

万达债务压力显露 商管公司赴港 IPO 等待 “大路条”

轻资产板块万达商管能否完成港股 IPO，或成为决定万达命运的“救命稻草”。

虽“晚来一步”但万达似乎也步上了过去两年许多房企的后尘。

2017 年，万达因过度海外收购等问题被批评，外部融资陷入阶段性僵局。万达实控人王健林火速决策，向融创中国、富力地产(02777.HK)先后出售了 638 亿元的文旅和酒店重资产包，清理海外项目，化险为夷。由于资产整体提前由“重”转“轻”，前两年的民营房企纷纷流动性危机时，万达得以“躲过一劫”，在融创、富力先后于 2022 年出险时，万达“断臂求生”之举，被市场叹为“因祸得福”。

但好景不长。万达集团旗下境外公司万达地产环球有限公司于 2023 年 1 月和 2 月所发行的两只美元债，价格遭遇重创，5 月 19 日已跌至 40 美元以下，相应也带动其他中资地产高收益美元债价格下挫。这两笔美元债由万达商管板块主体——大连万达商业管理集团股份有限公司(下称“万达商业”)提供维好协议，发行时人气爆棚，超额认购都在 3 倍左右，其中 1 月 20 日发行的 4 亿美元债，也是 2022

年5月以来首笔未使用备证增信发行的地产美元债，一度被视为这轮地产美元债新发“破冰”。

“回头看，当时期望多高，现在就有多失望。”一位香港中资券商投行人士表示。上述两笔美元债之所以在短期内价格大跌，源于万达自4月中旬以来不断爆出坏消息：先是市场流传万达计划为地产板块信托贷款寻求展期；之后是万达集团13亿美元离岸银团贷款被确定延期至11月底；不到一周，又传来万达打算延长商管板块信托贷款消息。

4月21日，王健林在万达集团总部召开高管会议，旗下各区域公司负责人均到现场参会。在此次会议上，王健林坦言，万达商管板块内部资金很紧张。他明确表示，商管板块旗下部分商业项目申请的银行中长期贷款，此前每年按比例偿还部分本金。2023年，万达将暂停偿还该部分贷款。

多位消息人士表示，万达近期也正在就集团和地产板块的贷款向各家银行争取展期，“都知道他们现在也成困难户了，虽然好资产还有，但想这个节骨眼新增贷款很难了。”一位银行人士表示，万达债务症结在于其核心的轻资产商业管理平台——珠海万达商业管理集团股份有限公司（下称“万达商管”）IPO多年一直不得法，至今未获证监会“大路边”放行。

4月25日，万达商管招股书超过半年有效期，第三次“失效”。一位接近万达高层的人士称，万达商管第三次招股书仍未通过的原因之一是其此前披露的2022年“商铺出租率98.7%，租金收缴率100%”，市场的质疑引发了监管关注，监管要求万达商管——梳理旗下项目，重新提供数据。除此之外，商管板块是否向地产板块输血，也被认为是万达商管谋求IPO中绕不开的问题。

证监会官网披露的《境内企业境外发行证券和上市备案情况表》显示，万达商管境外上市备案状态在4月20日公示为“已接收”，至目前，超过了规定办结备案的20个工作日，期间也无补充材料的公示。“此类情况为证监会仍在考虑是否放行，或许还需征求更高部门意见。”知情人士表示，“对于敏感行业、敏感企业，无论境内外上市，反复斟酌是必须的，政策、人事变动等时间窗口也很关键。”

根据此前招股说明书，若万达商管年底前无法上市，可能会触发万达集团更多债务违约，上市对赌失败还将面临一笔沉重的负债，即需向太盟投资集团(PAG)为首的一众Pre-IPO投资者支付超过本息合计约440亿元回购款。一位万达商管的Pre-IPO投资机构人士表示：“如果万达商管(IPO)不能过，又没钱回购，那就对赌违约了，只能该怎样就怎样。”

不过，在其看来，万达商管年内仍有拿到“大头条”的希望。时间紧

迫，监管乃至决策当局的态度显得尤为关键。

I. “大路边”之难

根据《证券法》规定，境内企业直接或间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易，应当符合国务院的有关规定。

2021年8月20日，万达商管就向证监会提交了《境外首次公开发行股份(包括普通股、优先股等各类股票及股票的派生形式)审批》材料，经过补正材料后，证监会国际部于当年10月11日受理了申请。证监会作出受理申请的决定，在业内俗称“小路边”。获得“小路边”，方可向香港联交所提交上市申请文件。

此后，如发行人符合发行股的有关要求，且其对于证监会书面反馈意见的答复符合相关政策证监会将出具核准发行H股的批复——业内俗称“大路边”。发行人在取得“大路边”后，即可获得香港联交所上市委员会的聆讯；通过聆讯后，安排挂牌上市并发行H股股票。港股IPO进程中招股书有效期半年，到期失效，需重新递表。

万达商管前身为万达商业地产股份有限公司(下称“万达商业地产”)，2014年12月曾在港交所挂牌上市，是当年港交所最大IPO，但此后股价长期低迷，最低跌至31.1港元/股，仅5倍PE，故挂牌

不到两年于 2016 年 9 月宣布退市。“不能对不起我的朋友和股东，所以我们一定要私有化。”王健林当时表示。

香港退市显然是为了回归 A 股这个估值高地。2015 年 9 月，万达商业地产向中国证监会递交了 A 股 IPO 的招股书。在当时房地产调控收紧的大环境下，房地产属性尚浓的万达开始转型，调整业务架构，试图以轻资产模式谋求上市。2017 年甩卖资产后，王健林于次年初宣布将地产板块一拆为二，轻资产、主做物业持有和运营管理的商管平台与重资产、继续做地产开发销售的地产平台，对应现在的万达商业管理集团(下称万达商业)和万达地产集团有限公司(下称“万达地产”)。

此后，万达商业又打出“全面轻资产”的口号，并剥离地产业务，不过回 A 上市仍旧多年无果。2021 年 3 月，万达宣布撤回 A 股 IPO 请，并把重资产留在万达商业集团内，重组成立轻资产的珠海万达商管，再度赴港上市。

“万达上市太过波折，来回折返，万达商管本来 2021 年拿到‘小路条’之后拉了一波信心，没想到拖又是一年半。”一位受访的美元债投资人士表示，万达商管去年 10 月第三次递交招股书前后，就曾对外传递出上市可期的信心，但 2023 年 2 月境外上市新规修订，又称需根据新规重新备案，尚需半年左右时间。

境外上市新规，指的是证监会于2月17日发布的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》，该《办法》对境内企业直接和间接境外上市活动统一实施备案管理，明确境内企业直接和间接境外发行上市证券的适用情形，于3月31日起正式实施。至今已有34家境外上市企业提交备案材料。

证监会官网披露的《境内企业境外发行证券和上市备案情况表》显示，万达商管港交所直接上市备案状态在4月20日显示为“已接收”。

根据《管理试行办法》第19条规定，备案材料完备、符合规定的，证监会自收到备案材料之日起20个工作日内办结备案，并通过网站公示备案信息。备案材料不完备或者不符合规定的，证监会将在收到备案材料后5个工作日内告知发行人需要补充的材料。不过，如果发行人可能存在该办法第8条规定的一定情形的，证监会可征求国务院有关主管部门意见，补充材料和征求意见的时间均不计算在备案时限内。

接近监管的知情人士表示，万达商管港股IPO涉及对于房地产企业的整体政策，与当前整体经济形势密切相关，不管是A股还是境外融资，都不是证监会一个部门能说了算的。

与此同时，当前正在密集进行的金融监管机构及人员的调整对各项政策也有影响。“到底谁来签字是个重要问题，领导们心里也打鼓。”知情人士表示，“拖一段时间也正常。”

II. 造假与输血质疑

万达商管是万达商业集团的核心子公司，主要业务是为商业广场提供商业管理服务、物业管理服务和其他增值服务，王健林直接和间接持有万达商业 52.68% 股权，万达商业直接拥有万达商管已发行股份总数 69.99% 的股权，同时还通过三家子公司间接拥有 8.84% 的股权，其余 21.17% 股权由高管和外部投资人持有。

为使赴港上市的万达商管变得更“轻”，自 2021 年 3 月起，万达商业陆续将 29 家持有重资产项目附属公司的全部股权转让给母公司万达集团，并将万达商管拥有的 56 个以租赁运营模式管理的商业广场转为委托管理模式。根据万达商管第三次递交的招股书，截至 2022 年 6 月 30 日，万达商管管理 425 个商业广场，在管建筑面积为 6010 万平方米，在全球及中国皆排名第一，在国内超过第二名至第十名的总和。招股书披露，6010 万平方米在管面积中，70% 来自万达集团的委托管理，剩余来自独立第三方。

万达商管是万达商业当前主要的业绩支撑。据万达商业 4 月 30 日披

露的债券年报，2022年，万达商业实现营收493.14亿元，同比增长4.69%；利润总额为180.13亿元，同比减少3%；归母净利润123.01亿元，同比下滑7.5%，总体增收不增利。同期，万达商管总资产228.86亿元，净资产72.33亿元，主营业务收入271.2亿元，主营业务利润为129.84亿元。从利润看，万达商管贡献了万达商业逾72%的利润总额。

1月13日，万达商管第三次招股书尚在时效内，其母公司万达商业官方微信账号上发布了一份业绩快报，称万达商业集团2022年“商铺出租率98.7%，租金收缴率100%”。

这一数字引发了市场对万达商管板块的质疑。在商业地产领域里，物业的出租率、空置率是运营的重要指标，一般商业物业出租率超过90%已属优质。例如，大悦城2022年的购物中心平均出租率为90%；在多地运营万象城、万象汇等购物中心的华润置地2022年平均出租率为96.2%。即便是业内公认的商业地产运营标杆太古地产2022年平均出租率才96.9%，其旗下项目均位于核心城市的核心地段，如北京三里屯太古里、成都远洋太古里等。

反观万达商管，其运营的超400个商场中有大部分位于三四线城市，这些城市普遍商业氛围较差，商业物业出租率肉眼可见并不高，98.7%的出租率是否真实？

而“租金收缴率 100%”更加引发业内质疑。一名商业地产从业人员称,多达数百个商业物业体量中,不可能不存在商户与运营方的纠纷,租金收缴率很难达到 100%。且 2022 年时值疫情管控高峰期,商户拖欠租金或双方因免租产生纠纷更是常见。

“万达一直希望把商管公司以高估值做上市,再变现补贴万达商业持有的压力,我们去看过万达在商管板块的一些购物中心,回报率甚至都不到 3%,不够付银行利息,并没有表面上看起来那么好。”在前述中资投行人士看来,除了核心业务数据可能存在注水,万达商管板块向地产板块输血的迹象也令市场担忧。

5 月 5 日,国际评级机构穆迪先将万达商业的公司家族评级从“Ba1”下调至 Ba2”。“鉴于万达商业与母公司大连万达集团的联系增加,对母公司的治理和传染风险也有所上升,这直接反映在双方大幅增加的关联交易上。”穆迪在评级报告中表示。

穆迪指出,万达商业对其母公司集团地产开发子公司的应收账款从 2022 年 6 月底的 21 亿元,增至 2022 年底的 136 亿元,这消耗了万达商业的现金流。万达商业账面现金总额从上年同期的 342 亿元大幅下降至 217 亿元。

据万达商业财报，至 2022 年年末，万达商业合并报表内的其他应收款从上年末的 72.6 亿元增加至 248.76 亿元。万达商业的解释是，主要系因预付万达地产在建广场股权转让价款增加。在这份财报披露前，惠誉在 4 月 27 日将万达商业“BB+”长期外币发行人评级列入负面观察名单。惠誉也提及万达商业激增的其他应收款，称万达商业表示，该款项已直接付予万达广场的建筑商，这些建筑商独立于万达地产的其他住房项目供应商。当万达商业从万达地产收购商场时，该笔金额将从收购成本中抵消。

“万达集团现在最缺钱的是地产，商管账上有钱，如果 IPO 搞定，可以分红到集团。现在因为 IPO 一直没解决，只能变相输血。”北京一位私募人士认为。

III. 对赌与债务压身

为推动万达商管上市，万达集团许下了高昂的对赌代价。万达商管在 2021 年 9 月中获得 Pre-IPO 融资金额达约 380 亿元，由 PAG、碧桂园、腾讯、蚂蚁集团等投资者共同投资。据报道，PAG 领投共 28 亿美元，包括 19 亿美元的股权投资，以及 9.33 亿美元银行贷款。

首次递交招股书前夕，万达商业与一众投资人签订了对赌协议，保证万达商管 2021 至 2023 年扣非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。此外，协议还约定，如投资者持有的股份未在 2023 年 12 月 31 日前转换为 H 股，则投资者有撤资权，可要求万达商管及其全资子公司珠海万盈以年内部收益率 8% 回购全部或部分股份。据第三方评级机构“YY 评级”测算，不考虑预提所得税和股息，万达的潜在回购支出规模高达 440 亿元。

巨额赎回压力已在万达商业表内显现。万达商业披露，2022 年末合并报表范围内公司有息债务余额分别为 1359.47 亿元，相比年初的 1416.94 元，略有 4.06 个百分点的下降。负债表中，一年内到期的非流动性负债从 170.17 亿元增加至 687.68 亿元，翻了三倍；短期借款则从 4.81 亿元增加至 50.46 亿元，增幅 948.74%。万达商业表示，前者主要系万达商业投资人本息重分类导致，后者则是流动资金借款增加。

万达商管 IPO 若失利，还可能引发万达体系内更多负债违约。穆迪认为，万达集团解决债务偿还能力方面遭遇任何困难，都可能对万达商管的流动性和融资渠道产生不利影响。此前 4 月，因万达商管在 2023 年 5 月未完成上市，万达集团 3 笔银团贷款就触发违约，后经贷款人同意，延期至 11 月底。

2023 年，万达商业有约逾 160 亿元银行贷款到期。据该公司此前的

募集说明书，至 2022 年 3 月末，万达商业 5 亿以上的长期借款均为抵押贷款约有 381.85 亿元，主要来自于民生(76.28 亿元)、浦发(34.42 亿元)、平安(31.74 亿元)、广发(16.85 亿元)、中行(15.45 亿元)、招行(13.5 亿元)、中信(12.3 亿元)及工行(11.16 亿元)等。

“万达商管板块以有抵押的经营性物业贷为主，是银行喜欢的，有抵押物，但万达做的比较早抵押率低，随着资产估值上涨，应该可以增加贷款量，即使不增加也比较容易续贷。” 前述私募人士认为。

一名头部房企商业地产负责人解释称，今年，银行端能给房企商业项目的经营性物业贷，利率通常在 4%以下，期限普遍长达 10 至 15 年。房企向银行申请经营贷，需以旗下商业项目作为抵押物，抵押率一般要到 60%以上。一名熟悉商业地产的从业者表示，此前，房企尚未投入使用的商办物业就可以从银行申请到经营性物业贷，但近两年不行了，经营贷要求贷款用途必须与物业经营直接相关，银行在审贷方面趋于严格，也即只有当旗下商场竣工备案且开业运营时，房企才能申请到经营贷。

有知情人士表示，商管板块旗下部分商业项目申请的银行中长期贷款，原本每年需要按比例偿还部分本金，在 4 月 21 日的万达集团高层会议中，王健林做出决策，暂停偿还该部分贷款万达希望将所有可动用的经营资金用来力保今年到期的公开债务。” 该知情人士表示。

据统计, 万达商业目前表内存续债券余额逾 262 亿元(包括境外债 17 亿美元), 接下来年内到期及行权的规模总计余额约 132 亿元。其中, 6 月和 7 月两个月间需要偿还 3 笔境内信用债和 1 笔美元债, 规模约 69 亿元。

为化解短期债务压力, 万达商业去年底申请发行 60 亿小公募债, 期限不超过 5 年, 拟用于偿付到期公司债券。但目前看, 能否赶上救火不确定性较大。3 月 21 日, 证监会下发问询函, 向万达商业提出两大问题: 一是万达商管上市进展情况要求评估上市对赌失败对短期偿债能力的影响; 二是指出万达商业近三年及一期, 发行人筹资活动产生的现金流量净额分别为-245 亿元、-320 亿元、-113 亿元和-182 亿元, 要求补充说明筹资活动现金流量净额持续大额为负的原因及合理性, 并评估对拟发行债券未来偿付的影响。证监会要求万达在 3 个月内进行回复, 不能按期回复, 证监会将终止这笔债券的发行。

若万达商管年底前无法上市, 加上年内到期的贷款及债券, 万达商业如何偿债? 前述接近万达的人士称, 万达不排除再出让部分商管公司股权寻找新投资人入场缓解资金压力。

惠誉认为, 截至 2022 年 9 月末, 万达商管持有可用现金 330 亿元, 还持有理财产品约 165 亿元——这些理财产品多由商业银行发行且

距到期日不足一年，此外其还持有 200 亿至 300 亿元的短期交易性金融投资。不过，就年报看，这些偿债资源已有所缩水。万达商业披露，至 2022 年底，其账面货币资金 217.11 亿元，相比期初减少一半，其中非受限的货币资金为 196.31 亿元；交易性金融资产 284.8 亿元，比年初增加 95 亿元，主要系理财产品投资增加。

“对于万达商管，上市是一个信心问题，即使不能跟上对赌，投资者也还可以谈。最怕是外部信心被破坏，金融机构抽贷、断贷，那万达的处境就与其他出险房企无异了。”前述中资投行人士如是称。