

E-House

万达的轻资产战略转型





万达的轻资产战略转型

大连万达集团是全球最大的商业地产公司之一，其主营业务包括商业物业管理，文化，房地产和金融服务业。该公司以其标志性的万达广场而闻名全国，万达广场是集购物、餐饮、娱乐与住宅和办公楼为一体的混合空间。万达集团业务分布极为广泛，从旗舰商业地产到主题公园，电影院，酒店和资产管理公司。多年来，万达已成长为一个品牌享誉全国的房地产行业领导者。

2015年4月15日，万达创始人兼董事长王健林在深圳证券交易所第八期创业论坛上出人意料地公布了公司将向轻资产战略转型。此后，万达出售了包括酒店和主题公园在内的价值100多亿美元的资产。¹由此，万达启动了名为“第四次转型”的轻资产战略转型。为了充分利用其品牌价

值，万达决心从传统的房地产开发商转变为房地产运营商。

如今，万达帮助业主开发，建造，经营商业和文化地产项目，并授权他人使用其品牌。该公司计划到2020年实现全面转型及在轻资产模式下运营，并将完全退出住宅

¹ Yang, Yuan. "Dalian Wanda to Sell Theme Park Stakes to Sunac China." *Financial Times*. July 10, 2017. Accessed April 07, 2019. <https://www.ft.com/content/d3502eaa-652d-11e7-8526-7b38dcaef614>.

房地产开发项目，从而显著降低其当前的负债水平。² 为了应对不断增加的资本成本，收紧的政策限制以及更严格的物业管理服务要求，轻资产战略也越来越受到其他房地产开发商的欢迎。万达的新战略也为其他在类似领域运营的房地产公司提供了宝贵的经验借鉴。

房地产巨头的崛起

万达集团于1988年在辽宁大连成立，至今已成长为中国最具影响力的企业之一。2017年万达在《财富》全球500强排行榜上排名第380位³，在中国私营企业中排名第9位。⁴ 截至2018年5月，万达已成功在30多个省份建设和运营249个万达广场，并计划在2018年新开52个万达广场。⁵ 2018年万达的资产总额为6257亿元人民币（折合926亿）美元，收入为2143亿元人民币（折合317亿美元）。虽然万达集团是一家私有公司，但其商业地产部门于2014年在香港上市，筹集资金37亿美元⁶，成为当时香港证券交易所历史上最大规模的首次公开募股（IPO）。⁷ 然而两年后，万达从香港证券交易所退市，并计划在中国市场上市。

在过去的30年里，万达经历了四次转型：

- 从区域开发商扩张为全国性公司。1992年，公司将业务扩展到广州，成为中国首批采取跨区域战略的公司之一。之后不久，万达就在中国多个主要城市实现了快速增长。
- 从关注住宅地产转向关注商业地产。在此次转型过程中，万达广场诞生了，这是一些位于城市中心并采用现代设计和优质建材的大型城市综合体（见图表1）。
- 从房地产开发商转变成旅游和文化行业的运营商。万达加大了对于国内外的度假村，酒店，电影院、文化区，主题公园及其他娱乐产业的投资。
- 轻资产战略转型。2017年，万达以93亿美元的价格将76家酒店和13个旅游地产项目出售给融创中国控股，同时也以23亿美元的价格将77家酒店出售给富力地产。⁸ 其后一年，万达通过向融创及中国三家最大的互联网公司——腾讯，苏宁，京东出售其14%的股份而获得了54亿美元的注资。⁹

2 Dalian Wanda Commercial Management Group Co., LTD. "Lecture on 'Asset-Light' by Wang Jianlin at Shenzhen Stock Exchange." June 02, 2015. Accessed April 07, 2019. http://www.wandaplazas.com/en/2015/lastest_0602/816.html.

3 Fortune, "Fortune Global 500: Dalian Wanda Group," Fortune Global 500, accessed April 29, 2019, <http://fortune.com/global500/2017/dalian-wanda-group/>.

4 Song, Jingli. "Top 10 Chinese Private Enterprises." *China Daily*, September 06, 2017. Accessed April 07, 2019. http://www.chinadaily.com.cn/business/2017top10/2017-09/06/content_31618619_2.htm.

5 Dalian Wanda Commercial Management Group Co., LTD. "Wanda Map." Wanda Map. Accessed April 07, 2019. <http://www.wanda.cn/map/>.

6 Ho, Prudence. "Dalian Wanda Commercial Properties Raises \$3.7 Billion in IPO." *The Wall Street Journal*, December 16, 2014. Accessed April 07, 2019. <https://www.wsj.com/articles/dalian-wanda-commercial-properties-raises-3-7-billion-in-ipo-1418700649>.

7 Alex Frew Mcmillan, "Wanda Is Leaving Hong Kong Stock Exchange; Will Others Follow?" *RealMoney*, August 16, 2016, accessed April 29, 2019, <https://realtmoney.thestreet.com/articles/08/16/2016/wanda-leaving-hong-kong-stock-exchange-will-others-follow>.

8 Yang, Yuan. "Dalian Wanda to Sell Theme Park Stakes to Sunac China." *Financial Times*, July 10, 2017. Accessed April 07, 2019. <https://www.ft.com/content/d3502eaa-652d-11e7-8526-7b38dcaef614>.

9 Flannery, Russell. "Tencent, JD Group To Buy 14% of Wanda Property Flagship For \$5.4B." *Forbes*, January 30, 2018. Accessed April 07, 2019. <https://www.forbes.com/sites/russellflannery/2018/01/29/tencent-jd-group-to-buy-14-of-wanda-property-flagship-for-5-4b/#55cabbdf50a5>.

马德里竞技，一家专业体育俱乐部；2015年，万达收购了乐视体育文化发展（北京）有限公司，一家提供体育直播的流媒体平台。

为了进一步巩固其在文化娱乐产业的主导地位，万达还开发了新产品——万达文化旅游城项目，将旅游，购物及娱乐体验整合为一体。此类项目平均占地面积达到前所未有的1至3平方公里。目前中国有大约20个万达文化旅游城（见图表2）。

图表2：万达旅游城主题公园及购物中心设计效果图



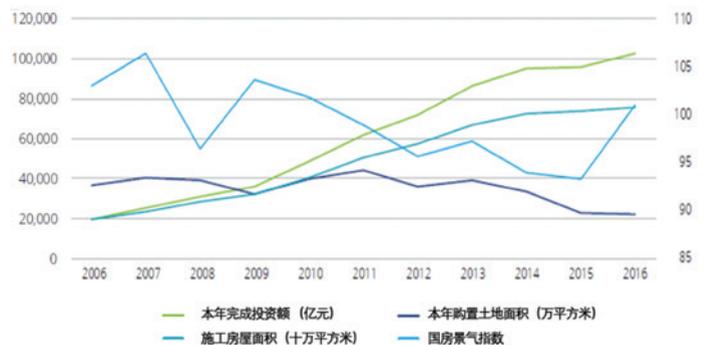
来源：中国日报¹¹

行业背景

目前，中国占亚太区房地产市值的66.4%。中国房地产行业的总价值为65万亿美元，是全国GDP的5倍。¹² 从1999年3月到2019年4月，中国房价平均年增长率为8%。¹³ 房价增长主要是由几个因素推动的，如近年来的快速城市化，到2017年中国主要城市的年人口增长率超过2.7%。相比之下，2017年印度的房地产市场规模总计为1200亿美元。¹⁴

中国城市化进程依然强劲，预计从2020年到2030年将有1.24亿人迁往城市。然而房地产市场面临的压力也越来越大（见图表3和图表4）。¹⁵ 正如万达董事长王建林所说，“我们认为中国房地产已走到供需平衡的拐点，躺着挣钱的高利润时代已经过去。”¹⁶

图表3房地产投资及开发情况



来源：德勤¹⁷

11 "Wanda Cultural Tourism City." *China Daily*. June 26, 2014. Accessed April 07, 2019. http://www.chinadaily.com.cn/m/jiangsu/binhu/2018-12/13/content_17617670.htm.

12 陈思进, "房地产市值450万亿, 超29个国家总和, 刚需: 跌一半也买不起," 网易号. 网址: http://blog.sina.cn/dpool/blog/s/blog_5ef1fe090102ypf6.html. 2019年4月30日浏览。

13 CEIC, "China House Prices Growth [1999 - 2019] [Data & Charts]," [1999 - 2019] [Data & Charts], accessed April 30, 2019, <https://www.ceicdata.com/en/indicator/china/house-prices-growth>.

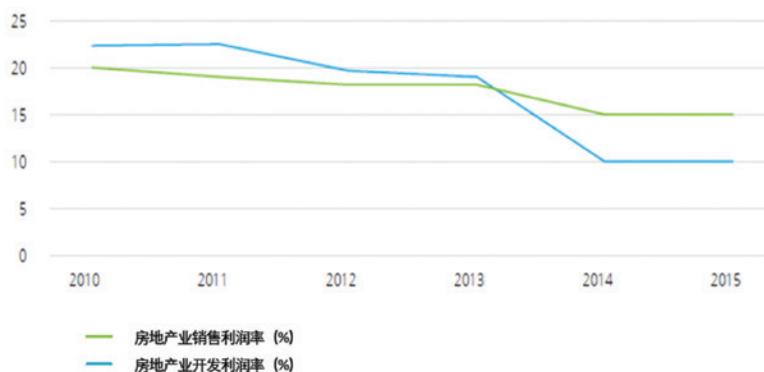
14 India Brand Equity Foundation, "Indian Real Estate Industry," IBEF, November 01, 2017, accessed April 30, 2019, <https://www.ibef.org/industry/real-estate-india.aspx>.

15 "Statistical Data." National Bureau of Statistics of China. Accessed April 07, 2019. <http://www.stats.gov.cn/english/>.

16 Dalian Wanda Commercial Management Group Co., LTD. "Lecture on 'Asset-Light' by Wang Jianlin at Shenzhen Stock Exchange." June 02, 2015. Accessed April 07, 2019. http://www.wandaplazas.com/en/2015/lastest_0602/816.html.

17 李勇编, 《中国房地产行业投资促进报告》, 德勤中国, 2018年4月. 网址: <file:///Users/aaronyu/Downloads/deloitte-cn-re-china-re-industry-investment-promotion-report-zh-180511.pdf>. 2019年4月29日浏览。

图表4 房地产行业利润率情况



来源：德勤¹⁸

中国房地产市场历史上新房的开发和销售一直更受青睐。然而，新建房屋将不再是常态。二手房交易预计将超过新建房，这也提高了对高质量物业管理服务的需求。那些提供住宅服务、地产中介和物业管理的房产服务运营商预计将从中获益。因此也难怪中国一些最大的开发商正希望能打入这些细分市场。在转型过程中，这些企业也以另一种方式收益：通过出售重资产来改善其资产负债表。

万达的轻资产战略

自从万达正式宣布采用轻资产的商业模式，公司已进入全面过渡阶段。万达的目标是通过利用其品牌价值和提供高质量的房地产服务来获得更大的竞争优势，并保持盈利以适应变幻莫测的宏观经济，政治和房地产行业环境。另一个市场领导者绿城中国控股也正在利用其品牌名称和专业管理知识提供第三方建设和项目管理服务，以赚取开发费用。

随着万达走向更多元化的业务战略，它也将

对中国的房地产行业产生影响。从20世纪90年代持续21世纪初的房地产“黄金时代”受益于中国城市人口的快速增长和经济改革的转向。而今天，一个新的“白银时代”也已经从竞争压力和成熟的市场条件中脱壳而出了。

竞争格局

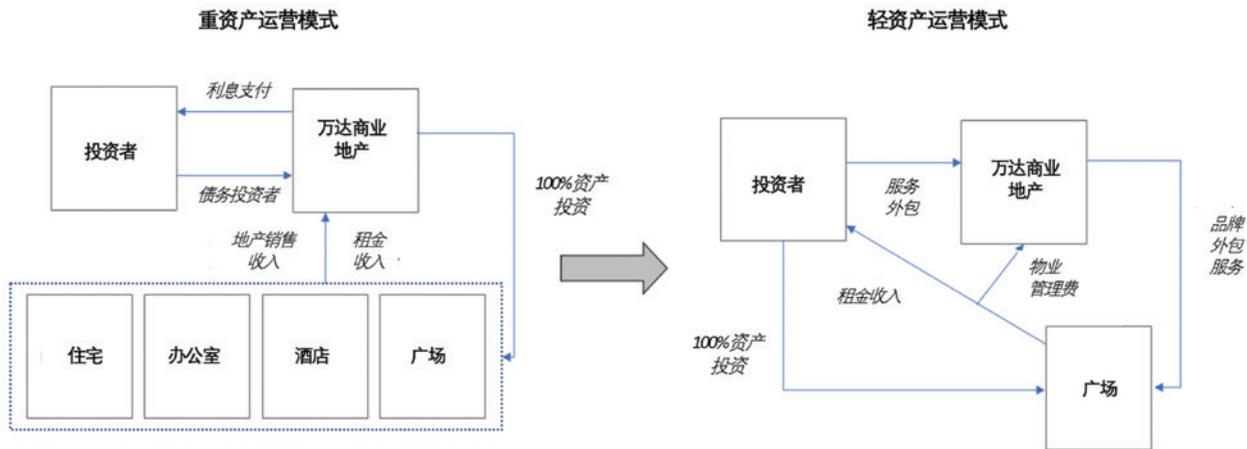
由于房价上涨、信贷紧缩和整体政策环境，中国城市的住房需求持续萎缩。例如，2018年10月全国商品房销售面积下降了27%，而这通常是住宅地产销售的旺季。¹⁹中国不断变化的商业环境也促使房地产公司通过对上游和下游产业的投资来适应新情况。这一行业普遍商业模式的转变是如此迅猛，以至于不少房地产公司改变名称以更好地代表其多元化的投资组合。例如，2015年，方兴地产（中国）有限公司更名为中国金茂控股集团有限公司。2016年，雅居乐地产控股有限公司更名为雅居乐集团控股有限公司。

万达的资产轻型战略是其广泛市场转型的一部分，但房地产仍然是其支柱业务。万达正在利用其商业地产开发和运营的经验，资源整合能力以及品牌资产来吸引第三方投资者参与开发项目。这也意味着未来的万达将不再追求拥有万达广场，而将承诺为购物中心项目的投资者打造“万达体验”。该公司现在为投资者提供全方位的服务，包括土地收购、规划、设计、开发、投资、运营以及寻找租户，以换取利润共享。

18 李勇编，《中国房地产行业投资促进报告》，德勤中国，2018年4月。网址：<file:///Users/aaronyu/Downloads/deloitte-cn-re-china-re-industry-investment-promotion-report-zh-180511.pdf>。2019年4月29日浏览。

19 Jim, Clare. "China Property Market Feels Fresh Chill, 'winter' Is Coming." Reuters. October 14, 2018. Accessed April 07, 2019. <https://www.reuters.com/article/us-china-property/china-property-market-feels-fresh-chill-winter-is-coming-idUSKCN1M00YZ>.

图表5：从重资产到轻资产的商业模式



从重资产到轻资产：一种新的资产服务费收入模式

万达的轻资产模式意味着从赚取资产升值收益到赚取服务收益的转变。这使得万达能够从土地收购，开发和建设等环节中释放现金流，从而降低开发商普遍存在的高资产负债率的风险。在以往的重资产模式下，万达依靠房屋销售和大量借贷来为房地产开发融资。公司拥有并管理所有房地产开发项目，如万达广场，并获得该资产带来的所有收益。

随着轻资产模式的实施，万达未来的房地产开发将向外部投资者融资。万达将负责选址，项目设计和施工，寻找租户和物业管理，同时也将利用其品牌知名度。（图表5显示了从重资产到轻资产模式的转变）。实际上，万达也为其曾经拥有的文化旅游项目提供类似的服务。（许多此类项目已被出售给融创集团。）

万达董事长王健林在其2015年的演讲中提到：“2017年以后，万达将保持每年至少

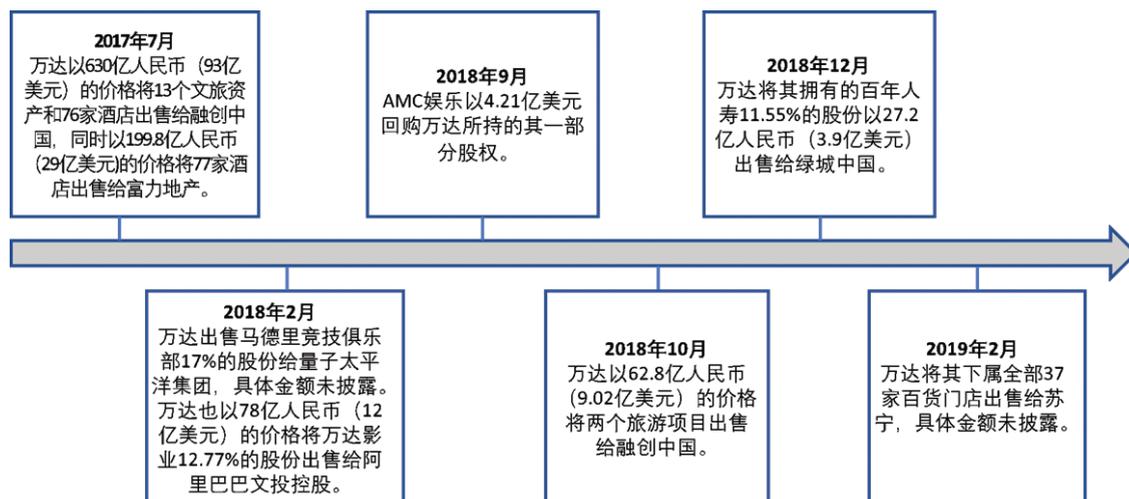
开业50个万达广场的速度，其中40个以上是轻资产。万达现在有9000多万平方米的土地储备，其中2000多万平米规划为万达广场等持有物业，还有7000万平方米销售物业。我们计划5年内把这7000万平米销售物业消化掉，换句话说，万达广场今后将没有重资产项目了。这意味着万达商业地产将从一家房地产开发商转型为一家商业投资服务企业，类似于酒店管理公司，完全轻资产化运营。”²⁰

轻资产管理模式的成功主要取决于通过运营带来的高附加值。例如，万达计划提供最先进的技术以提高运营效率。万达还计划收购其他公司的股权，以扩大其作为运营专家的品牌认知度。例如，万达最近成为上海静安大融城的运营商，此外也持有该项目的一部分股权。静安大融城是上海最大的购物中心之一，吸纳了300多个品牌。在2018年6月开业后的三天内，客流量超过90万。²¹ 万达作为静安大融城的品牌运营商将负责管理，以确保所收购资产的持续增长和价值创造。

20 Dalian Wanda Commercial Management Group Co., LTD. "Lecture on 'Asset-Light' by Wang Jianlin at Shenzhen Stock Exchange." June 02, 2015. Accessed April 07, 2019. http://www.wandaplazas.com/en/2015/lastest_0602/816.html.

21 “静安大融城开业“火爆”北上海三天客流近90万”，界面网，2017年7月3日。网址：<https://www.jiemian.com/article/2279143.html>。2019年4月7日浏览。

图表6 万达资产出售时间表



轻资产模式背后的道理

随着一、二线城市的商业房地产趋于饱和——仅2017年就有504个新购物中心开业——开发商越来越多地将三、四线城市视为最具增长潜力的地区。²² 它们发现中国不断增长的中产阶级的消费需求还未得到满足。到2020年，中国的中产阶级预计将达到总人口的30%，而该群体的消费预计将占总消费的57%。²³ 尽管中国三、四线城市的人口占总人口的近53%，但位于这些城市的购物中心的数量仅占全国购物中心总数的16.5%。

与此同时，传统的零售店和实体店必须应对来自电子商务的激烈竞争，这些电商由庞大的快递网络提供支持。这意味着此类实体店，特别是购物中心，不得不专注于提供优质的娱乐体验以吸引消费者。从这一角度看，万达广场尤其适合这种转型，

因为广场内设有大型影院与顶级餐厅，这就意味着消费者光顾万达广场不仅仅是为了购物。万达在“体验消费”方面的专业知识备受其他开发商青睐，这使得它能够以新的方式在零售，酒店和文化场所赚取其品牌资产所带来的利润。

在转型过程中，万达也借鉴了房地产领域其他成功的轻资产运营商的经验，包括西蒙集团和嘉德置地。西蒙集团专注于项目到期后的资金快速回笼，以及在公开市场上包装、分销和销售房地产信托投资基金(REITs)产品。预计在未来几年REITs产品将在中国继续扩张，届时万达也将处于能够从新出台的政策中收益的有利地位。

轻资产战略的实施

2017年，在49家新开业的万达广场中，有24个项目采用了轻资产模式，占项目总数

22 "Dalian Wanda to Open Nearly 900 Malls by 2025, Focus on Lower-tier..." Reuters. April 20, 2015. Accessed April 07, 2019. <https://www.reuters.com/article/dalian-wanda/dalian-wanda-to-open-nearly-900-malls-by-2025-focus-on-lower-tier-cities-idUSL4N0XH2MM20150420>.

23 Barton, Dominic, Yougang Chen, and Amy Jin. "Mapping China's Middle Class." McKinsey & Company. June 2013. Accessed April 07, 2019. <https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/mapping-chinas-middle-class>.

的近50%。²⁴ 图表6总结了万达自实施轻资产模式转型以来的资产出售情况。

另外值得一提的是万达在出售其商业地产公司的一部分股权后，与腾讯控股和京东集团建立了合作伙伴关系。这几家公司合作的目标是打造“智能化”的购物体验以及线上线下一体化的消费模式。万达已经开发了其专有的基于信息技术的物业管理系统：“慧云”管理系统于2014年推出，并将在提高经营利润率的同时进一步帮助万达改善其物业管理服务。

展望未来

在未来的5到7年中，万达计划通过资产出售或将资产打包为REITS来转让旗下广场。²⁵与此同时，该公司将专注于强化其轻资产模式的金融基础。到2025年，万达将负责运营管理1000个新开业的“万达广场”，然而这并非传统意义上的“拥有”资产。

这些企业层面的变化是中国房地产行业正在进行的更广泛转型的一部分，而该行业曾经能够轻松获得信贷的时代已经结束。在可预见的未来，中国房地产行业将整合和转变业务运营模式。万达是率先开始这种商业模式转变的企业之一，而其他企业也紧随其后。未来的成功将更多地取决于品牌资产，建立正确的合作关系的能力，以及对于过度发展的防范。到目前为止，万达似乎正走在正确的道路上。

由于万达采用轻资产策略并引入新的战略投资者，其资产负债率从71%下降至63%

左右。也有人推测，万达的转型是为其在中国上市做准备，因为万达转变为技术和服务型企业将获得更高的估值，并将由于债务率下降而少受一些审查。

虽然万达的轻资产战略显示了不少积极效应，但万达也必须谨慎行事。首先，万达将不再能够通过拥有房地产资产来享受资本增值。它的主要收入来源现在高度依赖其品牌价值，而这需要多年的妥善经营才能产生红利。其次，随着引入越来越多的投资者，万达可能更难实施其商业策略。此外，万达可能在对投资者承诺回报的情况下面临或有负债风险。特别是随着向三、四线城市的扩张，万达的服务费和租金回报可能低于预期，这将要求万达承担表现不佳的项目带来的全部损失。最后，作为运营商，万达需要出色的运营效率，这也意味着完美的人才招聘和管理。

²⁴ Dalian Wanda Commercial Management Group Co., LTD. "Lecture on 'Asset-Light' by Wang Jianlin at Shenzhen Stock Exchange." June 02, 2015. Accessed April 07, 2019. http://www.wandaplazas.com/en/2015/lastest_0602/816.html.

²⁵ 同上