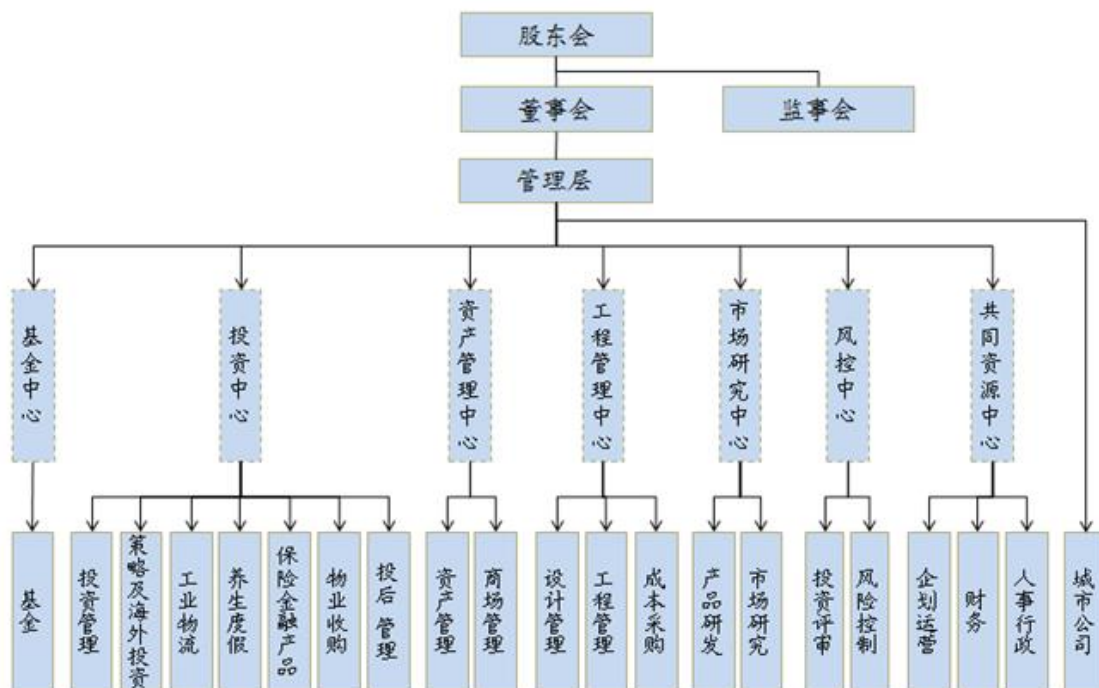
九、综合评价

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。近年来公司营业收入持续稳健增长，盈利能力较强，资产规模快速增长且资产质量良好。公司目前开拓了不动产资产运营管理、工程管理、投资顾问业务、基金管理等资产管理业务，同时，公司开始探索不动产投资新模式，在养老地产、商业物业、工业物流领域投资已具备较大规模，其中商业物业和工业物流项目主要通过转让给平安集团保险资金实现退出，退出渠道较明确，集团协同效应明显。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、工业物流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 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额 (亿元)	263.04	516.87	600.74	724.08
所有者权益 (亿元)	108.02	214.89	230.29	239.30
短期债务 (亿元)	68.40	95.08	110.75	178.01
长期债务 (亿元)	72.06	166.99	215.09	232.82
全部债务 (亿元)	140.45	262.07	325.84	410.83
营业收入 (亿元)	11.07	14.53	20.96	9.63
净利润 (亿元)	7.19	10.96	13.38	9.35
EBITDA (亿元)	15.46	20.35	29.42	--
经营性净现金流 (亿元)	6.45	2.86	-9.19	26.78
应收账款周转次数 (次)	6.06	3.05	1.88	--
存货周转次数 (次)	0.25	0.31	0.27	--
总资产周转次数 (次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比率 (%)	74.12	77.86	53.40	196.52
总资本收益率 (%)	6.24	4.76	4.62	--
总资产报酬率 (%)	6.78	5.09	4.99	--
净资产收益率 (%)	6.85	6.79	6.01	--
营业利润率 (%)	51.23	60.05	78.78	78.88
费用收入比 (%)	95.73	91.83	108.43	117.81
资产负债率 (%)	58.94	58.42	61.66	66.95
全部债务资本化比率 (%)	56.53	54.95	58.59	63.19
长期债务资本化比率 (%)	40.01	43.73	48.29	49.31
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.27	2.24	2.52	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.08	0.09	--
流动比率 (倍)	2.02	2.52	2.46	1.44
速动比率 (倍)	1.84	2.37	2.40	1.41
现金短期债务比 (倍)	1.20	1.60	1.72	0.97
经营现金流动负债比率 (%)	7.88	2.16	-6.00	10.71
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.17	0.23	0.33	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.55	2.03	2.94	--

注：1、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。2、2018 年公司半年报数据未经审计，相关指标未予年化。3、其他流动负债中的超短期融资券已计入短期债务。

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 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 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面向合格投资者公开发行 2019年可续期公司债券（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。

