



大公国际资信评估有限公司  
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

# CREDIT RATING REPORT

报告名称

## 大连万达商业管理集团股份有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

- 评定等级及主要观点
- 跟踪债券及募资使用情况
- 发债主体
- 偿债环境
- 财富创造能力
- 偿债来源
- 偿债能力



## 跟踪评级公告

大公报 SD【2019】138 号

大公国际资信评估有限公司通过对大连万达商业管理集团股份有限公司及“15 万达 01”、“15 万达 02”、“16 万达 01”、“16 万达 02”、“16 万达 03”、“16 万达 04”、“16 万达 05”、“16 万达 06”、“15 大连万达 MTN001”、“15 大连万达 MTN002”、“16 大连万达 MTN001”、“16 大连万达 MTN002”、“16 大连万达 MTN003”、“16 大连万达 MTN004”、“17 大连万达 MTN001”、“17 大连万达 MTN002”、“17 大连万达 MTN003”的信用状况进行跟踪评级，确定大连万达商业管理集团股份有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“15 万达 01”、“15 万达 02”、“16 万达 01”、“16 万达 02”、“16 万达 03”、“16 万达 04”、“16 万达 05”、“16 万达 06”、“15 大连万达 MTN001”、“15 大连万达 MTN002”、“16 大连万达 MTN001”、“16 大连万达 MTN002”、“16 大连万达 MTN003”、“16 大连万达 MTN004”、“17 大连万达 MTN001”、“17 大连万达 MTN002”、“17 大连万达 MTN003”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年六月十九日



## 评定等级

主体信用			
跟踪评级结果	AAA	评级展望	稳定
上次评级结果	AAA	评级展望	稳定

## 主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019.3	2018	2017	2016
总资产	6,236.70	6,241.31	6,891.05	7,511.46
所有者权益	2,693.65	2,647.49	2,428.52	2,233.76
总有息债务	1,915.05	1,886.89	2,132.36	2,262.05
营业收入	129.54	1,065.49	1,355.67	1,298.55
净利润	48.57	317.95	219.91	328.85
经营性净现金流	10.14	291.14	255.84	379.76
毛利率	66.07	49.82	42.73	42.48
总资产报酬率	-	8.50	6.22	6.96
资产负债率	56.81	57.58	64.76	70.26
债务资本比率	41.55	41.61	46.75	50.31
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	-	5.49	3.71	4.76
经营性净现金流/总负债	0.28	7.23	5.25	7.74

注: 公司提供了2018年及2019年1~3月财务报表, 大华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2018年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2019年1~3月财务报表未经审计。2017年数据采取2018年追溯调整数据。

## 债项信用

债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 万达 01	50	5(3+2)	AAA	AAA	2018.06
15 万达 02	50	5(3+2)	AAA	AAA	2018.06
16 万达 01	50	5(3+2)	AAA	AAA	2018.06
16 万达 02	80	5(3+2)	AAA	AAA	2018.06
16 万达 03	50	5(3+2)	AAA	AAA	2018.06
16 万达 04	30	5(3+2)	AAA	AAA	2018.06
16 万达 05	20	5(3+2)	AAA	AAA	2018.06
16 万达 06	20	5(3+2)	AAA	AAA	2018.06
15 大连万达 MTN001	100	5	AAA	AAA	2018.06
15 大连万达 MTN002	50	5	AAA	AAA	2018.06
16 大连万达 MTN001	60	5	AAA	AAA	2018.06
16 大连万达 MTN002	60	5	AAA	AAA	2018.06
16 大连万达 MTN003	60	3	AAA	AAA	2018.06
16 大连万达 MTN004	60	3	AAA	AAA	2018.06
17 大连万达 MTN001	50	3	AAA	AAA	2018.06
17 大连万达 MTN002	60	3	AAA	AAA	2018.06
17 大连万达 MTN003	20	3	AAA	AAA	2018.06

评级小组负责人: 王思明

评级小组成员: 栗婧岩 马映雪

电话: 010-51087768

传真: 010-84583355

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com



## 主要观点

大连万达商业管理集团股份有限公司（以下简称“万达商管”或“公司”）主要从事投资物业租赁及管理、酒店运营及物业销售等业务。跟踪期内公司形成了完整的商业地产产业链，城市综合体项目业态丰富，物业出租情况良好，投资物业租赁及管理业务收入及毛利润继续增长，2018 年，公司经营性现金流仍保持着较大净流入，对债务及利息形成较好保障；同时，公司资产受限比例仍较高，投资性房地产公允价值增值占营业利润比重依然较大，公司有息债务规模较大，仍存在偿付压力。

## 优势与风险关注

### 主要优势/机遇：

- 城镇化推进、居民消费水平提高及消费升级的作用下，长期来看商业地产仍面临较好的发展前景；
- 公司形成了完整的商业地产产业链，土地获取、项目执行、招商运营等综合开发运营能力仍很强；
- 公司城市综合体项目业态丰富，物业出租情况良好，投资物业租赁及管理业务收入及毛利润继续增长；
- 2018 年，公司经营性现金流仍保持着较大净流入，对债务及利息形成较好保障。

### 主要风险/挑战：

- 公司资产受限比例仍较高，对其流动性产生一定影响；
- 公司投资性房地产公允价值增值占营业利润比重依然较大，未来受市场波动影响，存在不确定性；
- 公司有息债务规模较大，仍存在偿付压力。



## 评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本评级报告所依据的评级方法为《大公房地产企业信用评级方法》，该方法已在大公官网公开披露。



## 跟踪评级说明

根据大公承做的万达商管存续债券信用评级的跟踪评级安排,大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析,并结合其外部经营环境变化等因素,得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

## 跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示:

**表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况 (单位: 亿元)**

债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 万达 01	50	48.54	2015.08.27~2020.08.27	偿还金融机构借款, 补充流动资金	按用途使用
15 万达 02	50	49.52	2015.10.14~2020.10.14	偿还银行借款, 补充流动资金	按用途使用
16 万达 01	50	50	2016.01.14~2021.01.14	补充流动资金	按用途使用
16 万达 02	80	80	2016.05.06~2021.05.06	偿还金融机构借款, 补充流动资金	按用途使用
16 万达 03	50	50	2016.05.24~2021.05.24	偿还金融机构借款, 补充流动资金	按用途使用
16 万达 04	30	30	2016.06.13~2021.06.13	补充流动资金	按用途使用
16 万达 05	20	20	2016.07.12~2021.07.12	补充流动资金	按用途使用
16 万达 06	20	20	2016.07.27~2021.07.27	补充流动资金	按用途使用
15 大连万达 MTN001	100	100	2015.07.31~2020.07.31	偿还金融机构借款	按用途使用
15 大连万达 MTN002	50	50	2015.11.16~2020.11.16	偿还金融机构借款	按用途使用
16 大连万达 MTN001	60	60	2016.03.29~2021.03.29	项目开发建设	按用途使用
16 大连万达 MTN002	60	60	2016.04.28~2021.04.28	项目开发建设, 偿还银行贷款	按用途使用
16 大连万达 MTN003	60	60	2016.09.23~2019.09.23	偿还银行贷款	按用途使用
16 大连万达 MTN004	60	60	2016.10.21~2019.10.21	归还存量融资	按用途使用
17 大连万达 MTN001	50	50	2017.03.10~2020.03.10	归还子公司存量融资	按用途使用
17 大连万达 MTN002	60	60	2017.04.19~2020.04.19	归还部分子公司存量融资	按用途使用
17 大连万达 MTN003	20	20	2017.06.05~2020.06.05	归还部分子公司存量融资	按用途使用

数据来源: 根据公司提供资料整理



## 发债主体

公司前身为大连万峰房地产开发有限公司（以下简称“万峰地产”），成立于 2002 年 9 月 16 日，初始注册资本为 1,000 万元，股东为大连万达集团股份有限公司（以下简称“万达集团”）的全资子公司大连万达房地产有限公司（以下简称“大连房地产”）和大连一方地产有限公司（以下简称“大连一方”），出资比例各为 50%。2005 年 1 月，万达集团通过其全资子公司大连万达集团房地产管理有限公司（以下简称“大连房地产管理”）收购大连一方所持公司 50% 的权益。经过多次股权变更，2009 年 12 月公司改制为股份有限公司，按 1:0.985 的比率将资产净值约 36.55 亿元转换为股份，公司股本增至人民币 36 亿元，并更名为现名，共有股东 50 名，其中万达集团及王健林分别直接持有 58.16% 和 7.39% 的股权。2009 年以来，经过多次股权和注册资本变更，王健林通过直接持有公司股权及通过万达集团间接持有公司 50% 以上的股权，为公司的单一最大股东。2018 年 2 月 22 日，公司由大连万达商业地产股份有限公司变更为现名，并办理完成工商变更登记手续，取得由大连市工商行政管理局颁发的更新《企业法人营业执照》。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本 45.27 亿元，其中内资股普通股 387,480.00 万元、外资股普通股 65,254.76 万元；大连万达集团股份有限公司（以下简称“万达集团”）持有公司股份 197,900 万元，占股本比例 43.712%，王健林直接持有公司股权 28,250.00 万元，占股本比例 6.240%，并通过万达集团和大连万达稳泰管理咨询合伙企业（有限公司）合计持有公司 52.44% 的股权，为公司实际控制人。2018 年 1 月 29 日，公司与腾讯控股有限公司（以下简称“腾讯”）、苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁”）、北京京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东”）及融创中国控股有限公司（以下简称“融创”）<sup>1</sup> 签订战略投资协议，战略投资方计划投资约 340 亿元人民币，收购公司在香港 H 股退市时引入的投资人持有的约 14% 股份。

---

<sup>1</sup> 腾讯、苏宁、京东、融创以下简称“战略投资方”。



## 偿债环境

我国经济运行增速放缓，但整体而言继续表现良好；房地产行业受宏观调控政策影响仍较大，行业仍面临调整压力；2018 年以来，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所放缓。

### （一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年我国经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好。2018 年，我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。2018 年，全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职



能，深化国资国企、市场准入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

## （二）产业/行业环境

房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大，行业仍面临结构性调整压力。

调控政策作为主导房地产行业周期变换的关键因素，在整个房地产行业的波动中起着至关重要的作用。从政策端来看，2018 年 7 月，中央政治局工作会议专门对房地产进行了论述：“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”；2018 年 10 月，人民日报多次刊文表态“房地产调控不会放松”；2018 年 12 月，针对房地产领域，中央经济工作会议和住房和城乡建设工作会议提出，要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。政策方面更为强调地方政府的权责，以便于各地政府结合自身的情况进行因城施策的调控。政策的稳定性和连贯性，意味着既不会放松房地产调控，让房地产调控半途而废、前功尽弃；也不宜盲目加大调控，突然增加相关企业、银行和购房者的额外压力。

调控区域方面，2018 年以来，房地产调控整体呈分散化和扩大化趋势。地方房地产政策调控在旧有强化的基础上，调控覆盖区域也进一步扩大，呈现出在热点城市调控政策全面升级的同时，部分三四线城市调控政策频出的现象。2018 年以来，扣除常规性的监管政策，仍有共计超过 30 个地级以上城市和 13 个县级城市出台调控政策。整体来看，目前各线城市常用的调控手段仍围绕着限购、限贷和限售来进行；但此轮调控政策精准化的特点，使得不同城市政策的具体内容差异化明显，且调控力度上对一二线城市明显严厉于三四线城市。

除了传统的限购、限售、限贷等政策，2018 年以来调控政策的另一大变化就是非常注重对于市场监管的强化，通过规范市场秩序，保障合理购房需求。全年全国共计超过 60 市县出台房地产市场监管政策，且监管政策涉及范围较为广泛。其中，既有如湖北、福建、海南、辽宁、福州、江门、长春和绍兴等地就住房价格监管进行强化；也有湖南、重庆、西安、长沙、石家庄、丹东、嘉兴、淄博、宁乡市、北京、贵



阳等省市对房地产市场监督管理检查进行加强；而武汉、佛山和赣州等地区则在住房销售房价对监管进行加强；海南省、南京强化对新房网签备案管理；另外，随着公证摇号销售政策的普及，长沙、成都、武汉、西安、佛山、杭州、高安、嘉兴、西安、青岛高新区等均出台公证摇号销售政策。除了地方层面的自我监管加强外，住建部等七部委也对北京、上海等 30 城市多次开展治理房地产市场乱象专项行动。

同时，在加强商品房调控的同时，通过加快租赁住房、政策性住房建设，我国住房供应结构不断优化。住建部发布的《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，强调热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应需在未来的三到五年内提升至 50%以上。在中央各项鼓励政策出台的大背景下，全国各地已在持续推进租赁住房、政策性住房建设。

整体来看，目前房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大，行业仍面临结构性调整压力。

**商业地产的资金投入大、周转期较长，对运营管理能力要求较高，属于资本和专业管理技术密集的产业；依托于城市经济的发展，受区域经济和商业氛围影响，商业地产的发展存在较大的地区性差异，部分城市存在结构性过剩。**

商业地产具有商业与地产的双重属性，与一般住宅地产相比，商业地产项目设计施工复杂、资金需求大、投资周转期较长，能否通过商业定位、业态规划、商家引进、持续经营等使地产开发和商业运营管理实现有机结合，是商业地产项目成败的决定性因素。商业地产属资本和专业管理技术密集的行业，进入壁垒在于资金门槛较高，需要较强的经营和管理能力。

城市的人口、经济、消费体量和结构、产业格局、商业氛围等多种因素决定了该地区商业地产的需求情况。商业地产依托于城市的发展，表现出较强的区域差异。北京、上海、深圳、广州经济发达，市场也最为成熟，写字楼及零售商业物业的存量均较大，新增放缓，空置率保持较低水平。除此四城市之外，沈阳、重庆、成都、长沙的空置率达到 30%左右；宁波市优质零售物业空置率保持在 10%以内。

总体来看，一线城市商业物业存量较为饱和，经济、人口规模对物业租赁情况形成良好支撑，总体商业环境较好，但增量空间有限；二线及以下城市经济水平差异较大，且商业地产的供给量不同，导致区域存在较大差异，局部地区商业地产出现短期内供需失调。



## 财富创造能力

2018 年以来，公司收入和毛利润均有所下滑，投资物业租赁及管理收入和毛利润继续保持较高增速，其他业务中的物业销售仍是公司收入和毛利润的主要来源。

公司主要从事投资物业租赁及管理、酒店运营及物业销售等业务。受公司对房地产板块进行去化的影响，2018 年公司收入和毛利率均有所下滑，实现营业收入 1,065.49 亿元，同比降低 21.40%，毛利润为 530.87 亿元，同比降低 9.40%，毛利率为 49.82%，同比降低 6.60 个百分点。

**表 2 2016~2018 年公司营业收入<sup>2</sup>、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>1,065.49</b>	<b>100.00</b>	<b>1,355.67</b>	<b>100.00</b>	<b>1,298.55</b>	<b>100.00</b>
投资物业租赁及管理	302.65	28.40	246.51	18.18	183.91	14.16
酒店运营	14.69	1.38	59.31	4.37	61.14	4.71
其他	748.15	70.22	1,049.85	77.44	1,053.50	81.13
其中：物业销售	-	-	1,011.41	74.61	1,018.80	78.46
<b>毛利润</b>	<b>530.87</b>	<b>100.00</b>	<b>579.24</b>	<b>100.00</b>	<b>551.57</b>	<b>100.00</b>
投资物业租赁及管理	238.77	44.98	194.02	33.50	145.35	26.35
酒店运营	6.74	1.27	18.31	3.16	17.05	3.09
其他	285.36	53.75	373.65	63.34	389.17	70.56
其中：物业销售	-	-	357.74	61.76	384.52	69.71
<b>毛利率</b>		<b>49.82</b>		<b>42.73</b>		<b>42.48</b>
投资物业租赁及管理		78.89		78.71		79.04
酒店运营		45.88		30.88		27.89
其他		38.14		34.95		36.94
其中：物业销售		-		35.57		37.74

数据来源：根据公司提供资料整理

分板块来看，随着租赁物业面积及平均租金的增长，主营业务中投资物业租赁及管理业务收入和毛利润继续保持较高增速，2018 年投资物业租赁及管理收入为 302.65 亿元，同比增长 22.77%，该板块毛利润为 238.77 亿元，同比增长 23.06%，毛利率 78.89%，同比变化不大，仍维持在较高水平。公司将部分酒店资产转让给富力地产，自持酒店数量减少，使得酒店业务收入为 14.69 亿元，同比降低 75.23%，毛利润 6.74 亿元，同比降低 63.19%，毛利率为 45.88%，同比增长 15.01 个百分点，主要是 2017 年新开业酒店由于在培育期内，毛利率相对较低，而 2018 年公司新开业酒店数量较少以前年度开业的酒店逐步度过培育期，从而使得毛利率有所提升。2018

<sup>2</sup> 公司未提供 2019 年一季度营收构成明细，其他板块收入为主营业务中的其他项和其他业务收入之和，且公司未提供 2018 年物业销售板块相关数据。



年，其他业务收入为 748.15 亿元，同比降低 28.74%，毛利润为 285.36 亿元，同比降低 23.63%，毛利率为 38.14%，同比增长 2.55 个百分点，主要由于销售物业的类型及区域变化等因素导致，其他业务主要为物业销售。公司于 2018 年 2 月 9 日召开的 2018 年度第一次临时股东大会决议表明公司不再从事新的房地产开发和销售业务（自持商业物业投资除外）。2018 年，公司其他业务收入中，物业开发及销售收入仅为消化存量项目产生。其他业务中除物业销售外，主要包括物业管理、游艇业务、标书、材料销售、食堂运营等业务，对收入和毛利润贡献相对较小。

2019 年 1~3 月，随着公司房地产板块去化的继续推进，实现营业收入 129.54 亿元，同比降低 49.90%；毛利润为 85.59 亿元，同比减少 45.90 亿元；毛利率为 66.07%，同比增长 15.22 个百分点。

随着公司运营中商业广场投资物业租赁面积及租金水平的增加，公司投资物业租赁及管理业务收入及毛利润将继续较高速增长；酒店业务收入将随着自持酒店的减少而有所降低；物业销售业务将随着公司轻资产化的继续推进，结算收入及毛利润将继续降低；整体来看，2018 年以来，公司收入及毛利润将有所降低，但投资物业租赁及管理业务收入占比的提升将会使得毛利率水平有所提升。

### （一）投资物业租赁及管理

**公司形成了完整的商业地产产业链，招商能力强，运营经验丰富，综合运营能力很强，仍具有极强的规模和品牌优势。**

公司于 2000 年进入商业地产领域，是国内最早涉足商业地产的企业之一，并迅速扩张，发展成为全国性的商业地产企业。目前公司拥有专业的商业规划研究院、商业地产开发团队、商业管理团队，能够完全实现商业地产的独立设计、开发建设、招商及运营管理，已形成完整的商业地产产业链。

以“万达广场”命名的城市综合体经过多年的发展，已成为公司的核心产品，树立了良好的品牌形象。就其产品形式而言共经历了三代，分别为单店模式、组合店模式及商业综合体的产品模式。第一、二代城市综合体多位于城市中心地带，需借助城市传统商圈的力量发展，第三代产品业态组合丰富，一定程度上可以实现依靠自身的商业模式和规模效应带动区域形成城市新中心和新商圈。公司开发出适合中国市场的系列产品，使得每一个项目均成为所在地的核心商业广场和城市中心，积累了具有竞争力的商业经营规模、品牌号召力、成熟的产品优势、健全的质量及成本控制系统等优势。

公司在十多年商业地产项目开发经验的基础上，研发推出了综合体项目模块化管



理系统，形成了模板标准化、执行信息化和考核自动化的管控方式。公司将商业地产项目开发的过程按阶段划分为：筹备、摘牌、交地、四证、设计、经营、招标、招商、工程、销售、验收和交付十二个阶段，各环节的主要计划节点均体现在模块化管理系统中，例如无酒店综合体项目的工期一般为 22 个月的标准模板，其中包括十二个阶段共计 325 个管控节点，同时明确各节点的完成时间、责任人、完成标准及相应考核办法。模块化管理实现作业的精细化、责任明确化、考核规范严格，在此基础上公司形成了很强的执行力，在满足政府、商户的合作要求，维护长期稳定合作关系，控制项目开发风险等方面具有重要作用。

凭借突出的项目设计研发能力、较强的土地获取能力、成熟的“订单式”地产开发模式及很强的项目执行能力，公司实现商业地产项目全国范围内快速复制开发，规模迅速扩张。“订单式”地产是公司万达广场投资建设的核心模式，即“商业订单在先、建筑建造在后”，包括联合协议、共同参与、平均租金和先租后建四个方面。首先公司通过与商家签订联合发展协议，约定共同的目标城市、经营面积和租金条件。由于商家共同参与了目标城市的选定、规划设计与技术方面的研究与协调，在设计阶段把招商与设计对接的问题解决，因此每个项目在正式开发前能够获得合作商家的认可。然后公司再与商家根据城市等级确定平均租金，简化合同洽谈步骤，实现快速投资建设，在项目建成之日基本实现同期满铺开业。

一个完整的万达城市综合体对于拉动区域内消费需求、增加就业岗位、创造税收来源、补充完善城市区域功能、带动产业结构调整等方面具有积极作用，受到各地政府的欢迎。公司已和国内主要大型超市和电器企业，以及上千家国内外知名品牌签订了战略合作发展协议，主要的战略合作伙伴包括沃尔玛、家乐福、大润发、乐购、百胜餐饮、百盛、新世界百货、国美电器和苏宁电器等百货零售品牌，以及索菲特、万豪、喜来登、希尔顿等酒店品牌；同时，根据市场环境，定期调整店铺，在传统零售品牌基础上，公司逐步引进儿童、教育、培训、健身等体验业态，丰富经营品类。公司还探索品牌经营新模式，建立品牌总部联系会议，引入特色店铺，提升客户体验感，增加广场客流量及消费量，并积极促进品牌资源整合，开设多家全新概念生活馆和创新集合店，以提升商业经营的稳定性。公司商业地产与关联企业的百货、娱乐院线等业态形成联动，从而有助于解决前期招商及后期运营效益的问题。整体来看，公司综合运营能力很强，仍具有极强的规模和品牌优势。



公司已进入第四次转型期，即逐渐去房地产化，未来房地产销售规模下滑，逐步转向“轻资产”为主的开发模式，持续提升资产管理能力，进而提升投资物业价值，实现向商业投资服务企业的转型。

公司自成立以来经历了三次转型，即从地方企业转向全国性企业，从住宅地产转向商业地产，从单一房地产转向及商业、文化旅游一体的综合性企业；2014 年以来公司进入第四次转型期，即从国内企业转向跨国企业、从房地产为主转向服务为主，目标成为国际知名的全球物业开发商、业主及运营商。截至 2018 年末，公司拥有或运营管理商业广场共 280 个，较 2017 年末增加 45 个，其中自持 223 个，轻资产项目 34 个，合作项目 23 个，总可租面积达到约 2,810.93 万平方米，规模位居全球商业不动产企业前列。其中公司商业地产最重要的转型方向即以“轻资产”为主的开发模式，由第三方投资，公司负责选址、设计、建造、招商和管理，使用万达广场品牌和公司商业信息化管理“慧云”系统，租金收益由投资方与公司按比例分成。合作项目是公司进行商业广场运营管理的一种新方式，运作模式为独立第三方作为合作方负责获取土地并承担拿地和建设的全部投资，并拥有项目资产所有权，公司负责项目的建筑规划设计、建设管理、商业规划及招商、运营管理，并授权合作方使用“万达广场”品牌，公司与合作方按照项目开业后的经营净收益分成。

2018 年以来，公司以轻资产类型的万达广场开发投资为主，持续推进商业地产业务转型，去房地产化。同时，公司继续积极提升资产管理能力，提升现有物业价值以及其对潜在租户及客户的吸引力，最终实现业务的可持续发展。

**公司城市综合体项目业态丰富，物业出租情况良好，总体经营仍较为稳定。**

万达购物中心是城市综合体的核心，有主力店、次主力店和室内步行街商铺构成。公司开发的城市综合体项目主要集中在中国内地的直辖市、省会城市、计划单列市及其他发达城市的市中心、副中心，项目周边半径 5 公里内常住人口平均超过 30 万。

公司城市综合体项目业态组合涵盖了零售态、休闲娱乐、餐饮和体验服务。不同城市的万达广场根据定位合理进行业态选择、配比和衔接，较好地发挥各业态间的协同效应。同时，公司的物业产品为控股股东及实际控制人拥有的电影院线业务、百货公司业务提供主要的经营场所；通过整合控股股东业务提供的产品及服务，增强了公司物业的整体吸引力并满足全面及多样的消费需求。受惠于协同关系，控股股东的百货公司、电影院成为公司在万达广场的投资物业的主要租户和租金收入的稳定来源之一。

随着市场上消费模式的转变，公司也积极采取应对措施，通过互联网等手段，促进线上线下融合以辅助商业经营。主要措施包括整合外部资源，与滴滴等达成合作营



销；建立万达广场品牌资源的微信、微博新媒体矩阵，扩大营销话题传播；利用电商平台推出线上优惠活动；与屈臣氏、华润超市、GXG 等品牌合作推出万达定制产品，促进商户销售。

随着公司业务规模的扩大，投资及管理物业面积继续增加，截至 2018 年末，公司总建筑面积 4,147.63 万平方米，总可出租面积 2,810.93 万平方米，以购物中心和酒店为主；其中购物中心在“订单式地产”开发模式下，出租率保持较高水平。2018 年公司物业出租率及平均租金收入仍维持在较高水平，自持物业出租率为 99.39%，同比增长 1.25 个百分点，同比略有下降，平均租金为 110.60 元/平方米/月，同比增长 6.05%。

**表 3 2016~2018 年万达商管集团投资物业部分经营情况**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总建筑面积（万平方米）	4,147.63	3,599.72	2,942.39
总可出租面积（万平方米）	2,810.93	2,392.19	1,892.28
出租率（%）	99.39	99.95	98.70
平均租金（元/平方米/月） <sup>3</sup>	110.60	104.29	103.03

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，公司城市综合体项目区域布局较为分散，经营业态丰富，客流量相对稳定。公司根据消费模式的变化，适时的店铺调整、引入新业态有助于自持物业保值增值。但由于城市综合体提供的各类消费中非必需品消费占比较大，存在较大的消费弹性，此外电商业务规模的较快增长对实体消费亦形成一定冲击；因此万达广场的经营一定程度上会受宏观经济波动及外界环境影响。

## （二）酒店运营

公司酒店运营业务已经形成一定品牌效应，2017 年出售酒店资产后公司自持酒店数量减少较多。

公司于 2012 年开始经营万达系列品牌酒店，运营的酒店大多位于万达广场城市综合体内，业务定位上大多面向中高端市场，面向的终端消费群体包括国内外商务客户、家庭与个人客户等。公司会根据酒店所处市场及周边环境特性、潜在客户群体等选择合适的品牌经营，其中，品牌选择又包括自营与委托经营两种。公司自营品牌包含万达瑞华、万达文华、万达嘉华、万达锦华等品牌，委托经营主要与国际顶级酒店连锁品牌合作，不同品牌针对及吸引的客户群又略有差异，大多面向消费能力较强的商务客户及个人客户。2017 年，公司将 73 家酒店资产转让予富力地产，截至 2018

<sup>3</sup> 平均租金=投资物业租赁及物业管理收入（扣除营业税/增值税前）/总已租面积。



年末，公司管理 63 家已开业酒店，其中自持 8 家，自持酒店数量减少较多。2018 年，公司酒店运营业务收入和毛利润分别为 14.69 亿元和 6.74 亿元，占比分别为 1.38% 和 1.27%。

公司的酒店管理公司组建了专业团队对自营酒店进行全方位管理，同时会委派高管对委托经营酒店实行派驻式管理。公司主要通过互联网、报刊、电视、广播等宣传及推广酒店，同时公司的销售及市场推广部门负责进行自营酒店的推广及营销活动。作为销售及市场推广策略的一部分，公司与企业客户订立特别安排并在指定时间段内向其提供折扣率。酒店定价方面，主要包括设定客房价格、餐饮、会议及其它酒店内提供的配套设施及服务的价格。自营和委托经营在定价上均采取类似的原则，即结合所处城市同类型标准酒店的价格水平、当地的消费水平、客户市场细分等因素实施定价。同时，公司在确保完成总体经营指标的前提下，实行优质优价策略。

此外，公司还提供酒店输出管理服务，并收取相应管理费。管理费通常由酒店管理公司与酒店业主协商定价，按照酒店收入、利润及系统业务量等的一定比重收取。

整体来看，公司酒店业务运营管理较为成熟，已形成一定品牌效应，但酒店资产的出售将会使得业务规模有所降低。

### （三）其他

**根据业务发展现状及规划，公司将物业销售业务转入其他业务；随着公司逐步去房产化，2018 年签约面积和签约金额均继续降低。**

公司其他业务板块主要包含物业开发及销售业务、物业管理、游艇业务、标书、材料销售、食堂运营等业务，根据业务发展现状及未来业务规划，公司对营业收入划分进行调整，将原主营业务中的物业销售转入其他业务。公司销售的物业目前大多为万达广场城市综合体的一部分，主要包括商铺、写字楼、SOHO 及住宅等业态。

公司所售物业多为商业物业，受行业调控政策影响相对较小；同时物业基本位于城市综合体内，整合了商业、酒店、办公等多种功能，具有地理位置、生活便捷性上的优势；此外，是受益于万达品牌、良好的区位、合理的业态组合搭配等，后续具备升值潜力。依托于地理位置、便利的生活环境以及升值预期，公司保持着一定规模物业销售量。

公司各个项目所在城市和区域市场价格变化，结合销售期的市场情况、项目的经营要求以及销售态势等因素，综合确定销售价格及销售额，并会在进行充分市场调研后，制定当年公司总体及单个项目的销售目标。在销售顺序上，公司一般会优先进行商铺销售，以形成热销氛围，从而带动其他业态的销售；但在具体的推售过程中，也会根据不同城市的特征和销售总指标的要求着重推售某一类或几类业态产品。

**表 4 2016~2018 年万达商管集团房地产签约销售情况**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
签约金额 (亿元)	487.54	717.17	1,072.60
签约面积 (万平方米)	417.57	732.77	1,159.63
签约均价 (元/平方米)	11,676	9,787	9,250

数据来源: 根据公司提供资料整理

随着公司的逐步去房产化, 2018 年公司签约销售金额同比降低 32.02%, 签约销售面积同比降低 43.01%, 同比降幅均较大。签约销售均价方面, 2018 年公司签约销售均价为 11,676 元/平方米, 同比增长 19.30%。整体来看, 公司物业销售情况良好, 能够快速实现现金回笼, 可为投资性物业运营提供较好的资金保障, 但同时也面临房地产市场下行带来的一定压力。

### 偿债来源

2018 年, 公司收入和毛利润均有所降低, 投资性房地产公允价值增值仍是公司营业利润的重要来源, 但易受市场波动影响, 存在不确定性。

#### (一) 盈利

2018 年, 公司收入和毛利润均有所降低, 投资性房地产公允价值增值仍是公司营业利润的重要来源, 但易受市场波动影响, 存在不确定性; 2018 年利润总额有所增长, 但 2019 年 1~3 月同比有所下滑。

2018 年, 公司营业收入 1,065.49 亿元, 同比降低 21.40%; 毛利润 530.87 亿元, 同比降低 8.35%, 毛利率 49.83%, 同比提升 7.10 个百分点。

2018 年公司期间费用为 173.39 亿元, 同比减少 12.10%, 期间费用率 16.23%, 同比增长 1.72 个百分点; 其中销售费用同比减少 37.89%, 主要由于销售人员薪酬、办公费及广告促销费减少; 管理费用同比减少 21.56%, 财务费用同比增加 10.61%, 主要由于汇兑损失所致, 财务费用中利息支出为 87.32 亿元, 汇兑损失为 4.35 亿元。

**表 5 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司部分费用及占比情况 (单位: 亿元、%)**

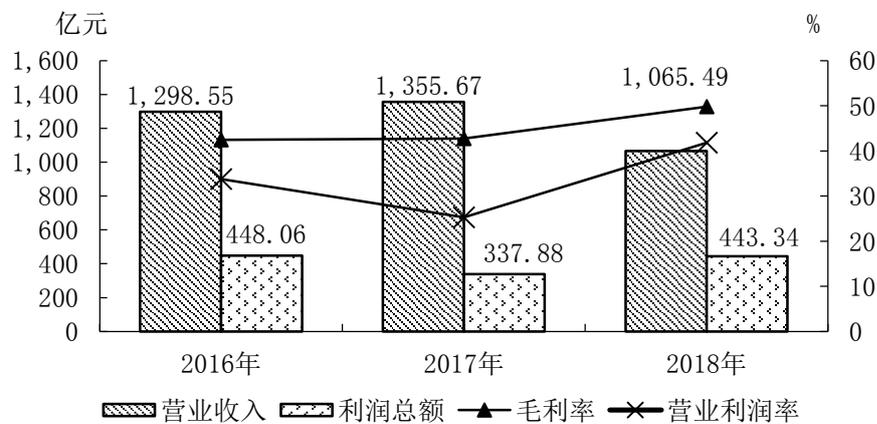
项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
销售费用	3.72	30.75	49.52	50.71
管理费用	12.99	53.95	67.44	69.40
财务费用	20.77	87.33	78.95	73.68
研发费用	0.35	1.36	1.34	-
<b>期间费用</b>	<b>37.83</b>	<b>173.40</b>	<b>197.25</b>	<b>193.80</b>
期间费用/营业收入	29.20	16.27	14.55	14.92

数据来源: 根据公司提供资料整理

2018 年, 公司资产减值损失为 23.99 亿元, 同比增加 67.99%, 主要为新增万达



游艇投资控股（泽西岛）有限公司商誉减值损失 7.00 亿元及陕西锦世达置业有限公司商誉减值损失 4.13 亿元以及存货跌价损失；公允价值变动收益为 156.03 亿元，同比减少 18.30%，主要是以公允价值计量的投资性房地产评估变动所致，公允价值变动收益占营业利润的比重为 35.02%，公司拥有大量的自持物业，通过对其进行招商运营管理获取租金收益外，自持物业价值增值也是公司营业利润的重要来源，但其评估价值受市场类似物业成交价格及租金水平影响存在一定波动风险；投资收益 51.06 亿元，同比增加 123.84 亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益 32.39 亿元，委托贷款利息收入 11.85 亿元；公司营业利润、利润总额与净利润分别为 445.52 亿元、443.34 亿元和 317.95 亿元，同比分别增长 30.02%、31.21%和 44.58%。



**图 1 2016~2018 年公司收入和盈利情况**

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 1~3 月，公司营业收入 129.54 亿元，同比减少 129.02 亿元，主要由于合并范围减少所致；毛利润 85.59 亿元，同比减少 34.91%，毛利率 66.07%，同比降低 15.22 个百分点；期间费用 37.83 亿元，同比变动不大，期间费用率 29.20%，同比增长 14.71 个百分点，主要由于利息费用占比较大及营业收入减少所致；投资收益为 3.43 亿元，同比减少 8.89 亿元，主要由于 2018 年 1~3 月完成重庆万达文化旅游城的股权交割所致；公允价值变动收益为 33.18 亿元，同比变动不大；公司营业利润、利润总额与净利润分别为 70.35 亿元、69.57 亿元和 48.57 亿元，同比分别减少 44.69 亿元、45.36 亿元和 37.94 亿元。

总体来看，2018 年以来，公司受合并范围减少的影响，公司收入及利润规模有所降低，盈利能力有所下降，投资性房地产公允价值增值仍是公司营业利润的重要来源，但面临市场波动风险，存在不确定性。



## （二）自由现金流

2018 年，公司经营性净现金流仍保持着较大净流入，对债务及利息形成较好保障；公司加大项目的投及购买理财使得投资性现金净流出大幅增加。

2018 年，公司经营性净现金流为 291.14 亿元，继续表现为净流入，同比增长 13.80%；公司投资性净现金流为-271.42 亿元，净流出同比增加 181.74 亿元，主要是公司加大了项目的投入，同时以闲置资金进行理财产品投资。

**表 6 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况**

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
经营性净现金流（亿元）	10.14	291.14	255.84	379.76
投资性净现金流（亿元）	-169.69	-271.42	-89.67	-410.34
筹资性净现金流（亿元）	16.49	-395.09	38.05	309.84
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-	2.97	2.10	3.33
经营性净现金流/流动负债（%）	0.76	16.43	10.25	13.60

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 10.14 亿元，同比由净流出转为净流入，同比增加 73.70 亿元，主要由于经营活动现金流出同比减少；投资性净现金流为-169.69 亿元，同比净流出增加 45.45 亿元，主要由于公司加大对项目的投资及购买理财，仍持续保持净流出状态。

总体来看，2018 年以来，公司经营性净现金流入规模持续扩大，对利息和流动负债的覆盖程度不断增强；投资性净现金流持续保持净流出。随着公司业务去房地产化，未来物业销售规模下降，房产销售回款将有所减少，另一方面投资物业租赁及管理收入和毛利润将继续保持较高增速；转型轻资产开发模式，公司经营性支出会相应减少，投资性支出受项目推进及购买理财的影响将持续处于高位。

## （三）债务收入

公司债务融资渠道以银行借款和发行债券为主；2018 年，公司筹资性净现金流降幅较大。

公司债务融资渠道以银行借款和发行债券为主，与多家银行保持良好的合作关系，截至 2018 年末，公司共获得主要合作银行的授信额度 3,729.00 亿元，其中已使用授信 981.00 亿元，未使用授信 2,748.00 亿元；前五大授信银行授信额度为 1,796.00 亿元。

2018 年，公司筹资性净现金流为-395.09 亿元，同比由净流入转为净流出，主要是由于主要是发行债券及当期借款减少所致。2019 年 1~3 月，筹资性净现金流为 16.49 亿元，净流入金额同比大幅增加 63.90 亿元，主要是公司借款收到现金有所增加，以



及公司到期债务同比减少所致。

**表 7 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月债务融资情况分析（单位：亿元）**

财务指标	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	50.98	200.37	854.42	1,156.20
借款所收到的现金	39.95	192.72	817.05	1,061.63
筹资性现金流出	34.49	595.47	816.37	846.36
偿还债务所支付的现金	17.44	422.86	626.87	688.44

数据来源：根据公司提供资料整理

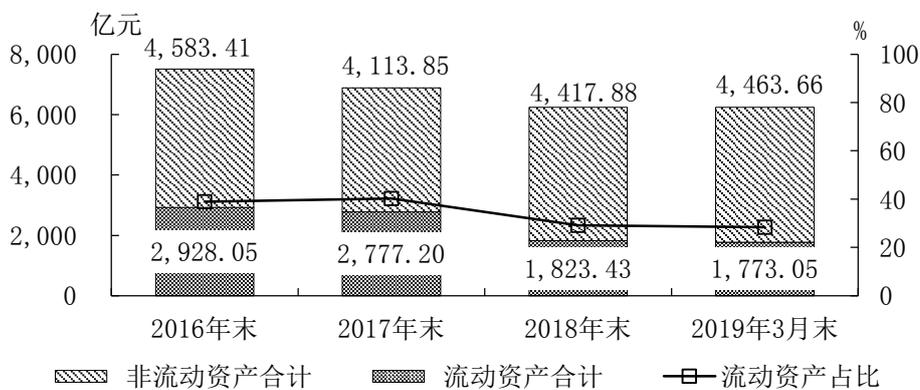
#### （四）外部支持

公司外部支持主要为政府补助，2018 年，公司收到的政府补助为 2.84 亿元，同比减少 8.49 亿元，公司外部支持对偿债来源的贡献度相对较低。

#### （五）可变现资产

2018 年以来，公司资产规模有所降低，仍以非流动资产为主；可变现资产主要包括投资性房地产、货币资金及存货，整体变现能力较好；公司受限资产比重较高，对资产流动性有一定影响。

受公司于 2018 年合并范围减少的影响，2018 年末，公司总资产为 6,241.30 亿元，同比降低 9.43%；截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 6,236.70 亿元，较 2018 年末变化不大，仍以非流动资产为主，占总资产比重为 71.57%。



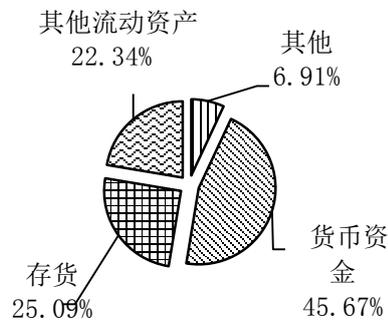
**图 2 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产结构**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产为 1,823.43 亿元，同比减少 34.34%；主要由货币资金、存货和其他流动资产等构成。2018 年末，公司货币资金为 832.70 亿元，同比减少 30.50%，主要是公司偿付到期债务、支付股利、偿付利息等所致；存货为 457.47 亿元，同比降低 51.01%，主要是公司当期 14 个文旅项目处置完成所致，存货中开发成本为 263.16 亿元，开发产品为 196.45 亿元，开发成本和开发产品分别计提跌价准备 5.03 亿元和



7.04 亿元；其他流动资产为 407.28 亿元，同比减少 6.36%，主要由于预缴税金及附加等减少所致，其他流动资产中委托贷款为 231.00 亿元，理财产品 86.30 亿元，预缴土地增值税 60.67 亿元，预缴增值税 21.21 亿元。



**图 3 截至 2018 年末公司流动资产构成情况**

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 3 月末，公司流动资产为 1,773.05 亿元，较 2018 年末变动不大；其中，货币资金为 668.45 亿元，较 2018 年末降低 19.72%，主要是增加对在建项目投入及偿还借款所致；其他流动资产 541.04 亿元，较 2018 年末增长 32.84%，主要是委托贷款、期末未到期的理财产品金额较大所致，流动资产其余各主要科目较 2018 年末均无重大变化。

公司非流动资产主要由投资性房地产构成。2018 年末，公司非流动资产 4,417.88 亿元，同比增加 7.39%，其中投资性房地产为 4,072.34 亿元，同比增加 7.45%。2019 年 3 月末，公司非流动资产为 4,463.66 亿元，较 2018 年末增长 1.04%，非流动资产主要科目较 2018 年末均无重大变化。

截至 2018 年末，公司为取得借款而抵押的受限资产共计 2,634.68 亿元，占净资产比重为 97.81%，占总资产比重为 42.24%，其中银行存款 0.82 亿元，存货、投资性房地产分别为 50.37 亿元和 2,539.71 亿元，此外用于借款抵押的固定资产、在建工程及无形资产合计为 43.78 亿元。此外，公司将部分万达广场项目子公司的股权或商业物业租金收入作为质押取得相关借款。总体来看，公司因抵押而受限的资产占总资产比重较大，对资产流动性产生一定影响。

2018 年，公司存货周转天数为 468.39 天，周转效率有所提升；同期公司应收账款周转天数为 2.33 天，周转效率有所下降，但仍处于较好水平。2019 年 1~3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 921.87 天和 5.63 天。



总体看，公司盈利能力保持稳定，经营性净现金流持续为净流入，筹资性净现金流降幅较大，公司资产规模有所下降，因抵质押受限的资产占比较高，对资产流动性产生一定影响。

总体看，公司盈利能力保持稳定，投资性房地产公允价值增值仍是公司营业利润的重要来源，但易受市场波动影响，存在不确定性。经营性净现金流持续为净流入，公司债务收入处于较高水平，筹资性净现金流降幅较大，资产规模有所下降，资产结构以非流动资产为主；因抵质押受限的资产占比较高，对资产流动性产生一定影响。

## 偿债能力

2018 年以来，公司负债规模持续降低，以非流动资产为主，资产负债率有所降低。

2018 年末，公司负债总额为 3,593.82 亿元，同比降低 19.47%；截至 2019 年 3 月末，公司负债总额为 3,543.05 亿元，较 2018 年末降低 1.41%，以非流动负债为主，占比 63.57%。

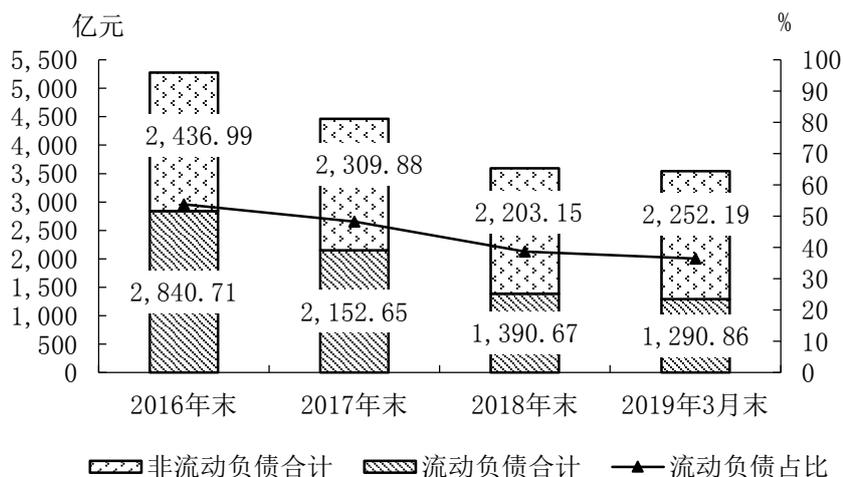


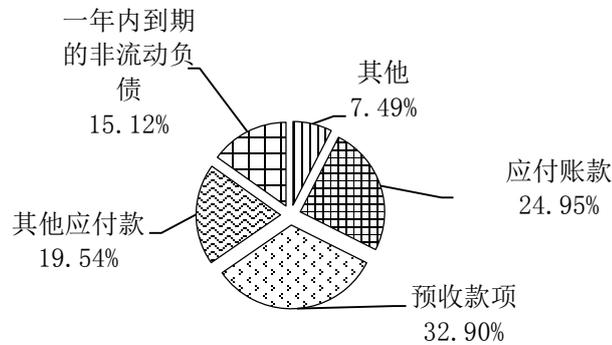
图 4 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资本结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债等构成。2018 年末，公司预收款项为 457.51 亿元，主要为预收售楼款，同比降低 41.23%，主要由于 14 家子公司被转让不再纳入合并范围以及房屋交付结转收入所致；应付账款为 346.94 亿元，同比降低 40.05%，主要由于 14 家子公司被转让不再纳入合并范围以及本期应付工程款计付款增加所致；其他应付款为 271.76 亿元，仍主要为往来款及土地增值税，同比下降 21.19%；一年内到期的非流动负债为 210.27 亿元，同比下降 22.95%，主要是一年内到期的应付债券转入所致；短期借款为 17.52 亿元，



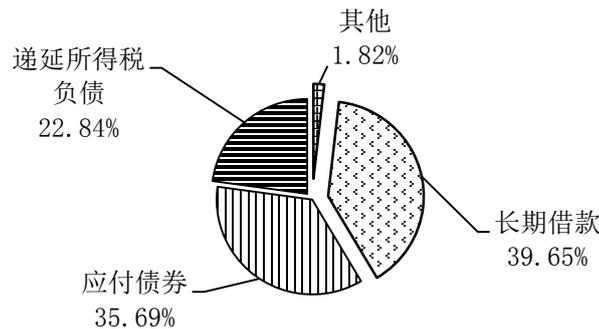
同比增加 12.25 亿元，均为担保借款。2019 年 3 月末，公司流动负债为 1,290.86 亿元，较 2018 年末降低 7.18%；其中，应付账款为 288.32 亿元，较 2018 年末降低 16.90%；流动负债其余各主要科目较 2018 年末均无重大变化。



**图 5 2018 年末公司流动负债构成情况**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债等构成。2018 年末，公司长期借款为 873.63 亿元，仍以担保借款为主，同比降低 5.11%；应付债券为 786.33 亿元，同比降低 13.10%，主要由于归还到期公司债券及部分转入一年内到期的应付债券所致；递延所得税负债为 503.11 亿元，同比增长 11.62%，主要是投资性房地产公允价值增值与计税基础之间的差异所致。2019 年 3 月末，公司非流动负债为 2,252.19 亿元，较 2018 年末增长 2.23%，非流动负债各主要科目较 2018 年末均无重大变化。



**图 6 2018 年末公司非流动负债构成情况**

数据来源：根据公司提供资料整理



2018 年，公司有息债务规模有所降低，以长期有息债务为主；随着公司在债券市场中直接融资渠道的拓展，债务结构有所优化，但仍存在偿付压力。

公司在项目开发过程中主要通过银行的开发贷款、经营贷款和信托机构的借款，以及部分委托贷款、发行债券等方式来满足项目资金需求，融资来源稳定。2018 年以来，随着公司出售文旅项目和酒店资产以及偿还部分到期借款，有息债务规模有所降低。截至 2018 年末，公司有息债务总额为 1,886.89 亿元，在负债总额中占比为 52.50%；从期限结构来看，公司有息债务以长期为主，占总息债务比重为 87.93%。

**表 8 2016~2018 年末万达商管集团有息债务情况<sup>4</sup>（单位：亿元、%）**

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期有息债务	226.93	278.17	244.67
长期有息债务	1,659.96	1,854.18	2,017.38
<b>总有息债务</b>	<b>1,886.89</b>	<b>2,132.36</b>	<b>2,262.05</b>
总有息债务/总负债	52.50	47.78	42.86

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 3 月末，公司境内存续的债券本金金额合计为 865.64 亿元，主要集中在未来 1~2 年内到期，存在一定的集中偿付压力。

**表 9 截至 2019 年 3 月末公司境内存续债券期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1,2] 年	合计
金额	300.00	565.64	865.64
占比	34.66	65.34	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

综合来看，2018 年以来，公司有息债务规模有所降低，随着公司直接融资渠道的拓展，债务结构有所优化，但仍存在偿付压力。

公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保。截至 2018 年末，公司尚未履行及未履行完毕的对外担保总额为 399.56 亿元，占净资产比重即担保比率为 15.09%，公司对外担保金额较小，其中为商品房承购人向银行提供的抵押贷款担保余额为 384.56 亿元，对非关联公司无锡融创城投资有限公司担保余额 15.00 亿元。

公司所有者权益结构仍较为稳定；2018 年以来，受益于未分配利润的增加，公司所有者权益继续增长。

2018 年末，公司所有者权益为 2,647.75 亿元，同比增长 9.02%，其中股本、资本公积和盈余公积仍为 45.27 亿元、248.31 亿元和 22.64 亿元；未分配利润为 2,146.01 亿元，同比增长 12.97%，主要是归属于母公司所有者的净利润增加所致；

<sup>4</sup> 公司有息债务未包含应付票据，未提供 2019 年 3 月末有息债务情况。



公司所有者结构仍较为稳定。2019 年 3 月末，公司所有者权益为 2,693.65 亿元，较 2018 年末增长 1.74%，主要是未分配利润增加所致。

**公司盈利能力保持稳定，流动性偿债来源结构稳定，资产变现能力较好，公司整体偿债能力极强。**

2018 年，公司 EBITDA 对利息的保障程度同比有所上升，为 5.49 倍；经营性现金流利息保障倍数为 2.97 倍，经营性现金流对利息形成有效覆盖。

公司流动性来源结构稳定，主要包括货币资金、未使用的银行授信以及经营性净现金流。截至 2019 年 3 月末，公司现金及现金等价物期末余额为 630.47 亿元，对流动性偿债来源形成一定支持，银行授信稳定，流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为 3.15 倍。

公司可变现资产主要为投资性房地产、存货、货币资金以及固定资产等，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动比率分别为 1.31 倍和 1.37 倍、速动比率分别为 0.98 倍和 1.03 倍，资产的变现能力较好。

总体而言，盈利能力有所下降，流动性偿债来源结构稳定，公司整体偿债能力极强。

## 结论

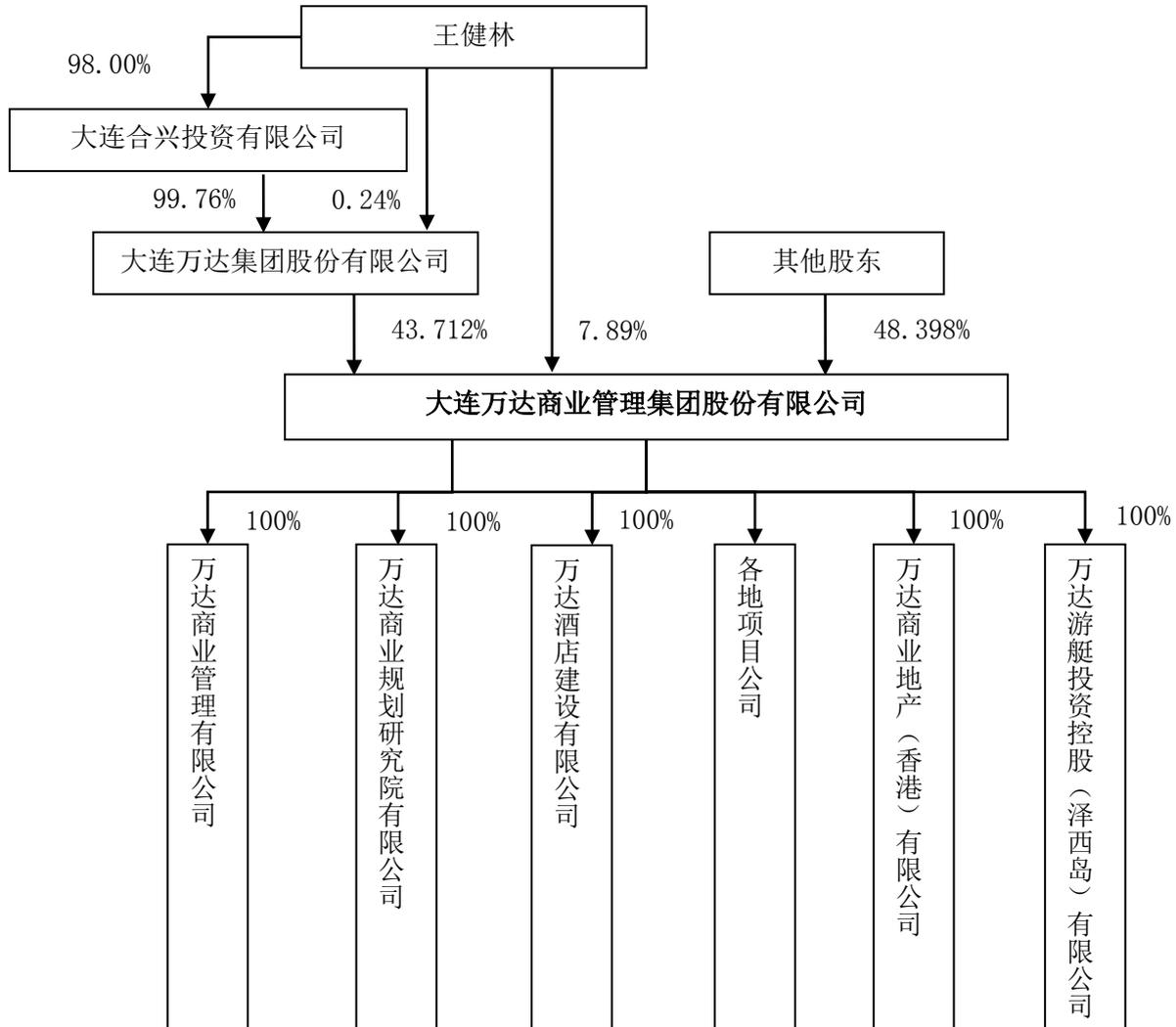
综合来看，公司的抗风险能力极强。公司形成了完整的商业地产产业链，招商能力强，运营经验丰富，综合运营能力很强，仍具有极强的规模和品牌优势，城市综合体项目业态丰富，物业出租情况良好，总体经营仍较为稳定，投资物业租赁及管理收入和毛利润继续保持较高增速。2018 年，公司经营性净现金流保持较大幅净流入，对债务及利息的保障能力较好；融资渠道较为通畅，以银行借款和发行债券为主；盈利对利息的保障程度处于较高水平，但公司有息债务较大，仍存在偿付压力。

综合分析，大公对公司“15 万达 01”、“15 万达 02”、“16 万达 01”、“16 万达 02”、“16 万达 03”、“16 万达 04”、“16 万达 05”、“16 万达 06”、“15 大连万达 MTN001”、“15 大连万达 MTN002”、“16 大连万达 MTN001”、“16 大连万达 MTN002”、“16 大连万达 MTN003”、“16 大连万达 MTN004”、“17 大连万达 MTN001”、“17 大连万达 MTN002”、“17 大连万达 MTN003”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



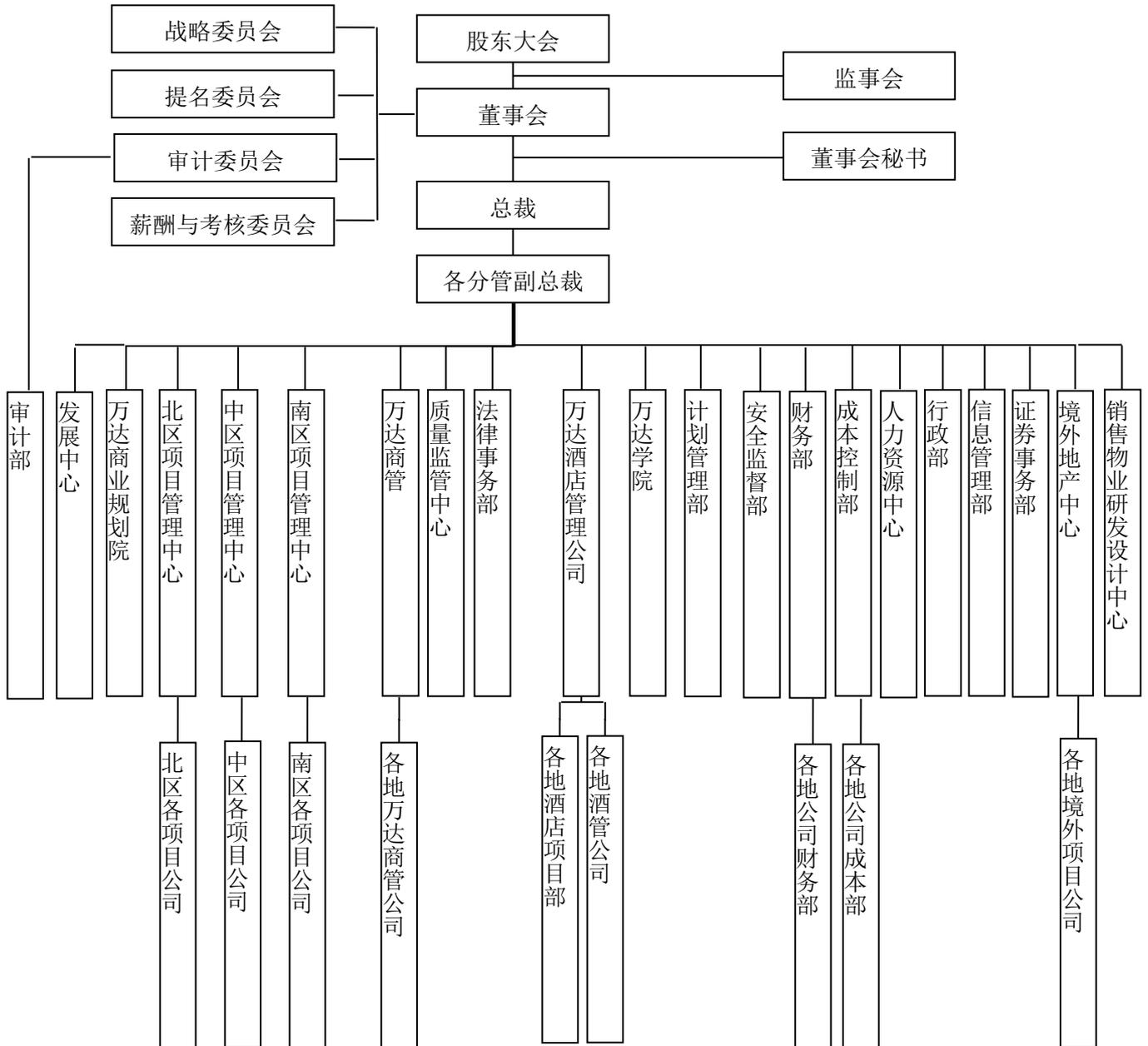
## 附件 1 公司治理

1-1 截至 2019 年 3 月末大连万达商业管理集团股份有限公司  
股权结构图





## 1-2 截至2019年3月末大连万达商业管理集团股份有限公司组织结构图



**附件 2 主要财务指标****2-1 大连万达商业管理集团股份有限公司主要财务指标**

(单位: 万元)

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年 (调整)	2016 年 (调整)
<b>资产类</b>				
货币资金	6,684,518	8,327,019	11,981,301	10,023,733
其他应收款	592,613	649,051	491,938	472,223
预付款项	195,162	195,759	262,692	474,262
存货	4,429,751	4,574,664	9,337,058	16,535,958
其他流动资产	5,410,370	4,072,842	4,349,371	1,515,866
流动资产合计	17,730,452	18,234,289	27,771,977	29,280,506
可供出售金融资产	177,905	177,905	505,275	82,950
投资性房地产	41,206,977	40,723,368	37,900,300	38,305,004
固定资产	746,889	753,627	788,542	4,284,292
在建工程	194,382	179,988	468,441	1,144,774
无形资产	305,819	307,004	326,686	849,841
非流动资产合计	44,636,564	44,178,782	41,138,500	45,834,056
<b>总资产</b>	<b>62,367,016</b>	<b>62,413,071</b>	<b>68,910,477</b>	<b>75,114,561</b>
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	10.72	13.34	17.39	13.34
其他应收款	0.95	1.04	0.71	0.63
预付款项	0.31	0.31	0.38	0.63
存货	7.10	7.33	13.55	22.01
其他流动资产	8.68	6.53	6.31	2.02
流动资产合计	28.43	29.22	40.30	38.98
可供出售金融资产	0.29	0.29	0.73	0.11
投资性房地产	66.07	65.25	55.00	51.00
固定资产	1.20	1.21	1.14	5.70
在建工程	0.31	0.29	0.68	1.52
无形资产	0.49	0.49	0.47	1.13
非流动资产合计	71.57	70.78	59.70	61.02
<b>负债类</b>				
短期借款	175,239	175,239	52,675	119,683
应付账款	2,883,191	3,469,370	5,786,914	7,968,499
预收款项	4,399,543	4,575,112	7,784,728	13,907,055
其他应付款	2,806,283	2,717,557	3,448,252	2,737,509
一年内到期的非流动负债	2,009,316	2,102,670	2,729,070	2,327,024



## 2-2 大连万达商业管理集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019年1~3月(未经审计)	2018年	2017年(调整)	2016年(调整)
<b>负债类</b>				
流动负债合计	12,908,621	13,906,714	21,526,507	28,407,073
长期借款	9,113,828	8,736,264	9,206,360	11,826,494
应付债券	7,852,096	7,863,327	9,048,529	8,174,142
长期应付款	355,003	352,010	286,956	173,156
非流动负债合计	22,521,885	22,031,503	23,098,777	24,369,878
<b>负债合计</b>	<b>35,430,506</b>	<b>35,938,217</b>	<b>44,625,284</b>	<b>52,776,951</b>
<b>占负债总额比(%)</b>				
短期借款	0.49	0.49	0.12	0.23
应付账款	8.14	9.65	12.97	15.10
预收款项	12.42	12.73	17.44	26.35
其他应付款	7.92	7.56	7.73	5.19
一年内到期的非流动负债	5.67	5.85	6.12	4.41
流动负债合计	36.43	38.70	48.24	53.82
长期借款	25.72	24.31	20.63	22.41
应付债券	22.16	21.88	20.28	15.49
长期应付款	1.00	0.98	0.64	0.33
非流动负债合计	63.57	61.30	51.76	46.18
<b>权益类</b>				
股本	452,735	452,735	452,735	452,735
资本公积	2,483,066	2,483,066	2,431,346	2,427,506
盈余公积	226,367	226,367	226,367	226,367
未分配利润	21,912,712	21,460,054	18,996,436	17,472,353
归属于母公司所有者权益	25,032,607	24,580,997	22,120,361	20,488,252
少数股东权益	1,903,903	1,893,856	2,164,831	1,849,358
<b>所有者权益合计</b>	<b>26,936,510</b>	<b>26,474,853</b>	<b>24,285,192</b>	<b>22,337,610</b>
<b>损益类</b>				
营业收入	1,295,431	10,654,943	13,556,671	12,985,479
营业成本	439,540	5,346,239	7,764,284	7,469,764
销售费用	37,198	307,544	495,196	507,117
管理费用	129,922	539,521	687,817	694,003
财务费用	207,669	873,277	789,502	736,844
资产减值损失	3,367	239,946	142,838	30,807
公允价值变动收益	331,782	1,560,331	1,909,918	2,016,238
投资收益	34,323	510,639	-727,806	234,352
营业利润	703,522	4,455,155	3,426,483	4,384,364
营业外收支净额	-7,791	-21,760	-47,641	96,218



### 2-3 大连万达商业管理集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019年1~3月(未经审计)	2018年	2017年(调整)	2016年(调整)
<b>损益类</b>				
利润总额	695,731	4,433,396	3,378,842	4,480,582
所得税	209,987	1,253,934	1,179,701	1,192,131
净利润	485,744	3,179,461	2,199,140	3,288,451
归属于母公司所有者的净利润	452,664	2,949,399	2,000,961	3,033,644
少数股东损益	33,080	230,062	198,179	254,807
<b>占营业收入比 (%)</b>				
营业成本	33.93	50.18	57.27	57.52
销售费用	2.87	2.89	3.65	3.91
管理费用	10.03	5.06	5.07	5.34
财务费用	16.03	8.20	5.82	5.67
资产减值损失	0.26	2.25	1.05	0.24
公允价值变动收益	25.61	14.64	14.09	15.53
投资收益	2.65	4.79	-5.37	1.80
营业利润	54.31	41.81	25.28	33.76
利润总额	53.71	41.61	24.92	34.50
所得税	16.21	11.77	8.70	9.18
净利润	37.50	29.84	16.22	25.32
归属于母公司所有者的净利润	34.94	27.68	14.76	23.36
<b>现金流量表</b>				
经营活动产生的现金流量净额	101,404	2,911,357	2,558,408	3,797,565
投资活动产生的现金流量净额	-1,696,925	-2,714,162	-896,726	-4,103,441
筹资活动产生的现金流量净额	164,866	-3,950,944	380,470	3,098,360



## 2-4 大连万达商业管理集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019年1~3月(未经审计)	2018年	2017年(调整)	2016年(调整)
<b>主要财务指标</b>				
EBIT	-	5,306,580	4,286,685	5,227,826
EBITDA	-	5,379,029	4,519,611	5,432,443
总有息债务	19,150,479	18,868,900	21,323,589	22,620,500
毛利率(%)	66.07	49.82	42.73	42.48
营业利润率(%)	54.31	41.81	25.28	33.76
总资产报酬率(%)	1.12	8.50	6.22	6.96
净资产收益率(%)	1.80	12.01	9.06	14.72
资产负债率(%)	56.81	57.58	64.76	70.26
债务资本比率(%)	41.55	41.61	46.75	50.31
长期资产适合率(%)	110.80	109.80	115.18	101.91
流动比率(倍)	1.37	1.31	1.29	1.03
速动比率(倍)	1.03	0.98	0.86	0.45
保守速动比率(倍)	0.52	0.60	0.56	0.35
存货周转天数(天)	921.87	468.39	599.82	801.51
应收账款周转天数(天)	5.63	2.33	1.80	1.62
经营性净现金流/流动负债(%)	0.76	16.43	10.25	13.60
经营性净现金流/总负债(%)	0.28	7.23	5.25	7.74
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-	2.97	2.10	3.33
EBIT 利息保障倍数(倍)	-	5.42	3.52	4.58
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	5.49	3.71	4.76
现金比率(%)	51.78	59.88	55.66	35.29
现金回笼率(%)	102.93	84.11	90.92	105.60
担保比率(%)	-	15.09	32.07	24.89



### 附件 3 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) =  $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) =  $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) =  $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) =  $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数<sup>5</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数<sup>6</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 =  $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$

<sup>5</sup> 一季度取 90 天。

<sup>6</sup> 一季度取 90 天。



23. 可变现资产= $\min(\sum \text{资产科目} * \text{变现系数}, \text{非受限资产})$
24. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
25. EBITDA 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
26. 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) =  $\text{经营性现金流量净额} / \text{利息支出} = \text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
27. 流动性来源 =  $\text{期初现金及现金等价物余额} + \text{未使用授信额度} + \text{外部支持产生的现金流净额} + \text{经营活动产生的现金流量净额}$
28. 流动性损耗 =  $\text{购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出} + \text{到期债务本金和利息} + \text{股利} + \text{或有负债 (确定的支出项)} + \text{其他确定的收购支出}$



## 附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		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		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		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		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		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		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		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		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		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。