



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

大连万达商业管理集团股份有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT





评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



评级报告导读

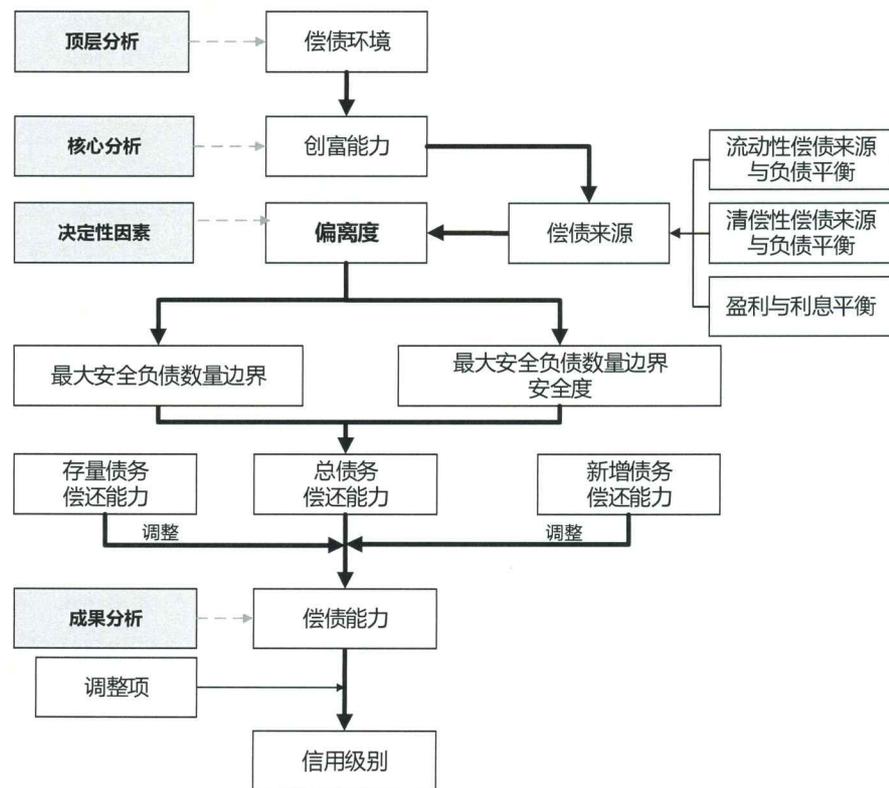
评级报告逻辑

评级结论回答的是债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度，它由以财富创造能力为基石的偿债来源偏离度所决定。

偏离度是大公信用评级核心思想。偏离度是指以财富创造能力为基石每一种偿债来源与财富创造能力的距离，距离越远风险越大。偿债来源按照自主性和可靠性排序为：盈利、经营性现金流、债务收入、外部支持、可变现资产、外汇收入、货币发行。

评级报告依次分析偿债环境、财富创造能力和偿债来源，得到偿债来源偏离度，以此为核心测算出最大安全负债数量边界及其安全度，并最终得到偿债能力分析结论。

大公力求精准量化债务人偿债风险，体现的数字评级逻辑如下：



跟踪评级说明

根据大公承做的大连万达商业管理集团股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评主体的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



◆ 评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AAA		评级展望	稳定	
上次评级结果	AAA		评级展望	稳定	
债项信用					
债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 万达 01	50	5(3+2)	AAA	AAA	2017.05
15 万达 02	50	5(3+2)	AAA	AAA	2017.05
16 万达 01	50	5(3+2)	AAA	AAA	2017.05
16 万达 02	80	5(3+2)	AAA	AAA	2017.05
16 万达 03	50	5(3+2)	AAA	AAA	2017.05
16 万达 04	30	5(3+2)	AAA	AAA	2017.05
16 万达 05	20	5(3+2)	AAA	AAA	2017.05
16 万达 06	20	5(3+2)	AAA	AAA	2017.05
15 大连万达 MTN001	100	5	AAA	AAA	2017.05
15 大连万达 MTN002	50	5	AAA	AAA	2017.05
16 大连万达 MTN001	60	5	AAA	AAA	2017.05
16 大连万达 MTN002	60	5	AAA	AAA	2017.05
16 大连万达 MTN003	60	3	AAA	AAA	2017.05
16 大连万达 MTN004	60	3	AAA	AAA	2017.05
17 大连万达 MTN001	50	3	AAA	AAA	2017.05
17 大连万达 MTN002	60	3	AAA	AAA	2017.05
17 大连万达 MTN003	20	3	AAA	AAA	2017.05

◆ 主要观点

大公对大连万达商业管理集团股份有限公司（以下简称“万达商管”或“公司”）“15 万达 01”、“15 万达 02”、“16 万达 01”、“16 万达 02”、“16 万达 03”、“16 万达 04”、“16 万达 05”、“16 万达 06”、“15 大连万达 MTN001”、“15 大连万达 MTN002”、“16 大连万达 MTN001”、“16 大连万达 MTN002”、“16 大连万达 MTN003”、“16 大连万达 MTN004”、“17 大连万达 MTN001”、“17 大连万达 MTN002”、“17 大连万达 MTN003”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



本次评级结果反映万达商管面临良好的偿债环境，财富创造能力继续增强；可用偿债来源充裕，偿债能力极强，债务安全度高。

主要理由阐述如下：

1、公司面临良好的偿债环境。充足的政策空间有利于消费和商业地产行业结构升级，未来商业地产发展前景良好。

2、公司财富创造能力突出。公司招商能力强，运营经验丰富，得益于公司已经形成的具有极强规模和品牌优势的商业地产产业链，结合很强的综合运营能力，公司财富创造能力持续提升。

3、公司偿债来源较为充足。公司持续较大幅净流入的经营性净现金流及债务融资能力为流动性偿债来源提供支撑，以投资性房地产、存货及货币资金为主的可变现资产整体变现能力较好。

4、公司偿债能力极强。稳定的经营性现金流预期和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；盈利能力较为稳定，可对债务和利息提供较好的保障。

◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇：

1、城镇化推进、居民消费水平提高及消费升级的作用下，长期来看商业地产仍面临较好的发展前景；

2、公司形成了完整的商业地产产业链，土地获取、项目执行、招商运营等综合开发运营能力仍很强；

3、公司城市综合体项目业态丰富，物业出租情况良好，投资物业租赁及管理业务收入及毛利润继续增长；

4、2017 年，公司经营性现金流仍保持着较大净流入，对债务及利息形成较好保障。

主要风险/挑战：

1、公司资产受限比例仍较高，对其流动性产生一定影响；

2、公司投资性房地产公允价值增值占营业利润比重依然较大，未来受市场波动影响，存在不确定性；

3、公司有息债务规模较大，仍存在偿付压力。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位: 人民币亿元、%)

项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	6,534.90	6,891.05	7,511.46	6,395.60
所有者权益	2,512.86	2,428.52	2,233.76	1,858.97
总有息债务	2,039.31	2,132.36	2,262.05	1,866.47
营业收入	258.57	1,355.67	1,298.55	1,321.05
净利润	86.52	219.91	328.85	301.09
经营性净现金流	-63.56	255.84	379.76	319.09
毛利率	50.85	42.73	42.48	44.89
总资产报酬率	-	6.22	6.96	7.50
债务资本比率	44.80	46.75	50.31	50.10
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	-	3.71	4.76	3.79
经营性净现金流/总负债	-1.50	5.25	7.74	7.40

注: 公司提供了 2017 年及 2018 年 1~3 月财务报表。大华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2017 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告, 公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。公司根据《企业会计准则第 16 号—政府补助》, 对于 2017 年 1 月 1 日至该规定施行之间新增的政府补助进行列报调整, 将与日常活动相关的政府补助有“营业外收入”调整至“其他收益”792,975,971.52 元; 根据《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等的相关规定, 公司新增“资产处置收益”项目。公司 2016 年利润表数据采用 2017 年追溯调整后的数据。

◆ 联系方式

评级小组负责人: 韩光明
联系电话: +86-10-51087768
传真: +86-10-84583355

评级小组成员: 栗婧岩 杜京筱
客服电话: + 86-4008-84-4008
Email: dagongratings@dagongcredit.com

地址: 中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年六月二十一日

基本经营

(一) 主体概况与公司治理

公司前身为大连万峰房地产开发有限公司（以下简称“万峰地产”），成立于 2002 年 9 月 16 日，初始注册资本为 1,000 万元。

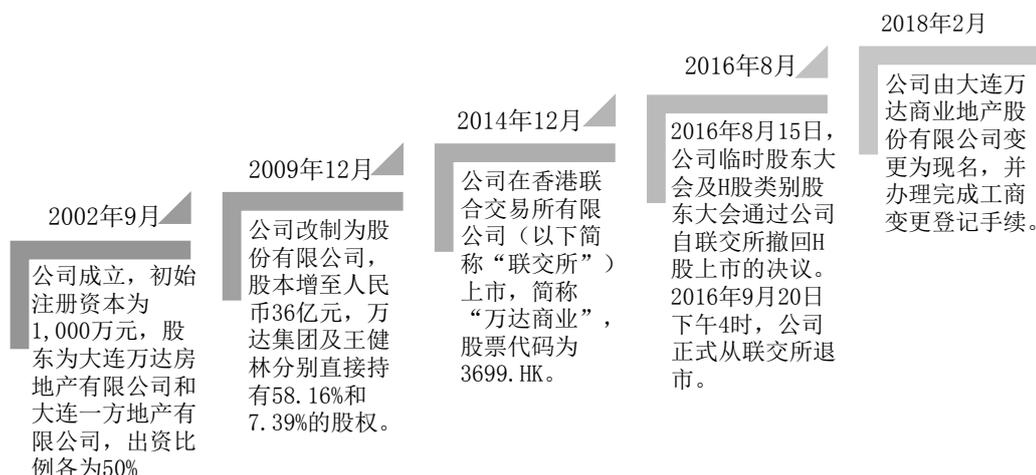


图1 公司发展沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

经过多次股权和注册资本变更，截至 2017 年末，公司注册资本 45.27 亿元，纳入合并范围的一级子公司共 290 家。2018 年 2 月 22 日，公司由大连万达商业地产股份有限公司变更为现名，并办理完成工商变更登记手续，取得由大连市工商行政管理局颁发的更新《企业法人营业执照》。

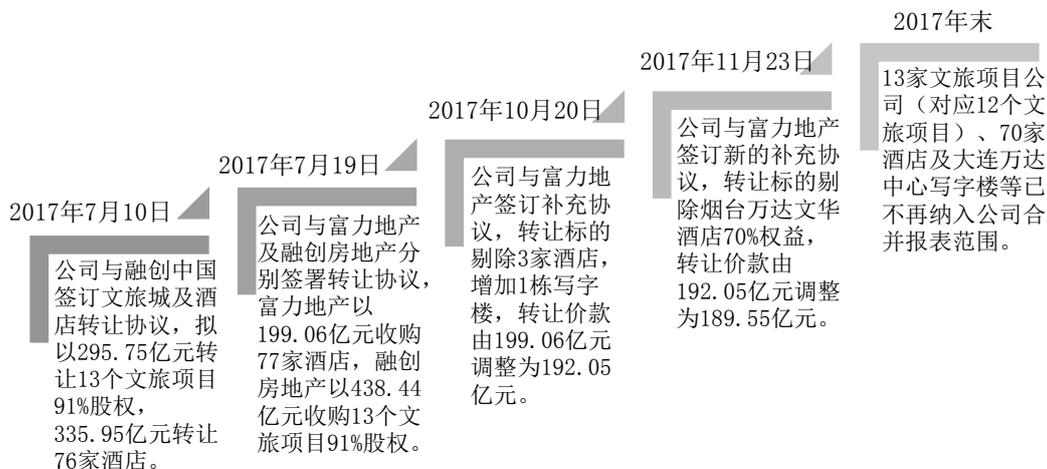


图2 公司资产重组情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司依照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规建立健全公司治理结构。公司已设立董事会及提名委员会、薪酬与考核委员会、战略委员会和审计委员会四个董事会专门委员会。其中董事会由九名董事组成，对股东大会负责，包括三名执行董事、三名非执行董事及三名独立非执行董事，新董事提名由委员会和薪酬与考核委员会提名并向董事会推荐，经股东大会批准。公司设董事会秘书一名，负责相关证券事务。同时公司设总裁一名，副总裁若干名，协助总裁工作，设财务负责人一名，总裁、副总裁及财务负责人由董事会聘任或解聘。公司设监事会，由三名监事组成，向股东大会负责。公司各董事、监事、及高级管理人员满足相关法律法规的任职资格要求。

公司已进入第四次转型期，即从国内企业转向跨国企业、从房地产为主转向服务为主，目标成为国际知名的全球物业开发商、业主及运营商，推行以“轻资产”为主的开发模式。同时，公司将继续积极提升资产管理能力，提升现有物业价值以及其对潜在租户及客户的吸引力，最终实现业务的可持续发展。

（二）盈利模式

公司主要从事以搭建线下消费平台为目的的商业地产投资、开发及运营管理，对部分开发业态持有、运营，对部分业态予以销售。投资物业租赁及管理是公司主要发展的业务板块，在收入和毛利润中持续提升，物业销售为公司收入和毛利润的主要来源。

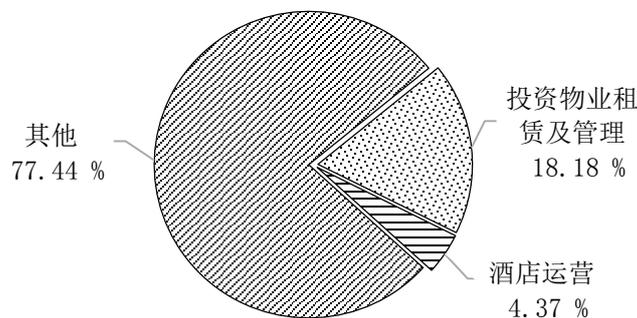


图 3 2017 年公司营业收入构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，根据业务发展现状及未来业务规划，公司对营业收入



划分进行调整，将原主营业务中的物业销售转入其他业务；随着公司逐步去房产化，未来投资物业租赁及管理将是公司收入和毛利润的主要来源。

（三）股权链

截至 2017 年末，公司注册资本 45.27 亿元，其中内资股普通股 387,480.00 万元、外资股普通股 65,254.76 万元；大连万达集团股份有限公司（以下简称“万达集团”）持有公司股份 197,900 万元，占股本比例 43.712%，王健林直接持有公司股权 28,250.00 万元，占股本比例 6.240%，并通过万达集团和大连万达稳泰管理咨询合伙企业（有限公司）分别持有公司 43.712%和 3.594%股权，为公司实际控制人。2018 年 1 月 29 日，公司与腾讯控股有限公司、苏宁易购集团股份有限公司、北京京东世纪贸易有限公司及融创中国控股有限公司（以下简称“战略投资方”）签订战略投资协议，战略投资方计划投资约 340 亿元人民币，收购公司在香港 H 股退市时引入的投资人持有的约 14%股份。

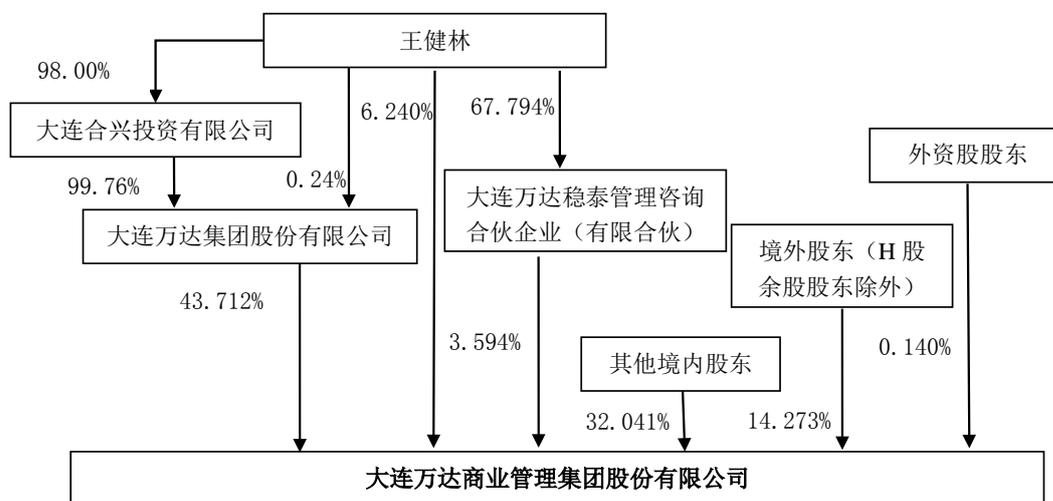


图 4 截至 2017 年末公司股权结构

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）信用链

截至 2017 年末，公司总有息债务为 2,132.36 亿元，占总负债比重 47.78%，债务来源包括银行借款、发行债券等。截至 2017 年末，公司共获得主要合作银行的授信额度 3,629 亿元，其中已使用授信

902 亿元，未使用授信 2,727 亿元。

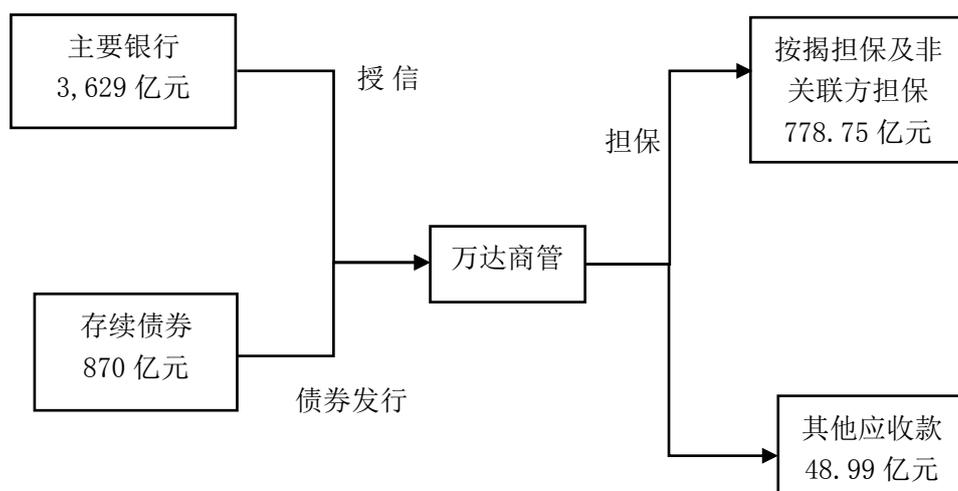


图 5 截至 2017 年末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2018 年 5 月 29 日，公司本部未发生过不良信贷事件。截至本报告出具日，公司在国内公开债券市场中发行的各类债务融资工具均尚未到期，其中已到付息日的债务融资工具均正常付息。

（五）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况详见附件 3-1。

偿债环境

中国结构性改革不断推进，充足的政策调整空间为公司业务发展提供良好的偿债环境；政府不断加大对房地产行业的宏观调控力度，稳定行业投资增速，推动房地产行业健康发展。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



（一）宏观政策环境

中国结构性改革不断推进，充足的政策空间有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的政策环境。

中国结构性改革稳步推进：对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级



和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。总体来看，政府政策空间依然充足，其极强的政策执行力和统筹能力将为中国推进结构性改革、实现经济换代升级提供有力政治保障和现实依据，从而为企业发展营造良好的宏观政策环境。

（二）产业环境

商业地产的资金投入大、周转期较长，对运营管理能力要求较高，属于资本和专业管理技术密集的产业。

商业地产具有商业与地产的双重属性，与一般住宅地产相比，商业地产项目设计施工复杂、资金需求大、投资周转期较长，能否通过商业定位、业态规划、商家引进、持续经营等使地产开发和商业运营管理实现有机结合，是商业地产项目成败的决定性因素。商业地产属资本和专业管理技术密集的行业，进入壁垒在于资金门槛较高，需要较强的经营和管理能力。

政府不断加大对房地产行业的宏观调控力度，稳定行业投资增速，推动房地产行业健康发展。

作为投资的重要组成部分，稳定房地产投资成为对冲宏观经济下行压力的有力手段，房地产调控政策思路也因此出现重大调整。政府不断加大对房地产行业的宏观调控制度，不断建设长效机制，推动房地产行业的健康和稳定发展。


图 6 房地产行业政策分析

数据来源: 根据公开资料整理

财富创造能力

公司财富创造能力极强。得益于公司已经形成的具有极强规模和品牌优势的商业地产产业链,结合公司很强的综合运营能力,跟踪期内公司财富创造能力继续提升。

财富创造能力指数: 财富创造能力在评级矩阵中的位置



(一) 市场需求

我国经济增长方式转变、居民消费水平的提高和城镇化进程的推进将是商业地产发展的长期推动力,消费结构升级引领商业地产的发展方向,未来商业地产发展前景良好。

改革开放以来,伴随着工业化进程加速,我国的城镇化经历了一个起点低、速度快的发展过程。国内城市数量和规模加速扩张,根据2014年3月我国颁布的新型城镇化规划,预计2020年我国常住人口城镇化率将达到60%左右,在2020年以前将有约1亿农村人口转为城镇常住人口;2017年末,我国城镇化率提升至58.52%。虽然国内城镇化率加速推进,但与发达国家相比,仍有所偏低,未来随着国内经济增长,城镇化率的提升将带来较大人口流动,推动住房和消费需



求增长。

2008~2017 年国内社会消费品零售总额保持快速增长，2016 年达到 36.63 万亿元，是 2008 年的 3.19 倍。2011 年以来，消费支出对 GDP 增长贡献率达到 50%以上。得益于居民可支配收入增长及消费偏好变迁，国内消费规模快速增长，消费结构升级，交通、通信、文教娱乐等类型的消费支出上升明显。未来，受收入增长和消费升级的双重推动，国内文化、教育、娱乐等服务类消费占比将继续提升，能够为消费者提供一站式购物、休闲功能、并注重消费者购物体验、娱乐需求的商业地产项目将在此过程中将获得较大发展。且政府近年来出台多项政策来促进消费，扩大内需，力推经济增长逐渐从投资驱动型转变为消费驱动型的鼓励消费政策。长期来看我国商业地产行业仍面临良好发展机遇。

（二）产品和服务竞争力

1、投资物业租赁及管理

公司形成了完整的商业地产产业链，招商能力强，运营经验丰富，综合运营能力很强，仍具有极强的规模和品牌优势。

公司于 2000 年进入商业地产领域，是国内最早涉足商业地产的企业之一，并迅速扩张，发展成为全国性的商业地产企业。目前公司拥有专业的商业规划研究院、商业地产开发团队、商业管理团队，能够完全实现商业地产的独立设计、开发建设、招商及运营管理，已形成完整的商业地产产业链。2017 年，公司投资物业租赁及管理业务收入和毛利润分别为 246.51 亿元和 194.02 亿元，占比分别为 18.18%和 33.50%。

以“万达广场”命名的城市综合体经过多年的发展，已成为公司的核心产品，树立了良好的品牌形象。就其产品形式而言共经历了三代，分别为单店模式、组合店模式及商业综合体的产品模式。第一、二代城市综合体多位于城市中心地带，需借助城市传统商圈的力量发展，第三代产品业态组合丰富，一定程度上可以实现依靠自身的商业模式和规模效应带动区域形成城市新中心和新商圈。公司开发出适合中国市场的系列产品，使得每一个项目均成为所在地的核心商业广场



和城市中心，积累了具有竞争力的商业经营规模、品牌号召力、成熟的产品优势、健全的质量及成本控制系统等优势。

公司在十多年商业地产项目开发经验的基础上，研发推出了综合体项目模块化管理系统，形成了模板标准化、执行信息化和考核自动化的管控方式。公司将商业地产项目开发的过程按阶段划分为：筹备、摘牌、交地、四证、设计、经营、招标、招商、工程、销售、验收和交付十二个阶段，各环节的主要计划节点均体现在模块化管理系统中，例如无酒店综合体项目的工期一般为 22 个月的标准模板，其中包括十二个阶段共计 325 个管控节点，同时明确各节点的完成时间、责任人、完成标准及相应考核办法。模块化管理实现作业的精细化、责任明确化、考核规范严格，在此基础上公司形成了很强的执行力，在满足政府、商户的合作要求，维护长期稳定合作关系，控制项目开发风险等方面具有重要作用。

凭借突出的项目设计研发能力、较强的土地获取能力、成熟的“订单式”地产开发模式及很强的项目执行能力，公司实现商业地产项目全国范围内快速复制开发，规模迅速扩张。“订单式”地产是公司万达广场投资建设的核心模式，即“商业订单在先、建筑建造在后”，包括联合协议、共同参与、平均租金和先租后建四个方面。首先公司通过与商家签订联合发展协议，约定共同的目标城市、经营面积和租金条件。由于商家共同参与了目标城市的选定、规划设计与技术方面的研究与协调，在设计阶段把招商与设计对接的问题解决，因此每个项目在正式开发前能够获得合作商家的认可。然后公司再与商家根据城市等级确定平均租金，简化合同洽谈步骤，实现快速投资建设，在项目建成之日基本实现同期满铺开业。截至 2017 年末，公司拥有土地储备总建筑面积¹3,157.79 万平方米。

一个完整的万达城市综合体对于拉动区域内消费需求、增加就业岗位、创造税收来源、补充完善城市区域功能、带动产业结构调整等方面具有积极作用，受到各地政府的欢迎。公司已和国内主要大型超市和电器企业，以及上千家国内外知名品牌签订了战略合作发展协议，主要的战略合作伙伴包括沃尔玛、家乐福、大润发、乐购、百胜

¹ 指已签订土地出让合同项目中尚未结转的销售物业及尚未开业的持有物业的总建筑面积（不含轻资产的商业广场部分）。



餐饮、百盛、新世界百货、国美电器和苏宁电器等百货零售品牌，以及索菲特、万豪、喜来登、希尔顿等酒店品牌；同时，根据市场环境，定期调整店铺，在传统零售品牌基础上，公司逐步引进儿童、教育、培训、健身等体验业态，丰富经营品类。公司还探索品牌经营新模式，建立品牌总部联系会议，引入特色店铺，提升客户体验感，增加广场客流量及消费量，并积极促进品牌资源整合，开设多家全新概念生活馆和创新集合店，以提升商业经营的稳定性。公司商业地产与关联企业的百货、娱乐院线等业态形成联动，从而有助于解决前期招商及后期运营效益的问题。整体来看，公司综合运营能力很强，仍具有极强的规模和品牌优势。

公司已进入第四次转型期，即逐渐去房地产化，未来房地产销售规模下滑，逐步转向“轻资产”为主的开发模式，持续提升资产管理能力，进而提升投资物业价值，实现向商业投资服务企业的转型。

公司自成立以来经历了三次转型，即从地方企业转向全国性企业，从住宅地产转向商业地产，从单一房地产转向及商业、文化旅游一体的综合性企业；2014 年以来公司进入第四次转型期，即从国内企业转向跨国企业、从房地产为主转向服务为主，目标成为国际知名的全球物业开发商、业主及运营商。截至 2017 年末，公司拥有或运营管理商业广场共 235 个，较 2016 年末增加 50 个，其中自持 187 个，轻资产项目 39 个，合作项目 5 个，委托管理项目 4 个，总可租面积达到约 2,392.19 万平方米，规模位居全球商业不动产企业前列。其中公司商业地产最重要的转型方向即以“轻资产”为主的开发模式，由第三方投资，公司负责选址、设计、建造、招商和管理，使用万达广场品牌和公司商业信息化管理“慧云”系统，租金收益由投资方与公司按比例分成。合作项目是公司进行商业广场运营管理的一种新方式，运作模式为独立第三方作为合作方负责获取土地并承担拿地和建设的全部投资，并拥有项目资产所有权，公司负责项目的建筑规划设计、建设管理、商业规划及招商、运营管理，并授权合作方使用“万达广场”品牌，公司与合作方按照项目开业后的经营净收益分成。

2017 年以来，公司以轻资产类型的万达广场开发投资为主，持续推进商业地产业务转型，去房地产化。同时，公司继续积极提升资



产管理能力，提升现有物业价值以及其对潜在租户及客户的吸引力，最终实现业务的可持续发展。

公司城市综合体项目业态丰富，物业出租情况良好，总体经营仍较为稳定。

万达购物中心是城市综合体的核心，有主力店、次主力店和室内步行街商铺构成。公司开发的城市综合体项目主要集中在中国内地的直辖市、省会城市、计划单列市及其他发达城市的市中心、副中心，项目周边半径 5 公里内常住人口平均超过 30 万。

公司城市综合体项目业态组合涵盖了零售态、休闲娱乐、餐饮和体验服务。不同城市的万达广场根据定位合理进行业态选择、配比和衔接，较好地发挥各业态间的协同效应。同时，公司的物业产品为控股股东及实际控制人拥有的电影院线业务、百货公司业务提供主要的经营场所；通过整合控股股东业务提供的产品及服务，增强了公司物业的整体吸引力并满足全面及多样的消费需求。受惠于协同关系，控股股东的百货公司、电影院成为公司在万达广场的投资物业的主要租户和租金收入的稳定来源之一。

随着市场上消费模式的转变，公司也积极采取应对措施，通过互联网等手段，促进线上线下融合以辅助商业经营。主要措施包括整合外部资源，与滴滴等达成合作营销；建立万达广场品牌资源的微信、微博新媒体矩阵，扩大营销话题传播；利用电商平台推出线上优惠活动；与屈臣氏、华润超市、GXG 等品牌合作推出万达定制产品，促进商户销售。

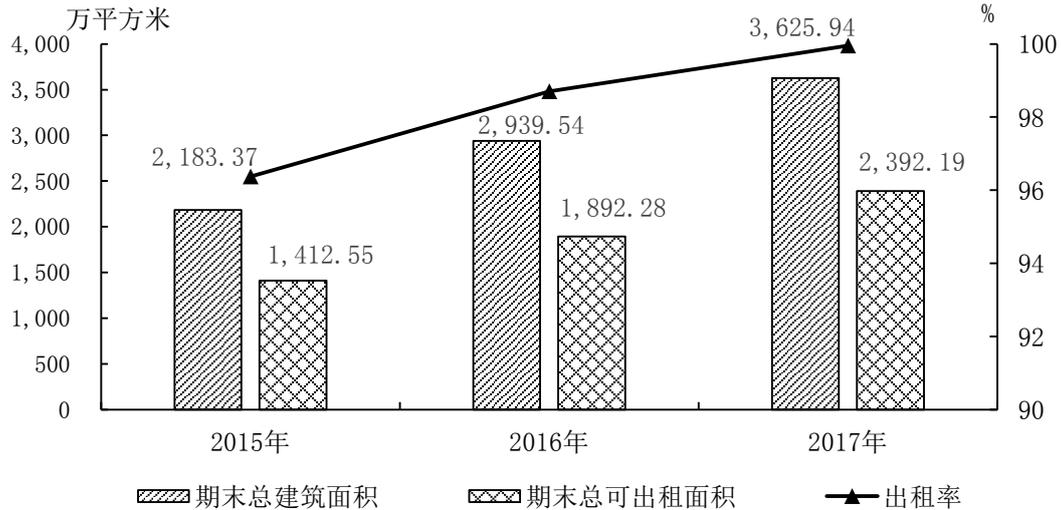


图 7 2015~2017 年公司投资物业部分经营情况

数据来源：根据公司提供资料整理

随着公司业务规模的扩大，投资及管理物业面积继续增加，截至 2017 年末，公司总建筑面积 3,625.94 万平方米，总可出租面积 2,392.19 万平方米，以购物中心和酒店为主；其中购物中心在“订单式地产”开发模式下，出租率保持较高水平。2017 年公司物业出租率及平均租金收入均继续增长，自持物业出租率为 99.95%，同比增长 1.25 个百分点，平均租金为 104.29 元/平方米/月，同比增长 1.22%。

总体来看，公司城市综合体项目区域布局较为分散，经营业态丰富，客流量相对稳定。公司根据消费模式的变化，适时的店铺调整、引入新业态有助于自持物业保值增值。但由于城市综合体提供的各类消费中非必需品消费占比较大，存在较大的消费弹性，此外电商业务规模的较快增长对实体消费亦形成一定冲击；因此万达广场的经营一定程度上会受宏观经济波动及外界环境影响。

2、酒店运营

公司酒店运营业务已经形成一定品牌效应，2017 年出售酒店资产后公司自持酒店数量减少较多，预计未来业务规模将有所降低。

公司于 2012 年开始经营万达系列品牌酒店，运营的酒店大多位于万达广场城市综合体内，业务定位上大多面向中高端市场，面向的终端消费群体包括国内外商务客户、家庭与个人客户等。公司会根据酒店所处市场及周边环境特性、潜在客户群体等选择合适的品牌经



营，其中，品牌选择又包括自营与委托经营两种。公司自营品牌包含万达瑞华、万达文华、万达嘉华、万达锦华等品牌，委托经营主要与国际顶级酒店连锁品牌合作，不同品牌针对及吸引的客户群又略有差异，大多面向消费能力较强的商务客户及个人客户。2017 年，公司将 73 家酒店资产转让予富力地产，截至 2017 年末，公司管理 65 家已开业酒店，其中自持 9 家，自持酒店数量减少较多。2017 年，公司酒店运营业务收入和毛利润分别为 59.31 亿元和 18.31 亿元，占比分别为 4.37%和 3.16%。

公司的酒店管理公司组建了专业团队对自营酒店进行全方位管理，同时会委派高管对委托经营酒店实行派驻式管理。公司主要通过互联网、报刊、电视、广播等宣传及推广酒店，同时公司的销售及市场推广部门负责进行自营酒店的推广及营销活动。作为销售及市场推广策略的一部分，公司与企业客户订立特别安排并在指定时间段内向其提供折扣率。酒店定价方面，主要包括设定客房价格、餐饮、会议及其它酒店内提供的配套设施及服务的价格。自营和委托经营在定价上均采取类似的原则，即结合所处城市同类型标准酒店的价格水平、当地的消费水平、客户市场细分等因素实施定价。同时，公司在确保完成总体经营指标的前提下，实行优质优价策略。

此外，公司还提供酒店输出管理服务，并收取相应管理费。管理费通常由酒店管理公司与酒店业主协商定价，按照酒店收入、利润及系统业务量等的一定比重收取。

整体来看，公司酒店业务运营管理较为成熟，已形成一定品牌效应，但酒店资产的出售将会使得业务规模有所降低。

3、其他

根据业务发展现状及规划，公司将物业销售业务转入其他业务；随着公司逐步去房产化，2017 年签约面积和签约金额均继续降低。

公司其他业务板块主要包含物业开发及销售业务、物业管理、游艇业务、标书、材料销售、食堂运营等业务，根据业务发展现状及未来业务规划，公司对营业收入划分进行调整，将原主营业务中的物业销售转入其他业务。公司销售的物业目前大多为万达广场城市综合体的一部分，主要包括商铺、写字楼、SOHO 及住宅等业态。2017 年，



公司物业销售业务收入和毛利润分别为 1,011.41 亿元和 357.74 亿元，占比分别为 74.61%和 61.76%。

公司所售物业多为商业物业，受行业调控政策影响相对较小；同时物业基本位于城市综合体内，整合了商业、酒店、办公等多种功能，具有地理位置、生活便捷性上的优势；此外，是受益于万达品牌、良好的区位、合理的业态组合搭配等，后续具备升值潜力。依托于地理位置、便利的生活环境以及升值预期，公司保持着一定规模物业销售量。

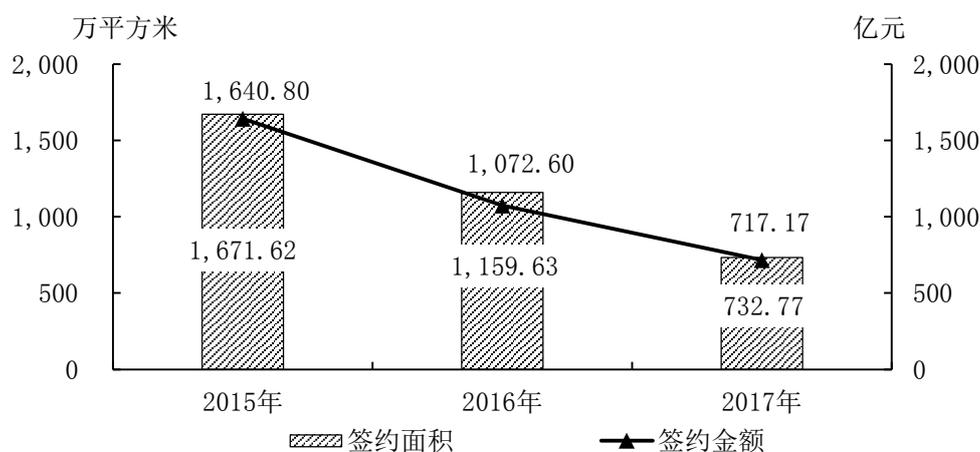


图 8 2015~2017 年公司投资物业部分经营情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司各个项目所在城市和区域市场价格变化，结合销售期的市场情况、项目的经营要求以及销售态势等因素，综合确定销售价格及销售额，并会在进行充分市场调研后，制定当年公司总体及单个项目的销售目标。在销售顺序上，公司一般会优先进行商铺销售，以形成热销氛围，从而带动其他业态的销售；但在具体的推售过程中，也会根据不同城市的特征和销售总指标的要求着重推售某一类或几类业态产品。

2017 年公司签约销售金额同比降低 33.14%，签约销售面积同比降低 36.81%，同比降幅均较大。签约销售均价方面，2017 年公司签约销售均价为 9,787 元/平方米，有所回升。整体来看，公司物业销售情况仍较为良好，能够快速实现现金回笼，可为投资性物业运营提供较好的资金保障。但随着 13 个文旅项目的转让，公司房地产去化速度加快；受此影响，公司物业销售业务规模将会持续降低。



（三）盈利能力

2017 年，公司收入和毛利率均有所增长，投资物业租赁及管理收入和毛利润继续保持较高增速，其他业务中的物业销售仍是公司收入和毛利润的主要来源。

公司主要从事投资物业租赁及管理、酒店运营及物业销售等业务。2017 年，公司收入和毛利率均有所增长，实现营业收入 1,355.67 亿元，同比增长 4.40%，毛利润为 579.24 亿元，同比增长 5.02%，毛利率为 42.73%，同比增长 0.25 个百分点。

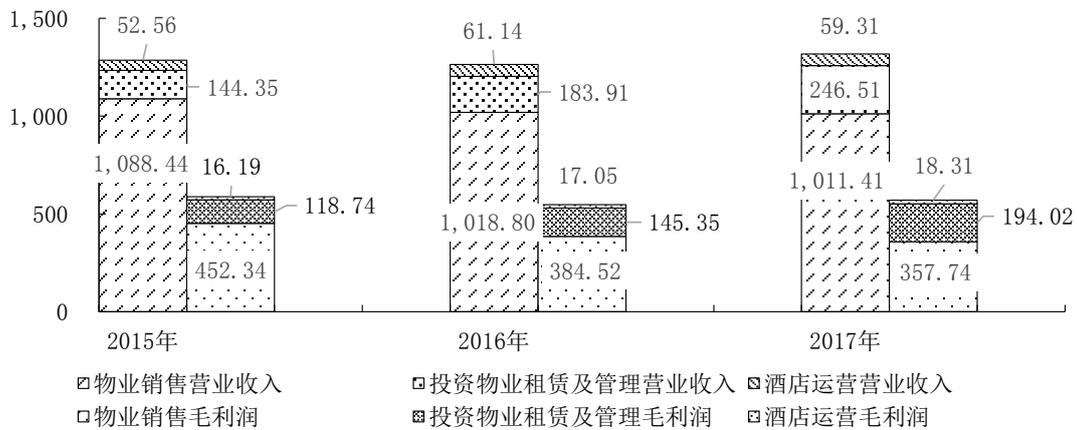


图9 2015~2017 年公司主要板块收入、毛利润情况（单位：亿元）

数据来源：根据公司提供资料整理

分板块来看，随着租赁物业面积及平均租金的增长，主营业务中投资物业租赁及管理业务收入和毛利润继续保持较高增速，2017 年业务收入为 246.51 亿元，同比增长 34.04%，业务毛利润为 194.02 亿元，同比增长 33.48%。2017 年，公司将部分酒店资产转让给富力地产，截至 2017 年末，公司管理 65 家已开业酒店，其中自持 9 家，由于自持酒店数量减少，使得酒店业务收入为 59.31 亿元，同比降低 3.00%，业务毛利润 18.31 亿元，同比增长 7.42%，业务毛利率为 30.88%，同比增长 2.99 个百分点，主要是新开业酒店由于在培育期内，毛利率相对较低，而 2017 年公司新开业酒店数量较少以前年度开业的酒店逐步度过培育期，从而使得业务毛利率有所提升。2017 年，其他业务中物业销售业务收入为 1,011.41 亿元，同比小幅降低 0.73%，毛利率为 35.37%，同比降低 2.37 个百分点，主要由于销售物业的产品和区域变化等因素导致。其他业务中除物业销售外，主要包括物业管理、游艇业务、标书、材料销售、食堂运营等业务，对收



入和毛利润贡献相对较小。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 258.57 亿元，同比小幅降低 0.66%；毛利润为 131.49 亿元，同比增长 8.85%；毛利率为 50.85%，同比增长 4.44 个百分点。

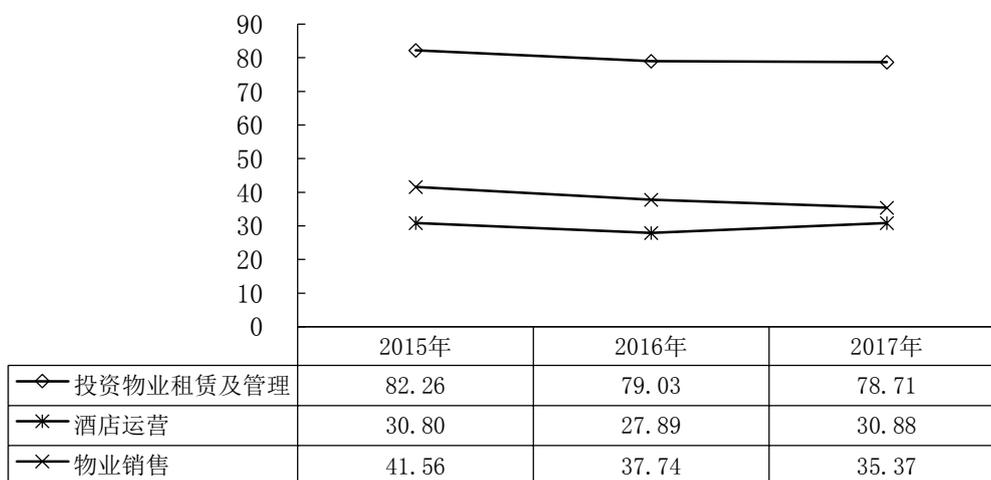


图 10 2015~2017 年公司主要板块毛利率情况（单位：%）

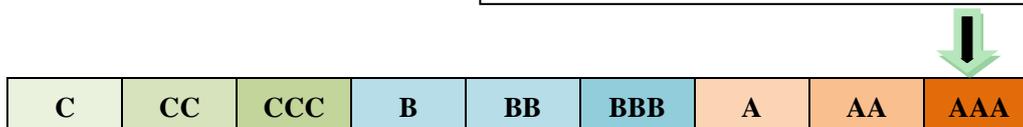
数据来源：根据公司提供资料整理

随着公司运营中商业广场投资物业租赁面积及租金水平的增加，公司投资物业租赁及管理业务收入及毛利润将继续较高速增长；酒店业务收入将随着自持酒店的减少而有所降低；物业销售业务将随着公司轻资产化的继续推进，结算收入及毛利润将有所降低；整体来看，2018 年公司收入及毛利润将有所降低，但投资物业租赁及管理业务收入占比的提升将会使得毛利率水平有所提升。

偿债来源

公司偿债来源较为充足。公司持续较大幅净流入的经营性净现金流及债务融资能力为流动性偿债来源提供支撑，以投资性房地产、货币资金及存货为主的可变现资产整体变能力较好。从偿债来源结构来看，偏离度较低。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置





（一）盈利

2017 年，公司营业利润及利润总额均有所降低；投资性房地产公允价值增值仍是公司营业利润的重要来源，但易受市场波动影响，存在不确定性。

2017 年，公司营业利润为 342.65 亿元，同比降低 21.85%；利润总额为 337.88 亿元，同比降低 24.59%；同期，公司总资产报酬率和净资产收益率为 6.22%和 9.06%。2018 年 1~3 月，公司营业利润为 115.04 亿元，同比增长 32.48%；利润总额为 114.93 亿元，同比增长 24.59%。

2017 年，公司期间费用为 197.25 亿元，同比变化不大，公司三项费用的占比较为均衡，其中销售费用和管理费用均有所减少，财务费用有所增加，主要是利息支出增加较多所致；期间费用率为 14.55%，同比降低 0.37 个百分点，表现出较强的费用控制能力。2018 年 1~3 月，公司期间费用为 37.49 亿元，其中财务费用同比增加 4.27 亿元，期间费用率为 14.50%，同比增长 0.70 个百分点。

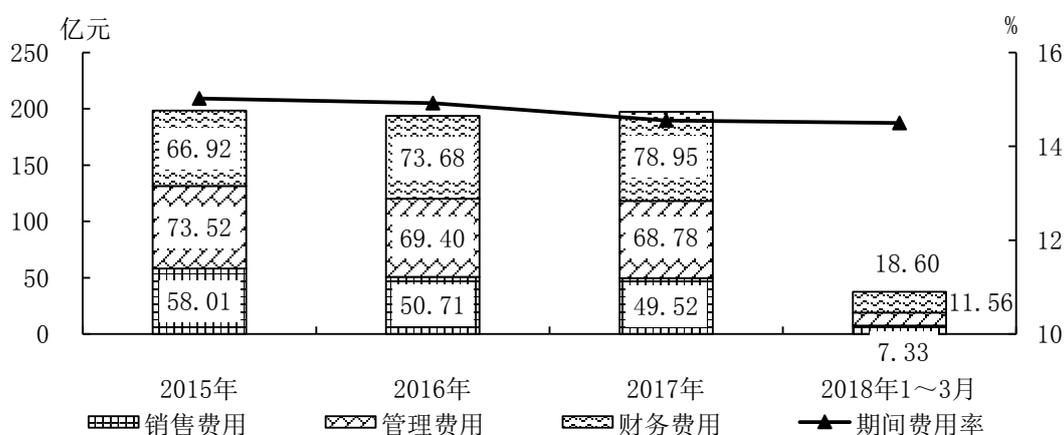


图 11 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司期间费用及占营业收入比重情况

2017 年，公司资产减值损失为 14.28 亿元，同比增加 11.20 亿元，主要是新增对万达游艇投资控股(泽西岛)有限公司商誉减值损失 4.90 亿元及持有待售酒店资产减值损失 4.57 亿元；公允价值变动收益为 190.99 亿元，同比减少 10.63 亿元，主要是以公允价值计量的投资性房地产评估增值所致，公允价值变动收益占营业利润的比重为 55.74%，公司拥有大量的自持物业，通过对其进行招商运营管理获取租金收益外，自持物业价值增值也是公司营业利润的重要来源，但其



评估价值受市场类似物业成交价格及租金水平影响存在一定波动风险；投资收益为-72.78 亿元，同比减少 96.22 亿元，主要由于 2017 年公司决定将 14 家文化旅游项目公司转让予融创中国，将 73 家酒店资产和大连万达中心写字楼转让予富力地产等资产转让事项，同时截至 2017 年末，13 家文旅项目公司、70 家酒店及大连万达中心写字楼等已不再纳入合并报表范围，进而确认处置长期股权投资产生的投资收益-87.03 亿元。2017 年，公司新增其他收益 7.93 亿元，主要为获得的日常活动相关政府补助；营业外收入为 2.50 亿元，主要为违约金收入。2018 年 1~3 月，公司资产减值损失为 0.74 亿元，同比变化不大；公允价值变动收益为 34.37 亿元，同比增加 0.77 亿元；投资收益为 12.32 亿元，同比增加 11.71 亿元，主要是完成重庆万达文化旅游城的股权交割所致；当期新增其他收益 1.05 亿元；营业外收入为 0.41 亿元，同比减少 1.85 亿元。

（二）自由现金流

2017 年，公司经营性净现金流有所减少，但仍保持着较大净流入，对债务及利息形成较好保障；处置项目子公司股权使得投资性现金净流出大幅减少。

2017 年公司净利润为 219.91 亿元，同比降低 33.13%；经营性净现金流为 255.84 亿元，继续表现为净流入，同比减少 123.92 亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；公司投资性净现金流为-89.67 亿元，净流出同比减少 320.67 亿元，主要是处置文旅项目等子公司的现金净额增加，其中投资活动现金流流出同比增加 427.60 亿元，主要是公司加大了项目的投入，同时以项目开发、经营过程中临时性闲置资金进行理财产品投资；同期，公司现金回笼率为 90.92%。2017 年，公司期初现金及现金等价物余额为 947.35 亿元，为偿债来源提供较好补充。

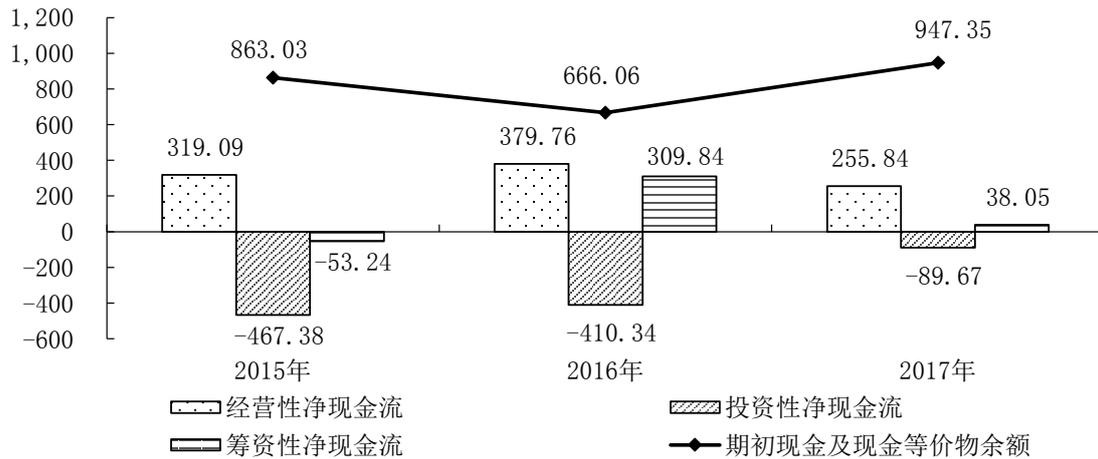


图 12 2015~2017 年现金流和期初现金及现金等价物余额情况 (单位: 亿元)

2018 年 1~3 月，公司净利润为 86.52 亿元，同比增长 33.13%；经营性净现金流为 -63.56 亿元，同比净流出增加 45.39 亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；投资性净现金流为 -124.25 亿元，净流出同比减少 103.48 亿元。预计未来随着轻资产项目的增加，公司投资性支出将会有所降低。

(三) 债务收入

公司债务融资渠道较为通畅，以银行借款和发行债券为主；2017 年，公司筹资性净现金流降幅较大。

公司债务融资渠道较为通畅，以银行借款和发行债券为主，与多家银行保持良好的合作关系，截至 2017 年末，公司共获得主要合作银行的授信额度 3,629 亿元，其中已使用授信 902 亿元，未使用授信 2,727 亿元；前五大授信银行授信额度为 1,916 亿元。

大公通过筹资活动现金流入及流出变动来考察公司债务偿还对债务收入的依赖程度。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司筹资性现金流入分别为 854.44 亿元和 24.80 亿元，是公司可用偿债来源的主要组成部分；同期，公司筹资性现金流出分别为 816.37 亿元和 72.21 亿元，公司债务偿还对融资能力依赖程度相对较高。2017 年，公司筹资性净现金流为 38.05 亿元，同比减少 271.79 亿元，主要是发行债券及当期借款减少所致。预计未来 1~2 年，公司债务收入主要来源仍将以银行借款和发行债券为主。

（四）外部支持

公司外部支持主要为政府补助，2017 年，公司获取的政府补助为 11.33 亿元，相对较小，其中与收益相关的政府补助为 6.36 亿元，与资产相关的收益为 4.98 亿元。公司外部支持对偿债来源的贡献度相对较低。

（五）可变现资产

2017 年以来，公司资产规模有所降低，仍以非流动资产为主；可变现资产主要包括投资性房地产、货币资金及存货，整体变现能力较好；公司受限资产比重较高，对资产流动性有一定影响。

受公司于 2017 年出售文旅项目及酒店资产影响，2017 年末，公司总资产为 6,891.05 亿元，同比降低 8.26%；截至 2018 年 3 月末，公司总资产为 6,534.90 亿元，较 2017 年末降低 5.17%，仍以非流动资产为主，占总资产比重为 63.22%。

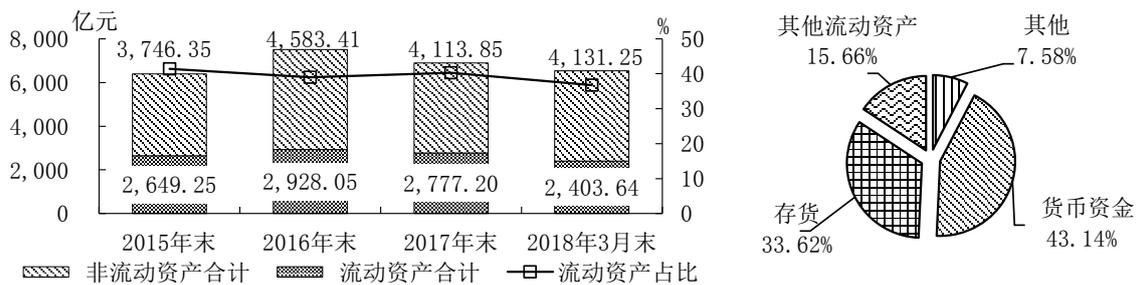


图 13 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产及 2017 年末公司流动资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、存货和其他流动资产等构成。2017 年末，公司货币资金为 1,198.13 亿元，同比增长 19.53%，主要是年内公司出售文旅项目及酒店资产使得现金流入增加所致，其中受限货币资金 57.83 亿元，占比相对较小；存货为 933.71 亿元，同比降低 43.53%，主要是公司当期 13 个文旅项目处置完成所致，存货中开发成本为 482.91 亿元，开发产品为 439.29 亿元，开发成本和开发产品分别计提跌价准备 1.00 亿元和 3.63 亿元；其他流动资产为 434.94 亿元，同比增加 283.35 亿元，主要是年内新增理财产品 226.02 元及委托贷款 95.00 亿元；预付款项为 26.27 亿元，同比降低 44.61%，亦主要由于公司当期 13 个文旅项目处置完成所致。

2018 年 3 月末，公司流动资产为 2,403.64 亿元，较 2017 年末



降低 13.45%；其中，货币资金为 961.01 亿元，较 2017 年末降低 19.79%，主要是增加对在建项目投入及偿还借款所致；存货为 816.81 亿元，较 2017 年末降低 12.52%，主要是出售结余存货使得可售物业项目减少所致。流动资产其余各主要科目较 2017 年末均无重大变化。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产等构成。2017 年末，公司投资性房地产为 3,790.03 亿元，同比降低 1.06%，主要由于公司处置子公司减少投资性房地产 555.02 亿元，投资性房地产中因购建新增 304.69 亿元，因公允价值变动增加 190.99 亿元，公司投资性房地产中已竣工部分占比为 96.12%；固定资产为 78.85 亿元，以自持酒店、自用房屋和建筑物为主，同比减少 349.58 亿元，主要是公司将部分酒店与文旅项目转让所致；在建工程为 46.84 亿元，同比降低 59.08%，主要是处置长春万达文华酒店项目及计提在建工程减值准备所致；无形资产为 32.67 亿元，同比降低 61.56%，主要是土地使用权减少及著作权计提减值准备所致。2018 年 3 月末，公司非流动资产为 4,131.25 亿元，较 2017 年末增长 0.42%，非流动资产主要科目较 2017 年末均无重大变化。

截至 2017 年末²，公司为取得借款而抵押的资产共计 3,036.11 亿元，为净资产的 1.25 倍，占总资产比重为 44.06%，其中银行存款 0.70 亿元，存货、投资性房地产分别为 100.06 亿元和 2,888.54 亿元，此外用于借款抵押的固定资产、在建工程及无形资产合计为 42.03 亿元，持有待售资产为 4.78 亿元。总体来看，公司因抵押而受限的资产占总资产比重较大，对资产流动性产生一定影响。

2017 年，公司存货周转天数为 599.82 天，周转效率有所提升；同期公司应收账款周转天数为 1.80 天，周转效率有所下降，但仍处于较好水平。2018 年 1~3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 619.89 天和 1.90 天。

总体来看，公司以经营性净现金流为主的流动性偿债来源较为充足，安全度较高；清偿性偿债来源为可变现资产，对公司整体债务偿还形成一定保障。

公司偿债来源结构主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等

² 公司未提供截至 2018 年 3 月末资产受限的情况。



价物、债务收入和可变现资产等。公司经营性净现金流持续表现为较大幅净流入，同时融资渠道相对多元，流动性偿债来源较为充足。公司可变现资产中，以投资性房地产为主的非流动资产占比较大，但非受限货币资金及存货规模亦较大，变现能力较强，整体变现能力较好，可对债务偿还形成一定保障；2017 年末公司可变现资产为 3,988.12 亿元³，2017 年偿债来源偏离度为 1.68 倍。总的来看，公司偿债来源较为充足，安全度较高。

偿债能力

公司偿债能力极强，稳定的经营性现金流预期、较为充裕的货币资金和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障，清偿性来源对债务有一定的覆盖能力，稳定的盈利对债务和利息提供较好的保障。

偿债能力指数: 偿债能力在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

(一) 存量债务分析

2017 年以来，公司负债规模持续降低，以非流动资产为主，资产负债率有所降低。

2017 年末，公司负债总额为 4,462.53 亿元，同比降低 15.45%；截至 2018 年 3 月末，公司负债总额为 4,022.04 亿元，较 2017 年末降低 9.87%，以非流动负债为主，占比 56.52%。

³ 未经专业评估。

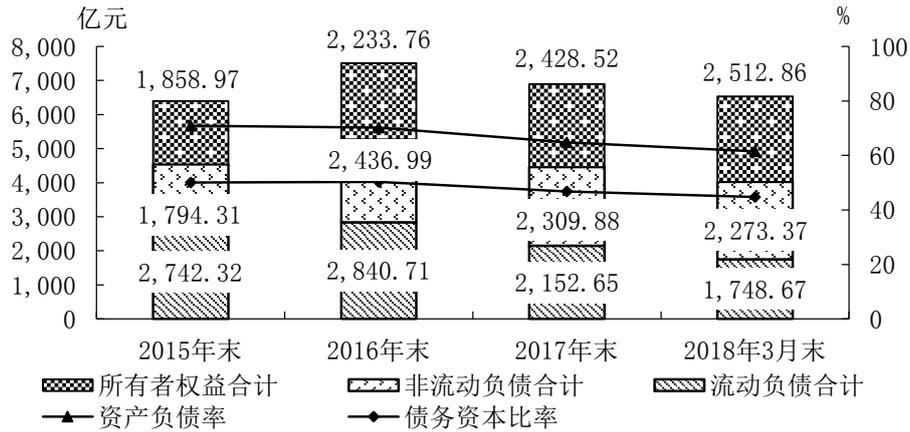


图 14 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司资本结构情况

公司流动负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债等构成。2017 年末，公司预收款项为 778.47 亿元，主要为预收售楼款，同比降低 44.02%，主要由于当期 13 个文旅项目处置完成，部分预收款项不再计入公司合并报表所致，其中 1 年以内的预收款占比 73.88%；应付账款为 578.69 亿元，同比降低 27.38%，主要是应付工程款及设备款同比减少 206.21 亿元；其他应付款为 323.14 亿元，仍主要为往来款及土地增值税，同比增长 18.04%；一年内到期的非流动负债为 272.91 亿元，同比增长 17.28%，主要是一年内到期的长期借款及应付债券转入所致；短期借款为 5.27 亿元，同比减少 6.70 亿元，均为担保借款。2018 年 3 月末，公司流动负债为 1,748.67 亿元，较 2017 年末降低 18.77%；其中，应付账款为 484.75 亿元，较 2017 年末降低 16.23%；其他应付款为 223.60 亿元，较 2017 年末降低 30.80%；一年内到期的非流动负债为 226.72 亿元，较 2017 年末降低 16.92%，主要是偿还到期债务所致；流动负债其余各主要科目较 2017 年末均无重大变化。

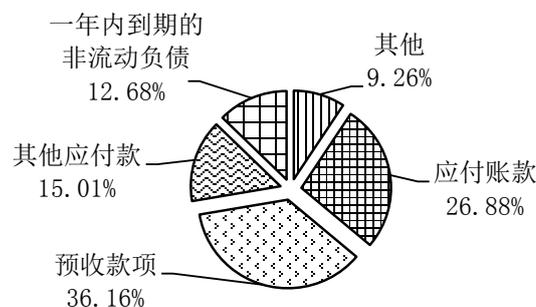


图 15 2017 年末公司流动负债构成情况



公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债等构成。2017 年末，公司长期借款为 920.64 亿元，仍以担保借款为主，同比降低 22.15%，主要是部分借款转入一年内到期的非流动负债所致；应付债券为 904.85 亿元，同比增长 10.70%，主要是年内公司发行中期票据所致；递延所得税负债为 450.74 亿元，同比增长 13.28%，主要是投资性房地产公允价值增值与计税基础之间的差异所致。2018 年 3 月末，公司非流动负债为 2,273.37 亿元，较 2017 年末降低 1.58%，非流动负债各主要科目较 2017 年末均无重大变化。

2017 年以来，公司有息债务规模有所降低，以长期有息债务为主；随着公司在债券市场中直接融资渠道的拓展，债务结构有所优化，但仍存在偿付压力。

公司在项目开发过程中主要通过银行的开发贷款、经营贷款和信托机构的借款，以及部分委托贷款、发行债券等方式来满足项目资金需求，融资来源稳定。2017 年以来，随着公司出售文旅项目和酒店资产以及偿还部分到期借款，有息债务规模有所降低。截至 2018 年 3 月末，公司有息债务总额为 2,039.31 亿元（未包含应付票据 1.06 亿元），在负债总额中占比为 50.70%；从期限结构来看，公司有息债务以长期为主，占总息债务比重为 88.62%。

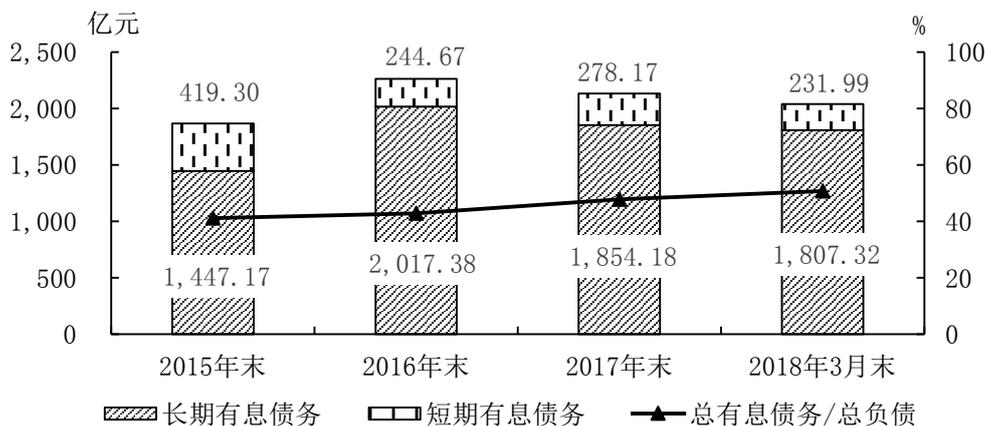


图 16 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年 5 月末，公司境内存续的债券本金金额合计为 870.00 亿元，主要集中在未来 1~2 年内到期，存在一定的集中偿付压力。

表1 截至2018年5月末公司境内存续债券期限结构⁴（单位：亿元、%）

项目	≤1年	(1,2]年	(2,3]年	合计
金额	280.00	300.00	290.00	870.00
占比	32.18	34.48	33.33	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

综合来看，2017 年以来，公司有息债务规模有所降低，随着公司直接融资渠道的拓展，债务结构有所优化，但仍存在偿付压力。

公司对外担保主要为向商品房承购人提供的抵押贷款担保及对非关联方的担保，担保金额较大，存在一定或有风险。

公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保。截至 2017 年末，公司为商品房承购人向银行提供的抵押贷款担保余额为 610.71 亿元；此外，公司为部分处置后不再纳入合并范围的文旅项目公司提供的担保余额为 168.02 亿元，合计为 778.75 亿元，占净资产比重即担保比率为 32.07%。公司对外担保金额较大，存在一定或有风险。

公司所有者权益结构仍较为稳定；2017 年以来，受益于未分配利润的增加，公司所有者权益继续增长。

2017 年末，公司所有者权益为 2,428.52 亿元，同比增长 8.72%，其中股本和盈余公积仍为 45.27 亿元和 22.64 亿元；资本公积为 243.13 亿元，同比增加 0.38 亿元；未分配利润为 1,899.64 亿元，同比增长 8.72%，主要是归属于母公司所有者的净利润增加所致；公司所有者结构仍较为稳定。2018 年 3 月末，公司所有者权益为 2,512.86 亿元，较 2017 年末增长 3.47%，主要是未分配利润增加所致。

（二）偿债能力分析

公司偿债来源较为充足，稳定的经营性现金流预期和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；盈利能力较为稳定，可对债务和利息提供较好的保障。

公司流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、债务收入以及外部支持等；清偿性偿债来源主要为投资性房

⁴ 公司未提供截至 2018 年 3 月末有息债务期限结构；附调整票面利率选择权和投资者回售选择权的公司债券以回售期作为到期时间。



地产、货币资金及存货等可变现资产。

公司流动性还本付息能力较好。公司流动性偿债来源以经营性净现金流及债务收入为主，2017 年以来，公司经营性现金流继续保持较大幅净流入。2017 年，公司期初现金及现金等价物余额为 947.35 亿元，能够为流动性偿债来源形成较好补充；公司债务融资渠道较为通畅，目前公司可获得的债务融资渠道具体分为未使用授信，以及可循环使用的已用授信（到期续贷的短期借款），发行债券融资等。截至 2017 年末，公司共获得主要合作银行的授信额度 3,629 亿元，其中已使用授信 902 亿元，未使用授信 2,727 亿元。公司所获得的以政府补助为主的外部支持相对较少，对偿债来源影响较小。2017 年流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数为 2.79 倍。2018 年，公司期初现金及现金等价物余额为 1,149.45 亿元，同时预计公司经营性净现金流将保持稳定净流入，债务收入将可维持现有规模，综合流动性偿债来源和存量债务结构分析，公司 2018 年流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数将可得到提升。

公司清偿性还本付息能力较好。清偿性偿债来源为公司可变现资产。公司可变现资产中，以投资性房地产为主的非流动资产占比较大，但以货币资金及存货为主的流动资产，变现能力较强。2017 年末，公司货币资金为 1,198.13 亿元，受限部分为 57.83 亿元，非受限货币资金规模较大，可对债务形成较好保障。综合偿债来源部分对于可变现资产的分析，公司 2017 年末可变现资产对于当前负债覆盖倍数为 0.86 倍。

2017 年，公司 EBITDA 对利息的保障程度仍保持在较好水平，为 3.71 倍。预计 2018 年公司收入及利润规模将随着房地产业务规模的缩减而有所降低，但另一方面有息债务规模亦得到一定降低，综合将使得盈利对利息的保障程度可保持稳定。

表 2 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
流动性还本付息能力	2.79	3.36
清偿性还本付息能力	0.86	0.88
盈利对利息覆盖能力	3.71	4.33

数据来源：公司提供、大公测算



总体来看，公司可变现资产对总负债覆盖能力将保持现有水平；随着公司投资物业租赁及管理的拓展，业务经营规模将进一步扩大，盈利能力和经营性现金流状况将保持稳定，稳定的经营性现金流预期和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障，公司总体偿债能力极强。

结论

综合来看，公司的抗风险能力极强。公司形成了完整的商业地产产业链，招商能力强，运营经验丰富，综合运营能力很强，仍具有极强的规模和品牌优势，城市综合体项目业态丰富，物业出租情况良好，总体经营仍较为稳定，投资物业租赁及管理收入和毛利润继续保持较高增速。2017 年，公司经营性净现金流保持较大幅净流入，对债务及利息的保障能力较好；融资渠道较为通畅，以银行借款和发行债券为主；盈利对利息的保障程度处于较高水平，但公司有息债务较大，仍存在偿付压力。

综合分析，大公对公司“15 万达 01”、“15 万达 02”、“16 万达 01”、“16 万达 02”、“16 万达 03”、“16 万达 04”、“16 万达 05”、“16 万达 06”、“15 大连万达 MTN001”、“15 大连万达 MTN002”、“16 大连万达 MTN001”、“16 大连万达 MTN002”、“16 大连万达 MTN003”、“16 大连万达 MTN004”、“17 大连万达 MTN001”、“17 大连万达 MTN002”、“17 大连万达 MTN003”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



附件 1

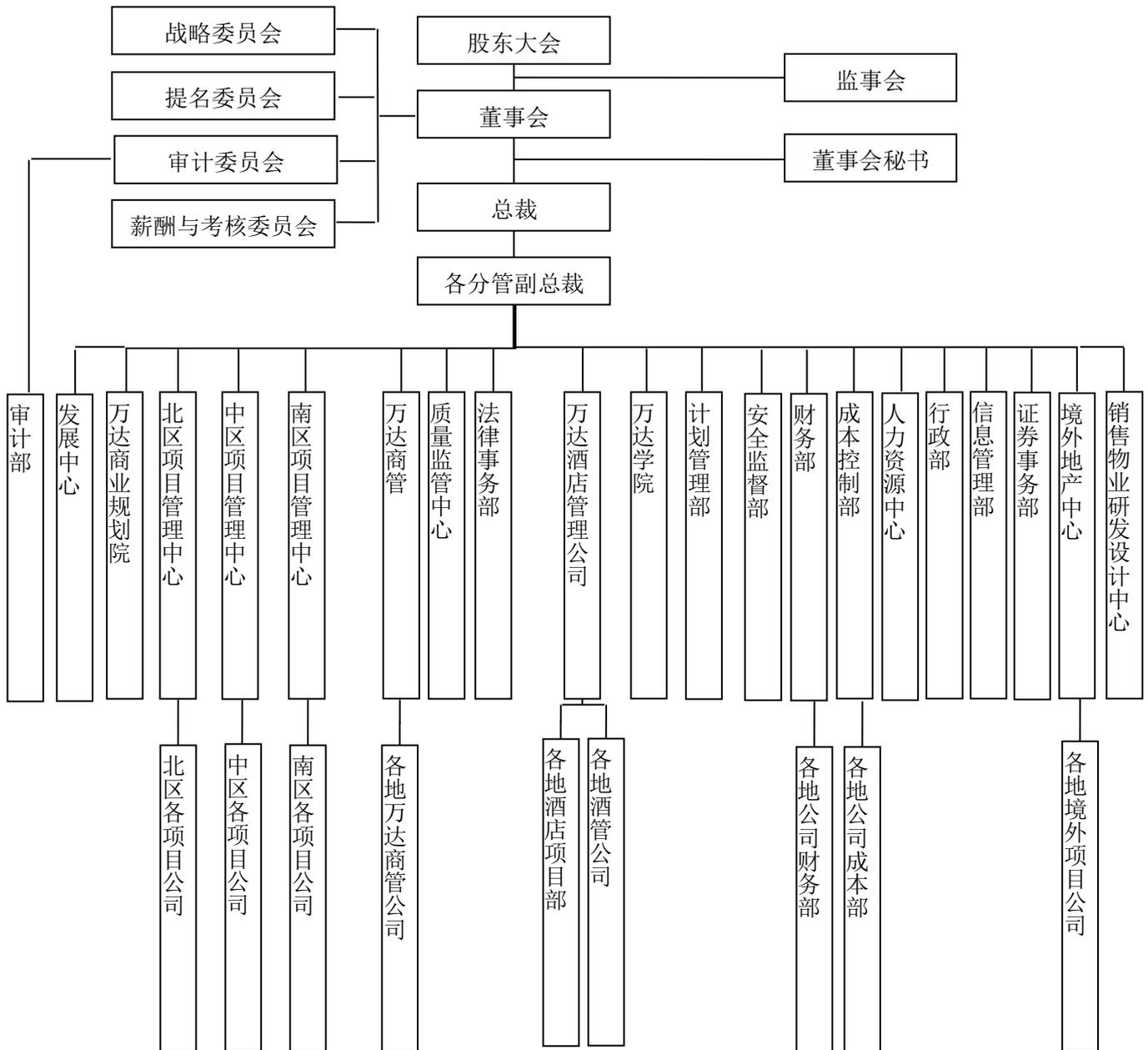
报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



附件 2

截至 2017 年末万达商管组织结构图





附件 3-1

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 万达 01	50	2015.08.27~ 2020.08.27	偿还金融机构借款，补充流动资金	按用途使用
15 万达 02	50	2015.10.14~ 2020.10.14	偿还银行借款，补充流动资金	按用途使用
16 万达 01	50	2016.01.14~ 2021.01.14	补充流动资金	按用途使用
16 万达 02	80	2016.05.06~ 2021.05.06	偿还金融机构借款，补充流动资金	按用途使用
16 万达 03	50	2016.05.24~ 2021.05.24	偿还金融机构借款，补充流动资金	按用途使用
16 万达 04	30	2016.06.13~ 2021.06.13	补充流动资金	按用途使用
16 万达 05	20	2016.07.12~ 2021.07.12	补充流动资金	按用途使用
16 万达 06	20	2016.07.27~ 2021.07.27	补充流动资金	按用途使用
15 大连万达 MTN001	100	2015.07.31~ 2020.07.31	偿还金融机构借款	按用途使用
15 大连万达 MTN002	50	2015.11.16~ 2020.11.16	偿还金融机构借款	按用途使用
16 大连万达 MTN001	60	2016.03.29~ 2021.03.29	项目开发建设	已使用 57.93 亿元，未使用 2.07 亿元
16 大连万达 MTN002	60	2016.04.28~ 2021.04.28	项目开发建设，偿还银行贷款	已使用 38.1 亿元，未使用 21.9 亿元
16 大连万达 MTN003	60	2016.09.23~ 2019.09.23	偿还银行贷款	按用途使用
16 大连万达 MTN004	60	2016.10.21~ 2019.10.21	归还存量融资	按用途使用
17 大连万达 MTN001	50	2017.03.10~ 2020.03.10	归还子公司存量融资	按用途使用
17 大连万达 MTN002	60	2017.04.19~ 2020.04.19	归还部分子公司存量融资	按用途使用
17 大连万达 MTN003	20	2017.06.05~ 2020.06.05	归还部分子公司存量融资	已使用 14.27 亿元，未使用 5.73 亿元

数据来源：根据公司提供资料整理



附件 3-2

公司相关数据表格

2015 ~ 2017 年公司各板块收入、毛利润及毛利率情况

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	1,355.67	100.00	1,298.55	100.00	1,321.05	100.00
投资物业租赁及管理	246.51	18.18	183.91	14.16	144.35	10.93
酒店运营	59.31	4.37	61.14	4.71	52.56	3.98
其他	1,049.85	77.44	1,053.50	81.13	1,124.14	85.09
其中：物业销售	1,011.41	74.61	1,018.80	78.46	1,088.44	82.39
毛利润	579.24	100.00	551.57	100.00	593.08	100.00
投资物业租赁及管理	194.02	33.50	145.35	26.35	118.74	20.02
酒店运营	18.31	3.16	17.05	3.09	16.19	2.73
其他	366.90	63.34	389.17	70.56	458.15	77.25
其中：物业销售	357.74	61.76	384.52	69.71	452.34	76.27
毛利率		42.73		42.48		44.89
投资物业租赁及管理		78.71		79.03		82.26
酒店运营		30.88		27.89		30.80
其他		34.95		36.94		40.76
其中：物业销售		35.37		37.74		41.56

数据来源：根据公司提供资料整理



附件 4

万达商管主要财务指标

(单位: 万元)

资产类				
项目	2018 年 1~3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	9,610,141	11,981,301	10,023,733	7,314,823
其他应收款	306,669	489,910	472,223	551,438
预付款项	274,887	262,692	474,262	551,458
存货	8,168,096	9,337,058	16,535,958	16,725,568
其他流动资产	4,725,283	4,349,371	1,515,866	1,299,507
流动资产合计	24,036,412	27,771,977	29,280,506	26,492,475
可供出售金融资产	543,313	505,275	82,950	3,450
投资性房地产	38,456,196	37,900,300	38,305,004	30,948,100
固定资产	757,857	788,542	4,284,292	3,537,229
在建工程	325,229	468,441	1,144,774	1,169,856
无形资产	324,963	326,686	849,841	831,062
非流动资产合计	41,312,548	41,138,500	45,834,056	37,463,516
总资产	65,348,959	68,910,477	75,114,561	63,955,991
占资产总额比 (%)				
货币资金	14.71	17.39	13.34	11.44
其他应收款	0.47	0.71	0.63	0.86
预付款项	0.42	0.38	0.63	0.86
存货	12.50	13.55	22.01	26.15
其他流动资产	7.23	6.31	2.02	2.03
流动资产合计	36.78	40.30	38.98	41.42
可供出售金融资产	0.83	0.73	0.11	0.01
投资性房地产	58.85	55.00	51.00	48.39
固定资产	1.16	1.14	5.70	5.53
在建工程	0.50	0.68	1.52	1.83
无形资产	0.50	0.47	1.13	1.30
非流动资产合计	63.22	59.70	61.02	58.58
负债类				
短期借款	52,675	52,675	119,683	154,992
应付票据	10,582	8,551	211,507	413,794
应付账款	4,847,507	5,786,914	7,968,499	6,028,175
预收款项	6,895,613	7,784,728	13,907,055	13,374,436
其他应付款	2,236,014	3,231,418	2,737,509	2,300,800
一年内到期的非流动负债	2,267,178	2,729,070	2,327,024	4,038,199



附件 4-1

万达商管主要财务指标

(单位: 万元)

负债类				
项目	2018 年 1~3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年 (追溯调整)	2015 年
流动负债合计	17,486,673	21,526,507	28,407,073	27,423,209
长期借款	8,661,393	9,206,360	11,826,494	11,206,529
应付债券	9,051,745	9,048,529	8,174,142	3,265,138
长期应付款	360,101	286,956	173,156	6
非流动负债合计	22,733,713	23,098,777	24,369,878	17,943,079
负债合计	40,220,386	44,625,284	52,776,951	45,366,288
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.13	0.12	0.23	0.34
应付账款	12.05	12.97	15.10	13.29
预收款项	17.14	17.44	26.35	29.48
其他应付款	5.56	7.24	5.19	5.07
一年内到期的非流动负债	5.64	6.12	4.41	8.90
流动负债合计	43.48	48.24	53.82	60.45
长期借款	21.53	20.63	22.41	24.70
应付债券	22.51	20.28	15.49	7.20
长期应付款	0.90	0.64	0.33	0.00
非流动负债合计	56.52	51.76	46.18	39.55
权益类				
股本	452,735	452,735	452,735	452,735
资本公积	2,431,346	2,431,346	2,427,506	2,488,481
盈余公积	226,367	226,367	226,367	226,367
未分配利润	19,811,456	18,996,436	17,472,353	14,911,655
归属于母公司所有者权益	22,932,780	22,120,361	20,488,252	18,039,638
少数股东权益	2,195,793	2,164,831	1,849,358	550,065
所有者权益合计	25,128,573	24,285,192	22,337,610	18,589,703
损益类				
营业收入	2,585,666	13,556,671	12,985,479	13,210,454
营业成本	1,270,757	7,764,284	7,469,764	7,279,670
销售费用	73,290	495,196	507,117	580,119
管理费用	115,607	687,817	694,003	735,222
财务费用	185,971	789,502	736,844	669,208
资产减值损失	7,429	142,838	30,807	128,504
公允价值变动收益	343,704	1,909,918	2,016,238	1,723,005
投资收益	123,244	-727,806	234,352	96,459
营业利润	1,150,407	3,426,483	4,384,364	3,909,861
营业外收支净额	-1,103	-47,641	96,218	145,112



附件 4-2

万达商管主要财务指标

(单位：万元)

损益类				
项目	2018 年 1~3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年 (追溯调整)	2015 年
利润总额	1,149,304	3,378,842	4,480,582	4,054,974
所得税	284,144	1,179,701	1,192,131	1,044,065
净利润	865,160	2,199,140	3,288,451	3,010,908
归属于母公司所有者的净利润	815,019	2,000,961	3,033,644	2,997,244
少数股东损益	50,141	198,179	254,807	13,665
现金回笼率 (%)	68.25	90.92	105.60	106.89
担保比率 (%)	-	32.07	24.89	24.61
占营业收入比 (%)				
营业成本	49.15	57.27	57.52	55.11
销售费用	2.83	3.65	3.91	4.39
管理费用	4.47	5.07	5.34	5.57
财务费用	7.19	5.82	5.67	5.07
资产减值损失	0.29	1.05	0.24	0.97
公允价值变动收益	13.29	14.09	15.53	13.04
投资收益	4.77	-5.37	1.80	0.73
营业利润	44.49	25.28	33.76	29.60
利润总额	44.45	24.92	34.50	30.70
所得税	10.99	8.70	9.18	7.90
净利润	33.46	16.22	25.32	22.79
归属于母公司所有者的净利润	31.52	14.76	23.36	22.69
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-635,597	2,558,408	3,797,565	3,190,880
投资活动产生的现金流量净额	-1,242,475	-896,726	-4,103,441	-4,673,774
筹资活动产生的现金流量净额	-474,092	380,470	3,098,360	-532,354



附件 4-3

万达商管主要财务指标

(单位: 万元)

主要财务指标				
项目	2018 年 1~3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年 (追溯调整)	2015 年
EBIT	-	4,286,685	5,227,826	4,794,978
EBITDA	-	4,519,611	5,432,443	5,004,017
总有息债务	20,393,091	21,323,589	22,620,500	18,664,654
毛利率 (%)	50.85	42.73	42.48	44.89
营业利润率 (%)	44.49	25.28	33.76	29.60
总资产报酬率 (%)	-	6.22	6.96	7.50
净资产收益率 (%)	3.44	9.06	14.72	16.20
资产负债率 (%)	61.55	64.76	70.26	70.93
债务资本比率 (%)	44.80	46.75	50.31	50.10
长期资产适合率 (%)	115.85	115.18	101.91	97.52
流动比率 (倍)	1.37	1.29	1.03	0.97
速动比率 (倍)	0.91	0.86	0.45	0.36
保守速动比率 (倍)	0.55	0.56	0.35	0.27
存货周转天数 (天)	619.89	599.82	801.51	772.57
应收账款周转天数 (天)	1.90	1.80	1.62	1.44
经营性净现金流/流动负债 (%)	-3.26	10.25	13.60	12.52
经营性净现金流/总负债 (%)	-1.50	5.25	7.74	7.40
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	2.10	3.33	2.42
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	3.52	4.58	3.64
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.71	4.76	3.79
现金比率 (%)	54.96	55.66	35.29	26.67
现金回笼率 (%)	68.25	90.92	105.60	106.89
担保比率 (%)	-	32.07	24.89	24.61



附件 5

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数⁵ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数⁶ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额

⁵ 一季度取 90 天。

⁶ 一季度取 90 天。



23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）



附件 6

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA		偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A		偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB		偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC		偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC		在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。