

万达上市，希望越大失望越大？

2014年9月19日

CRIC 研究中心

www.yanjiu.cric.com

分析师：朱一鸣、傅一辰

9月17日，大连万达集团旗下的万达商业地产向港交所提交了上市申请，成为了近期最大的热点。作为最后一家主业未上市的千亿房企，万达商业地产预计最早于今年年底在香港挂牌上市，筹资规模在50亿至60亿美元之间，或将成为今年香港资本市场最大规模IPO。作为一家曾经被认为较“神秘”的房企，万达此次的“透明化”让外界一片欢呼。

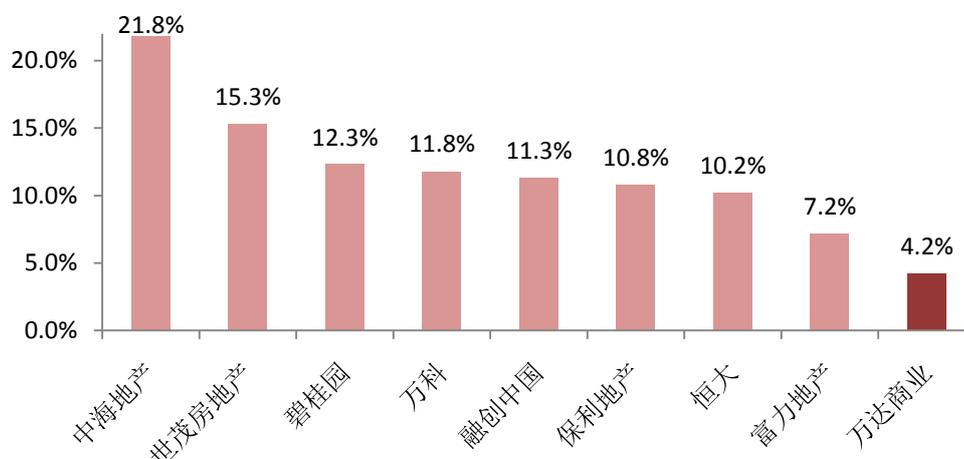
此前曾有传言万达整个集团将整体上市，但根据万达最终提交的名称“万达商业地产”和资产包中的内容，我们并没有看到其他相关业务板块的身影。万达此番上市仅包含了“开发和销售物业”、“开发、租赁及管理持有投资的商业物业”和“酒店经营”三块业务。未包含在此次上市计划中的业务则有：此前炒得较为火热的“百万腾”电商业务、万达文化业务、万达金融业务等。透过招股书，“失望”之余，我们有一些看法：

第一，板块整体盈利能力下降，产品及运营模式有待改善。2014年上半年，万达商业的物业销售收益为162.93亿元，同比下降了38.59%；2012全年、2013上半年、2013全年和2014上半年，万达物业销售的毛利率分别为50.6%、42.2%、40.9%和39.1%，下降趋势和整个房地产开发行业的趋势相同。

在扣除投资物业公允价值增值后，万达商业的盈利能力欠缺。“投资物业公允价值增值”即将持有物业的价值每年进行重估，增值部分计入净利润中，但事实上这一部分资产的增值并不能反映企业真实的盈利能力。2014年上半年，万达商业除税前溢利为83.85亿元，投资物业公允价值增加为52.27亿元——也就是说，**扣除评估增值后，万达商业的净利润仅10亿元，核心净利率仅4.2%**。从前几年的数据来看，万达商业账面上的盈利对于评估增值越来越依赖：2011年到2014上半年，万达商业评估增值占除税前溢利的比例从45.37%增至62.33%，除了2013年外基本呈上升趋势，但相对应的是2013年的“其他收入及收益”比往

年高了 20 亿元左右。

图 1：TOP10 上市房企核心净利率

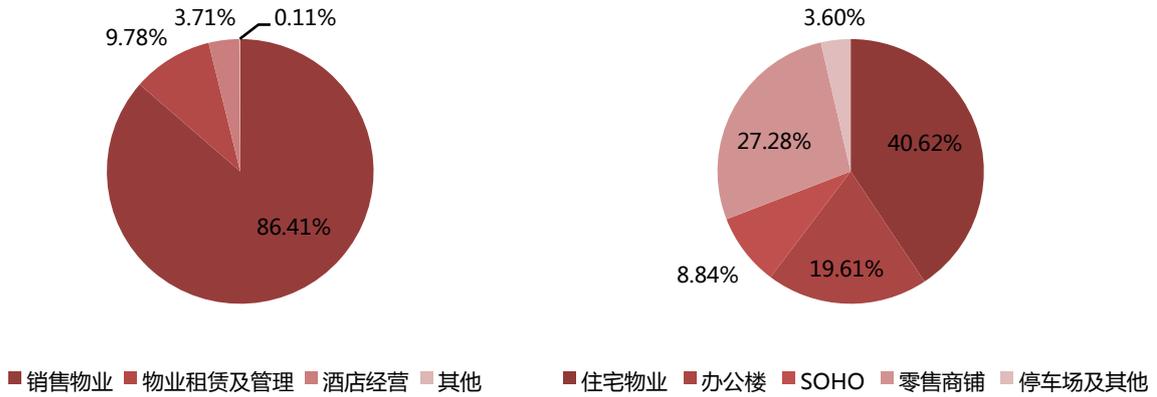


数据来源：企业年报、招股书

第二，持有物业经营效益较低，未来前景不明。在招股书中，万达商业给自己的定位为“全球最大的商业地产运营商”、“全球最大的豪华酒店业主”。王健林也曾表示销售仅是为了提供稳定现金流，并多次提出万达是一个平台提供商。

但首先，从万达商业公布的各业务板块收入明细中，我们很遗憾地发现商业运营所带来的收入占比并不大：物业销售为万达带来的收入占比最高，2011-2013 年均在 85%左右，其次是物业租赁和管理约占 10%左右，酒店经营则占了 4%左右；而在 2013 年全年，物业销售中有 40.62%的收入来自住宅，19.61%来自办公楼，8.84%来自 SOHO，27.27%来自零售商铺，3.60%来自停车场。

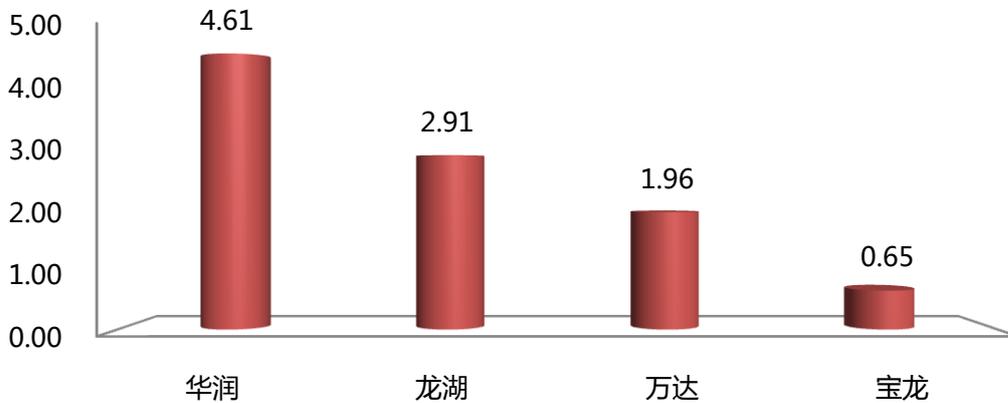
图 2：2013 年万达商业主营业务收入及商业销售收入分布明细



数据来源：万达商业地产招股书

其次，持有物业的商业经营效率并不高。尽管万达商业在中国拥有及管理的投资物业总建面达到 1470 万平方米，但其 2014 年上半年的坪效仅为 1.96 元/（天*平方米），在国内其他典型的持有型开发企业中处于较低水平。其原因主要是万达商业的购物中心主要位于二三四线城市，在一线城市也以郊区地段为主。在电商的冲击下，实体商业的经营变得越来越困难，一些地段较差的零售商业更是难以为继。

图 3：2014 年上半年典型房企持有物业经营坪效对比（单位：元/（天*平方米））

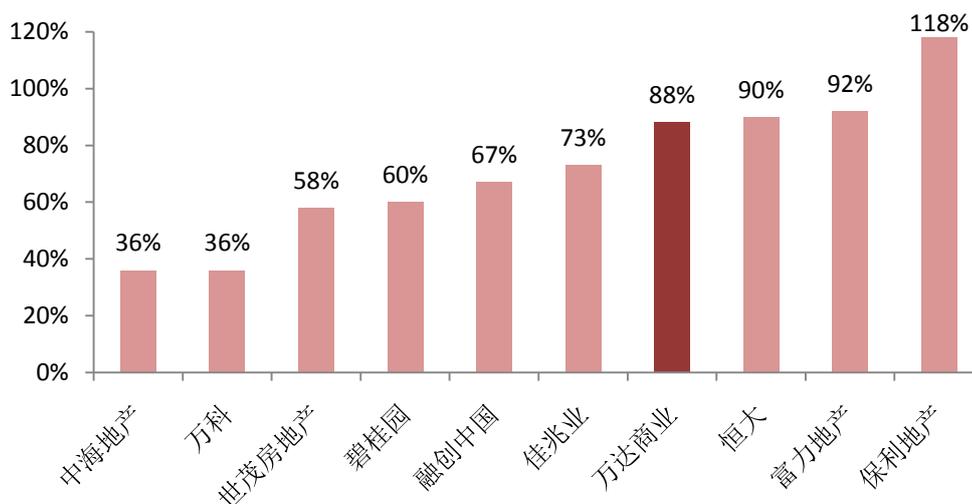


数据来源：企业半年报、招股书

第三，融资成本较高，上市后将明显改善。万达的财务情况一直是地产圈内关注的重点，关于万达资金紧张得传言不断。通过万达商业的招股书中可以得知，截至 2014 年 6 月 30 日，万达商业的净负债率达 87.8%，经营活动产生的现金流量金额为-89.53 亿元。

从短期来看，万达商业手持现金 694.31 亿元，另有 603.66 亿元的银行授信额度未动用，足以覆盖一年内到期的 342 亿元债务。但从长期来看，当前万达商业的融资成本约在 8.8%左右，2013 年的利息支出达 97.98 亿元——当年净利润才 100.86 亿元。相比之下，其他龙头房企如万科、绿地的融资成本仅在 5%左右。且万达好用高成本的信托进行融资，占比达 25%。高额的融资成本吞噬着万达的利润，因此万达急需通过上市和海外发债降低融资成本——这才是多年来万达辗转 A 股和港股间谋求资本市场一席之地的真正原因。

图 4: TOP10 上市房企净负债率



数据来源：企业年报、招股书

免责声明

数据、观点等引用请注明“由 CRIC 研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

关于克而瑞信息集团 (CRIC)

克而瑞信息集团,隶属于易居(中国)控股有限公司。作为中国最大的房地产信息综合服务商,以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞信息集团拥有中国房地产最大的信息数据库,构筑中国房地产上下游企业(包括开发商、供应商、服务商、投资商)和从业者信息的桥梁,形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台,为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

关于 CRIC 研究中心

CRIC 研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门,组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止,已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 排行榜,引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域;还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份,规模以万字计,为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。