

申购

万达商业 (3699.HK)

高运营效率的商业物业开发龙头

市场数据

报告日期	2014.12.12
招股价(港元)	41.8-49.6
总股本(亿股)	44.7
发行后市值(亿港元)	1870-2220
总资产(亿元)	5039
每股净资产(元、IPO前)	29.3

数据来源: 彭博

投资要点:

- 万达商业为中国最大的商业物业开发商,公司主要以开发万达广场为代表的大型多功能综合体项目,公司目前在中国110个城市拥有159座万达广场,其中已完工的万达广场项目数量达到71个。未来还有88个购物商场和51个酒店陆续竣工开业,公司持有的投资物业仍有较大的成长空间。公司采取“以售养租”的模式进行快速开发,实现短期销售物业销售收益和长期租金可持续收入的平衡。
- 公司较快的收入增速主要由于公司较高的运营效率,公司出售物业销售速度较快,存量资产周转率近3年均高于0.4倍,远高于行业平均水平。公司尽管资产较重,但存量资产周转速度与单纯做物业开发的万科相当。背后是公司较好的项目流程管控能力和产品销售能力。
- 公司投资物业的招商和运营情况也较好,投资物业平均租金从2011年57元/平方米月逐步上升至2014年中期75元/平方米月,年复合增速达到11.6%。
- 按照核心净利润计算,公司对应2014年动态市盈率为10-12.4倍,假如发行价为45.7港元,我们估算公司2014年每股NAV约为53港元,发行价相对公司每股NAV折让14%。我们分别按照15倍、5倍和10倍的市盈率对商业物业出租管理、物业销售和酒店各项业务价值进行评估,我们预计公司总价值约为1982亿元,对应每股价值56港元,公司发行价相对公司合理价值有12%-25%的折让。
- 我们建议谨慎申购,但要注意以下风险:1)商业地产整体供应过量,竞争激烈,未来新增项目多位于三四线城市,需求有限;2)住宅销售大幅波动的风险。

兴证香港研究部
852-35095999
0755-23826013
research@xyzq.com.hk

公司名称	大连万达商业地产股份有限公司
股票代码	3699.HK
招股截止时间	2014年12月15日中午
上市日期	2014年12月23日

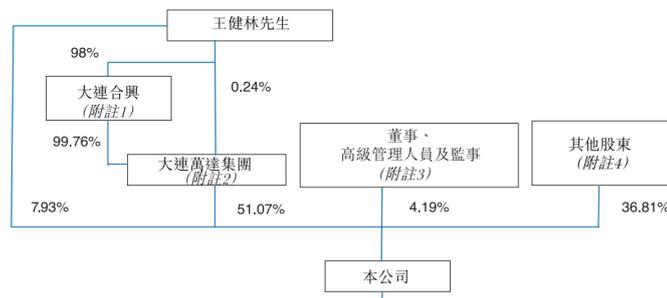
发行股数(亿股)	6
--香港发售数(亿股)	0.3
--国际配售数(亿股)	5.7
发行后总股本(亿股)	44.7
发行价范围(港元/每股)	41.8-49.6
发行后市值(百万港元)	1870-2220
2013年市盈率(倍)	5-5.95
2013年每股净资产(元)	29.3
2013年市净率(倍)	1.1-1.3
2014年预测市盈率(基于核心净利润)(倍)	10-12.4
保荐人	中金香港证券 汇丰银行
账簿管理人	中金香港证券 高盛等
会计师	安永会计师事务所

公司概况:

公司 1988 年成立, 经过 25 年的发展, 已经成为中国最大的商业物业开发商, 公司主要以开发万达广场为代表的大型多功能综合体项目, 公司目前在中国 110 个城市拥有 159 座万达广场, 其中已完工的万达广场项目数量达到 71 个。

公司创始人王健林先生持有公司 59% 的股份, 发行完成以后, 王健林先生仍将持有公司 50% 以上的股份, 处于绝对控股地位。

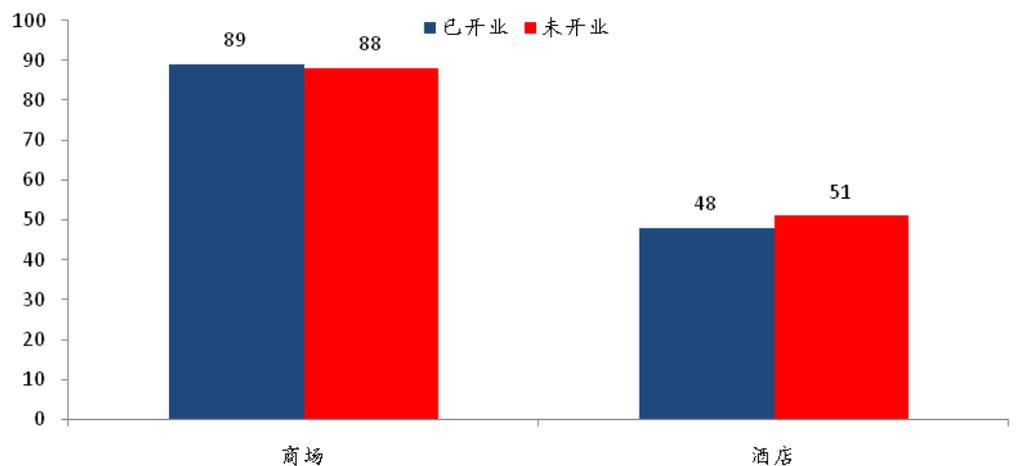
图 1: 大股东持股



来源: 兴证香港、公司公告

公司总建筑面积达到 8470 万平方米, 其中持有的已完工投资物业建筑面积为 1470 万平方米; 另外, 持有的酒店建筑面积达到 210 万平方米; 公司土地储备总建筑面积为 6790 万平方米。目前公司已开业的购物商场数量达到 89 个, 已开业的酒店数量达到 48 个, 未来还有 88 个购物商场和 51 个酒店陆续竣工营业, 公司持有的投资物业仍有较大的成长空间。

图 2: 投资物业未来发展潜力

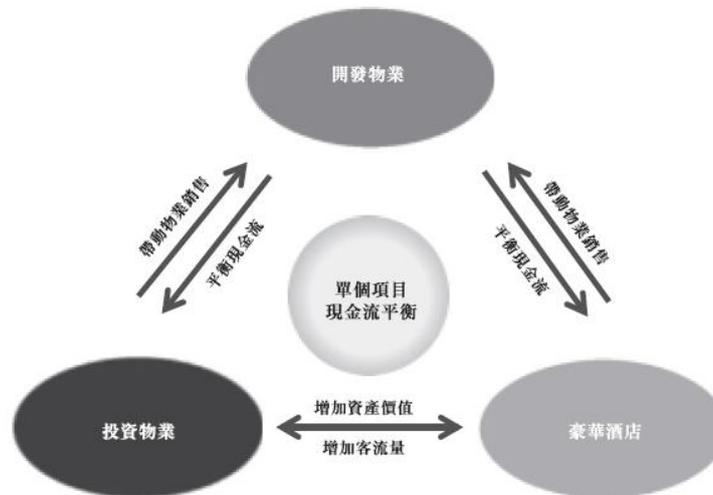


来源: 兴证香港、公司公告

公司商业模式:

公司采取“以售养租”的模式进行快速开发，公司开发的综合体项目一般包含开发物业、投资物业和豪华酒店的组合，一方面，公司通过开发物业的出售以回笼现金流，另外一方面，公司通过配建购物商场、写字楼和酒店等物业，以增加开发物业的价值，通过项目各部分的有机组合，公司可以在实现短期收益的同时，为未来带来长期的可持续租金收入。

图 3: 城市人均可支配收入快速增长

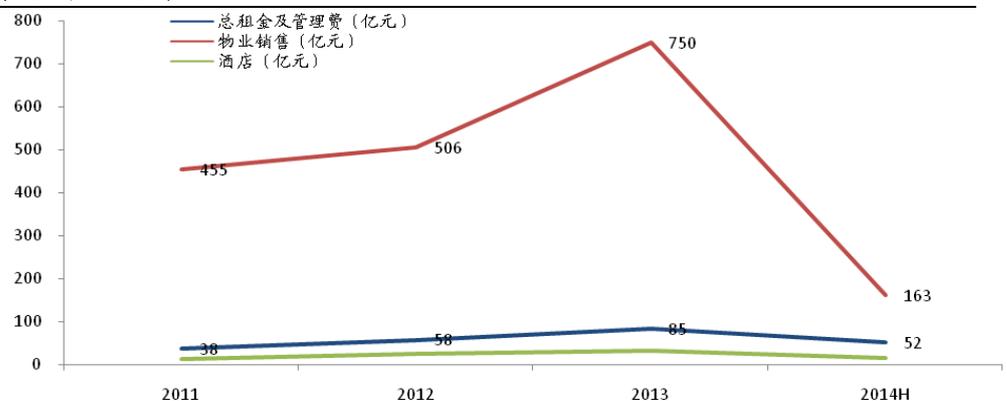


来源: 兴证香港

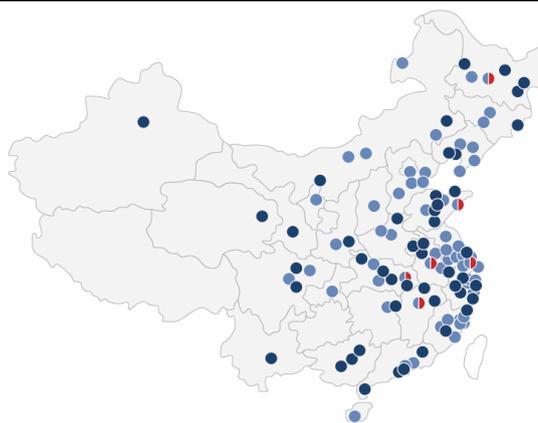
经营情况:

由于商业模式的特点，短期内物业销售仍然是公司主要收入来源，2013 年年末，公司物业销售收入为 750 亿元，占总收入比例为 83.3%，2014 年中期，公司物业销售收入为 163 亿元，占总收入比例为 70%。

图 4: 收入结构

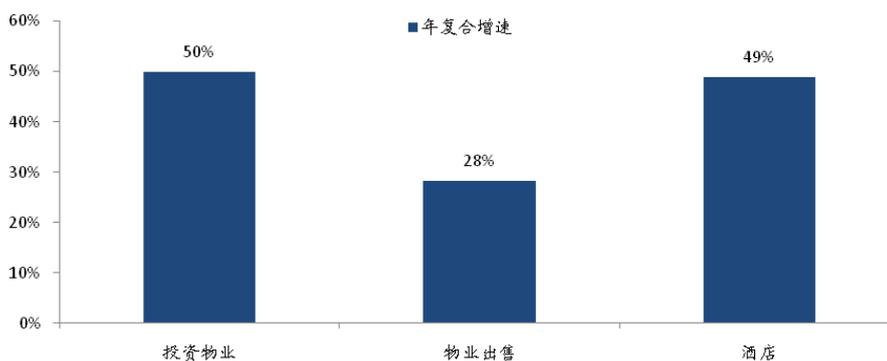


来源: 兴证香港

图 5: 公司业务布局


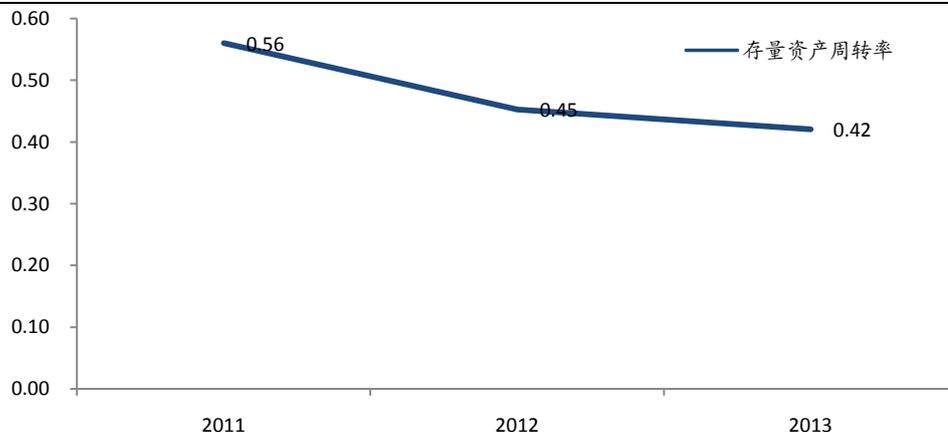
来源: 兴证香港

近三年, 公司销售收入年复合增速达到 32%, 其中投资物业继续保持较快速度的增长, 年复合增速达到 50%。

图 6: 公司收入保持快速增长


来源: 公司资料、兴证香港

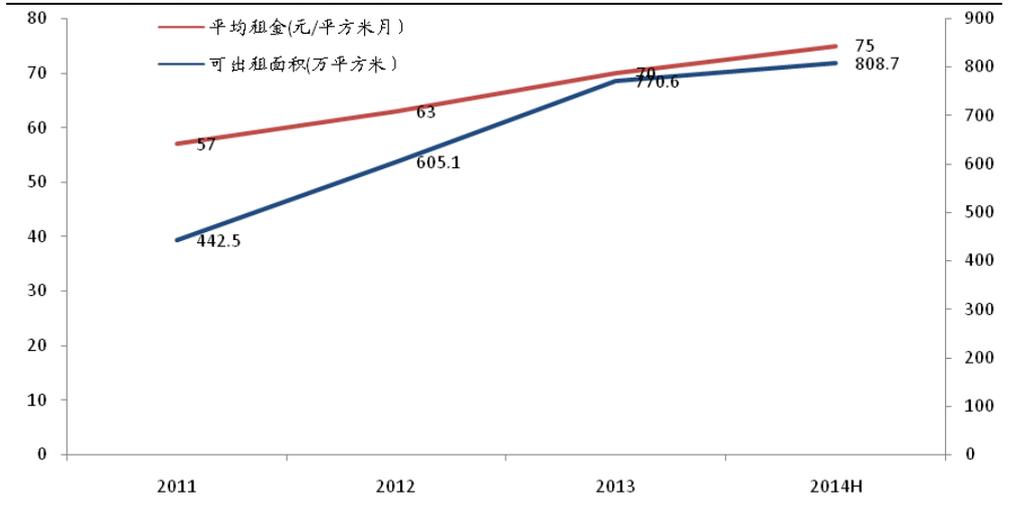
公司较快的收入增速主要由于公司较高的运营效率, 公司出售物业销售速度较快, 存量资产周转率近 3 年均高于 0.4 倍, 远高于行业平均水平。

图 7: 公司存量资产周转率较高


来源: 兴证香港

公司投资物业的招商和运营情况也较好, 投资物业平均租金从 2011 年 57 元/平方米月逐步上升至 2014 年中期 75 元/平方米月, 年复合增速达到 11.6%。

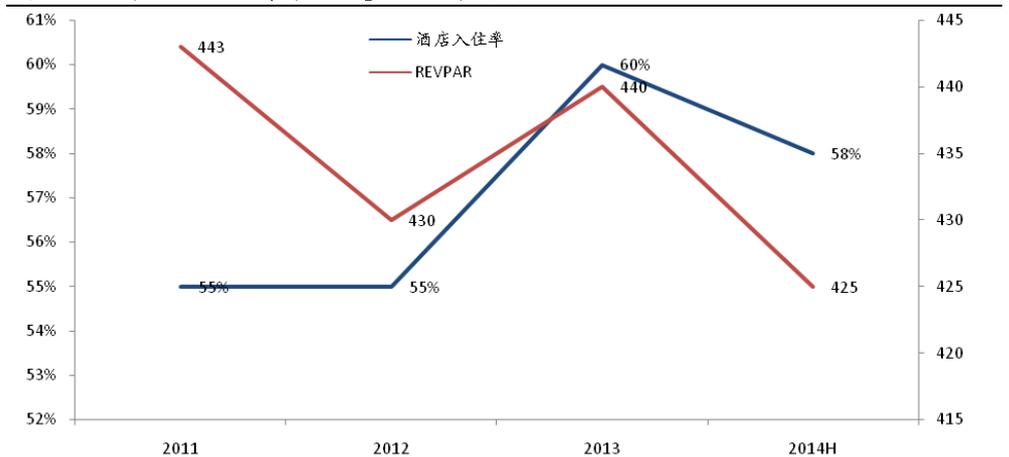
图 8: 公司投资物业运营情况良好



来源: 兴证香港

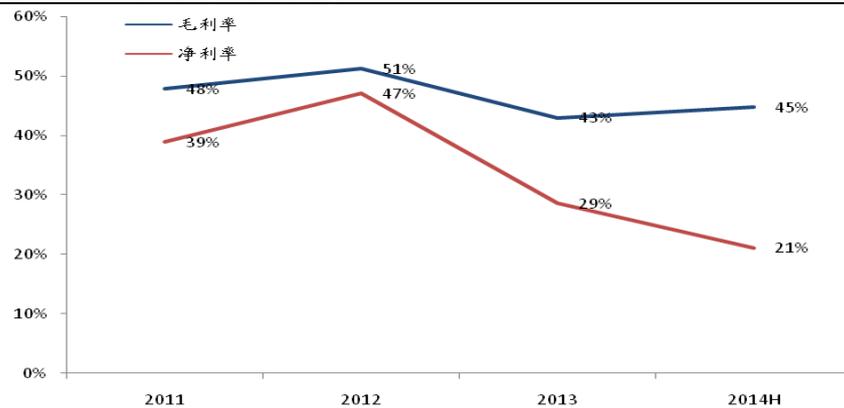
在客流和项目位置的支持下, 公司酒店的运营情况也较好, 尽管经营有所波动, 但酒店的入住率和 Revpar 均相对较为稳定。

图 9: 公司酒店入住率和 Revpar 保持稳定

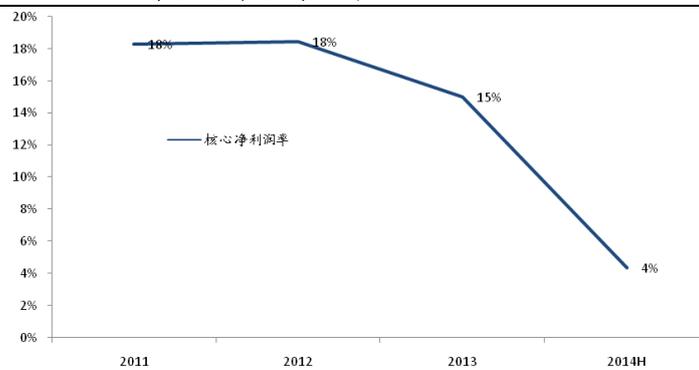


来源: 兴证香港

公司由于土地储备成本较低, 整体毛利率水平和净利率水平相对较高, 高于行业平均水平。但扣除投资物业公允价值变动的影响, 公司核心净利润率近几年略有下降, 主要受毛利率水平下降的影响。

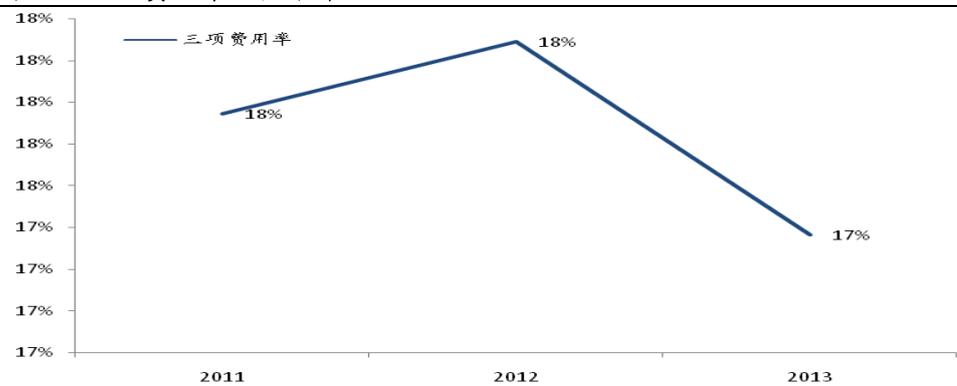
图 10: 毛利率和净利率较高


来源: 兴证香港

图 11: 核心净利润率略有下降


来源: 兴证香港

由于公司酒店、商业物业管理费用相对较高, 所以公司整体三项费用率远高于普通住宅开发企业。但公司三项费用率有下降的趋势。

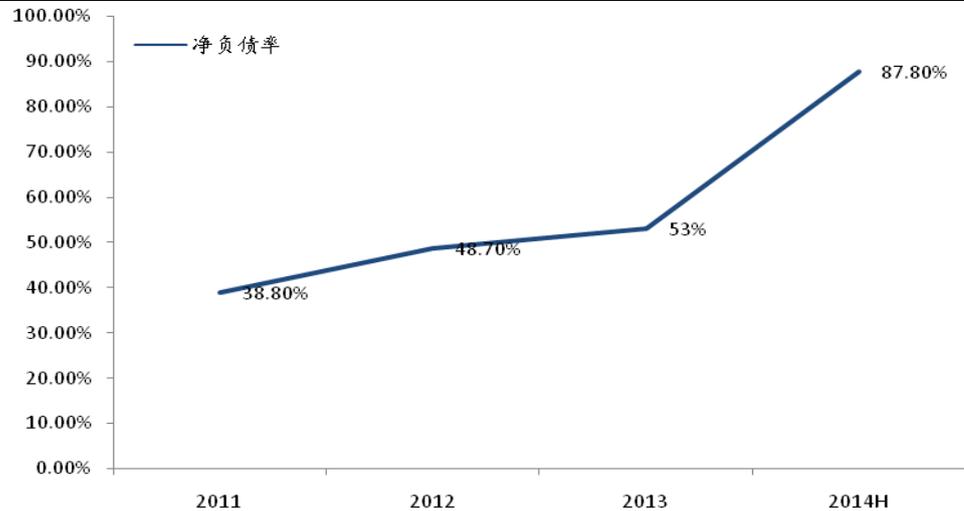
图 12: 三项费用率略微下降


来源: 兴证香港

公司净负债率相对保持稳定, 2013 年年末公司净负债率为 53%, 略低于房地

产行业主要上市公司平均水平。2014 年中期净负债率上升主要受收入结算大多集中在下半年影响。

图 13: 净负债率保持稳定

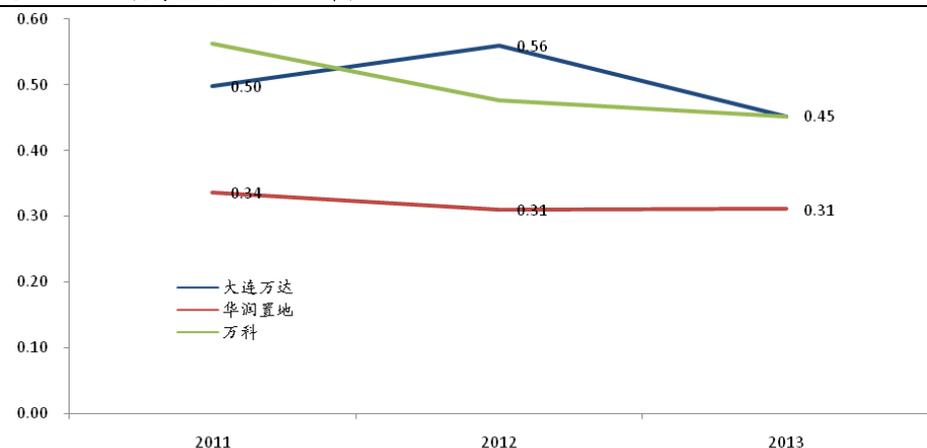


来源：兴证香港

竞争优势:

同行业主要公司比较，公司的产品开发和销售速度均处于领先地位，公司尽管资产较重，但存量资产周转速度与单纯做物业开发的万科相当。背后是公司较好的项目流程管控能力和产品销售能力。基于快速的开发能力和商场运营招商能力，万达才能够在与地产政府的谈判中赢得先机，从而获得价格相对合理的土地。因此，我们看到公司的毛利率水平也高于主要的物业开发企业。

图 14: 公司周转速度与万科相当



来源：兴证香港

另外，公司的优势也体现在规模优势方面，公司目前已经是中国规模最大的商业物业持有方，公司在招商、项目运营以及品牌打造方面相对其他企业均有规模上的优势。

筹得资金投资方向：

IPO 发行 6 亿股，占发行后总股本的 13.4%。若按 45.7 港元/股发行，扣发行包销费用及佣金后，本次发行预计募集 266.79 亿港元，主要用途是：

1) 240 亿港元（约 90%）用于 10 个项目的开发资金，包括广元、泰安、嘉兴、南宁、乌海、哈尔滨、阜阳、台州、湘潭和郑州万达广场。

2) 26.68 亿港元（约 10%）将用于营运资金及一般公司用途。

盈利能力及投资建议：

随着中国经济的增长和居民收入水平的提升以及中国经济结构的调整，消费占中国总 GDP 的比重将逐步提升，同时，随着居民收入提升，消费也将升级，主要消费场所从地摊转向购物中心，公司作为中国最大的商业物业的持有方将从中受益。

公司预计 2014 年归属股东净利润不少于 240 亿元，预计每股收益约为 6.79 港元/股，扣除公允价值变动的影响归属股东净利润约为 143 亿元，对应每股收益为 4 港元/股。按照发行价 41.8-49.6 港元/股计算，公司 2014 年动态市盈率为 6.15-7.3 倍，按照核心净利润计算，公司对应 2014 年动态市盈率为 10-12.4 倍，目前中资香港上市地产开发企业 2014 年动态市盈率平均为 4.5 倍，其中华润置地 2014 年动态市盈率为 10 倍。假如发行价为 45.7 港元，我们估算公司 2014 年每股 NAV 约为 53 港元，发行价相对公司每股 NAV 折让 14%。考虑到公司仍然处于快速发展阶段，公司应享有一定的溢价。

按照公司目前的项目储备，我们预计公司 2017 年租金管理费收入、物业销售收入和酒店业务将分别达到 200 亿元、1500 亿元和 50 亿元，我们分别按照 15 倍、5 倍和 10 倍的市盈率对各项业务价值进行评估，我们预计公司总价值约为 1982 亿元，对应每股价值 56 港元，公司发行价相对公司合理价值有 12%-25% 的折让。

图 15: 估值分析

	2017E	合理价值
总租金及管理费 (亿元)	200	1237.5
物业销售 (亿元)	1500	1350
酒店 (亿元)	50	50
总计 (亿元)		2637.5
2014 年年末合理价值 (亿元)		1982

来源: 兴证香港、公司资料

我们建议谨慎申购, 但要注意以下风险: 1) 商业地产整体供应过量, 竞争激烈, 未来新增项目多位于三四线城市, 需求有限; 2) 住宅销售大幅波动的风险。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证(香港)证券经纪有限公司(持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、4(就证券提供意见)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告,则意味著收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证(香港)证券经纪有限公司、兴证(香港)期货有限公司、兴证(香港)资产管理有限公司及兴证(香港)融资有限公司(统称「兴证香港」)违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告仅提供予收件人,其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途,当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述,并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可,收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠,惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定,兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制,因此所提述的证券不一定(或在相关时候不一定持续)适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场,分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变,惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断,收件人在作出投资决定前,应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外),将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人,进行该等证券之买卖。此外,兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务,或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时,应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证(香港)证券经纪有限公司分析员撰写。(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点;(2)该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系;(3)对于提述之证券,该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。