



大连万达商业管理集团股份有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 2015 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	大连万达商业管理集团股份有限公司	AAA/稳定
---------------------	------------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“20 大连万达 MTN003”、“20 大连万达 MTN004”、“20 大连万达 MTN005”、“20 万达 01”、“20 万达 02”、“20 万达 03”、“20 万达 04”	AAA
--------------------	--	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）维持了稳固的商业物业行业龙头地位和综合运营能力很强等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司投资性房地产抵质押比例高以及重估收益波动、子公司珠海万达商业管理集团股份有限公司（以下简称“珠海商管”）上市进展以及未来一年内公开债务到期规模较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，大连万达商业管理集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。
可能触发评级下调因素：行业地位显著下滑，租金规模大幅下降，杠杆水平显著上升，融资渠道明显受限，资金平衡能力显著弱化。

正面	
■	公司在商业物业行业维持了稳固的龙头地位
■	具有多年丰富的商业运营管理经验，综合运营能力很强
关注	
■	投资性房地产抵质押比例高，以及重估带来的公允价值波动对资产及利润的影响
■	未来一年内公开债券到期压力较大，需关注公开市场融资渠道恢复情况
■	公司子公司珠海商管若无法上市导致回购条款触发的情况

项目负责人：白 茹 rbai@ccxi.com.cn
项目组成员：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

万达商管（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	5,626.47	5,850.84	5,959.59	6,122.16
所有者权益合计（亿元）	2,749.93	2,848.97	2,970.83	3,016.81
负债合计（亿元）	2,876.54	3,001.87	2,988.76	3,105.36
总债务（亿元）	1,858.31	1,956.72	1,935.23	2,060.69
营业总收入（亿元）	391.34	471.05	493.14	125.35
净利润（亿元）	138.30	134.33	124.99	46.34
EBIT（亿元）	185.21	194.56	160.45	--
EBITDA（亿元）	194.25	202.72	168.76	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	132.25	224.71	96.86	50.24
营业毛利率（%）	70.20	64.91	62.21	63.85
总资产收益率（%）	3.29	3.39	2.72	--
EBIT 利润率（%）	47.33	41.30	32.54	--
资产负债率（%）	51.13	51.31	50.15	50.72
总资本化比率（%）	40.33	40.72	39.45	40.58
总债务/EBITDA（X）	9.57	9.65	11.47	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.02	2.32	2.05	--
FFO/总债务（X）	0.05	0.05	0.04	--

注：1、中诚信国际根据万达商管提供的其经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

大连万达商业管理集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 大连万达 MTN003 (AAA)	2022/06/27	白茹、王钰莹	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2019_02	阅读全文
	20 大连万达 MTN004 (AAA)				
	20 大连万达 MTN005 (AAA)				
AAA/稳定	20 大连万达 MTN005 (AAA)	2020/11/04	杨萱、王钰莹	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 大连万达 MTN004 (AAA)	2020/07/08	王超凡、王钰莹	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 大连万达 MTN003 (AAA)	2020/06/02	王超凡、王钰莹、杨萱	中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 100202_2019_02	阅读全文

注：中诚信国际口径

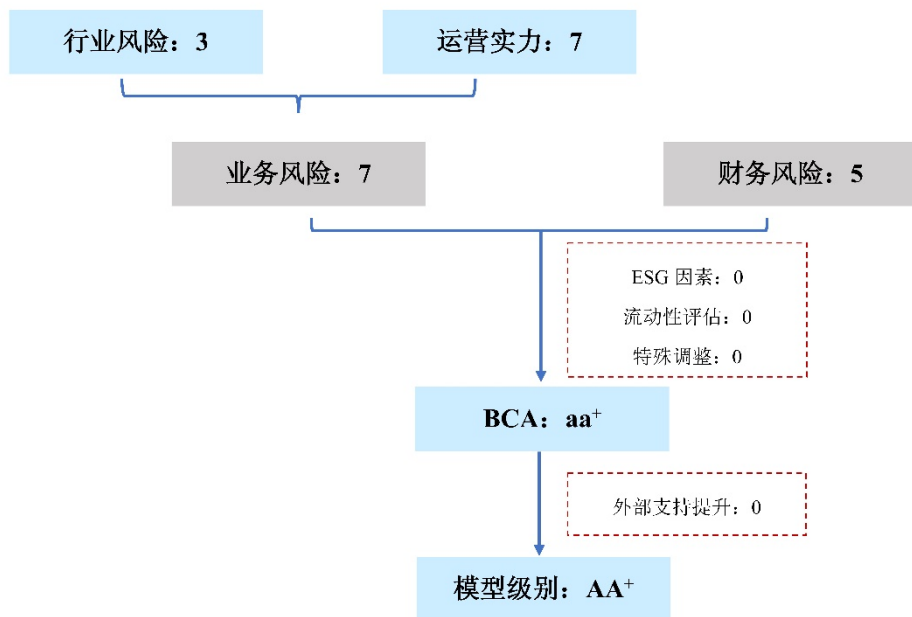
本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 大连万达 MTN003	AAA	AAA	2022/6/27	50	15.75	2020/7/10-2023/7/10(2+1)	回售，票面利率选择权
20 大连万达 MTN004	AAA	AAA	2022/6/27	35	5.58	2020/7/29-2023/7/29(2+1)	回售，票面利率选择权
20 大连万达 MTN005	AAA	AAA	2022/6/27	25	0.3	2020/11/12-2023/11/12(2+1)	回售，票面利率选择权
20 万达 01	AAA	AAA	2022/6/27	38	38	2020/9/9-2025/9/9(3+2)	回售，票面利率选择权
20 万达 02	AAA	AAA	2022/6/27	20	11.17	2020/10/9-2024/10/9(2+2)	回售，票面利率选择权
20 万达 03	AAA	AAA	2022/6/27	25	0.0020	2020/10/28-	回售，票面利率

20 万达 04	AAA	AAA	2022/6/27	15	0.0010	2024/10/28(2+2) 2020/12/04- 2024/12/04(2+2)	率选择权 回售，票面利 率选择权
----------	-----	-----	-----------	----	--------	---	------------------------

评级模型

大连万达商业管理集团股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际持有型物业行业评级方法与模型 C200200_2022_03

■ 业务风险:

万达商管属于持有型物业行业，中国持有型物业行业风险评估为中等；万达商管商业广场规模优势突出、运营管理能力和品牌效应极强、自持物业区位较优，品牌知名度极高，业务风险评估为极低。

■ 财务风险:

万达商管经营活动净现金流及 EBITDA 有所下滑，导致相关偿债指标弱化，杠杆水平适中，财务风险评估为较低。

■ 模型级别:

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对万达商管个体基础信用等级无影响，万达商管具有 aa+ 的个体基础信用等级，反映了其极低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

公司作为控股股东大连万达集团股份有限公司（以下“万达集团”）核心资产，股东支持意愿强，但除公司外业务盈利能力较弱，支持能力有限。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

大连万达商业管理集团股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（债券简称“20 万达 01”），起息日为 2020 年 9 月 9 日，募集资金总额 38 亿元，债券期限 3+2 年期，发行时票面利率 5.58%。大连万达商业管理集团股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第二期）（债券简称“20 万达 02”），起息日为 2020 年 10 月 9 日，募集资金总额 20 亿元，债券期限 2+2 年期，发行时票面利率 5.50%。大连万达商业管理集团股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第三期）（债券简称“20 万达 03”），起息日为 2020 年 10 月 28 日，募集资金总额 25 亿元，债券期限 2+2 年期，发行时票面利率 5.38%。大连万达商业管理集团股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第四期）（债券简称“20 万达 04”），起息日为 2020 年 12 月 4 日，募集资金总额 15 亿元，债券期限 2+2 年期，发行时票面利率 6.00%。截至本报告出具日，上述债券均已按照募集说明书上列明的用途使用。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年以来商业地产投资规模整体放缓，供需两端均缩量，租赁市场继续承压，但随着经济复苏和促进消费举措提振预期，2023 年消费市场或将迎来复苏，实体商业客流量初显回暖迹象，租赁市场或将企稳，后续市场恢复进程有待进一步观察。

受商业地产（办公楼和商业营业用房）结构性供需失衡影响，近年来商业营业用房投资呈逐年下滑态势，2022 年全年同比下降 14.4%，办公楼投资近年来呈波动下行态势，2022 年全年同比下降 11.4%。需求端来看，2022 年全国商业营业用房和办公楼销售面积分别同比下降 8.9%和 18.9%。总体来看，商业地产存在供需双边缩量的压力，投资节奏整体放缓。

线下零售行业方面，2022 年以来，经济下行压力、居民收入预期不确定性提升等因素冲击社会消费需求，实体零售行业景气度下行。从租金水平来看，根据全国 100 个重点城市典型购物中心商铺样本调查数据，2022 年下半年样本购物中心平均租金同比止涨转跌，跌幅为 0.09%，商铺租金整体承压；分城市来看，一线城市和二线城市中分别有 50.0%和 62.7%的商圈租金环比下跌。2022 年实体零售行业增长乏力，购物中心空置率和租金水平均受到负面影响，部分经营不善的商户退租现象频现。但进入 2023 年以来，国内消费市场初显回暖迹象，全国购物中心日均客流较上年同期明显回升，其中餐饮消费、百货零售等业态均有不同程度业绩提升。中诚信国际认为，随着中央及各地陆续出台促进消费等一系列扶持政策出台，有望加速经济复苏进程和提振消费预期，同时随着经营环境好转，实体商业客流量预期回暖，购物中心业态有望展现出较好的业绩恢复弹性，但其恢复程度有待持续观察。

重大事项

公司自2021年起筹备旗下物业运营及管理平台上市，目前珠海商管尚未取得上市资格，若其上市不及预期，公司面临履行投资者协议中约定的相关回购义务。

2021 年公司决定将其事轻资产商业运营、科技、数据、人员等相关资源进行重组，2021 年 3 月 23 日成立拟上市平台珠海万达商业管理集团股份有限公司（以下简称“珠海商管”）。2021 年 7~8 月，公司全资子公司珠海万赢企业管理有限公司（以下简称“珠海万赢”）先后与部分境内外投资者签订股份转让协议，将其持有的珠海商管 21.17%股权转让给碧桂园、中信资本、蚂蚁集团、腾讯、PAG 太盟投资集团等十余家投资者，共计融资金额约 380 亿元¹。根据投资者协议，若投资者股份于 2023 年 12 月 31 日未转换为可在联交所自由买卖的 H 股，投资者可要求公司回购全部或部分股份，每股撤资股份的撤资价格等于自交割日期起至全额支付撤资价格之日止每股投资对价每年（以 365 天为基础）预提所得税税后（如有）年内部收益率 8%产生的回报，加每股股份已宣派但未派付的股息之和。此外，公司及珠海万赢同意保证珠海商管 2021 年预估实际净利润²及 2022 年及 2023 年扣除非经常性损益的经审计净利润将分别不低于 51.9 亿元、74.3 亿元及 94.6 亿元，如未达成，将以零对价转让股份或者支付现金补偿。2021 年 10 月，珠海商管向香港联交所首次递交上市申请后，并分别于 2022 年 4 月、10 月招股书失效后两次重新递交材料。2023 年 4 月 20 日证监会受理珠海商管上市备案申报材料，2023 年 6 月 2 日，证监会官网更新境外上市状

¹ 股权转让款按照珠海商管 280 亿美元或 1,800 亿人民币估值计算。

² 基于自 2021 年 1 月 1 日起实施运营模式的改变（珠海商管自 2021 年 5 月开始根据委托管理模式收取运营管理服务费，从而确认运营管理服务收入）等假设而计算。

态，珠海商管由已接收调整为补充材料，中诚信国际将对珠海商管的上市进展保持关注。

中诚信国际认为，跟踪期内，虽然外部环境变化对公司持有物业运营产生一定影响，但万达商管作为国内大型商业物业运营及管理集团，规模优势突出，同时保持较优的区域布局、极强的品牌影响力和运营管理能力。

跟踪期内，公司持续保持显著的行业地位，商业广场数量保持增长，租金及管理租金收入持续提升。

公司是国内最早进军商业物业领域的企业之一，拥有专业的商业规划研究院和商业管理团队，能够实现商业广场的独立设计、建设、招商及运营管理，已形成完整的商业广场产业链，行业龙头地位显著。凭借丰富的商业物业运营经验，目前公司已发展为全球规模领先的商业管理企业，具有极强的规模效应；2022 年公司万达商管自持或运营商场个数同比增加 55 个至 472 个，截至 2023 年 3 月末万达商管自持或运营的商业广场增至 479 个，总可租面积近 4,500 万平方米，规模位居国内商业物业行业首位。近年来得益于存量项目收入水平的稳健增长以及新开业商场的贡献，2020~2022 年公司租金及管理收入年均复合增长率达 12%，2022 年公司租金及管理收入增速放缓，小幅增长 4.36%至 451.18 亿元。

跟踪期内，受益于公司极强的商业运营能力，出租率维持在高水平，单位租金维持较好水平。

物业运营方面，凭借着专业化的运营管理能力，公司经营的商场在开业时基本已实现满铺出租。2022 年，受外部环境不利影响及需求受限的影响，公司单位租金同比小幅下降，出租率虽然同比有所下降但仍处于高位。

表 1：近年来公司拥有或运营管理商业物业规模情况

指标	单位：个、万平方米、亿元、元/平方米/月			
	2020	2021	2022	2023.3
物业个数	368	417	472	479
其中：自持项目	270	285	288	289
轻资产项目	19	19	19	19
合作项目	79	113	165	171
总建筑面积	5,277.10	5,895.45	6,555.58	6,642.80
总可出租面积	3,607.12	4,019.99	4,444.52	4,503.50
投资物业租赁及管理收入	359.03	432.32	451.17	114.79
出租率	97.76%	99.33%	98.67%	98.49%
平均租金	108.34	106.70	103.27	100.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司仍能保持突出的品牌优势，自持物业区域布局较优，合作模式成为公司业务拓展的主要模式，有助于加快扩张速度并减轻投资压力。

公司品牌优势突出，并采用“合作模式”实现品牌输出。合作模式下，一般由合作方负责获取土地并承担拿地和建设的全部投资，拥有项目资产所有权，公司提供项目的规划设计咨询、建设咨询、商业策划咨询及招商、运营管理，并授权合作方使用“万达广场”品牌，项目投入运营后，公司一般收取项目公司每年净物业收入³的 30%作为对价。跟踪期内公司商业广场项目计划投运数

³ 净物业收入指项目公司运营产生的毛物业收入扣除合理费用及成本后的收入。

量继续保持在较大规模，2022 年全年新开业 55 家商业广场，为公司整体租金规模的持续增长提供支撑；其中合作类型的广场数量及比重逐步提升，成为公司业务拓展的主要方式，有助于公司发挥资源整合能力、品牌优势和项目管理能力，同时减轻公司对外投资压力。

区域分布方面，截至 2022 年末，公司已进驻 224 个地级以上城市，区域布局广泛；其中在上海、重庆、成都、北京、天津、广州、武汉、苏州、郑州、无锡、沈阳和青岛等城市均布局了超过 5 个万达广场；从城市能级来看，公司一线和二线城市⁴项目建筑面积占比约 35%。整体来看，公司商业项目三四线占比高，其中通过轻资产和合作模式下沉尤为明显，而自持模式布局更优。

随着前期获取的自持项目逐步竣工投运，截至 2023 年 3 月末，公司在建的自持项目为 4 个，预计总投资 31.61 亿元，已投资 11.75 亿元，投资支出压力不大。

表 2：2023 年 3 月末公司在建商业项目情况（单位：万平方米、亿元）

	规划建筑面积	总可租面积	预计总投资	已投资额	预计开业时间	状态
安庆迎江万达广场	12.30	9.36	7.17	2.50	2024 年 9 月	在建
天津静海万达广场	10.86	7.92	8.79	2.74	2024 年 8 月	在建
青岛即墨万达广场	12.17	9.53	7.81	3.67	2024 年 9 月	在建
哈尔滨哈南万达广场	12.10	7.83	7.84	2.84	2026 年 9 月	在建
合计	47.43	34.64	31.61	11.75		

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司在管酒店仍以轻资产为主，持有酒店数量未发生改变，在外部环境不利影响下，公司酒店收入同比下降。

公司运营酒店大多位于万达广场城市综合体内，多定位中高端市场，运营主体为万达酒店发展有限公司（以下简称“万达酒店”）。公司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。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。

公司以轻资产模式运营为主，近年来公司轻资产酒店规模保持增长态势，截至 2023 年 3 月末，公司委管酒店增至 121 家，自持酒店数量未发生改变，仍为 7 家。2022 年以来受外部环境不利影响，酒店收入同比下降接近 31%。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内业务规模扩大带动资产增长，总债务和财务杠杆水平较为平稳。受外部环境变化影响，公司经营获现及盈利能力下降，与之相关的偿债指标亦有所弱化；公司年内仍有较大规模债券到期，同时，若珠海商管上市不及预期或将触发回购义务，对公司资金平衡能力提出较大挑战。中诚信国际将持续关注公司公开市场再融资恢复情况及珠海商管上市相关事项的进展。

跟踪期内，受外部环境变化以及计提转让子公司股权视同负债的利息等因素影响，公司经营性业务利润同比有所下降，公允价值变动收益及理财产生的投资收益是公司利润的重要补充。

2019 年末公司完成了对非自持业态业务的剥离、收缩酒店业务，随后其主营业务逐步集中于以万

⁴ 二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州 22 个城市。

达广场为核心产品的商业物业投资及运营管理，跟踪期内，虽然外部环境对公司商业物业运营有所影响，但在已投运商场数量增长的带动下，公司营业总收入仍然同比提升，但增速明显放缓。2022 年，新开业物业中合作项目比重增加，公司投资物业租赁业务毛利率随之下降，加之酒店板块的拖累，跟踪期内公司营业毛利率同比下滑。

期间费用方面，2022 年公司管理及销售费用随业务规模扩张而同比上升，财务费用在股权转让款计提利息持续增长的影响下大幅上升，当期公司期间费用率同比增长 6.60 个百分点。2022 年，在营业毛利率同比下滑、期间费用率增长的影响下，公司经营性业务利润同比下降近 30%。跟踪期内，公允价值变动收益仍为公司利润的重要构成，2022 年随着投资物业不断培育和区域商业环境逐步成熟，公司公允价值变动收益同比增长。投资收益主要为理财产品的收益，2022 年随着公司新增理财产品，理财产品产生的投资收益大幅增长。2022 年以来，外部环境变化加之以净物业收入分成方式获取收益的合作项目增加，公司盈利指标有所下降。

表 3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
投资物业租赁	359.03	74.38	432.32	68.82	451.18	66.91	114.79	67.53
酒店运营	10.66	32.95	12.42	41.69	8.59	26.37	3.54	52.44
物业销售	-0.67	--	-0.38	--	--	--	--	--
其他	20.04	18.11	24.71	10.66	32.11	7.03	6.83	11.48
其他业务	2.27	37.54	1.97	16.95	1.26	30.54	0.17	-50.49
营业总收入/营业毛利率	391.34	70.20	471.05	64.91	493.13	62.21	125.35	63.85

注：其他收入包括游艇销售收入、物业销售部分的物业管理收入；2020 年物业销售收入为负，系因为当期公司不再开展该板块业务，仅存在少量正常退房情形，对应冲减当期营业收入及营业成本所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	40.69	35.47	42.07	34.05
经营性业务利润	95.00	109.66	77.60	39.41
公允价值变动收益	64.63	53.43	59.75	10.63
投资收益	27.04	21.58	37.36	7.71
利润总额	187.67	185.87	180.13	59.35
EBITDA	194.25	202.72	168.76	--
总资产收益率	3.34	3.39	2.72	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司资产及权益实现增长，虽然 2021 年以来公司净偿还大量公开市场债务，但公司收到带回购义务的珠海商管股权转让款使得公司债务规模和杠杆水平相对平稳，需关注珠海商管上市进展对公司融资渠道变化的影响。

跟踪期内公司总资产规模持续上升，非流动资产占比保持在 80%以上。2022 年，随着公司在建和已完工面积逐年增长，加之部分商业物业的公允价值上升，投资性房地产规模持续增长，占总资产的比重接近 77%，为公司资产的最主要构成；但值得关注的是，公司大部分投资性房地产处于抵质押状态，再融资弹性不大。此外，2020 年起公司执行新租赁准则，对于融资租赁业务的广场租赁采用成本法对使用权资产进行后续计量，截至 2023 年 3 月末公司使用权资产为 111.70 亿元。流动资产方面，公司为提升资金使用效率购买银行理财产品等，2023 年 3 月末公司理财产品账面

价值约 490 亿元。受公司偿还债务及支付万达地产集团有限公司在建商业广场⁵相关款项影响，2022 年末公司货币资金大幅下降，由于上述商场尚未完成工商变更，其他应收款仍有 136.49 亿元股权收购价款。

公司总负债主要由应付款项、其他应付款和有息债务构成，且以有息债务占比最大。2021 年珠海商管引入战略投资人，但由于珠海商管股权转让具有回购条款约定，并计提相应的利息费用，当期中诚信国际将上述股权回购款纳入长期债务统计；2022 年随着股权回购条款临近对赌期限，上述股权回购款纳入短期债务统计。2021 年以来，受外部环境变化影响，公司持续偿还到期公开市场债务，但得益于收到珠海商管股权转让款，2021 年以来公司债务总额相对平稳。但中诚信国际也关注到，公司临近珠海商管股权回购期，若珠海商管上市不及预期，公司短期内面临较大流动性压力。跟踪期内，应付账款受工程建设及结算进度影响，同比小幅下降。其他应付款主要为商户预付的押金保证金及预收商户的其他代收代缴费用。

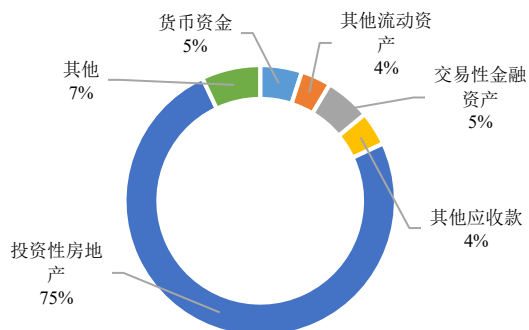
权益结构方面，2022 年以来，公司实收资本及资本公积保持稳定，利润积累带动未分配利润持续增长，公司所有者权益保持增长。跟踪期内公司财务杠杆保持稳定。

表 5：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	414.97	432.07	217.11	304.67
其他流动资产	367.09	264.43	222.36	220.70
交易性金融资产	60.00	189.64	284.80	332.29
其他应收款	41.86	72.60	248.76	248.25
投资性房地产	4,404.04	4,500.27	4,575.67	4,586.79
总资产	5,626.47	5,850.84	5,959.59	6,122.16
应付账款	117.84	146.84	125.52	118.05
其他应付款	185.83	152.13	167.78	165.87
总负债	2,876.54	3,001.87	2,988.76	3,105.36
所有者权益	2,749.93	2,848.97	2,970.83	3,016.81
总债务	1,858.31	1,956.72	1,935.23	2,060.69
短期债务/总债务	26.31	10.27	38.17	38.77
总资本化比率	40.33	40.72	39.45	40.58

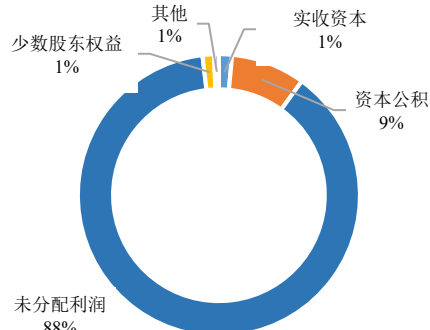
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

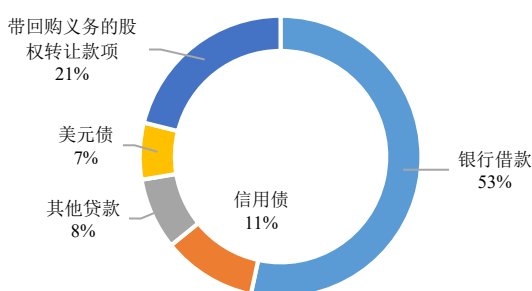
⁵ 包括兰州万达茂、济南·章丘万达、舟山万达、上海临港、贵阳天阶、呼市万达、建湖万达、茂名茂南等项目所属公司股权。

跟踪期内，受盈利下滑及经营获现能力减弱影响，公司相关偿债指标同比有所弱化；公司年内仍有较大规模债券到期，需持续关注公司公开市场融资渠道恢复情况。

从经营获现能力来看，投资物业每年为公司贡献稳定可观的现金流，2022 年为应对外部环境不利变化，在公司调整租约模式及单位租金下滑等因素共同作用下，当期销售商品、提供劳务收到的现金同比小幅下降；此外，受轻资产项目扩张影响，公司当期支付原业主分成增多，加之当期支付股权转让款产生的部分所得税同比增长，经营活动净现金流同比大幅弱化。2022 年受赎回和购买理财影响，公司投资活动现金流呈现净流出态势。2022 年，由于公司持续净偿还到期债务及从关联方购买商业广场，导致公司筹资活动现金流呈大幅净流出。

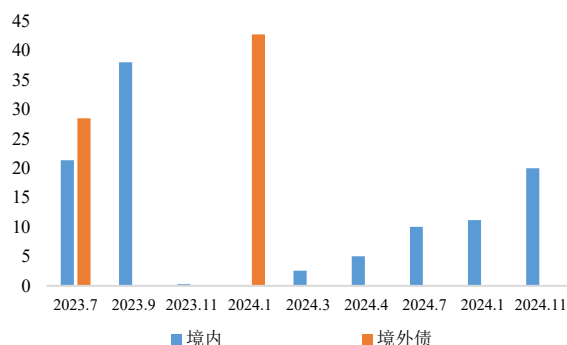
跟踪期内，公司债务仍以银行借款为主，信用债虽然仍为公司债务重要组成部分，但 2021 年以来随着公司公开债券到期偿还，公开市场债务规模快速下降，2023 年 3 月末，公开市场信用债占比已降至 18%，此外，带回购义务的股权转让款占总债务比重为 21%。细分来看，2023 年 6 月末，公司境内公开市场债券存量规模 123.41 亿元，境外债券存量规模约为 18 亿美元。2023 年 7 月和 9 月公开市场到期压力较大，其中 7 月境内外债券到期（含回售）近 50 亿元，9 月境内债到期（含回售）38 亿元。公司拟通过自有资金及再融资等渠道对即将到期的公开债务进行偿付，中诚信国际将持续关注公司信用债融资渠道的恢复情况。

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：公司信用类债务到期分布情况（亿元）



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年，受公司盈利下滑影响，EBITDA 对债务和利息的覆盖能力均有所下降。公司获现能力受外部环境变化影响有所弱化，FFO 对债务的覆盖能力有所下降。

表 6：近年来公司现金流及偿债指标情况（X、亿元）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动净现金流	132.25	224.71	96.86	50.24
投资活动净现金流	-87.91	-103.76	-18.06	-64.31
筹资活动净现金流	-319.84	-112.19	-300.36	102.61
EBITDA 利息保障倍数	2.02	2.32	2.05	--
FFO/总债务	0.05	0.05	0.04	--
总债务/EBITDA	9.57	9.65	11.47	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 3,474.86 亿元，占总资产的 56.76%，其中投资性房地产受限规模达 3,453.56 亿元，占其账面价值的 75.29%。截至报告出具日，因债务纠纷，公司

股东万达集团所持有的公司 19.79 亿股权被全部冻结，需持续关注该事项对公司的影响。

截至 2023 年 3 月末，作为被告方，公司存在 1 笔重大未决诉讼，涉诉金额 1.20 亿元⁶，对公司资产规模而言相对较小。对外担保方面，截至 2022 年末，公司对商品房承购人担保余额为 3.34 亿元，此外，截至 2022 年末，公司为其轻资产项目北京蓝色港湾购物广场（蓝港广场）及北京五棵松卓展购物广场原业主方分别提供 3.67 亿元和 6.56 亿元担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2023 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁷

假设

- 随着新开广场数量增长，2023 年万达商管的租金收入将持续增长。
- 2023 年，万达商管新开业广场主要为合作项目，毛利率将有所下降。
- 2023 年，在不支付珠海商管股权转让款的情况下，万达商管的净融资规模仍为净流出。

预测

表 7：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率（%）	40.72	39.45	36~39
总债务/EBITDA（X）	9.57	11.47	9~11

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，万达商管未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖，但信用类债务接续仍有待关注。

商业物业租金能为公司提供稳定的现金来源，此外，公司具有一定规模的理财产品，2023 年 3 月末公司账面货币资金为 304.67 亿元，其中受限占比为 6.99%，未受限货币资金规模较大，能为公司提供流动性来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 3,645 亿元，其中尚未使用额度为 2,654 亿元，能为公司流动性提供补充。

公司资金流出主要用于债务的还本付息、外部投资和支付股利。2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 86 亿元。根据公司规划，未来新开广场主要通过轻资产及合作方式拓展，随着前

⁶ 2020 年 10 月 15 日，孟宪虎、姜庆风、孟阳萍、孟阳慧 4 人（以下合称“四原告”）以南京万达广场投资有限公司、南京建邺房地产拆迁建设有限公司（以下合称“两被告”）为被告，向南京市中级人民法院提起诉讼，请求：1）两被告立即将位于南京市建邺区 G77、G78 地块集庆门大街或福园路迎街门面一楼（含二楼）同等面积 1,442.71 平方米的沿街商业门面房交付给四原告，并协助四原告办理权属登记手续。若两被告无法提供上述产权调换房屋，则由被告按照商业产权房在 2012 年 10 月 8 日时点的市场价值，给予货币补偿（具体货币补偿价格以评估价格为准）。2022 年 3 月 10 日，一审法院作出判决，根据鉴定报告判令万达支付房屋价值损失 9,378 万元、酌定判令支付租金损失 2,580.9 万元，共计 11,958.9 万元。南京万达已提起上诉，目前二审已开庭，案件仍在审理中。

⁷ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

期获取的自持项目的逐步竣工，公司投资支出逐步下降。但中诚信国际关注到，公司目前公开市场融资仍未完全恢复，加之 2022 年内珠海商管上市仍面临不确定性，公司或面临股权回购压力；尽管公司拥有较大规模理财产品，但仍需关注其资金平衡能力。

ESG 分析⁸

中诚信国际认为，公司加大节能及环保力度，减少对环境的影响；公司治理结构较为稳定，内部控制制度体系较健全，目前公司 ESG 表现对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，作为商业物业企业，公司自持物业的建设面临一定建设施工对环境产生损害的问题。公司的多个项目因环保设计及功能，获得了住建部授予的“绿色建筑标识”，公司将减少能源消耗和碳排放，努力打造更加可持续的发展模式。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司根据《公司法》及《公司章程》的规定，并结合公司实际情况，建立了包括股东会、董事会、监事和高级管理人员在内的健全有效的法人治理结构。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立非执行董事 3 名；董事会设董事长 1 名，不设副董事长。公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，设主席 1 名。公司形成了比较健全、有效的内部控制和管理制度，在重大投融资决策、财务管理、预算管理等方面建立了一系列的规章制度。公司战略方面，公司仍将保持全球商业物业企业的龙头地位作为战略目标，通过轻重结合的模式拓展物业规模，在快速扩张的同时保证资本结构的合理。

公司战略方面，未来公司以轻资产管理输出为主要拓张途径，其轻资产标的筛选标准与自建项目一致，将租金及收益率测算作为项目评估的核心考量依据，深入细化投资决策程序。公司将利用万达广场高度标准化、具备高度可复制性的特征，在已进入区域深耕推广，并选择性地进入新的目标区域，深化全国网络布局及先发优势。

外部支持

公司控股股东对公司支持意愿强，但其可提供的外部支持因素对公司信用水平的影响较小。

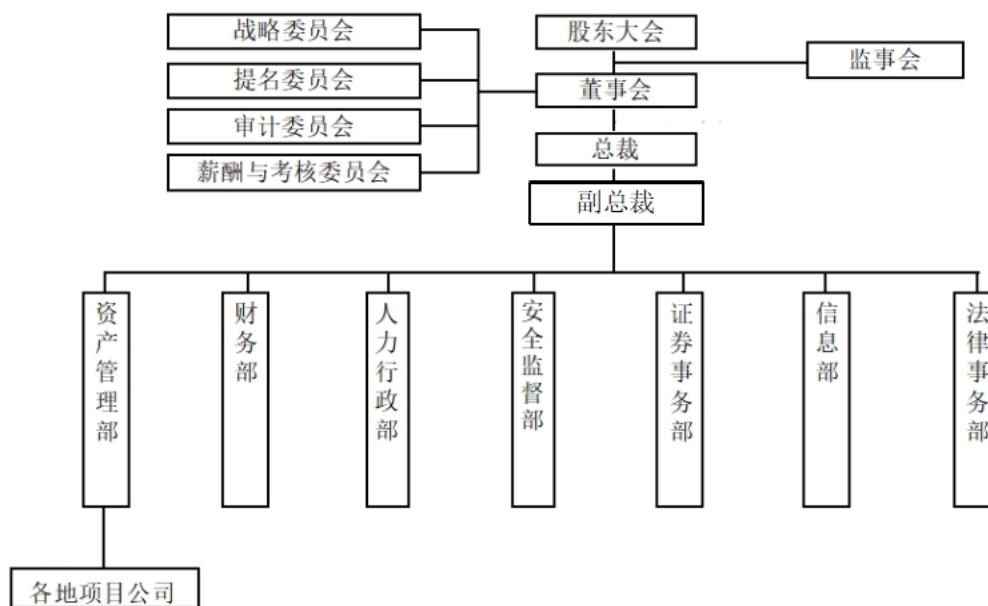
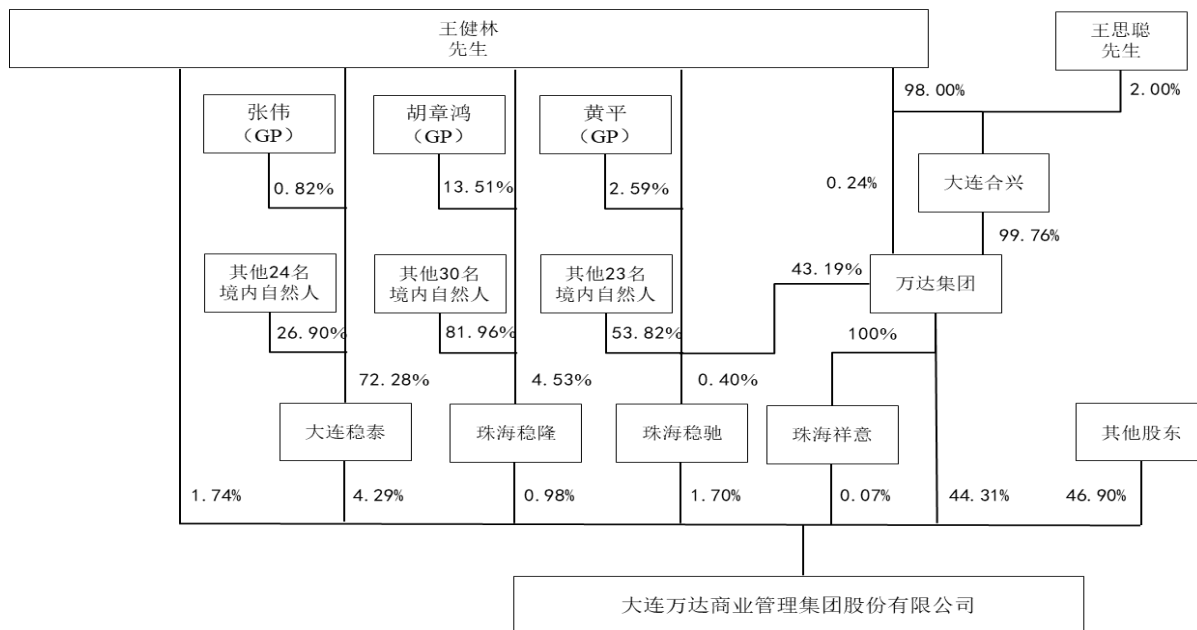
公司控股股东为万达集团，公司与其在业务经营、财务等方面一体化较高，万达商管是万达广场的核心资产，战略地位重要。万达集团对万达商管具有较强的实际控制能力和支持意愿，但除万达商管外万达集团资产质量及盈利水平较弱，支持能力有限。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持大连万达商业管理集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 大连万达 MTN003”、“20 大连万达 MTN004”、“20 大连万达 MTN005”、“20 万达 01”、“20 万达 02”、“20 万达 03”、“20 万达 04”的信用等级为 **AAA**。

⁸ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

附一：大连万达商业管理集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：大连万达商业管理集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/1~3
货币资金	4,149,657.16	4,320,705.68	2,171,147.85	3,046,684.51
应收账款	69,944.99	67,347.04	99,231.03	130,876.70
其他应收款	418,586.02	725,995.05	2,487,649.36	2,482,474.80
存货	57,856.24	78,132.13	86,343.42	114,839.81
长期投资	655,785.50	498,590.74	499,098.85	501,562.67
固定资产	633,547.72	629,551.82	605,245.54	599,177.22
在建工程	57,954.15	38,685.74	43,934.68	43,365.95
无形资产	227,160.27	215,557.17	196,750.89	194,612.13
投资性房地产	44,040,401.13	45,002,662.30	45,756,742.00	45,867,869.03
资产总计	56,264,651.84	58,508,394.55	59,595,899.47	61,221,638.78
其他应付款	1,858,298.59	1,521,289.26	1,677,782.97	1,658,673.56
短期债务	4,889,515.06	2,009,552.69	7,386,362.53	7,989,145.87
长期债务	13,693,587.60	17,557,669.60	11,965,922.05	12,617,774.49
总债务	18,583,102.66	19,567,222.29	19,352,284.58	20,606,920.37
净债务	14,517,223.42	15,431,917.71	17,389,100.13	17,773,235.86
负债合计	28,765,355.45	30,018,705.70	29,887,598.41	31,053,553.10
所有者权益合计	27,499,296.39	28,489,688.84	29,708,301.07	30,168,085.68
利息支出	960,571.77	873,370.90	821,469.58	--
营业总收入	3,913,374.99	4,710,454.53	4,931,426.13	1,253,452.00
经营性业务利润	949,952.38	1,096,587.41	776,001.82	394,058.76
投资收益	270,427.81	215,760.60	373,608.11	77,100.74
净利润	1,383,039.40	1,343,313.19	1,249,869.45	463,378.74
EBIT	1,852,087.00	1,945,624.79	1,604,460.17	--
EBITDA	1,942,516.10	2,027,226.96	1,687,631.07	--
经营活动产生的现金流量净额	1,322,456.50	2,247,065.26	968,558.07	502,413.23
投资活动产生的现金流量净额	-879,057.24	-1,037,619.86	-180,619.13	-643,087.16
筹资活动产生的现金流量净额	-3,198,423.72	-1,121,914.62	-3,003,552.93	1,026,079.90
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/1~3
营业毛利率（%）	70.20	64.91	62.21	63.85
期间费用率（%）	40.69	35.47	42.07	34.05
EBIT 利润率（%）	47.33	41.30	32.54	--
总资产收益率（%）	3.29	3.39	2.72	--
流动比率（X）	0.99	1.63	0.87	0.96
速动比率（X）	0.98	1.62	0.87	0.95
存货周转率（X）	20.15	24.31	22.66	18.02*
应收账款周转率（X）	55.95	68.62	59.21	43.58*
资产负债率（%）	51.13	51.31	50.15	50.72
总资本化比率（%）	40.33	40.72	39.45	40.58
短期债务/总债务（%）	26.31	10.27	38.17	38.77
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.02	0.07	0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.07	0.64	0.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.38	2.57	1.18	--
总债务/EBITDA（X）	9.57	9.65	11.47	--
EBITDA/短期债务（X）	0.40	1.01	0.23	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.02	2.32	2.05	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.93	2.23	1.95	--
FFO/总债务（X）	0.05	0.05	0.04	--

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项，带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn