



万达商业

保持冷静，继续前行

业绩回顾 中文摘要

维持推荐

| | |
|-------|----------|
| 股票代码 | 03699.HK |
| 最新收盘价 | 港币 48.00 |
| 目标价 | 港币 63.29 |
| 主营行业 | 房地产 |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

2014 年业绩表现强劲，基本符合预期

万达公布了 2014 年业绩：收入同比增长 24%，至 1079 亿元，低于市场一致预期 3%，但高于我们的预期 1%。整体毛利率 43%，表现稳健，基本符合预期。核心净利润 148 亿元（同比增长 14%），与市场一致预期和我们的预测值相比分别高出 1%和 2%。净负债率半年度环比下降 33 个百分点至 57.5%，经营性现金流增长 30%至 88 亿元。主要惊喜来自股息分配率攀升至 29%（高于我们 20%的预期水平）。每股分红 0.95 元，对应收益率 2.5%左右。

主要亮点：（1）物业租赁与管理贡献 10%的收入（104 亿元），在考虑到土地增值的税前利润中占比 31%（65 亿元）；（2）整体可租赁建筑面积增长 24%至 1150 万平方米（一线、二线和三线城市占比分别为 10%、42%和 48%），平均租金持平，约为每月 85 元/平方米；（3）虽然库存攀升 45%至 1450 亿元，但其中 45%的部分（按照建筑面积计算）已经预售出去。

发展趋势

稳健的执行能力将支撑拿地策略：2015、2016 和 2017 年，万达将奉行拿地策略，计划分别新开 26 个、>30 个和>30 个万达广场。总部集中控制模式是项目能够及时交付的关键，在这一模式下项目的各个检查点均持续处于密切跟踪过程中。

轻资产与重资产业务模式并存：虽然万达目前 55%-60%的土地储备将主要通过其重资产业务模式进行消化，但万达同时也在积极推进轻资产业务模式。未来潜在方案包括资产证券化、项目权益部分出售与互联网金融等。

盈利预测调整

我们将 2015 和 2016 年核心净利润预测分别下调 2%和 4%，至 198 亿元和 239 亿元。

估值与建议

我们看好万达，因为公司在购物广场领域具有领先的市场地位，而且具备强大的执行能力。目标价下调 1%至 63.29 港元（对应最新每股净资产值 90.41 港元折价 30%）。**重申推荐评级。**

风险

三线四线城市供应过剩；新广场收益率低于预期。

本报告是原出版于 2015 年 4 月 1 日英文报告 Dalian Wanda Commercial Properties: Keep calm and carry on 的翻译摘要。

张宇

分析员

eric.zhang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080512070004

SFC CE Ref: AZB713

杨诚

分析员

cheng.yang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080513080003

SFC CE Ref: BDT049

张玮莹

联系人

weiyi.zhang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080113070030



财务报表和主要财务比率

| 财务报表 (百万元) | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 主要财务比率 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------------|--------|--------|-------|-------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 86,774 | 107,871 | 145,092 | 168,574 | 营业收入 | 46.8% | 24.3% | 34.5% | 16.2% |
| 营业成本 | -49,438 | -61,945 | -84,656 | -99,745 | 毛利润 | 23.3% | 23.0% | 31.6% | 13.9% |
| 毛利润 | 37,336 | 45,926 | 60,436 | 68,829 | 息税前利润 | 25.8% | 8.3% | 33.1% | 15.9% |
| 其他收入/费用 | 3,601 | 1,420 | 0 | 0 | 核心净利润 | 19.4% | 13.4% | 34.0% | 20.8% |
| 销售管理费用 | -9,212 | -12,982 | -14,692 | -15,826 | 稀释每股核心净利润 | 19.4% | 11.0% | 13.1% | 20.8% |
| 息税前利润 | 31,725 | 34,364 | 45,745 | 53,003 | 每股股利 | 0.0% | 110.6% | 16.3% | 20.8% |
| 财务费用 | -5,855 | -7,132 | -8,738 | -8,936 | 盈利能力 | | | | |
| 联营、合营公司投资收益 | -9 | -2 | 18 | 19 | 毛利率 | 43.0% | 42.6% | 41.7% | 40.8% |
| 公允价值损益及一次性损益 | 15,631 | 14,571 | 13,456 | 13,456 | 毛利率 (扣土地增值税) | 34.7% | 35.8% | 34.5% | 33.6% |
| 税前利润 | 41,492 | 41,800 | 50,480 | 57,542 | 息税前利润率 | 36.6% | 31.9% | 31.5% | 31.4% |
| 所得税 | -16,610 | -16,699 | -20,318 | -23,276 | 核心净利润率 | 15.0% | 13.7% | 13.6% | 14.2% |
| 少数股东损益及优先股分红 | 301 | 262 | 309 | 295 | 销售管理费用率 | 10.6% | 12.0% | 10.1% | 9.4% |
| 归属母公司净利润 | 24,581 | 24,839 | 29,853 | 33,972 | 土地增值税占营业收入比率 | 8.3% | 6.8% | 7.2% | 7.2% |
| 核心净利润 | 12,999 | 14,747 | 19,761 | 23,880 | 有效税率 | 40.0% | 39.9% | 40.3% | 40.4% |
| 资产负债表 | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 货币资金 | 73,664 | 93,035 | 99,148 | 91,534 | 净债务资本比率 | 55.7% | 57.5% | 57.3% | 61.5% |
| 应收账款及票据 | 18,934 | 16,805 | 19,876 | 23,092 | 短期借款占比 | 15.7% | 20.1% | 23.2% | 24.2% |
| 已竣工及在建物业 | 100,474 | 145,192 | 177,080 | 209,534 | 现金对短期借款覆盖率 | 3.5 | 2.6 | 2.1 | 1.7 |
| 其他流动资产 | 3,230 | 6,440 | 7,911 | 9,046 | 息税前利润利息覆盖率 | 3.2 | 2.8 | 3.0 | 3.4 |
| 流动资产合计 | 196,302 | 261,472 | 304,014 | 333,206 | 回报率分析 | | | | |
| 投资性物业 | 198,539 | 248,101 | 262,431 | 281,358 | 净资产收益率 | 13.4% | 11.3% | 11.9% | 12.3% |
| 联营、合营公司权益 | 114 | 475 | 493 | 512 | 总资产收益率 | 3.4% | 3.0% | 3.3% | 3.6% |
| 其他非流动资产 | 36,089 | 54,246 | 66,198 | 76,438 | 已动资本回报率 | 21.4% | 16.8% | 17.4% | 17.1% |
| 资产合计 | 431,044 | 564,294 | 633,136 | 691,515 | 投入资本回报率 | 8.1% | 6.5% | 7.0% | 7.2% |
| 短期借款 | 21,016 | 36,464 | 46,878 | 53,127 | 每股指标 | | | | |
| 应付账款 | 151,637 | 191,758 | 180,908 | 163,964 | 每股资产净值 (港元) | N.A. | N.A. | 90.41 | N.A. |
| 预收账款 | 0 | 0 | 27,403 | 57,303 | 稀释每股净利润 (元) | 6.58 | 6.51 | 6.60 | 7.50 |
| 其他流动负债 | 7,624 | 7,239 | 10,426 | 11,277 | 稀释每股核心净利润 (元) | 3.48 | 3.86 | 4.37 | 5.27 |
| 流动负债合计 | 180,277 | 235,461 | 265,615 | 285,671 | 每股净资产 (元) | 28.98 | 40.03 | 39.86 | 46.03 |
| 长期借款 | 112,977 | 144,505 | 155,604 | 166,483 | 每股股利 (元) | 0.54 | 0.95 | 1.31 | 1.58 |
| 其他非流动负债 | 23,918 | 29,182 | 28,813 | 27,918 | 估值分析 | | | | |
| 负债合计 | 317,172 | 409,148 | 450,032 | 480,072 | 资产净值折扣/ (溢价) | N.A. | N.A. | 46.9% | N.A. |
| 少数股东权益 | 5,586 | 2,332 | 2,739 | 3,034 | 市盈率 (核心净利润) | 10.8 | 9.9 | 8.8 | 7.2 |
| 归属母公司股东权益 | 108,286 | 152,814 | 180,365 | 208,408 | 市净率 | 1.3 | 1.0 | 1.0 | 0.8 |
| 现金流量表 | | | | | 股息收益率 | 1.4% | 2.5% | 3.4% | 4.2% |
| 税前利润 | 41,492 | 41,800 | 50,480 | 57,542 | 核心净利润对股利比率 | 6.5 | 3.4 | 3.3 | 3.3 |
| 折旧和摊销 | 1,171 | 1,533 | 2,076 | 2,455 | 自由现金流收益率 | -10.9% | -23.8% | 0.6% | -4.5% |
| 支付税款 | -11,680 | -17,115 | -20,405 | -23,940 | | | | | |
| 营运资金变动 | -14,461 | -10,098 | -16,972 | -23,230 | | | | | |
| 其他经营活动现金流 | -9,715 | -7,288 | -4,736 | -4,539 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 6,807 | 8,832 | 10,444 | 8,288 | | | | | |
| 资本支出 | -22,107 | -43,747 | -9,363 | -16,026 | | | | | |
| 联营、合营公司投资 | -1,649 | -1,165 | -2,895 | -1,118 | | | | | |
| 其他投资活动现金流 | -27 | -787 | -2,644 | -1,021 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -23,783 | -45,699 | -14,902 | -18,166 | | | | | |
| 借款变动 | 44,055 | 48,741 | 21,513 | 17,128 | | | | | |
| 股权融资 | 0 | 23,755 | 1,999 | 0 | | | | | |
| 支付股利 | -1,999 | -1,999 | -4,301 | -5,928 | | | | | |
| 其他筹资活动现金流 | -4,152 | -16,696 | -8,640 | -8,936 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | 37,904 | 53,801 | 10,571 | 2,264 | | | | | |
| 汇率变动及其他 | 12 | -156 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金变动 | 20,928 | 16,934 | 6,113 | -7,615 | | | | | |
| 自由现金流 | -15,300 | -34,915 | 1,081 | -7,739 | | | | | |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

万达是中国最大的商业地产业主。截至2014年6月30日，万达在全国29个省份的111个城市拥有175个地产项目。其中有遍布110个城市的159个万达广场，已完工的89个分布于47个城市。在万达持有的1470万平米已完工投资性物业当中，1020万平米是购物中心，因此万达也是中国最大的购物中心业主。万达在83个城市里拥有102家酒店，其中已完工的48家酒店分布于39个不同的城市中。万达的土地储备一共有8470万平米，其2014年合同销售金额为1600亿人民币，在全国排名第三。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323

翻译：卢伟

编辑：龙莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

