

03699.HK 万达商业

未评级

业绩符合预期，控股股东考虑私有化

2016年04月06日

市场数据

报告日期	2016.04.06
收盘价(港元)	45.55
港股股本(亿股)	6.53
总股本(亿股)	45.27
港股市值(亿港元)	297.24
总市值(亿港元)	2062.05
股东净资产(亿元)	1803.96
总资产(亿元)	6395.60
每股净资产(元)	47.56

数据来源: Wind

相关报告

海外房地产研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

联系人: 宋健
songjian@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度: 31/12	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万 RMB)	59,091	86,774	107,871	124,203
增长率(%)	16.4%	46.8%	24.3%	15.1%
毛利	30,284	37,336	45,926	50,367
毛利率	51.2%	43.0%	42.6%	40.6%
净利润	27,310	24,581	24,839	29,971
增长率(%)	38.1%	-10.0%	1.0%	20.7%
净利率	46.2%	28.3%	23.0%	24.1%
每股收益(元)	7.31	6.58	6.51	6.62
每股股息(元)	NA	NA	0.95	1.05

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

投资要点

- **核心净利同比增长 14.8%，符合预期：**2015 年万达商业营业收入 1242.03 亿元人民币（下同），同比增长 15.1%，其中物业销售的营收为 1027.48 亿元，同比增长 12%，投资物业租赁及管理营收为 143.25，同比增长 27%，两者的营收贡献分别为 82.7% 和 11.5%；毛利为 503.67 亿元，同比增长 9.7%，毛利率为 40.6%。上市公司股东应占净利润为 299.71 亿元，同比增长 20.7%，核心净利润为 170.16 亿元，同比增长 14.8%，符合预期。公司末期派息每股 1.05 元，派息比例达到核心净利润的 28%。
- **我们的观点：**万达商业是一家全国性综合房地产开发商，销售规模早已达千亿，是中国前十大的房地产开发商；公司的投资物业品牌万达广场开遍全国，每进入一个区域都成为该区域内的标志性建筑，按管理面积，公司已经是全球最大的不动产管理公司；公司独有的商业模式——城市综合体，结合住宅、商业、办公楼以及酒店为一体的模式得到广泛的认可及学习。从估值来看，在提出私有化之前公司仅有 5 倍 PE，0.8 倍 PB，息率为 2.8%，而同等规模的中海/华润均有 7-8 倍 PE，目前股价 45 港元左右，据私有化最低的价格 48 港元仍然有 5% 的空间。公司私有化仍然有很大的不确定性，也有提价的可能，建议关注。
- **风险提示：**地产去库存不及预期，宏观经济增长放缓，私有化不确定。

报告正文

- **核心净利同比增长 14.8%，符合预期：**2015 年万达商业营业收入 1242.03 亿元人民币（下同），同比增长 15.1%，其中物业销售的营收为 1027.48 亿元，同比增长 12%，投资物业租赁及管理营收为 143.25，同比增长 27%，两者的营收贡献分别为 82.7%和 11.5%；毛利为 503.67 亿元，同比增长 9.7%，毛利率为 40.6%。上市公司股东应占净利润为 299.71 亿元，同比增长 20.7%，核心净利润为 170.16 亿元，同比增长 14.8%，符合预期。公司末期派息每股 1.05 元，派息比例达到核心净利润的 28%。

图 1、主要财务数据

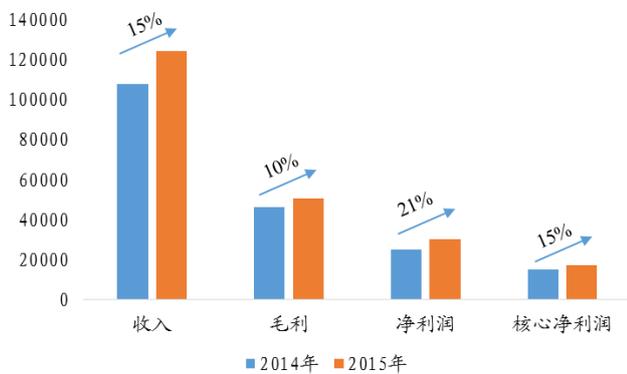
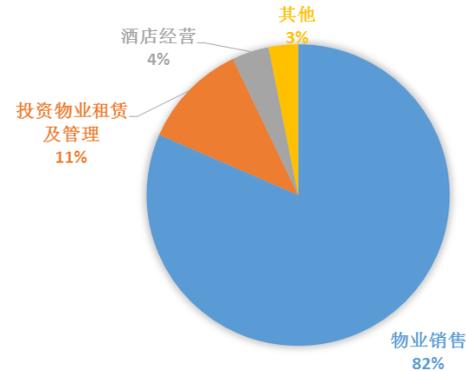


图 2、分业务营收占比



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

- **投资物业持续扩张：**2015 年公司投资物业租金收入为 136 亿元，同比增长 31.2%，毛利为 98 亿元，毛利率为 72.1%。公司在 2015 年新开 26 个万达广场，新增自持面积 412 万平米，新增租赁面积 248 万平米。截至 2015 年底，公司在 89 个城市累计持有 133 座万达广场，总建筑面积达到 2183 万平米，租赁面积为 1413 万平米。万达广场整体运营情况良好，客流量增长 24.59%，平均租金增长 8.6%。
- **控制合约销售额，向轻资产转型：**2015 年万达合约销售额为 1641 亿元，同比增长 2.5%，合约销售面积和销售均价分别为 1672 万平米和 9816 元每平方米。公司未来计划向“轻资产”模式转型，2016 年合约销售目标为 1000 亿元，比目前水平有较大减少，公司将着重发展投资物业租赁和管理，以此弥补物业销售部分的减少。
- **财务状况稳定：**截至 2015 年底，公司净负债率为 61.1%，持有现金达到 731 亿元，平均融资成本为 6.7%，比去年有 0.8 个百分点的降低。公司总有息负债为 1866 亿元，按到期期限看，1-2 年内到期的负债占比为 13%，按融资结构看，其中 654 亿元为经营贷款，298 亿元为信托贷款，440 亿元为开发贷款，

而公司投资物业的税前利润达到 82 亿元，可以支撑经营贷款的规模，财务状况稳定。

- **A 股上市进行中：**公司与 2015 年 8 月 18 日临时股东大会决议批准 A 股发行有关事宜，并于 2015 年 11 月在中国证监会网站预披露公司的 A 股招股说明书，公司计划发行不超过 2.5 亿股 A 股，拟募集资金 120 亿元，主要投入万达商业位于南京、济南、合肥、成都、徐州共计 5 个城市的万达广场项目。目前 A 股上市还需要排队，时间进度很难把控。
- **港股拟私有化：**万达商业于 2014 年 12 月 23 号成功登陆港股，IPO 价格为 48 港元，发行 6 亿新股，总融资额为 288 亿港元，是当年港股最大的 IPO 公司。公司于 3 月 30 号发布公告称，控股股东计划以不低于每股 48 港元私有化万达商业，控股股东表示该私有化价格并不代表最后的要约收购价，有提价的可能。目前，公司已发行港股股本为 652,547,600 股，以及 3,874,800,000 股内资股，若按 48 港币私有化，则需要耗资 313.2 亿港元。
- **我们的观点：**万达商业是一家全国性综合房地产开发商，销售规模早已达千亿，是中国前十大的房地产开发商；公司的投资物业品牌万达广场开遍全国，每进入一个区域都成为该区域内的标志性建筑，按管理面积公司已经是全球最大的不动产管理公司；公司独有的商业模式——城市综合体，结合住宅、商业、办公楼以及酒店为一体的模式得到广泛的认可及学习。从估值来看，在提出私有化之前公司仅有 5 倍 PE，0.8 倍 PB，息率为 2.8%，而同等规模的中海/华润均有 7-8 倍 PE，目前股价 45 港元左右，据私有化最低的价格 48 港元仍然有 5% 的空间。公司私有化仍然有很大的不确定性，也有提价的可能，建议关注。
- **风险提示：**地产去库存不及预期，宏观经济增长放缓，私有化不确定性。

图 3、公司合约销售金额

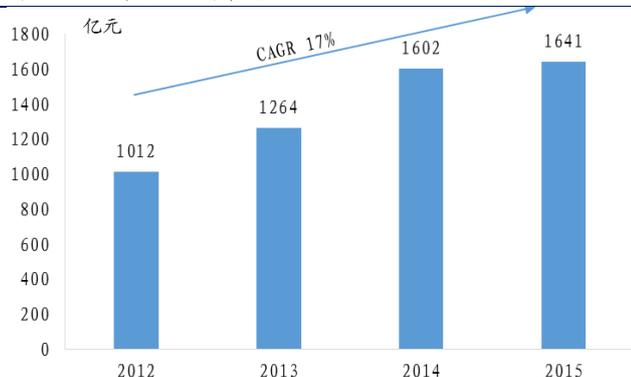


图 4、公司合约销售面积以及销售均价



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

表 1、万达商业 2015 年全年业绩主要财务指标变动情况

(单位: 百万 RMB)	2014	2015	变动	评价
收入	107,871	124,203	15.1%	物业销售收入同比增长 12%，投资物业租赁及管理收入同比增长 27%，酒店经营收入同比增长 24%，其他业务收入同比增长 57%。
销售成本	-61,945	-73,836	19.2%	物业销售营收占比降至 82.7%，高毛利的投资物业营收占比提升至 11.5%。
毛利	45,926	50,367	9.7%	
其他收入及收益	3,204	3,659	14.8%	
投资物业公允价值增加净额	13,455	17,230	28.1%	新开 26 个万达广场，新增自持面积 412 万平米。
销售及分销开支	-6,112	-5,801	-5.1%	
行政开支	-6,690	-7,352	9.9%	
其他开支	-671	-1,664	148.0%	
融资成本	-7,312	-7,400	1.2%	
除税前溢利	41,800	49,039	17.3%	
所得税开支	-16,699	-18,931	13.4%	
年内溢利	25,101	30,108	19.9%	
以下各项应占:				
母公司拥有人	24,839	29,971	20.7%	
非控股权益	262	137	-47.7%	
每股盈利-基本	6.51	6.62	1.7%	

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhUSD@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyiqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

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。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本公司的资产管理部、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限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, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。