



万达商业 (3699.HK)

轻资产模式初现，商业运营能力凸显

评级: **增持**

目标价 (港币): **58.9**

2015.01.30

	李品科 (分析师)	侯丽科 (分析师)	梁荣 (研究助理)
	010-59312815	0755-23976713	010-59312731
	lipinke@gtjas.com	houlike@gtjas.com	liangrong@gtjas.com
证书编号	S0880511010037	S0880514030004	S0880113090015

本报告导读:

万达为中国最大商业地产开发商，轻资产运营模式逐渐浮出水面。预计公司未来会大力发展轻资产模式，公司盈利能力也会因而进一步提升。

摘要:

- 2015年1月13日日，万达商业与光大安石地产投资顾问有限公司、嘉实资本等多个合作方分别签署了有关设立合作投资消费平台的协议，计划在未来两年内，合作方投资240亿建造20座万达广场，万达商业负责项目的选址、建设、冠名、招商、运营和管理，合作方与万达商业按一定比例分享租金净收益。
- 维持2014-16年核心净利润143、187、232亿元的预测，同比增长10%、31%、24%，对应EPS 3.13元、4.09元、5.08元。维持增持评级。
- 轻资产运营模式，可充分发挥万达在拿地和商业运营方面的优势，更快扩张。1) 万达拿地极具优势，潜在项目较多。根据王健林哈佛大学的演讲，万达商业地产模式受各地政府欢迎，邀请万达做的项目和公司投资项目数量比是3:1至4:1。2) 公司商业运营能力较强，具有强大的品牌库（拥有超过15000家已租店铺，品牌库中超过2000个品牌）可以保障开业时候就基本达到满租。3) 轻资产模式可充分利用公司这两方面的优势，在有限资金的情况下更快做大。
- 轻资产模式类似铁狮门小股操盘，避免资金沉淀，有助于进一步加速周转，提升ROE。1) 轻资产模式基本是国外商业地产开发商的最终归宿，通过类似铁狮门的小股操盘（甚至不持股只操盘），可最大化的发挥自身在商业地产方面的优势，同时避免资金沉淀。2) 轻资产模式盈利能力更强。主要以租金净收益分成为主，2013年，租赁收入有着高达66%的毛利率，轻资产可进一步提升ROE。
- 我们认为这标志着万达商业轻资产模式初现端倪，或将成为万达商业未来重要的发展方向。1) 轻资产模式对公司的资金需求量极小，有助于多项目大规模铺开。2) 万达商业拥有专业的团队和成熟的模式支撑大规模的轻资产模式运营。
- 万达卓越的品牌效应预计会吸引较多的资金方，未来进一步合作空间较大。万达商业本身的强大的业务能力和合理的收益分成方式又能够保证资金的收益，预计对尤其是国外低成本长期资金有很大吸引力。
- 风险提示：住宅、尤其是商业地产市场下行风险。



财务摘要 (百万)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	50,772	59,091	86,774	96,319	129,068	162,625
(+/-)%		16%	47%	11%	34%	26%
毛利润	24,303	30,284	37,336	43,344	56,790	69,929
净利润	9,285	10,887	12,999	14,302	18,736	23,232
(+/-)%		17%	19%	10%	31%	24%

1. 万达商业轻资产模式介绍

万达商业的轻资产模式浮出水面。1) 2015年1月13日日, 万达商业与光大安石地产投资顾问有限公司、嘉实资本、四川信托和快钱支付清算信息有限公司分别签署了有关设立合作投资消费平台的协议。2) 合作方拟在2015年和2016年进行首批投资约240亿元人民币, 以建造约20座万达广场。3) 万达商业负责项目的选址、建设、冠名、招商、运营和管理。4) 合作方与万达商业按一定比例分享租金净收益。

轻资产运营模式, 是指万达商业会成为商业地产业务的提供商和运营商, 而非资金的提供方。万达商业预计未来将引入第三方投资者, 由这些投资者提供商业地产拿地、开发、建设的必须资金, 万达商业为其提供拿地、开发、招商和运营的服务, 作为一个服务的提供方, 分享租金收入, 而不再做物业的销售。

轻资产模式类似铁狮门小股操盘, 避免资金沉淀, 有助于进一步加速周转, 提升 ROE。1) 轻资产模式基本是国外商业地产开发商的最终归宿, 通过类似铁狮门的小股操盘 (甚至不持股只操盘), 可最大化的发挥自身在商业地产方面的优势, 同时避免资金沉淀。2) 轻资产模式盈利能力更强。主要以租金净收益分成为主, 2013年, 租赁收入有着高达66%的毛利率, 轻资产可进一步提升 ROE。

2. 轻资产模式或成为万达商业未来的重要模式

轻资产运营模式最大的优势在于前期投入的资金极小, 有助于多个项目大规模同时进行, 加之万达商业独有的模块化管理系统和万达广场标准化复制模式, 轻资产模式有望成为万达商业未来重要的经营模式。

轻资产模式对公司的资金需求量极小, 有助于多项目大规模铺开。根据框架协议来看, 两年内建造20座万达广场, 预计未来将有更多的类似框架协议落地。由于没有了初始投资资金的掣肘, 有助于万达商业大规模的进行类似项目的开发建设和运营管理。

专业的团队和成熟的模式支撑大规模的轻资产模式运营。1) 万达广场通过标准化复制可以实现全国范围迅速扩张, 从而有助于投资项目的迅速落地。2) 高度捆绑的商户资源实现了商业的快速招商、快速开业。万达广场近100%的出租率为项目的盈利提供了保障。3) 万达文化中以强劲的执行力著称, 同时在模块化管理下, 使得万达流水线般的开发运营处于有条不紊、高速运转的状态。

轻资产运营模式对资金具有很大的吸引力。1) 万达商业有强大的品牌库 (拥有超过15000家已租店铺, 品牌库中超过2000个品牌) 可以保障开业时候就基本达到满租, 远远高于行业平均水平, 是最佳的商业地产服务业务提供者。2) 万达商业有很强的与地方政府的强大谈判能力, 使得万达可以在核心地段或副中心低价获取大幅土地。万达商业模式的成功, 使其“一个万达广场, 成就一个城市中心, 带动一方消费、就业

和税收”的示范效应广受地方政府青睐。3) 资金收益有保证。初期通过销售物业保证收益, 后期通过租金净收益分成的方式分享收益, 运营模式成熟可靠, 对长期资金具有很大的吸引力。

轻资产模式有助于万达商业本身盈利能力的改善, 而万达商业本身的强大的业务能力和合理的收益分成方式又能够保证资金的收益, 对很多资金有很大吸引力。资金方与运营方(万达商业)一拍即合, 所以我们预计轻资产模式将会是万达商业未来重点发展方向, 盈利能力也会因此进一步增强。

图1 万达持有物业及土地储备: 建面8470万平方米

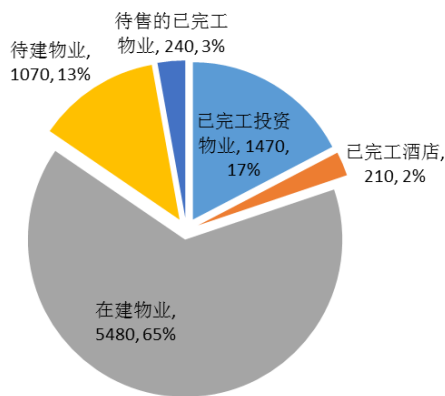
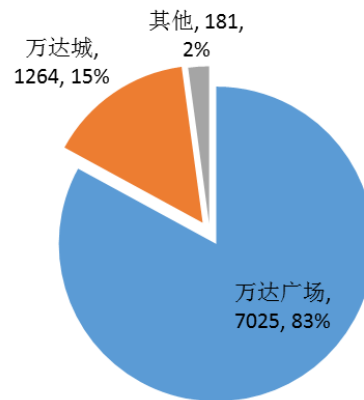


图2 万达广场: 建面7025万平方米, 占比总规模的83%



注: 左图按建筑面积计量, 单位万平方米。右图总物业规模指持有型物业及土地储备的规模加总, 未计算已完工未出售部分。

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

图3 万达进入城市111个, 仅次于恒大: 年均新进20城

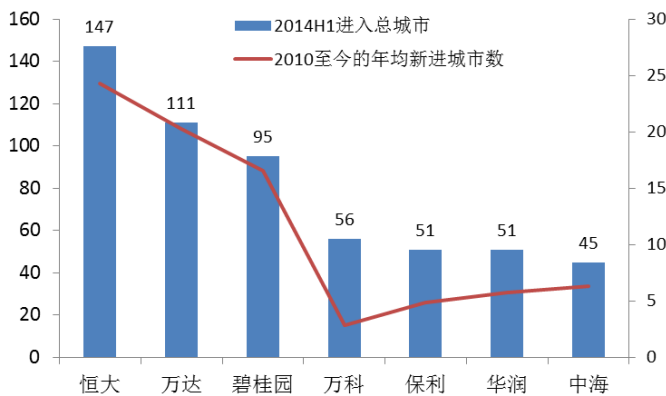
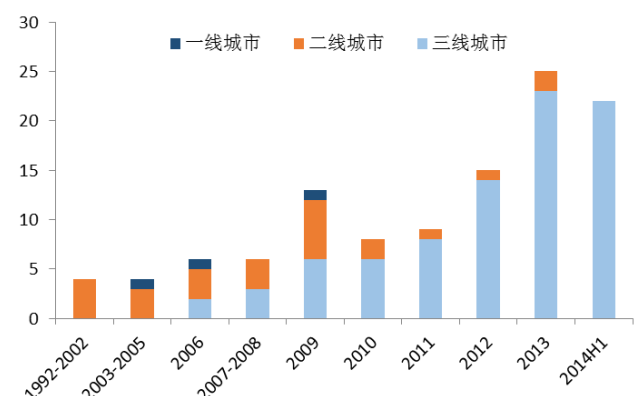


图4 万达进入新城市个数历史图



数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

图5 万达广场出租率

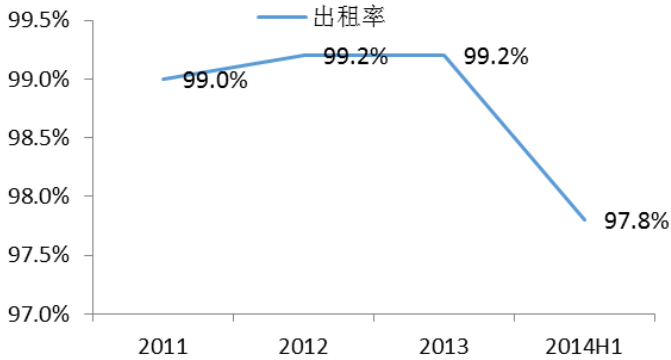
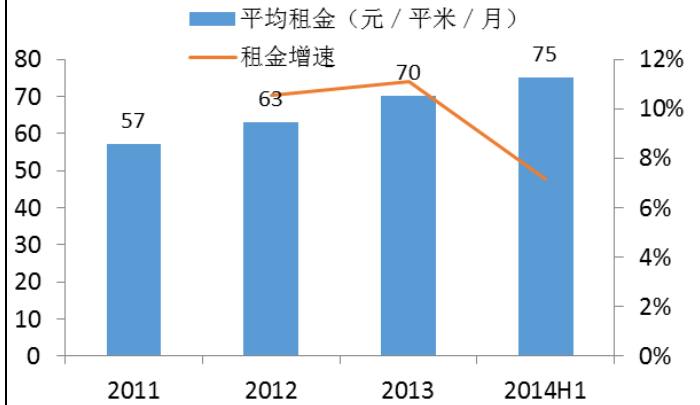


图6 万达广场的平均租金:



数据来源: 公司招股书、国泰君安证券研究

图7 万达2013出租经营收入: 占比15%

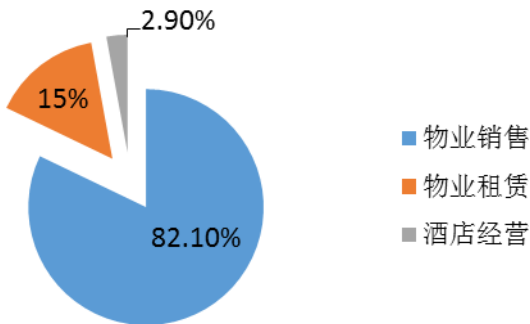
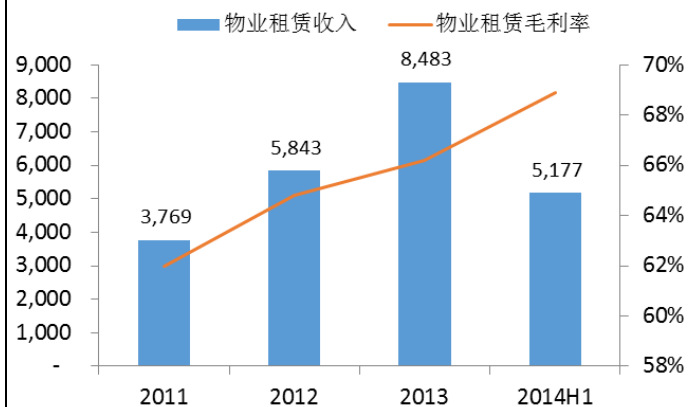


图8 万达2013租赁经营收入: 84.8亿元、毛利率66%



注: 上图为2013年度数据

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图9 万达2013年各业态收入占比: 销售占比82%

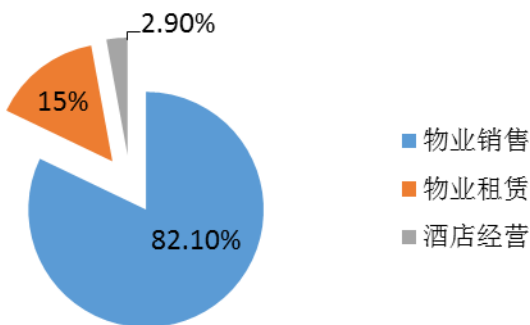
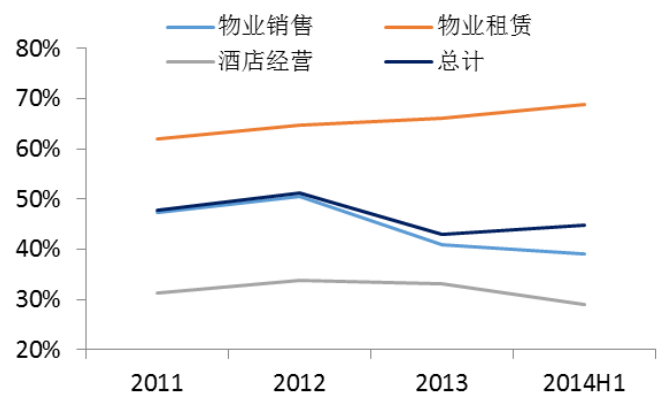


图10 万达各业态毛利率: 租赁66%、销售41%、酒店33%



注: 上图为2013年度数据

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		