



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2020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
偿债来源与负债平衡
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SDB【2020】072 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”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”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司
二〇二〇年六月二十四日





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	2020.3	2019	2018	2017
总资产	5,603.14	5,752.11	6,243.19	6,891.05
所有者权益	2,762.07	2,773.09	2,647.48	2,428.52
总有息债务	1,849.96	1,859.92	1,922.95	2,132.36
营业收入	62.31	786.56	1,065.49	1,355.67
净利润	27.55	250.96	317.95	219.91
经营性净现金流	-38.98	168.01	293.00	255.84
毛利率	63.06	53.69	49.82	42.73
总资产报酬率	1.11	7.68	8.56	6.26
资产负债率	50.70	51.79	57.59	64.76
债务资本比率	40.11	40.14	42.07	46.75
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	4.11	5.33	3.69
经营性净现金流 / 总负债	-1.34	5.11	7.27	5.25

注: 公司提供了 2019 年及 2020 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 2019 年财务报表进行了审计, 出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018 年数据采用 2019 年审计报告中对 2018 年的追溯调整数据, 2020 年 1~3 月财务报表未经审计。

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	2019.06
15 万达 02	50	5 (3+2)	AAA	AAA	2019.06
16 万达 01	50	5 (3+2)	AAA	AAA	2019.06
16 万达 02	80	5 (3+2)	AAA	AAA	2019.06
16 万达 03	50	5 (3+2)	AAA	AAA	2019.06
16 万达 04	30	5 (3+2)	AAA	AAA	2019.06
16 万达 05	20	5 (3+2)	AAA	AAA	2019.06
16 万达 06	20	5 (3+2)	AAA	AAA	2019.06
15 大连万达 MTN001	100	5	AAA	AAA	2019.06
15 大连万达 MTN002	50	5	AAA	AAA	2019.06
16 大连万达 MTN001	60	5	AAA	AAA	2019.06
16 大连万达 MTN002	60	5	AAA	AAA	2019.06

评级小组负责人: 马映雪

评级小组成员: 张洁 贾月华

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

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、酒店运营等业务，自 2020 年 1 月 1 日起，公司不再产生物业开发及销售收入。跟踪期内，公司商业地产仍具有很强规模和品牌优势，投资物业租赁及管理规模不断增加，资产负债率不断降低，2019 年，公司 EBITDA 和经营性净现金流均能对利息实现有效覆盖；同时，随着公司逐步去化及剥离房地产销售业务，营业收入和利润水平有所下降，2020 年 1~3 月，经营性净现金流转负，投资性房地产公允价值收益占营业利润比重仍较大，其他应收款对资金形成一定占用，截至 2020 年 3 月末，短期有息债务规模仍较大，仍面临一定偿付压力。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 公司商业地产板块招商能力和综合运营能力很强，行业地位仍然显著，仍具有很强的规模和品牌优势；
- 2019 年以来，公司投资物业租赁及管理规模不断增加，出租率维持在很高水平；
- 2019 年以来，随着公司逐步去化和剥离房地产销售业务，公司资产负债率不断降低，处于较低水平；
- 2019 年，公司 EBITDA 和经营性净现金流均能对利息实现有效覆盖。

主要风险/挑战：

- 2019 年，随着公司逐步去化及剥离房地产销售业务，营业收入和利润水平有所下降；
- 2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司向商户提供免租和租金延迟缴纳政策，经营性净现金流转负；
- 公司投资性房地产公允价值收益占营业利润比重仍较大，其评估价值面临一定市场波动风险；

- 公司其他应收款前五大合计占比较高，对公司资金形成一定占用；
- 截至 2020 年 3 月末，短期有息债务规模仍较大，仍面临一定偿付压力。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《一般工商企业信用评级方法》，版本号为 PF-YBGS-2020-V.1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（12%）	5.18
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	4.50
（三）区域环境	6.00
要素二：财富创造能力（58%）	6.38
（一）产品与服务竞争力	6.05
（二）盈利能力	6.99
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	5.70
（一）债务结构	7.00
（二）流动性偿债来源	6.31
（三）清偿性偿债来源	1.05
调整项	-0.05
主体信用等级	AAA

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理



评级历史关键信息

主体评级	债项简称	债项 评级	评级时间	项目组成员	评级方法 和模型	评级报告
AAA/稳定	16 万达 06	AAA	2019/06/19	王思明、栗婧岩、马映雪	大公房地产企业信用评级方法 (V.2)	点击阅读全文
	16 万达 05					
	16 万达 04					
	16 万达 03					
	16 万达 02					
	16 大连万达 MTN002					
	16 大连万达 MTN001					
	16 万达 01					
	15 万达 02					
	15 大连万达 MTN002					
	15 万达 01					
	15 大连万达 MTN001					
AAA/稳定	16 万达 06	AAA	2016/07/19	潘誉彬、韩光明	大公信用评级方法 总论	点击阅读全文
AAA/稳定	16 万达 05	AAA	2016/07/06	潘誉彬、韩光明		点击阅读全文
AAA/稳定	16 万达 04	AAA	2016/05/31	潘誉彬、王晶晶		点击阅读全文
AAA/稳定	16 万达 03	AAA	2016/05/19	胡聪、马红、董诗佳		点击阅读全文
AAA/稳定	16 万达 02	AAA	2016/03/31	郑孝君、马红		点击阅读全文
AAA/稳定	16 大连万达 MTN002	AAA	2016/01/29	郑孝君、马红、孙瑞		点击阅读全文
AAA/稳定	16 大连万达 MTN001	AAA	2016/01/29	郑孝君、马红、孙瑞		点击阅读全文
AAA/稳定	16 万达 01	AAA	2016/01/05	郑孝君、马红		点击阅读全文
AAA/稳定	15 万达 02	AAA	2015/09/29	郑孝君、马红		点击阅读全文
AAA/稳定	15 大连万达 MTN002	AAA	2015/08/28	蒋恒、马红		点击阅读全文
AAA/稳定	15 万达 01	AAA	2015/07/17	郑孝君、马红、赵希晨		点击阅读全文
AAA/稳定	15 大连万达 MTN001	AAA	2015/05/20	蒋恒、马红		点击阅读全文



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，在有效期限内，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。



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,并结合公司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	偿还公司债务, 补充公司营运资金及适用的法律法规允许的其他用途	已按募集资金要求使用
15 万达 02	50	49.52	2015.10.14~2020.10.14	偿还公司债务、补充公司营运资金及适用的法律法规允许的其他用途	已按募集资金要求使用
16 万达 01	50	48.88	2016.01.14~2021.01.14	补充流动资金	已按募集资金要求使用
16 万达 02	80	80.00	2016.05.06~2021.05.06	偿还金融机构借款, 补充流动资金	已按募集资金要求使用
16 万达 03	50	48.70	2016.05.24~2021.05.24	偿还金融机构借款, 补充流动资金	已按募集资金要求使用
16 万达 04	30	30.00	2016.06.13~2021.06.13	补充流动资金	已按募集资金要求使用
16 万达 05	20	19.96	2016.07.12~2021.07.12	补充流动资金	已按募集资金要求使用
16 万达 06	20	20.00	2016.07.27~2021.07.27	补充流动资金	已按募集资金要求使用
15 大连万达 MTN001	100	100.00	2015.07.31~2020.07.31	偿还金融机构借款	已按募集资金要求使用
15 大连万达 MTN002	50	50.00	2015.11.16~2020.11.16	偿还金融机构借款	已按募集资金要求使用
16 大连万达 MTN001	60	60.00	2016.03.29~2021.03.29	项目开发建设	已按募集资金要求使用
16 大连万达 MTN002	60	60.00	2016.04.28~2021.04.28	项目开发建设, 偿还银行贷款	已按募集资金要求使用

数据来源: 根据公司提供资料整理



发债主体

（一）主体概况

公司前身为大连万峰房地产开发有限公司，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%。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 36.55 亿元转换为股份，变更后公司股本总额为 36.00 亿元，其中万达集团持股比例为 58.16%，王健林持股比例为 7.39%。2018 年 2 月，公司变更为现名并办理完成工商变更登记手续。经过多次股权和资本变更，截至 2020 年 3 月末，公司股本总额仍为 452,734.76 万元，其中万达集团持有公司的股本比例为 45.04%，仍是公司控股股东，王健林直接持有公司 4.08% 的股权，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 51.83% 的股权，仍为公司实际控制人。公司注册地为辽宁省大连市。

（二）公司治理结构

治理结构方面，公司建立了由股东大会、董事会、监事会、高级管理人员组成的健全的公司治理结构。其中，股东大会是公司最高权力机构。公司设董事会，对股东大会负责；董事会由九名董事组成，其中独立非执行董事三名；董事会设董事长一名，不设副董事长。公司设监事会，监事会由三名监事组成，设主席一名。公司根据法规要求、行业特点和实际情况，建立了完善的管理制度体系，形成《大连万达商业管理集团股份有限公司管理制度汇编》，按行业和内容分有《行政管理制度》、《项目管理制度》、《酒店管理公司制度》、《商业管理公司制度》。此外，公司根据自身管理和工作需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足公司日常管理的需要。总体而言，公司内部持续完善组织架构，经营管理层权责明确，运作规范，为公司健康、快速发展提供了保障，切实保障了公司及股东的合法权益。

公司发展战略目标是在巩固先发优势基础上，扩大商业不动产持有及管理面积，不断丰富产品及商业业态；运用先进技术平台和手段，推动线上线下融合及业务创新；探索“轻资产”模式，提升资产可持续增长能力，进一步增强竞争优势，并致力于成为国际领先的线上线下融合的生活消费及文化娱乐平台提供商。

（三）征信信息

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2020 年 4 月 13 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件。截至本报告出具日，公司在公开市场发行的各类债务融资工具均按时偿还到期本息。



偿债环境

2019 年以来，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，经济中长期高质量发展走势不会因此改变；商业地产存在较大的地区性差异，其资金投入大、周转期较长，对开发企业的运营管理能力要求较高；疫情对大型商业产生较大影响，主要体现在商业广场客流量降低、租户经营出现波动等方面。

（一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新型冠状病毒肺炎疫情影响，经济增速转负，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，预计在逆周期调节政策的带动下，经济将会恢复增长，同时我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响，我国 GDP 为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示



出我国经济的巨大韧性和健康活力。

2020 年一季度以来，针对疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府债务额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度¹，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流动性合理宽裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，尤其通胀水平回落，政策边际空间充足，提质增效的财政政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳健康运行。

2020 年突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态，在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下，在逆周期调节政策的有力支持下，创新型经济将加速供给侧改革、产业升级和产业结构优化，区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大，预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

（二）行业环境

在城镇化进程推进、居民消费水平提高及消费升级的作用下，商业地产面临较好的发展前景；商业地产属于资本和专业管理技术密集的产业，资金投入大、周转期较长，对开发企业的运营管理能力要求较高。

随着中国城市规模的扩张、城市人口的集聚和居民收入的快速增长，消费者对商业的需求愈发旺盛。与此同时，建设多样化商业综合体项目成为各地区政府

¹ 资料来源：财政部



提升居民人居环境，提高城市生活质量的重要途径之一。商业综合体市场受多种因素的影响，包括城镇化进程、人口增长和消费结构升级等。中国城镇化比例以每年 1 至 1.5 个百分点的速度推进，到 2019 年已经达到 60.60%。每增长 1 个百分点，意味着约有 1,300 万人口涌进城市，这将为我国城市带来巨大的住房和消费需求。2019 年，中国城镇居民人均可支配收入 42,359 元，同比增长 7.9%。我国居民收入的快速增长有力地推动了消费升级，交通、通信、文教娱乐等类型的消费支出上升明显。

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。二线及以下城市经济水平差异较多，且商业地产的供给量不同，导致区域存在较大差异。三、四线城市商业发展水平相对落后，商业模式仍以传统住宅底商及商业街为主，大型商业广场较为缺乏。但在城镇化和经济发展的双重推力作用下，我国三、四线城市社会消费品零售总额和城镇居民人均收入均逐年增加，消费需求随之呈现增长态势，未来三、四线城市商业广场市场潜力巨大。

城市型商业广场是国内商业广场开发的主流，商业广场正在从大而全的操作模式往主题化、精细化的方向转变，同时，随着一、二线城市核心区域的发展日渐完善，区域型商业广场也成为此类城市的市场热点。

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。

总体来看，商业地产依托于城市经济的发展，受区域经济和商业氛围影响，其发展存在较大的地区性差异，一线城市商业地产最为成熟，二线城市商业地产区域差异较大，三、四线城市商业广场未来市场潜力巨大；此外区域型商业广场成为新的市场热点。商业地产属于资本和专业管理技术密集的产业，资金投入大、周转期较长，对开发企业的运营管理能力要求较高。

2019 年以来，房地产政策调控的主体基调为坚持“房住不炒”，该基调不断被重申；房地产行业集中度逐年提升，领军企业竞争优势愈发明显，大型房地产企业议价能力较强，中小型房企未来或将面临一定的压力。

房地产行业是政策敏感度极高的行业，尤其当政策调整涉及信贷、金融利率、住房结构及土地时，都会对行业供需产生影响。2018 年调控政策的一大变化就



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，中华人民共和国住房和城乡建设部等七部委也对北京、上海等 30 个城市多次开展治理房地产市场乱象专项行动。2018 年 12 月，住房和城乡建设工作会议和中央经济会议在京召开，确定 2019 年房地产政策调控的主体基调为坚持“房住不炒”，以“稳”为主，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，坚持因城施策、分类指导，落实城市主体责任。2019 年 4 月，中共中央政治局会议重申房地产调控总基调，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。2019 年 7 月，中共中央政治局会议在坚持总基调的基础上，提出不将房地产作为短期刺激经济的手段。2019 年 12 月，中央经济工作会议提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。2019 年以来，我国房地产政策主体基调不变，且不断被重申，房地产调控政策保持稳定。

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。从行业集中度来看，2016 年以来，房地产企业销售金额集中度和销售面积集中度逐步提升。2019 年，品牌房地产企业业绩规模继续增长，碧桂园控股、万科地产和恒大地产仍位于前三强，其中碧桂园以 7,715.30 亿元位居销售金额第一位，同比上升 5.88%；销售金额过千亿的房地产企业数量达到 34 家，同比增加 3 家。

在项目建设方面，大型房地产企业在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，同时部分企业向房屋建筑领域的延伸有助于进一步降低建安成本，提升产品质量。由于大型房地产企业在项目选择、销售和建设方面均有较强的控制力，具备良好的业务发展基础。因此，预计未来 3~5 年，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度，中小型房企未来或将面临着一定的压力。



疫情对房地产开发企业 2020 年一季度开工、销售带来一定影响，需加强关注现阶段高杠杆房企的债务偿还风险；疫情亦对大型商业产生较大影响，主要体现在商业广场客流量降低、租户经营出现波动等方面。

在疫情的影响下，2020 年 1~3 月，全国房地产开发投资 2.20 万亿元，同比下降 7.70%，降幅较 1~2 月收窄 8.60 个百分点。其中，住宅投资 1.60 万亿元，住宅投资占房地产开发投资的比重为 72.73%。截至 2020 年 2 月 3 日，已经有超过 110 个城市发布了应对疫情关于房地产方面的政策，主要内容为建议或要求商品房售楼部和房产中介门店暂停营业和建筑工地不早于 2 月 9 日复工或新开工。随着售楼处的关闭、中介机构的暂停营业，2020 年一季度房地产市场成交压力较大。鉴于历史上一季度的销售和开工占比较小，伴随疫情的结束以及购房需求的延后，后续销售和新开工或可恢复。从政策走势上来看，受疫情的影响，房地产调控政策在企业融资审批流程环节上略有放宽，但“房住不炒”的总基调不会变，各地继续因城施策。

对于房企而言，本次疫情对房企销售回款产生影响，而销售回款是房企最重要的开发资金来源，短期内充足的货币资金最为重要，销售及回款的走弱意味流动性紧张，房企拿地及新开工将更为谨慎，或将影响全年可售资源。此外，2020 年，房企到期需要偿还的信用债规模超过 3,500 亿元，较为集中的债务期限以及较大的偿债规模，使得房企整体偿债压力较大，行业处于偿债高峰期，本次疫情对房企一季度开工和销售带来一定影响，需加强关注现阶段可售资源较少、高杠杆房企债务偿还风险。

疫情亦对商业地产中购物中心和百货等大型商业产生较大影响，主要体现在商业广场客流量降低、租户经营出现波动等方面。短期内，由于零售商的扩张开店需求放缓和延迟，导致零售商对于新建购物中心开店的需求不足，致使购物中心招商难度加大，空置率有所上升，一些在建购物中心项目也因此减缓交付，市场供应有所减少。受疫情影响，一些零售商加大在线上平台的拓展力度，更大程度的发挥线上线下结合的方式来减少不利影响，以克服疫情所造成的对于实体店的冲击，同时，部分仍在开店的零售商也会提出对其自身更为有利的租赁条件，租金有所下降。长期来看，随着城镇化进程的推进及居民收入水平的提升，消费市场未来仍将具有持续增长潜力，因此在疫情得到有效控制后，零售商的扩张计划将会持续发展。



财富创造能力

2019 年，随着公司逐步去化及剥离房地产业务，营业收入和毛利润有所减少，投资物业租赁及管理业务毛利率维持在较高水平，带动公司整体毛利率有所提升；2020 年 1~3 月，因无物业销售收入，且受疫情影响，投资物业租赁和酒店运营收入均下降，公司营业收入同比有所下降。

公司主要从事投资物业租赁及管理、酒店运营、物业销售和其他业务，其中 2019 年，投资物业租赁及管理业务成为公司利润的主要来源。随着公司逐步去化及剥离房地产业务，2019 年，公司营业收入和毛利润同比分别下降 26.18% 和 20.45%；但随着高毛利的投资物业租赁及管理业务占比提升，综合毛利率同比增加 3.87 个百分点。

具体业务来看，2019 年，公司投资物业租赁及管理板块营业收入及毛利润同比分别增长 16.13% 和 12.24%，占比均有所提升，主要是因为持有型出租物业可出租面积快速增长，出租率稳定在很高水平，以及经营进入成熟期的购物中心租金水平上升；毛利率基本稳定且维持在较高水平。酒店运营板块营业收入和毛利润同比变化不大，毛利率同比减少 2.99 个百分点，主要是培育期酒店毛利较低所致。随着公司逐步去化及剥离存量房地产业务，物业销售板块营业收入和毛利润同比分别大幅下降 44.32% 和 49.10%，毛利率同比减少 3.48 个百分点。根据公司发展规划，物业销售业务已于 2019 年 12 月 31 日前全部处置完毕。

表 2 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	62.31	100.00	786.56	100.00	1,065.49	100.00	1,355.67	100.00
投资物业租赁及管理	58.45	93.80	351.48	44.69	302.65	28.40	246.51	18.18
酒店运营	1.80	2.89	14.69	1.87	14.69	1.38	59.31	4.37
其他	2.06	3.31	420.39	53.45	748.15	70.22	1,049.85	77.44
其中：物业销售	-	-	382.18	48.59	686.33	64.41	1,011.41	74.61
毛利润	39.29	100.00	422.31	100.00	530.87	100.00	579.24	100.00
投资物业租赁及管理	38.65	98.37	268.00	63.46	238.77	44.98	194.02	33.50
酒店运营	0.10	0.25	6.30	1.49	6.74	1.27	18.31	3.16
其他	0.54	1.37	148.01	35.05	285.36	53.75	366.91	63.34
其中：物业销售	-	-	141.46	33.50	277.89	52.35	357.74	61.76
毛利率	63.06		53.69		49.82		42.73	
投资物业租赁及管理	66.13		76.25		78.89		78.71	
酒店运营	5.43		42.89		45.88		30.87	
其他	26.21		35.21		38.14		34.95	
其中：物业销售	-		37.01		40.49		35.57	

数据来源：根据公司提供资料整理



2020 年 1~3 月，公司营业收入同比下降 51.90%，主要是受疫情影响，投资物业租赁和酒店运营收入均明显下降，且根据公司发展规划，自 2020 年 1 月 1 日起，公司将仅从事商业物业投资及运营管理，不再产生物业开发及销售收入；同期，综合毛利率同比减少 3.01 个百分点，主要是在疫情期间，公司对全国已开业万达广场内所有商户自 1 月 25 日~2 月 29 日的租金及物业费实行全免政策，以及酒店运营板块受疫情影响利润大幅减少。

预计未来 1~2 年，公司主营业务将集中于以万达广场为核心产品的投资物业租赁及管理板块，毛利率将维持在较高水平。

（一）投资物业租赁及管理

公司商业地产招商能力强，运营经验丰富，仍具有很强的规模和品牌优势，综合运营能力很强，行业地位显著。

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，行业地位显著。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。

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，满足消费者休闲、购物、娱乐一体化的“一站式消费”需求，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。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，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。2019 年，公司位于观点指数研究院发布的《2019 年度中国商业地产运营能力 TOP30》第一名。整体来看，公司综合运营能力很强，仍具有很强的规模和品牌优势。

公司持续推进商业地产业务转型，以轻资产类型的万达广场开发投资为主，去房地产化，并持续提升资产管理能力；合作开发模式有助于公司加快扩张速度并减轻投资压力。

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。其中公司商业地产最重要的转型方向即以“轻资产”为主，去房地产化，并开展商业地产的合作开发模式，该模式是公司进行商业广场运营管理的一种新方式，由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。2019 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，合作开发模式有助于公司加快扩张速度并减轻投资压力。

公司商业物业项目业态丰富；2019 年以来，凭借突出的土地获取能力、项目操盘和运营能力，公司投资物业租赁及管理规模不断增加，出租率维持在很高水平。

万达购物中心是城市综合体的核心，由主力店、次主力店和室内步行街商铺构成。公司开发的商业物业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。

公司商业物业项目业态组合涵盖了零售、休闲、娱乐、餐饮和体验服务。不同城市的万达广场根据其定位，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。

2019 年以来，凭借突出的土地获取能力、项目操盘和运营能力，公司投资物业租赁及管理规模不断增加，截至 2020 年 3 月末，累计开业万达广场 324 个，分布于全国 200 多座城市，其中自持 243 个，轻资产项目 81 个；公司万达广场总建筑面积及总可租面积分别达到 4,727.44 万平方米和 3,220.08 万平方米。随着前期物业逐渐进入成熟期及稳定期，公司平均租金不断增加，2020 年 1~3 月，平均租金有所上升，主要是平均租金依据合同租金及面积计算，2020 年年初合同变更，租金单价有所提升。2019 年物业出租率为 99.30%，2020 年 1~3 月，受疫情影响，出租率有所下降，但仍维持在很高水平。

截至 2020 年 3 月末，公司 324 座万达广场以及丹寨万达小镇已全部恢复营业。5 月 1 日到 5 月 5 日期间，全国万达广场实现客流和销售的大幅回升，和去年同期比，万达广场累计客流回升度达到 93%，累计销售回升度达到 95%。

表 3 2017~2019 年末及 2020 年 1~3 月万达商管投资物业租赁及管理部分经营情况

项目	2020 年 1~3 月	2019 年末	2018 年末	2017 年末
新开万达广场数目（个）	1	43	49	50
累计开业万达广场数目（个）	324	323	280	231
总建筑面积（万平方米）	4,727.44	4,715.52	4,147.63	3,599.72
总可出租面积（万平方米）	3,220.08	3,209.97	2,810.93	2,392.19
出租率（%）	97.83	99.30	99.39	99.95
平均租金（元/平方米/月） ²	113.40	111.32	110.60	104.29

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司通过土地招拍挂获得 4 块土地，总土地面积 17.42 万平方米，

² 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。



收购 8 块土地项目，总土地面积 32.10 万平方米，截至 2019 年末，公司拥有的土地储备总建筑面积约 246.87 万平方米，均用于开发建设万达广场。

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，与其他品牌达成合作营销；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。

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，客流量仍相对稳定。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仍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；2019 年公司管理酒店数量同比有所增加。

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。公司旗下主要拥有顶级酒店-万达瑞华（Wanda Reign）、豪华酒店-万达文华（Wanda Vista）、高端酒店-万达嘉华（Wanda Realm）、高端精选酒店-万达锦华（Wanda Jin）及中高端酒店-万达美华（Wanda Moments）五大酒店品牌，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。截至 2019 年末，公司自持 8 家已开业酒店（其中自管品牌 6 家，委托管理品牌 2 家），管理 73 家已开业酒店，管理酒店数量同比增加 10 家。

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、广播等方式宣传及推广酒店，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用类似的原则，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。

（三）其他

随着公司逐步去化及剥离存量房地产项目，2019 年，开工面积、签约面积及结算面积均有所降低，相应的签约金额及结算金额也有所降低；2019 年末，公司将房地产开发和销售项目全部处置完毕，之后便不再产生物业开发及销售收入。

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。公司销售的物业主要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，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。2019 年，公司继续去化及剥离房地产销售业务，主要通过两种方式：加速销售以自然消化；向控股股东或第三方出售存量销售物业项目公司股权，其中是以前者为主。同期，随着房地产项目去化的推进，公司开工面积、竣工面积、签约及结算面积均有所降低，相应的签约金额及结算金额也有所降低。2019 年末，公司将剩余房地产项目公司转让予万达地产集团有限公司（以下简称“万达地产”）；自 2020 年 1 月 1 日起，公司不再产生物业开发及销售收入。

表 4 2017~2019 年万达商管物业销售经营情况

项目	2019 年	2018 年	2017 年
开工面积（万平方米）	95.51	149.12	279.61
竣工面积（万平方米）	228.48	340.17	993.86
签约金额（亿元）	304.59	455.44	732.77
签约面积（万平方米）	198.35	475.02	717.17
签约均价（元/平方米）	15,356.19	9,587.81	10,217.52
结算金额（亿元）	382.18	686.33	1,011.41
结算面积（万平方米）	517.70	795.04	1,209.25
结算均价（元/平方米）	7,382.39	8,632.56	8,363.92

数据来源：根据公司提供资料整理



偿债来源与负债平衡

2019 年，受业务调整影响，公司利润水平有所下降，但 EBITDA 对利息仍能实现有效覆盖；公司经营性现金流保持净流入，融资渠道丰富，未使用银行授信额度充足；公司总资产规模不断下降，投资性房地产占比较高，其他应收款对资金形成一定占用，受限资产规模仍较大，对资产流动性产生一定不利影响。

（一）偿债来源

1、盈利

2019 年，公司利润水平有所下降，但 EBITDA 对利息仍能实现有效覆盖；投资性房地产公允价值变动收益占营业利润比重较高，其评估价值仍面临一定市场波动风险；2020 年 1~3 月，公司利润水平同比下降明显，利润主要构成为公允价值变动收益和投资收益。

2019 年，随着公司逐步去化及剥离存量房地产业务，公司营业收入不断减少，但毛利率不断提升，主要是高毛利的投资物业租赁及管理业务占比提升。

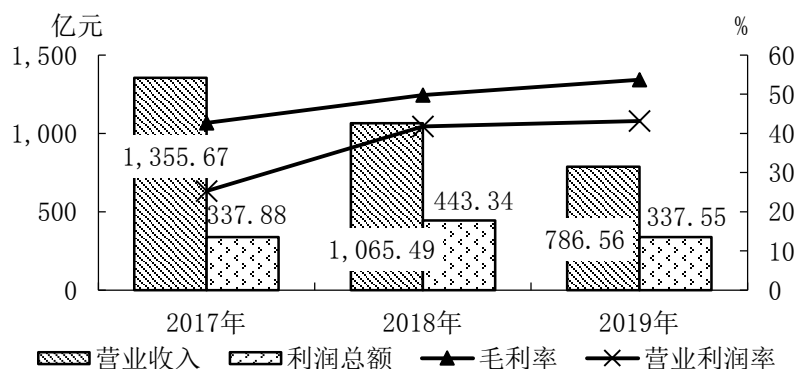


图 1 2017~2019 年公司收入和盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司期间费用同比增长 8.40%，其中销售费用同比增长 4.74%，主要是由于公司未来不再从事物业销售业务，故根据预计维修费用和诉讼索赔等费用可能发生情况预提了维修费用与诉讼索赔及产品质量保证金；管理费用同比增长 6.15%，主要是由于公司业务调整，当期清盘项目增多，在项目办理完成决算后，根据公司奖金发放制度，计提当期决算奖金，导致职工薪酬增加；财务费用同比增长 11.11%，主要是在建项目数量减少，资本化利息支出减少，导致费用化利息支出增加，同时，公司部分存续债券利率上调导致利息支出增加。同期，期间费用率同比增加 7.62 个百分点。



表 5 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司期间费用及占营业收入比重（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	1.59	32.21	30.75	49.52
管理费用	13.29	57.27	53.95	67.44
财务费用	23.20	97.03	87.33	78.95
研发费用	0.25	1.45	1.36	1.34
期间费用	38.32	187.96	173.40	197.25
期间费用/营业收入	61.51	23.90	16.27	14.55

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，资产减值损失为 9.25 亿元，同比下降 61.47%，主要是坏账损失 10.16 亿元计入信用减值损失科目所致，资产减值损失主要来源于万达游艇投资控股（泽西岛）有限公司和陕西锦世达置业有限公司商誉减值损失，以及存货中开发产品及开发成本计提减值损失；公允价值变动收益为 120.67 亿元，同比下降 22.67%，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 35.52%，占比仍较高，公司拥有大量自持物业，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而存在一定波动风险；同期，投资收益为 78.23 亿元，同比增长 53.20%，主要是来源于向万达地产转让 22 家公司股权事项以及理财产品、委托贷款产生的收益。

2019 年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 339.71 亿元、337.55 亿元和 250.96 亿元，受营业收入和公允价值变动收益同比减少影响而同比分别下降 23.75%、23.86%和 21.07%；总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.68%和 9.05%，同比分别降低 0.87 和 2.96 个百分点，EBITDA 利息保障倍数为 4.11 倍，仍能实现有效覆盖。

2020 年 1~3 月，公司实现营业收入 62.31 亿元，同比下降 51.90%，主要是受疫情影响，投资物业租赁和酒店运营收入下降，同时公司不再产生物业开发及销售收入所致；毛利率为 63.06%，同比下降 3.01 个百分点；期间费用为 38.32 亿元，因疫情影响，公司缩减销售费用支出，但管理费用和财务费用相对刚性且同比均有所增加，导致期间费用同比略有增加，期间费用率为 61.51%，因营业收入下降而同比大幅上升 32.57 个百分点；公允价值变动收益为 30.50 亿元，同比变动不大，仍主要来源于投资性房地产评估价值变动，公允价值变动收益占营业利润比重为 78.11%；投资收益为 10.65 亿元，同比大幅增加 7.22 亿元，主要是理财产品收益较大，投资收益占营业利润比重为 27.28%；同期，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 39.05 亿元、39.53 亿元和 27.55 亿元，同比分别下降 44.50%、43.19%和 43.27%，期间公司利润的主要构成为公允价值变动收益和投资收益。



总体来看,2019 年,公司期间费用率有所提升,利润水平有所下降,但 EBITDA 对利息仍能实现有效覆盖;公司投资性房地产公允价值变动收益是营业利润的重要来源,但其评估价值面临一定市场波动风险,仍存在一定不确定性。2020 年 1~3 月,受疫情影响,投资物业租赁和酒店运营收入下降,同时公司不再产生物业开发及销售收入,公司利润水平同比下降明显,利润主要构成为公允价值变动收益和投资收益。

2、现金流

2019 年,经营性现金流仍为净流入,但因销售物业开发规模降低,净流入规模有所减少;投资性现金流受项目推进及购买理财支出影响而持续净流出。2020 年 1~3 月,公司向商户提供免租和租金延迟缴纳政策,经营性净现金流转负。

2019 年,公司经营性净现金流保持净流入,仍主要是出租物业租金流入、物业管理费流入以及存量销售物业的销售回款,净流入规模同比下降 42.66%,主要是由于公司战略转型,销售物业开发规模降低,销售预收款有所减少;同期,投资性净现金流仍为净流出,主要是持有型物业土地购置和建安支出,以及用闲置资金进行理财产品投资支出。

2020 年 1~3 月,受疫情影响,公司向商户提供免租和租金延迟缴纳的优惠政策,使得经营性净现金流同比由净流入 10.14 亿元转为净流出 38.98 亿元;投资性现金流仍为净流出,主要是自持物业投资,得益于公司轻资产战略的推行,投资性现金流净流出额同比下降 54.62%。

表 6 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流(亿元)	-38.98	168.01	293.00	255.84
投资性净现金流(亿元)	-77.01	-57.23	-273.19	-89.67
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-1.70	1.53	2.88	2.08
经营性净现金流/流动负债(%)	-3.92	13.87	16.53	10.25
经营性净现金流/总负债(%)	-1.34	5.11	7.27	5.25

数据来源:根据公司提供资料整理

截至 2020 年 3 月末,公司在建及拟建万达广场共有 24 个,分布于北京、上海、天津、哈尔滨、桂林等地,上述项目规划总建筑面积合计 295.09 万平方米,总可租面积为 222.02 万平方米,预计总投资额合计 203.48 亿元,截至 2020 年 3 月末已投资 67.44 亿元,仍需投资 136.04 亿元,公司未来仍需较大规模资金支出。

总体来看,2019 年,随着公司房地产开发及销售业务的去化和剥离,房产销售回款有所减少,经营性现金净流入规模有所减少,但其中物业租金流入及物



业管理费流入保持稳定；公司投资性支出受项目推进及购买理财的影响持续处于净流出。2020 年 1~3 月，公司向商户提供免租和租金延迟缴纳政策，经营性净现金流转负。

3、债务收入

2019 年以来，公司筹资性现金流持续净流出；公司融资渠道丰富，其中以银行贷款和发行债券为主；授信额度稳定，未使用授信额度充足。

2019 年，公司筹资性现金流净流出规模同比减少 192.92 亿元，主要是筹资流入增加及偿还债务同比减少所致。2020 年 1~3 月，筹资性净现金流同比由 16.49 亿元转为-63.86 亿元，主要是偿还债务及利息、支付股利所致。

表 7 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司融资变化情况（单位：亿元）

财务指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	36.19	311.53	200.37	854.42
借款所收到的现金	36.16	293.44	192.72	817.05
筹资性现金流出	100.05	513.70	595.47	816.37
偿还债务所支付的现金	57.81	310.86	422.86	626.87
筹资性净现金流	-63.86	-202.18	-395.09	38.05

数据来源：根据公司提供资料整理

公司融资方式主要包括银行借款、发行债券、信托借款、资产证券化以及海外债等，渠道较为丰富，其中以银行贷款和发行债券为主；公司与多家银行保持良好的合作关系，授信额度稳定，截至 2019 年末，公司共获得主要合作银行授信额度 3,779 亿元，其中已使用授信 1,002 亿元，未使用额度 2,777 亿元，未使用授信额度充足。

4、外部支持

公司获得的外部支持主要为政府补助，金额仍较小，对偿债来源贡献较弱。

公司获得的外部支持主要为政府补助，2019 年，公司获得的政府补助为 3.43 亿元，金额仍较小，对公司偿债来源贡献度仍较低。

5、可变现资产

2019 年以来，随着公司逐渐去化及剥离房地产开发及销售业务，资产总额不断下降，其中投资性房地产占比仍较高；公司其他应收款前五大及关联方占比较高，对资金形成一定占用；受限资产规模仍较大，对资产流动性产生一定不利影响。

2019 年以来，随着公司转型轻资产运营，逐渐去化及剥离房地产开发及销售业务，公司资产总额不断下降，其中仍以非流动资产为主。截至 2020 年 3 月末，资产总额为 5,603.14 亿元，其中非流动资产为 4,499.11 亿元，占比 80.30%。

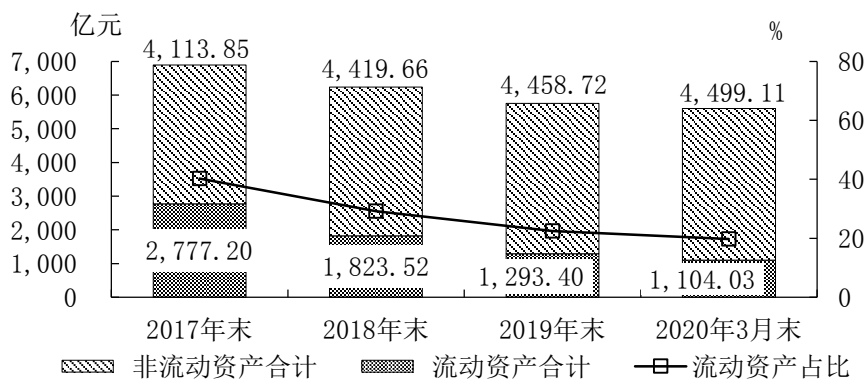


图2 2017~2019年末及2020年3月末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由货币资金、其他流动资产、其他应收款、持有待售资产和交易性金融资产等构成。2019年末，货币资金为657.67亿元，同比下降21.03%，主要是公司偿付到期债务及利息、支付股利及万达广场建设支出，以及部分子公司出表所致，受限货币资金占比1.50%；其他流动资产为335.35亿元，主要是预缴各项税金、委托贷款和理财产品等，同比下降17.66%，主要是预收售房款减少，导致预缴土地增值税减少。

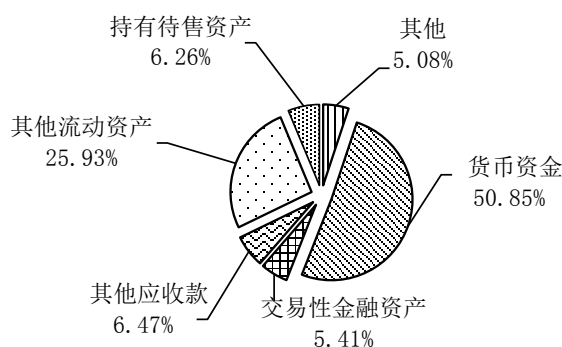


图3 截至2019年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司其他应收款主要是股权转让款、往来款、代垫款项及各项押金保证金等，2019年末，其他应收款为83.64亿元，同比增长40.39%，主要是股权转让款增加所致；累计坏账准备13.30亿元，计提比例13.71%，主要是按单项评估计提预期损失，按信用风险特征组合计提信用损失的1年以内其他应收款占比54.72%；其他应收款期末余额前五名金额合计为75.75亿元，占余额比例78.14%，占比较高，且关联方占比较高，对公司资金形成一定占用。

2019年末，公司持有待售资产为80.96亿元，主要是由于公司期间转让部分房地产销售板块子公司股权，截至期末股权交易尚未完成而作为持有待售资产



列示；同期，公司新增交易性金融资产 70.00 亿元，主要是列报格式变更调整所致。

表 8 截至 2019 年末公司其他应收款期末余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否关联方	余额	占其他应收款余额比例	款项性质	账龄	坏账准备余额
万达地产	关联方	48.08	49.60	股权收购款	1 年以内	-
中国泛海控股集团有限公司	非关联方	13.00	13.41	往来款	1 年以内	0.13
富力地产(香港)有限公司	非关联方	5.49	5.66	股权收购款	1~2 年	3.66
AWH Investment Group	非关联方	5.18	5.34	股权收购款	1 年以内	2.07
大连一方集团有限公司	非关联方	4.00	4.13	往来款	1 年以内	0.04
合计	-	75.75	78.14	-	-	5.90

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，公司存货为 39.29 亿元，同比下降 91.41%，主要是公司不再开展新的物业销售业务，仅消化存量项目，随着当期部分房屋交付结转销售成本，存货金额减少，同时，公司将 22 家子公司转让予万达地产，截至 2019 年末，22 家子公司已不再纳入合并报表范围。

截至 2020 年 3 月末，公司货币资金为 510.38 亿元，较 2019 年末下降 22.40%，主要是公司减免商户租金导致经营活动现金流入减少所致；其他应收款合计 124.22 亿元，较 2019 年末增长 27.47%，主要是预付股权转让款增加所致；持有待售资产 6.05 亿元，因酒店资产及房地产销售板块子公司股权交易完成而较 2019 年末下降 92.53%；流动资产其他主要科目较 2019 年末变动均不大。

2019 年，公司存货周转天数为 245.48 天，同比减少 222.91 天，随着存量存货的逐步消化，公司存货周转率不断上升；同期，应收账款周转天数为 3.34 天，因营业收入有所下降，导致应收账款周转天数同比增加 1.01 天，但周转效率仍处于较高水平。

公司非流动资产主要由投资性房地产等构成。2019 年末，投资性房地产为 4,275 亿元，同比略有增加，占总资产的比例为 74.32%，占比仍较高，主要为公司自身投资并运营的持有型商业物业，公司采用公允价值进行计量。2020 年 3 月末，非流动资产主要科目较 2019 年末均变动不大。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产总额 2,773.29 亿元，受限资产占总资产的比重为 48.21%，是净资产的 1.00 倍，占比较高。其中，投资性房



地产和存货分别受限 2,713.41 亿元和 34.75 亿元，其余受限资产为固定资产、在建工程、无形资产和货币资金等，主要是用于金融机构借款抵押受限。总体来看，公司受限资产规模仍较大，对资产流动性产生一定不利影响。

总体看，2019 年以来，公司利润水平有所下降，但 EBITDA 对利息仍能实现有效覆盖；融资渠道丰富，授信额度稳定且未使用授信额度充足；资产总额不断下降，其他应收款对资金形成一定占用，受限资产规模仍较大。

总体来看，2019 年以来，公司利润水平有所下降，但 EBITDA 对利息仍能实现有效覆盖；投资性房地产公允价值变动收益占营业利润比重较高，其评估价值仍面临一定市场波动风险；2019 年，经营性现金流仍为净流入，投资性现金流持续净流出，2020 年 1~3 月，因向商户提供免租和租金延迟缴纳政策，经营性净现金流转负；公司融资渠道丰富，以银行贷款和发行债券为主，授信额度稳定，未使用授信额度充足；可变现资产方面，公司资产总额不断下降，其中投资性房地产占比仍较高；公司存货周转率不断上升，应收账款周转效率仍处于较高水平；但其他应收款对资金形成一定占用，受限资产规模仍较大，对资产流动性产生一定不利影响。

（二）债务及资本结构

2019 年以来，受房地产开发及销售业务去化及子公司出表影响，公司负债总额不断下降，仍以非流动负债为主；资产负债率不断降低，且处于较低水平。

2019 年以来，受房地产开发及销售业务去化及子公司出表影响，公司负债总额不断下降，仍以非流动负债为主。截至 2020 年 3 月末，负债总额 2,841.07 亿元，其中非流动负债 1,884.63 亿元，占比 66.34%。

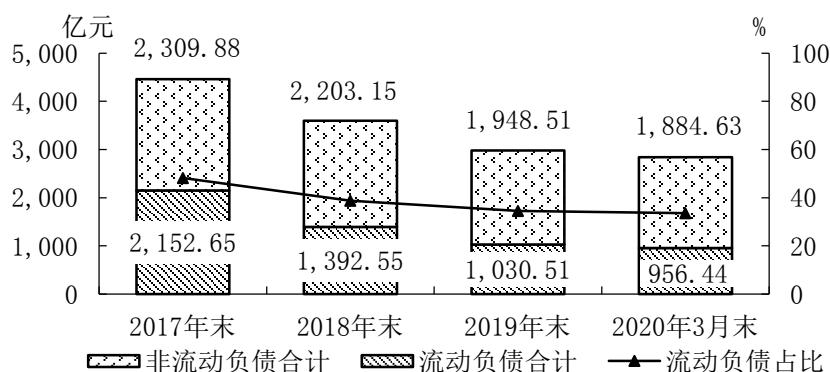


图 4 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司负债结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、应付账款、其他应付款和预收账款等构成。2019 年末，一年内到期的非流动负债为 472.88 亿元，同比增加 262.62 亿元，主要是一年内到期应付债券增加所致；应付账款为 167.53 亿元，

主要是应付工程款及设备款，同比减少 51.71%，主要是房地产开发及销售业务去化及子公司出表，以及应付工程款结算增加所致，2019 年末，应付账款余额前五名合计占比 18.34%；其他应付款为 153.72 亿元，同比下降 38.93%，主要是计提的土地增值税随清算完成转至应交税费核算所致；预收账款为 79.87 亿元，主要为预收商户租金，同比下降 82.54%，主要是公司预收房款较少所致，2019 年末预收售房款已无余额。

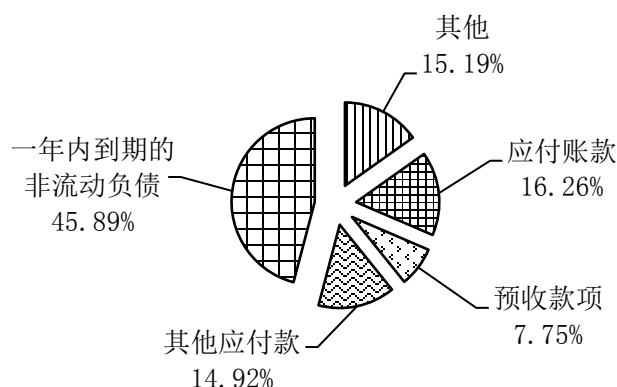


图 5 截至 2019 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 3 月末，公司应付账款为 128.59 亿元，较 2019 年末下降 23.24%，主要是应付工程款结算所致；预收款项为 50.56 亿元，较 2019 年末下降 36.70%，主要是因公司向商户提供免租和租金延迟缴纳政策，预收租金减少；流动负债其余主要科目较 2019 年末均变化不大。

公司非流动负债主要由长期借款、递延所得税负债和应付债券等构成。2019 年末，长期借款为 884.91 亿元，同比变动不大，主要为担保借款；递延所得税负债为 553.56 亿元，同比增长 10.03%，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；同期，公司应付债券为 435.43 亿元，同比下降 44.63%，主要是归还到期债券及部分债券转入一年内到期的应付债券所致。2020 年 3 月末，公司应付债券 326.79 亿元，较 2019 年末下降 24.95%，非流动负债其他主要科目较 2019 年末均变化不大。

资产负债率方面，2019 年末及 2020 年 3 月末，随着公司逐步去化及剥离房地产销售业务，资产负债率分别为 51.79%和 50.70%，不断下降，并处于较低水平。

2019 年以来，公司总有息债务规模不断降低，但在总负债中占比不断提升；截至 2020 年 3 月末，短期有息债务规模仍较大，仍面临一定偿付压力。

2019 年以来，随着公司去化和剥离房地产开发业务，总有息债务规模不断降低，但在总负债中占比不断提升。截至 2020 年 3 月末，总有息债务为 1,849.96 亿元，占总负债比例为 65.11%，债务构成仍以长期有息债务为主。



表 9 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司有息债务情况³（单位：亿元、%）

项 目	2020 年 3 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	543.49	479.06	227.79	278.17
长期有息债务	1,306.46	1,380.86	1,695.16	1,854.18
总有息债务⁴	1,849.96	1,859.92	1,922.95	2,132.36
短期有息债务占比	29.38	25.76	11.85	13.05
长期有息债务占比	70.62	74.24	88.15	86.95
总有息债务在总负债中占比	65.11	62.43	53.48	47.78

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 3 月末，因短期借款及一年内到期非流动负债增加，短期有息债务为 543.49 亿元，较 2019 年末增加 64.43 亿元，货币资金对短期有息债务覆盖倍数为 0.94 倍，公司短期有息债务规模较大，仍面临一定偿付压力。公司长期有息债务主要集中在未来 1~2 年内及 5 年以上到期。

截至 2020 年 3 月末，公司境内存续债券本金合计为 700.00 亿元，全部在未来 2 年内到期，存在一定的偿付压力。

表 10 截至 2020 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	440.00	260.00	700.00
占比	62.86	37.14	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

公司对外担保中主要是为商品房购买人提供按揭贷款担保，对企业提供担保金额较小。

截至 2019 年末，公司对外担保余额合计为 159.62 亿元，担保比率为 5.76%，其中为商品房承购人向银行提供的抵押贷款担保余额为 117.00 亿元，为关联方公司武汉万达东湖置业有限公司提供担保余额 34.18 亿元⁵，为非关联公司无锡融创城投资有限公司担保余额 8.44 亿元⁶。

2019 年以来，公司所有者权益规模较为稳定，其中未分配利润占比较高，公司未来若以现金方式进行利润分配，将对净资产稳定性产生一定影响。

2019 年末，公司所有者权益为 2,773.09 亿元，其中股本仍为 45.27 亿元；盈余公积仍为 22.64 亿元；资本公积为 250.44 亿元，同比略有增加；未分配利润为 2,328.20 亿元，同比增长 8.49%，主要是归属于母公司所有者净利润增加所

³ 公司短期有息债务未包含应付票据；长期有息债务包含计入长期应付款的融资租赁款；2019 年末及 2020 年 3 月末长期有息债务中包含其他非流动负债，主要为中信建投-万达广场长江经济带一期资产支持专项计划。

⁴ 包括境外发行的美元债券。

⁵ 2019 年，公司将武汉万达东湖置业有限公司 100.00%股权转让给万达地产，截至 2020 年 3 月末，公司对其余额为 34.18 亿元的担保事项尚未解除。

⁶ 2020 年 4 月份，该笔担保已全部解除。



致，公司未分配利润在净资产中占比 83.96%，仍处于较高水平且不断上升，未来公司若以现金方式进行大额利润分配，将对净资产稳定性产生一定影响；同期，归属于母公司所有者权益为 2,641.51 亿元，占所有者权益比重为 95.26%。2020 年 3 月末，所有者权益为 2,762.08 亿元，较 2019 年末略有减少，主要是少数股东权益减少所致。

2019 年，公司 EBITDA 和经营性净现金流均能对利息实现有效覆盖；经营性现金流保持净流入，融资渠道丰富，未使用银行授信额度较大，流动性偿债能力较强；总资产规模逐年下降，非流动资产占比较高且受限资产规模较大，公司清偿性偿债能力一般。

2019 年，受业务调整影响，公司利润水平有所下降，但 EBITDA 对利息的保障倍数为 4.11 倍；经营性现金流保持净流入，经营现金流利息保障倍数为 1.53 倍，均能实现较好保障。公司利息偿还能力很强。

公司流动性偿债来源主要包括盈利、现金流和债务收入等。2019 年，经营性净现金流比流动负债为 13.87%，同比减少 2.66 个百分点；筹资性净现金流持续净流出，主要偿还到期债务所致；公司融资渠道丰富，授信额度稳定，未使用授信额度充足。整体来看，公司流动性偿债能力较强。

公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，随着公司业务转型，资产总额不断下降，其中以非流动资产为主，且受限资产规模较大；2019 年末，公司流动比率为 1.26 倍，同比有所下降；速动比率为 1.22 倍，速动资产对流动负债实现覆盖；债务资本比率为 40.14%。整体来看，公司清偿性偿债能力一般。

偿债能力

综合来看，公司的抗风险能力极强，偿债能力极强。公司主要从事投资物业租赁及管理、酒店运营、物业销售和其他业务，其中商业地产招商能力强，行业地位显著，仍具有很强的规模和品牌优势；公司持续推进商业地产业务转型，以轻资产类型的万达广场开发投资为主，合作开发模式有助于公司加快扩张速度并减轻投资压力；2019 年以来，公司投资及管理物业规模持续增加，出租率维持在很高水平；随着公司逐步去房产化，房地产开工面积、签约面积及结算面积均逐年降低，2019 年末，公司将房地产开发和销售项目全部处置完毕，之后便不再产生物业开发及销售收入。2019 年，公司营业收入不断减少，但毛利率不断提升，投资性房地产公允价值变动收益占营业利润比重仍较高，其评估价值面临一定市场波动风险；经营性现金流保持净流入，投资性现金流持续净流出，融资渠道丰富，未使用授信额度充足；2020 年 1~3 月，受疫情影响，营业收入及毛利率同比有所下降，经营性净现金流转负。资产及负债方面，2019 年以来，公司资产总额不断下降，其中投资性房地产占比较高，其他应收款对资金形成一定



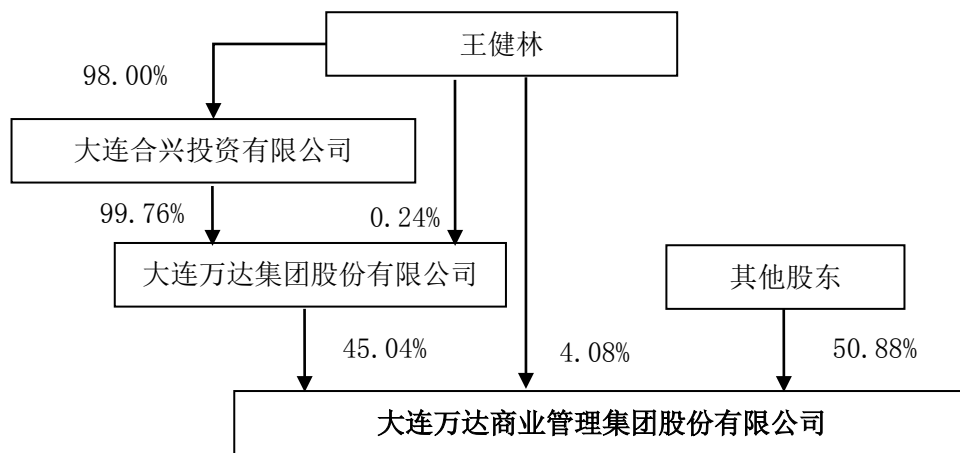
占用，受限资产规模仍较大，对资产流动性产生一定不利影响；总有息债务规模不断降低，资产负债率处于较低水平，但截至 2020 年 3 月末，短期有息债务规模仍较大，仍面临一定偿付压力。

公司商业地产运营能力很强，行业地位显著，投资物业租赁及管理规模不断增加，出租率维持在很高水平。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”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



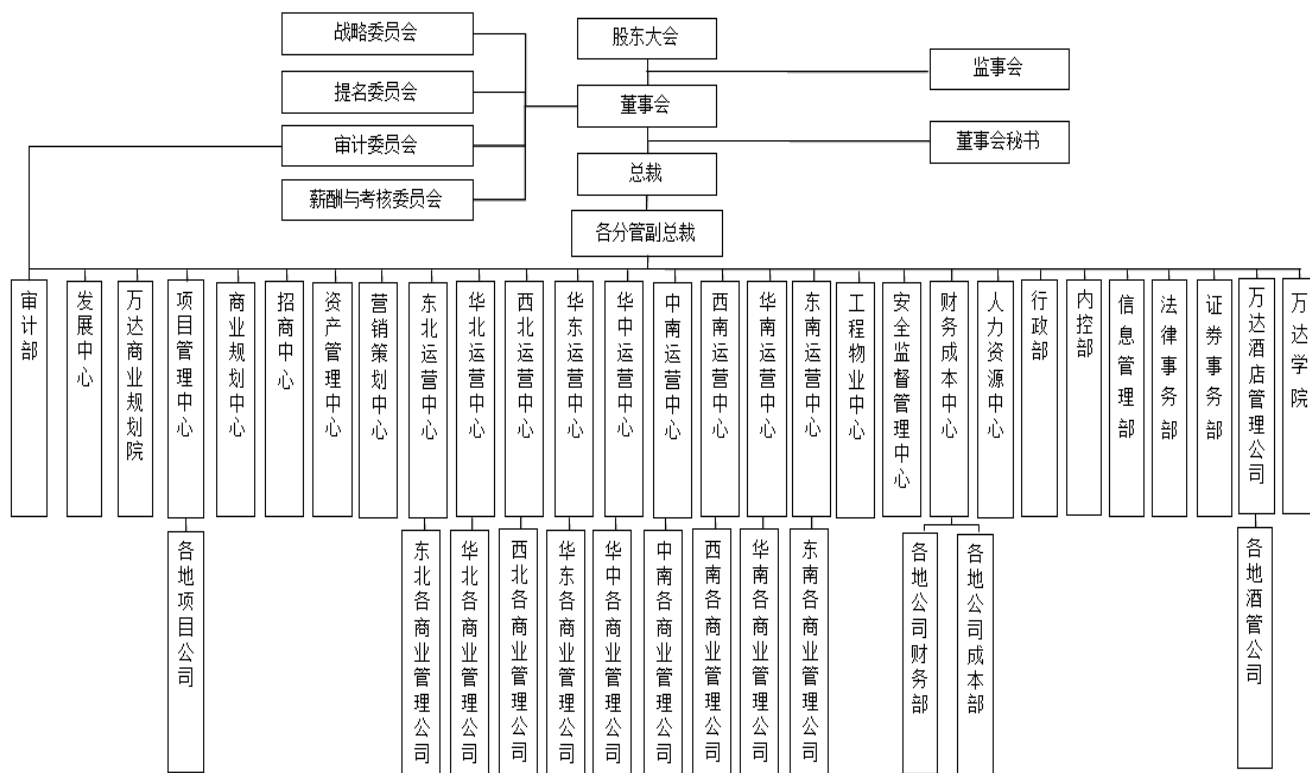
附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 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2020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	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 (追溯调整)	2017 年
资产类				
货币资金	5,103,786	6,576,736	8,327,944	11,981,301
交易性金融资产	700,000	700,000	0	0
其他应收款 ⁷	1,242,158	836,422	595,769	489,910
存货	393,493	392,912	4,574,664	9,337,058
持有待售资产	60,486	809,649	328,856	1,288,524
其他流动资产	3,424,453	3,353,544	4,072,845	4,349,371
流动资产合计	11,040,316	12,933,964	18,235,231	27,771,977
长期股权投资	209,404	209,404	227,756	0
投资性房地产	43,156,515	42,747,268	40,741,204	37,900,300
固定资产	646,258	651,814	753,627	788,542
非流动资产合计	44,991,119	44,587,169	44,196,619	41,138,500
总资产	56,031,435	57,521,134	62,431,850	68,910,477
占资产总额比 (%)				
货币资金	9.11	11.43	13.34	17.39
交易性金融资产	1.25	1.22	0.00	0.00
其他应收款	2.22	1.45	0.95	0.71
存货	0.70	0.68	7.33	13.55
持有待售资产	0.11	1.41	0.53	1.87
其他流动资产	6.11	5.83	6.52	6.31
流动资产合计	19.70	22.49	29.21	40.30
长期股权投资	0.37	0.36	0.36	0.00
投资性房地产	77.02	74.32	65.26	55.00
固定资产	1.15	1.13	1.21	1.14
非流动资产合计	80.30	77.51	70.79	59.70

⁷ 2017~2019 年其他应收款数据为细分项, 2020 年 1~3 月为合计项。



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	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 (追溯调整)	2017 年
负债类				
短期借款	90,923	61,763	175,239	52,675
应付账款	1,285,920	1,675,288	3,469,517	5,786,914
预收账款	505,584	798,658	4,575,112	7,784,728
其他应付款 ⁸	1,825,495	1,537,166	2,517,006	3,231,418
一年内到期的非流动负债	5,344,001	4,728,841	2,102,670	2,729,070
其他流动负债	6,070	2,871	14,684	28,099
流动负债合计	9,564,421	10,305,135	13,925,500	21,526,507
长期借款	9,190,093	8,849,090	8,736,264	9,206,360
应付债券	3,267,938	4,354,284	7,863,327	9,048,529
递延所得税负债	5,649,560	5,535,600	5,031,136	4,507,364
非流动负债合计	18,846,264	19,485,120	22,031,503	23,098,777
总负债	28,410,686	29,790,254	35,957,003	44,625,284
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.32	0.21	0.49	0.12
应付账款	4.53	5.62	9.65	12.97
预收账款	1.78	2.68	12.72	17.44
其他应付款	6.43	5.16	7.00	7.24
一年内到期的非流动负债	18.81	15.87	5.85	6.12
其他流动负债	0.02	0.01	0.04	0.06
流动负债合计	33.66	34.59	38.73	48.24
长期借款	32.35	29.70	24.30	20.63
应付债券	11.50	14.62	21.87	20.28
递延所得税负债	19.89	18.58	13.99	10.10
非流动负债合计	66.34	65.41	61.27	51.76
权益类				
实收资本(股本)	452,735	452,735	452,735	452,735
资本公积	2,504,583	2,504,374	2,483,066	2,431,346
盈余公积	226,367	226,367	226,367	226,367
未分配利润	23,543,374	23,281,976	21,460,048	18,996,436
归属于母公司所有者权益	26,676,260	26,415,121	24,580,991	22,120,361
少数股东权益	944,490	1,315,759	1,893,856	2,164,831
所有者权益合计	27,620,750	27,730,879	26,474,847	24,285,192

⁸ 2017~2019 年其他应付款数据为细分项, 2020 年 1~3 月为合计项。



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	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 (追溯调整)	2017 年
损益类				
营业收入	623,070	7,865,626	10,654,943	13,556,671
营业成本	230,157	3,642,564	5,346,239	7,764,284
营业税金及附加	34,988	748,287	983,653	1,510,799
销售费用	15,857	322,128	307,544	495,196
管理费用	132,905	572,690	539,521	687,817
财务费用	232,003	970,325	873,276	789,502
公允价值变动收益	304,998	1,206,672	1,560,331	1,909,918
投资收益	106,508	782,303	510,639	-727,806
营业利润	390,482	3,397,058	4,455,148	3,426,483
利润总额	395,252	3,375,530	4,433,388	3,378,842
所得税	119,712	865,973	1,253,933	1,179,701
净利润	275,540	2,509,557	3,179,455	2,199,140
归属于母公司所有者的净利润	261,743	2,439,799	2,949,394	2,000,961
少数股东损益	13,798	69,757	230,062	198,179
占营业收入比 (%)				
营业成本	36.94	46.31	50.18	57.27
营业税金及附加	5.62	9.51	9.23	11.14
销售费用	2.54	4.10	2.89	3.65
管理费用	21.33	7.28	5.06	5.07
财务费用	37.24	12.34	8.20	5.82
公允价值变动收益	48.95	15.34	14.64	14.09
投资收益	17.09	9.95	4.79	-5.37
营业利润	62.67	43.19	41.81	25.28
利润总额	63.44	42.91	41.61	24.92
所得税	19.21	11.01	11.77	8.70
净利润	44.22	31.91	29.84	16.22
归属于母公司所有者的净利润	42.01	31.02	27.68	14.76
少数股东损益	2.21	0.89	2.16	1.46
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	-389,820	1,680,136	2,929,987	2,558,408
投资活动产生的现金流量净额	-770,063	-572,346	-2,731,866	-896,726
筹资活动产生的现金流量净额	-638,607	-2,021,755	-3,950,944	380,470



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	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 (追溯调整)	2017 年
主要财务指标				
EBIT	395,252	4,420,379	5,344,032	4,313,888
EBITDA	-	4,506,754	5,416,481	4,546,813
总有息债务	18,499,569	18,599,180	19,229,510	21,323,589
毛利率 (%)	63.06	53.69	49.82	42.73
营业利润率 (%)	62.67	43.19	41.81	25.28
总资产报酬率 (%)	1.11	7.68	8.56	6.26
净资产收益率 (%)	1.00	9.05	12.01	9.06
资产负债率 (%)	50.70	51.79	57.59	64.76
债务资本比率 (%)	40.11	40.14	42.07	46.75
长期资产适合率 (%)	103.28	105.90	109.75	115.18
流动比率 (倍)	1.15	1.26	1.31	1.29
速动比率 (倍)	1.11	1.22	0.98	0.86
保守速动比率 (倍)	0.61	0.71	0.60	0.56
存货周转天数 (天)	153.76	245.48	468.39	599.82
应收账款周转天数 (天)	4.91	3.34	2.33	1.80
经营性净现金流/流动负债 (%)	-3.92	13.87	16.53	10.25
经营性净现金流/总负债 (%)	-1.34	5.11	7.27	5.25
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-1.70	1.53	2.88	2.08
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.72	4.03	5.26	3.50
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	4.11	5.33	3.69
现金比率 (%)	60.68	70.61	59.80	55.66
现金回笼率 (%)	48.94	80.01	84.11	90.92
担保比率 (%)	-	5.76	15.09	32.07



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⁹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数¹⁰ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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 = 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)

⁹ 一季度取 90 天。

¹⁰ 一季度取 90 天。



23. 可变现资产=总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
27. 长期资产适合率（%）=（所有者权益 + 非流动负债）/非流动资产 × 100%



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。