

研报

万达商管：
存量物业消化完毕，租金收入稳步增长

克而瑞研究中心

2020-05

万达商管：存量物业消化完毕，租金收入稳步增长

研究员 沈晓玲、万任澄

引言：近日，万达商管发布 2019 年债券报告，目前存量物业基本消化完毕，轻资产广场数量不断增加，企业正逐步迈入轻资产化转型正轨中。

一、战略转型致营收净利下滑，投资物业营收稳步增长

战略转型致营收净利下滑，物业开发存量项目基本消化完毕。2019 年万达商管实现营业收入 786.6 亿元，净利润 251.0 亿元，分别同比下滑 26.2%、21.1%，营收净利双双下滑。下滑的主要原因在于，2017 年万达商管提出的“轻资产”战略转型。自 2017 年开始，万达商管宣布全面实施“轻资产”战略，且在当年通过与融创、富力签订战略合作协议，将北京万达嘉华等七十七个酒店转让予富力，将西双版纳万达文旅项目等十三个文旅城项目 91%股权转让予融创，合计交易金额达到 637.5 亿元，通过该笔交易，万达剥离大量资产。此外，万达商管在 2018 年召开的股东大会上决定，除自持商业物业开发外，不再从事新的房地产开发及销售业务，仅消化存量项目。这直接导致万达商管近年销售物业营收的大幅下滑，进而对业绩形成拖累，物业销售营收由 2016 年的 1018.5 亿元降至 2019 年的 382.2 亿元。截至 2019 年，企业的存货规模仅剩 39.3 亿元，预收账款 82.8 亿元，已基本完成地产开发和物业销售业务的消化和处置。

表：万达商管 2016-2018 年房地产开发业务签约及结算数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约金额（亿元）	1072.6	717.2	487.5
签约面积（万平方米）	1159.6	732.8	417.6
签约均价（元/平方米）	9250.0	9787.0	11676.0
物业销售结算收入（亿元）	1018.8	1011.4	686.3

数据来源：CRIC 整理、2019 年企业未披露

投资物业租赁及管理收入稳步提升，轻资产化助力万达轻装上阵。与物业开发相反，2016 年-2019 年，万达商管的商业运营营收由 183.91 亿元逐步升至 351.48 亿元，年均复合增长率达到 24.1%，营收占比则由 14.2%增至 44.7%。2019 年，万达商管的商业广场总数达到 323 个，较年初新增 43 个，其中 25 个为轻资产项目，占新开业广场比重接近 6 成，轻资产化转型渐入佳境，且企业也表示，未来每年将保持 40-50 个商业广场开业速度，其中 70%左右为轻资产，即由独立第三方承担拿地和建设的全部投资，而万达商管通过输出品牌、设计以及建设与运营。轻资产化运营模式不仅能加速商业广场的扩张，也能缓解物业开发退出后的现金流压力。

表：万达商管 2017-2019 年商业广场开业情况

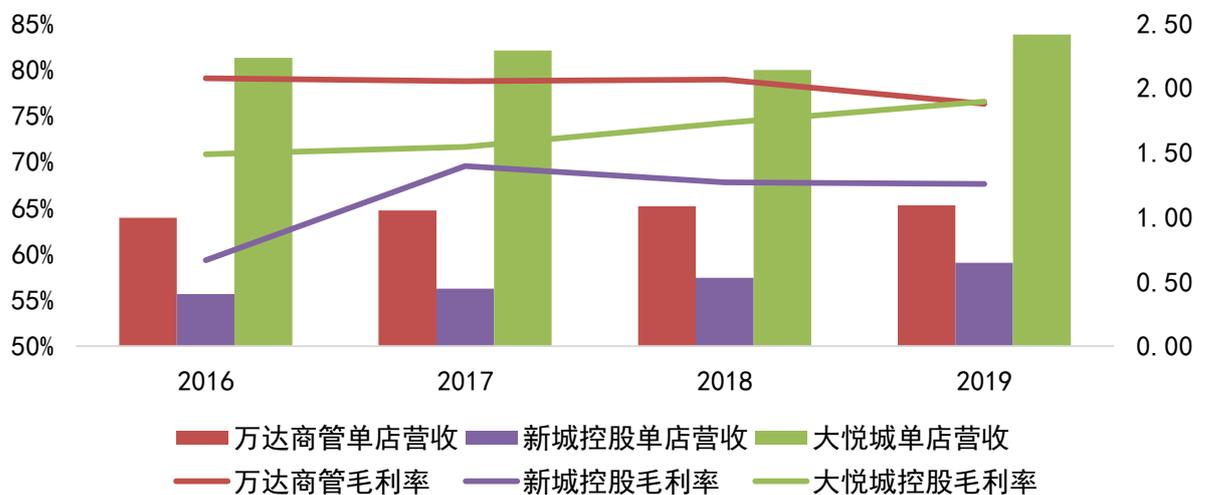
项目	2017 年	2018 年	2019 年
商业广场总数	235	280	323
自持项目数量	187	223	241
轻资产项目数量	44	57	82
轻资产占总商业广场比重	18.7%	20.4%	25.4%

数据来源：CRIC 整理

二、商业运营毛利率保持较高水准，2020 年盈利端将有所承压

商业物业运营毛利率保持较高水准，具备一定领先优势。2019 年，万达商管总体毛利率为 53.7%，较去年提升 3.9 个百分点，分部来看，营收占比较高的投资物业租赁及管理、物业销售的毛利率分别为 76.3%、37.0%。投资物业方面，受到新开业广场数量持续增加影响，近年毛利率有所下滑，但与新城、大悦城等同行相比，毛利率依旧保持在较高水准。单店营收贡献上，2016-2019 年，万达商管的每年单店营收由约 1 亿元逐步升至 1.1 亿元，而新城的单店营收则介于 0.4-0.6 亿元。与同样重点布局三四线城市、单店体量相似的新城吾悦广场相比，万达广场在单店创收方面具备一定先发优势。但与一些围绕一二线城市布局企业相比，如华润、龙湖、大悦城以及一些港资投资物业运营企业，企业在单店创收及核心区位的地标性广场打造还具备提升空间。

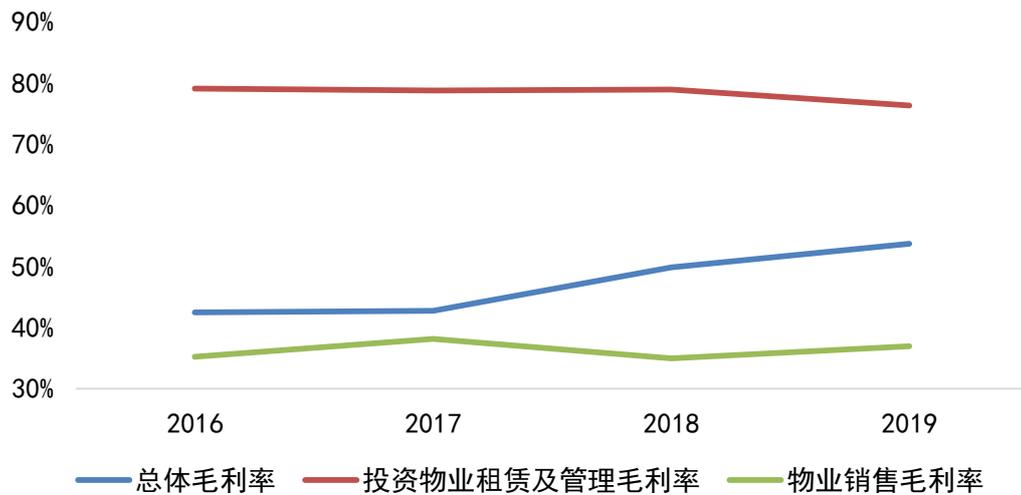
图：万达商管及可比企业 2016-2019 年投资物业运营收入及毛利率情况（亿元）



注：单店营收=投资物业营业收入/投资物业开业数量

数据来源：企业业绩公告、CRIC

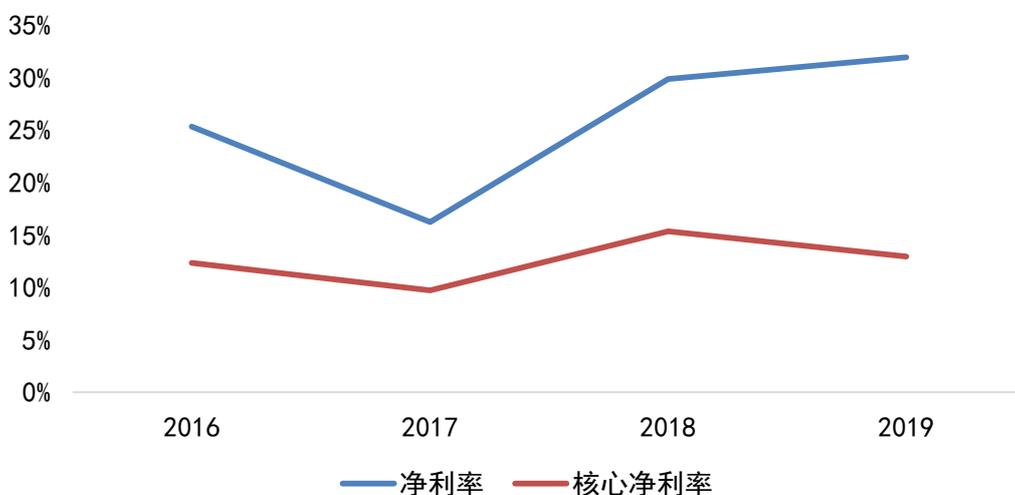
图：万达商管 2016-2019 年毛利率情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

公允价值、投资收对净利润影响较大，核心净利率介于 10%-15%。2019 年，万达商管的净利率达到 31.9%，较去年同期上升 2.1 个百分点，但值得注意的是，由于新开业万达广场数量的增加以及租金收入的不断提升，商业广场的公允价值变动成为企业税前利润的主要来源之一，2017 年-2019 年，商业广场的公允价值变动占税前利润的比重介于 35.8%-56.5%，此外，近年陆续剥离存量物业开发项目也导致企业的投资收益波动较大，若剔除这两部分影响，企业的核心净利率则处于 10%-15%。2020 年一季度，由于受到新冠疫情的影响，线下商业广场纷纷关停，中小微商户经营困难，2 月 7 日，万达商管对全国 323 个万达广场内所有商户免除自 1 月 25 日至 2 月 29 日的租金及物业费，减免金额超过 40 亿元。疫情之下，商业广场的出租率及租金收入都将受到一定冲击，公允价值变动也会受到影响，今年盈利端将会有所承压。

表：万达商管 2016-2019 年净利率及核心净利率情况

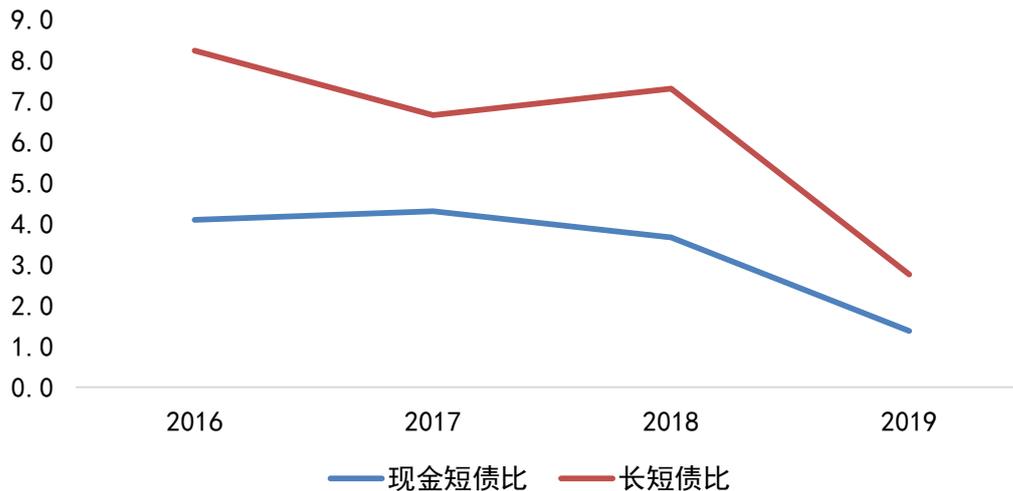


数据来源：企业业绩公告、CRIC

三、债务结构稳健，融资渠道畅通

债务结构稳健，短期偿债压力较小。2019年，万达商管总有息负债达到1824.1亿，其中短期负债477.9亿，长期有息负债1320.3亿元，企业手头现金657.7亿元，现金短债比及长短债比分别为1.4及2.8，且流动资产里还有70亿变现能力较强的交易性金融资产，整体债务结构稳健，短期偿债压力较小。

表：万达商管2016-2019年现金短债比、长短债比情况



数据来源：企业年报、CRIC

融资成本具备优势，多元融资渠道畅通。融资成本方面，根据企业2019年债券报告披露数据来看，存量债券整体融资成本介于4.7%-6.8%，且近年整体呈现下行趋势。2020年一季度，万达商管接连通过中期票据、ABS、小公募债券等多种方式进行融资，合计融资额度超百亿，其中为期3年，额度为50亿元的中期票据融资利率仅为4.89%，企业目前整体融资渠道较为畅通，具备一定的融资成本优势。

表：万达商管部分存量债券基本情况（亿元）

债券名称	票面利率	债券余额	到期日
15 万达 01	6.8%	48.5	2020/08/27
15 万达 02	6.6%	49.5	2020/10/14
16 万达 01	5.5%	48.9	2021/01/14
16 万达 02	4.9%	80.0	2021/05/06
16 万达 03	4.8%	48.7	2021/05/24
16 万达 04	4.8%	30.0	2021/06/13
16 万达 05	4.7%	20.0	2021/07/12
16 万达 06	4.7%	20.0	2021/07/27

数据来源：企业年报、CRIC

整体上看，随着存量住宅业务的剥离出清，万达商管将更加积极的投入到商业物业的运营及管理，通过输出品牌、设计及运营管理的“轻资产化”转型也正迈入佳境。