

会议举办方：广发零售、广发地产

主讲人：欧亚菲、郭镇

时间：2015 年 1 月 5 日 15:15

郭镇：

从过去的情况看，万达的主要业务偏地产多过商业。接下来我从三个方面介绍万达过去的发展情况：

1. 公司现在项目储备的估值
2. 从过去一段时间来看公司的运作优势
3. 从地产行业的角度，看公司未来的发展机遇

从商业地产业务整个行业情况来看，根据中国指数研究院、克尔瑞发布的报告，2014 年房地产销售排行榜中，万达商业地产以 1500 亿左右的销售规模排在第三位，仅次于绿地和万科，同比增长 15.4%。此外，公司还是国内持有投资性运营商业面积最大的商业地产开发、运营商。截止至 2014 年 6 月底（招股书披露时间），万达商业地产在全国范围内持有了 89 个已经开业的购物中心，出租率接近 100%。持有的投资物业面积有 1473 万平方米，公司整体持有项目规模达到 8470 万平方米，持有酒店 210 万平方米，现房储备是 240 万平方米，在建项目 5480 万平方米，其中未开工的土地有 1070 万方。我们在在建项目中进行了一个测算，公司的投资性物业跟酒店的占比在 20%左右，可售物业在 67%。在可售物业中，住宅比例超过 50%。公司在 2014 年的销售均价是 12680 元/平方米，从 2010 开始，均价就在 12700 元/平方米左右徘徊。公司目前的在建和未开工项目中，三线城市项目占比超过 60%，与公司之前的整个估值结构相比，三线城市占比有所提高。所以根据公司储备的测算，未来均价会比现在的低一些。如果按 11500 元/平方米可售物业均价来计算，公司目前未结算项目的估值接近 6000 亿元。未来两年，我们预计从 2015 年公司整体的估值水平基本上能保持稳定增长的态势。2014 年前 8 个月公司新开工的可售项目估值规模在 1100 亿左右，加上上半年底的存货接近 270 亿元，再加上 12、13 年开工的零售和办公物业，总估值可以超过 2500 亿。从房地产销售来看，15、16 年公司能够维持 10%-15%的稳健增速。从估值情况来看，采用 NAV 估值方法，我们对公司的自有物业、酒店、持有型投资物业、在建工程进行评估，净资产值在 2800 亿左右。按照这个估值来看，截至上周五，公司股价是出于折价 37%的状况。相对于目前 A 股和港股中住宅销售类企业来看，公司股价存在比较明显的低估。港股以万科为例，溢价率为 12.5%。万达本身持有物业比率比较高，可以解释 NAV 折价率高的原因。

从公司过去的发展历程来看，有如下几点比较重要：

公司很早便开始全国布局，如 1993 年就成立了广州分公司。进入 2000 年之后，公司开始商业加住宅并重的成本结构。进入新的成本结构之后，

**我们认为，2006 年是一个关键的转折点**，这一年第三代城市广场正式开发完成。这是公司项目进入高速复制产业化的标志。正是因为推出了第三代万达广场，公司才能在 2006 年进入大规模扩张。

**从 2009 年开始**，从公司新开工项目的城市布局来看，三线城市比例明显提升。根据第三方统计数据，2009 年公司销售规模只有 310 亿左右，2009 年-2014 年，公司销售规模的复合增长率接近 40%，主要受益于 2009 年后大举进入三线城市，然后在这些城市里获得比较好的销售收入增长表现。

**第三个比较重要的时间点是 2013 年、2014 年**，公司开始介入资本运作的过程。我们相信，未来公司的发展是建立在房地产的基础上，在商业模式、商业运营上获得更大的扩展。

从过去万达地产的运营特点来看，万达能达到现在的规模主要受益于三点优势：

1、开发建设的能力保障较高的周转效率。公司模块化的管理（通过设立 300 多个任务节点），可以使全国各地的物业开发都得到有效监控。标准是 12 个月内开始住宅预售，24 个月购物中心开业，36 个月交付销售物业同时整店开张，这在业内是属于非常高效的。对公司已完成的 70 个物业进行统计发现，从开发建设到完工平均周期只有 2.16 年。

2、与政府的合作模式具有前瞻性，保障其快速复制扩张。万达在开发城市商业中心方面很强。公司很早便提出“万达城市广场的选址便是城市未来中心选址”的观点。从我国政治经济周期的角度来看，一般平均周期为五年，主要的业绩期是 2-3 年，万达广场从开发到开业的时间约为 2 年，大型城市综合体的开发对城市经济增长具有显著的拉动作用。正是由于这个特点，万达在第三代城市广场推出后，扩张节奏有了明显的提升，受到地方政府各层面的肯定和欢迎，地方政府愿意给万达较低的地价来进行开发：一方面可以给整个区域带来地价提升，有利于财政的土地项目出让；另一方面对地方政府的政绩也有立竿见影的效果。

3、“现金流换资产再换现金流”模式。我们测算过商业综合体的模型发现，如果公司持有物业比例为 20%，即便可售物业毛利率只有 30%，仍旧可以承担 100% 的持有型物业开发成本的增加。也就是说如果商业持有部分比住宅开发部分的成本贵 100%，它依旧可以承担。这使万达在刚开始发展的过程中，前期主要出于沉淀的过程，也就是说前期通过现金流的周转来换取沉淀资本。由于公司可售的物业结构比单一的住宅开发企业更丰富，所以公司在市场、政策存在一定风险时，其回款能力仍能得到较好保障。第二部分就是资产换现金流的过程。我国国内的主要融资对象为银行，资产规模是决定融资能力的关进因素，担保融资使万达更符合目前银行的评价体系。招股说明书显示，万达地产在银行抵押担保融资占有息负债的比率超过 70%，短期银行贷款利率最高只有 8.46%，相对一般的民营房地产开发企业有非常明显的优势。与这些民营企业用土地使用权、在建项目为抵押相比，公司通过持有型物业抵押贷款，在规模和期限上都有明显优势。这种模式为未来持有型物业、住宅的开发提供非常强的资金保障，而获得的融资资金又可以促进其更大规模地向前发展，使雪球越滚越大。公司目前投资性物业占比大约为 44%，未来此比例可能更进一步提升。

从房地产角度来看公司未来的发展，主要在两方面：商业深耕和 REITs 的机会。

**商业深耕：**从公司目前布局在 110 多个城市，三线城市占比 80%。公司目前在不同等级城市遇到的问题和机遇不相同。一线城市商业地产竞争激烈，公司的成本较高，公司大多数项目处于城市新区和城市副中心的位置。竞争激烈、高地价并不适合公司大规模的扩张，不适合第四代万达城这种大体量项目的开展。所以一线城市对于万达来说，只是一个辅助：如果有好的项目当然会获取，没有好项目则不必在一线城市进行深耕、拿很高地价的项目。二线城市是则是公司未来的主战场，第三代万达城目前主要布局在优秀的二线城市中心位置。通过二线城市的进一步深耕，来保障公司未来销售规模、持有型物业比例的顺畅提升。三线城市同样存在机会，从城市布局来看，有 50% 都项目集中在江苏福建浙江山东广东这五个经济比较发达的省份。未来，尽管存在电商冲击，但这种新型体验式商业在三线城市还是存在市场空间的。公司与政府合作较强、在政府中具有号召力的模式在未来公司拓展新的项目新的城市时，能够带来优势。

**REITs 对于公司来讲也是一个大的机会。**2014 年 9 月 30 日央行文件提出要加强 REITs 的试点工作，北上广深已确定成为试点城市。有人担忧公司通过 REITs 将持有型物业销售出去，会对公司未来现金流带来危害。REITs 的推出与成熟为公司带来更大的可能性空间，从长远来看为现在手头的项目带来成熟的退出机制，带来盘活目前沉淀资源的能力。目前持有的物业是可以稳定升值、带来稳定现金流的，未来当公司面临更好的发展机遇，REITs 为新业务到来时带来更好的调整空间与可能。所以 REITs 的推进和发展对公司未来发展有明显促进作用。

用。

## 欧亚菲：

下面介绍下公司未来战略发展方向的情况。公司未来的核心战略聚焦于四个方向：

**1、以第四代产品为核心的旅游文化地产。**第四代产品与第三代产品相比，主要是添加了旅游文化的类型。元旦前我们也专门对在武汉的万达首个第四代产品进行调研。在第四代产品的首尾两端有非常不错的旅游文化类项目，大大提升产品的人流聚集能力。

我们在报告中介绍了迪士尼、圣淘沙在旅游文化地产方面的经验。迪士尼是通过本身的主题游乐设施带动酒店零售收入的增长，其强项在于主题公园的运营，通过运营吸引到人流之后，讲人流转化为酒店和零售业务的收入。圣淘沙与迪士尼恰好相反，由旅游开发带来地产销售收入的增长。圣淘沙和迪士尼的相同点在于，均由运营旅游、主题公园的核心能力。迪士尼体现在酒店、零售这样持有型物业的销售增长上，圣淘沙则体现在地产的销售收入增长上。

万达的核心是通过旅游的项目运营，带来三个方面收入增长：地产、酒店、零售。万达通过综合体的整体开发，来提升商圈价值；通过运营旅游项目，带来商圈人流；最后通过酒店销售获得回款，同时还可以通过持有核心的商业物业、酒店来获得长期的运营收入。等于说，万达通过旅游文化的运营，同时兼顾短期和长期的收入。从万达、迪士尼、圣淘沙整体思路来看，核心在于拥有高质量的娱乐设施开发，所以景区运营能力、旅游资源充分经营的能力非常重要。从这个角度来看，未来要重点观察万达旅游文化项目运营团队的能力。

目前八个万达城位于西双版纳、武汉、长白山、哈尔滨、南昌、合肥、无锡、青岛，与未来国内将开业的主题公园错开，短期内不会形成正面竞争。这八个项目中，有三个是依托当地本身的旅游资源打造主题公园、文化地产、商业住宅区：西双版纳、长白山、哈尔滨。另外五个项目主要是在省会城市创造出有旅游价值的物业，这些项目通常位于机场 60 分钟以内车程的位置，一旦开发成功，不但可以覆盖当地游客，还可以吸引全国的游客。这八个项目对未来公司的经营质量以及估值提升都是至关重要的。

武汉汉街项目经营状况较好的主要在两大方面：（1）汉街电影乐园（2）汉秀剧场。其中，汉秀剧场与武汉当地的文化很好地结合在一起，所以目前经营状况良好。

**2、打造儿童乐园业态，以家庭为单位聚客。**从万达集团层面来看，万达宝贝王是公司在集团中的核心业态。万达儿童娱乐有限公司（“万达宝贝王”）定位于动漫亲子乐园。中国目前最主要的消费人群是 80 后，而恰好这个群体目前进入到生育高峰。要提升体验业态，儿童业态是个理想的入手点。

目前儿童业态的门店数并不多，2014 年底为止只有九家门店，但公司计划到 2020 年扩张至 200 家门店，其中 2015 年一年开业 25 家，这也是起到配合线下商业地产聚集人流的作用。

**3、随着整个商业地产行业大势，从 2013 年开始，结合移动互联网打造全渠道会员体系。**因为万达集团本身涉及到商业地产、百货、住宅、酒店、旅游等诸多业态，目前构建全渠道的会员体系，在集团内部将各个业态的互联体系打通。目前主要是着力于将各个会员体系中的积分变成集团内通用的积分。如客户在万达集团购买住宅获得积分，原本并不是有效资源，但一旦集团内积分打通后，便可以在其他业态中进行消费。这样可以搭建起一个异业联盟。积分体系打通后，能够提高消费者粘性。

在全渠道体系构建中，万达还有一个“一个基础，三个平台”的战略思路。“一个基础”是指通过 Wi-Fi 覆盖进行室内导航、人流监控等搭建一个智慧广场，这是目前基本上所有商业地产公司都在做的。未来在线下和线上能够无缝对接。“三个平台”是指经营平台、网站

平台、大会员平台。**大会员平台**及时前面提及的集团内打通会员体系。**经营平台**是指给商户提供更好的营销工具，也是结合“一个基础”来实现的，为商户提供更精准的营销，能够把线下人流数据化。阿里巴巴相较于传统百货公司的优势在于其实现了线上人流数据化，传统百货无法实现线下人流数据化。如果线下人流数据化能够实现，对经营效率、转化率会有大提升。**网站平台**是指自身 App 的开发，聚焦于工具类产品，是一个基础架构，目前仍处于搭建过程中。先做好基础设施（网站平台、Wi-Fi 覆盖）的搭建，然后在集团内部打通会员体系，只有这三项基础都做好了，才能实现为商户提供更精准的营销工具以及大数据支持。在后续我们也会密切关注公司这方面的进展。

**4、以酒店业态为核心实现国际化战略。**国际化是万达的重要方向，是以酒店业务为核心发展国际业务。我们在报告中探讨了分时度假产业的情况，我们认为如果万达能加入到国际分时度假体系中，是可以和旅游地产业务结合在一起的。越来越多的中国人到海外度假，这方面的需求是会逐步提升的，他们对国内产品的需求同样会提升。因此，通过酒店业务作为国际化的突破，是现实可行的。

总体来看，RNAV 仍然存在较大的折价。从 PE 的角度看，万达目前的估值仍偏向于地产类公司，与物业投资占比较高的公司项目，估值仍有较大差距。这与其目前收入结构是有关的。未来公司估值取决于物业投资收入的占比能否持续提升，以及其能否在旅游文化方面的运营能力提升。如果在这两方面能体现出较好的表现，相信公司的未来的价值提升空间仍很大。

#### Q&A 环节：

**Q：**在二三线城市，如何判断万达商业物业的价值？它们未来是否会存在下行的风险？

**A：**目前商业物业项目的分布的确集中于二、三线城市。我们在报告中也强调了二三线城市物业价值评估的不确定性较大。商业物业的价值取决于消费需求能否回升，另外则取决于万达自身在商业物业的运营能力能否改进。如果其运营能力有提升，则万达能真正成为商业地产的龙头。

从目前来看，万达更像一个地产龙头，而不能很明确地说是一个商业地产龙头。其目前投资性物业的收入占比相对偏低。因此我们目前认为，的确存在一定的风险。

在万达在建项目中，二三线城市项目占比约为 24%，已完工的项目中，二三线城市项目占 13%，所以未来比例提升空间较大。要密切关注当地消费需求状况，和整体供给情况。

在报告第一部分，我们也对不同级别城市中商业物业供需情况作了分析。二三线城市中，如沈阳、成都等，供给过剩情况较严重。其他的区域，目前来看相对正常。至于三线城市的供需情况，由于缺乏比较完备的行业数据，很难准确评估。

**Q：**据媒体报道，在一些三四线城市中，存在万达广场周边缺乏配套设施，只有旅游的人群会进入万达广场消费，平时的则比较冷清。这种情况在整体三四线城市万达广场中是否常见？

**A：**在三四线城市中，万达有布局一些依托旅游资源的项目，如长白山的项目、西双版纳的项目。我自己本人去过长白山度假区，在非旅游旺季，入住率、人流都是确实存在不足，但旅游项目始终是有淡旺季之分的。因此还是重点关注在旺季时这些项目的经营情况如何。只要在旺季的经营情况令人满意，整体问题就不大了。

因此要区分项目本身特点，如果是第四代产品，这种淡季冷清的情况潜在的风险并不高。

**Q：**旺季一年只有一两个季度。整体利用率会比较低。

**A:** 持有物业的 ROE 会低于以销售为主的模式。持有物业的优势在于，能够有稳定增长。重点应当关注可持续增长的能力。

一些在旅游区的大型酒店集团，其淡旺季特征也相当明显。整体而言也只是保持与市场均值持平的收益率。

**Q:** REITs 试点目前在北上广山，这与万达目前侧重于布局三线城市是否矛盾？

**A:** REITs 之于万达的机会不在于短时间内将持有物业转化成产品包装上市。从目前我国商业地产的平均回报率来看，即便在一线城市、较好的二线城市，商业物业的回报率仍然偏低。换句话说，即便在北上广深将最优质的物业项目包装成 REITs，其收益水平并不具有很强的竞争力。在三四线城市，可能未来 5 年内，即便政策允许将商业物业项目包装成产品，竞争力也不会强。REITs 对于万达的重要性在于，中长期为公司发展带来更多的选择。随着全国整体商业地产的发展、社会整体无风险收益率下降，未来（如 10 年后）REITs 能够盘活起万达的资产。但是短期来看，REITs 不具备实现效益的能力。

**Q:** 万豪集团将公司拆分成轻资产、重资产，万达在这方面有没有规划？万达在重资产的公司中，估值的水平是怎样的？

**A:** 新加坡的凯德置地，是通过前期的房地产基金和后期的 REITs 来盘活商业物业持有资产。在开发建设到商业物业运营前期（3-5 年内）通过较专业的商业物业开发团队来运营，提高入住率、租金水平等。待物业运营到比较成熟的阶段、能贡献稳定收益的时候，再将其包装成一个 REITs 产品，投向公开市场，盘活沉淀资产。在全球范围内，这是一种非常成熟、非常理想的模式。

而万达目前还处于“第一步”——原始资产、不动产积累的过程。从长线看，万达目前在一线城市、优秀二线城市所沉淀的资产在未来 5-10 年时间内，随着商业贸易、零售行业的发展，存在盘活、周转上市的可能性。到那个时候，万达才会逐步向成熟商业运营企业发展过度。目前，它还是一个重资产的商业持有、运营公司。在中长期，万达会逐渐走上目前万科的路线，向外输出管理、把优秀的商业地产、物业开发运营能力通过资本市场输出。

目前制约因素有：

- （1） 国内商业地产现状仍达不到国外的水平
- （2） 国内资本市场运作、金融工具等仍欠缺；从 2013 年开始，万达资本运作的力度明显比以往有提升。万达在国内有自己的周转模式，在现有条件下盘活起资产。随着金融市场不断发展，万达还是有向成熟商业运营企业发展的机会的。

**Q:** 万达最大的财务风险在哪？

**A:** 万达地产在过去发展的优势之一在于“现金流换资产，资产再换现金流”模式。从 2000 年进入商业地产领域与到 2009 年开始快速扩张这段时间里，万达不断在二线城市建设万达广场项目，用十年的时间沉淀资产。2009 年之后的扩张是资产换现金流实现的。原始资产积累的阶段过程中，它的毛利并不高，因为要通过住宅、可售物业部分的现金流来填补持有型物业方面的支出。后面的项目可以通过抵押持有型物业来获得银行抵押贷款，这类持有型物业抵押贷款的偿还周期比普通开发商要长很多，达到 5-15 年，成本会比通常意义上的房地产开发企业要低。万达商业通过这部分资金实现扩张，在新的项目里，如三线城市项目，销售情况、租金水平可能并不及二线城市，但开发这些项目所用资金的严苛性已经很低了，允许项目有更长的培育期，因为在这部分资金并非急需偿还，万达并不需要单个项目来打平现金流。在三四线城市市场容量并不十分大、房地产市场并不那么健康的前提下，可以有更长的时间来支持万达把项目做起来。万达也清楚三四线城市的市场是有风险的，只是它使用

的资金和其他房地产商的资金存在差异，它有更长的风险消化期。这就是目前状况能支持万达快速扩张的原因。通过资产负债表的情况来看，万达的财务状况和万科等一样健康，甚至真实资产负债率更低。

运营层面，2015、2016 年的现金流结构还是有一定保障的。毛利率可能会下降，三线城市项目占比提升，尽管拿地价格在下降，但销售均价降幅可能更大。

但其收入规模增速是有保障的，业绩增速比起房地产发展黄金十年会下降。14、15、16 年业绩保障稳定增长应该没有难度。

**Q:** 文化旅游地产的运营效率。西双版纳、无锡的运营销售情况不一定很理想，而汉街项目的情况却非常不错。如何看待项目运营的差异？

**A:** 每个项目本身团队的能力会影响项目的运营情况。从投资角度而言，要看整体情况，有七成至八成的胜率便是可以接受的，很难要求每个项目都非常突出。那些不太突出的项目，保障培育中期亏损可控，也是可以接受的。