

轻资产运营稳步推进 物业处置贡献业绩

——华联股份（000882）2016 半年度财报点评

2016 年 08 月 17 日

推荐/首次

华联股份

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
史琨	联系人	
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063

事件:

华斯股份 2016 年 1-6 月实现营业收入 5.25 亿元, 同比下降 17.49%; 归属上市公司股东净利润 4602.94 万元, 同比上涨 28.96%, 扣非后净利润-1.18 亿元, 略高于上年同期的-1.09 亿元。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入(百万元)	484.26	377.72	259.12	363.18	191.73	272.03	253.43
增长率(%)	65.08%	18.61%	-16.99%	-5.63%	-60.41%	-27.98%	-2.19%
毛利率(%)	54.11%	50.20%	21.74%	43.96%	-16.86%	38.50%	22.22%
期间费用率(%)	39.38%	43.44%	71.80%	44.35%	122.96%	74.48%	59.09%
营业利润率(%)	6.76%	4.35%	8.03%	114.07%	47.69%	3.20%	19.39%
净利润(百万元)	19.05	10.08	15.74	188.89	-20.27	8.51	26.74
增长率(%)	07.62%	00.25%	-41.86%	1959.68%	-206.42%	-15.59%	69.94%
每股盈利(季度, 元)	0.01	0.01	0.01	0.09	-0.01	0.01	0.01
资产负债率(%)	49.46%	49.08%	52.19%	45.81%	51.05%	45.92%	43.84%
净资产收益率(%)	0.28%	0.15%	0.24%	2.69%	-0.30%	0.13%	0.41%
总资产收益率(%)	0.14%	0.08%	0.11%	1.46%	-0.15%	0.07%	0.23%

观点:

- **归属净利润同增28.96%，物业处置贡献业绩。**2016上半年，公司实现营业收入52546.19万元，同比下降17.49%，主要由于出售子公司海融兴达、龙天陆各51%的股权；归属净利润为4602.94万元，同比增长28.96%，主要是出售股权产生的投资收益对业绩贡献较大；但期间费用率同比上升12.07个百分点至67.05%，销售毛利率也同比下降7.97个百分点至30.65%。其中，2016年二季度的营业收入为2.53亿元，同比下降2.19%，降幅大幅收窄；归属净利润2674.37万元，同比增长69.94%，相比一季度扭亏。
- **社区购物中心运营稳健推进、促进业态升级。**社区购物中心专注于重以休闲、娱乐、文化业态服务，半径3公里以内为的消费人群为主，门店多以快消类品牌为主。截止2016年上半年，公司旗下经营的已开业购物中心数量从2008年的2家增至近40家，分布于北京、成都、合肥、南京、大连等地区，通过购买、租赁、受托管理等方式获得购物中心物业资源。公司积极推进发行股份购买资产并募集配套资金事项，

拟收购位于山西和青岛的在建购物中心资产，进一步提升公司的市场份额。

- **轻资产运营模式与股权投资并驾齐驱。**2015年11月，公司作为发起人的BHG Reit在新加坡证券市场成功上市发行。2016年上半年，公司出售龙天陆投资、兴联顺达和海融兴达各51%股权，继续积极推进轻资产运营战略，对证券化资产提供管理服务输出的方式提高运营效率。公司拟以3.43元/股作价8.6亿元引入中信产业基金，完成后其将成为公司第二大股东（持股18.4%），此前已投饿了么、唱吧等项目，对外投资深圳池杉、隆邸天佟、上海镭寓。公司REITs物业资产变现将有效对接股权投资，一方面通过受托管理REITs物业资产变现物业增值收益，并收取物业管理费，实现轻资产运营；另一方面依托于中信产业基金的资源优势，借助优质股权投资项目获得投资收益，整合优质物业资源实现业务协同。

结论：

社区购物中心顺应零售业态的发展趋势，公司所为A股唯一的社区购物中心运营商，将会持续享受业态升级红利。公司发展战略清晰，随着轻资产运营战略的持续推进和引入中信产业基金，公司业绩扭亏可期。预计公司2016-2018年的EPS分别为0.16元、0.22元和0.25元，对应PE分别为25.5、18.8、16.1倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：

宏观经济低迷、股权投资不及预期、定增未过会等

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2318	3855	3567	3700	3911	营业收入	1500	1192	1097	1145	1205
货币资金	1718	3598	3313	3457	3637	营业成本	706	818	752	781	818
应收账款	47	41	36	39	40	营业税金及附加	135	114	102	106	112
其他应收款	22	48	44	46	49	营业费用	287	313	249	261	275
预付款项	229	163	174	158	185	管理费用	73	145	99	103	108
存货	0	0	0	0	0	财务费用	287	289	187	195	205
其他流动资产	300	4	0	0	0	资产减值损失	-4.74	45.54	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	10949	9752	9717	9720	9687	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	589	628	785	923	1000	投资净收益	70.21	1075.8	650.00	800.00	900.00
固定资产	152.96	65.89	133.73	153.42	150.33	营业利润	87	543	360	499	587
无形资产	794	448	403	358	313	营业外收入	11.40	8.73	10.24	10.00	10.00
其他非流动资产	63	263	0	0	0	营业外支出	9.16	338.55	10.00	10.00	10.00
资产总计	13266	13607	13284	13420	13598	利润总额	89	213	360	499	587
流动负债合计	4746	1709	1557	1588	1624	所得税	24	19	32	44	51
短期借款	640	490	490	490	490	净利润	65	194	328	455	536
应付账款	478	368	333	346	363	少数股东损益	-9	-26	-26	-26	-26
预收款项	52	53	107	135	153	归属母公司净利润	74	221	355	482	562
一年内到期的非流	2333	180	0	0	0	EBITDA	1346	1486	609	762	861
非流动负债合计	1817	5236	4832	4602	4347	EPS (元)	0.03	0.10	0.16	0.22	0.25
长期借款	1550	2513	2487	2668	2407	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	6563	6946	6389	6190	5971	成长能力					
少数股东权益	751	545	518	492	465	营业收入增长	37.09%	-20.54%	-7.93%	4.35%	5.21%
实收资本(或股本)	2226	2226	2226	2226	2226	营业利润增长	36.54%	524.54%	-33.77%	38.82%	17.61%
资本公积	3463	3463	3463	3463	3463	归属于母公司净利润	60.60%	35.84%	60.60%	35.84%	16.65%
未分配利润	161	281	236	249	220	获利能力					
归属母公司股东权	5952	6116	6377	6738	7162	毛利率(%)	52.92%	31.32%	31.50%	31.80%	32.10%
负债和所有者权益	13266	13607	13284	13420	13598	净利率(%)	4.36%	16.32%	29.92%	39.78%	44.47%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.06%	0.56%	1.62%	2.67%	3.59%
						ROE(%)	1.25%	3.61%	5.56%	7.15%	7.85%
经营活动现金流	561	110	-116	-5	-29	偿债能力					
净利润	65	194	328	455	536	资产负债率(%)	49%	51%	48%	46%	44%
折旧摊销	971.58	653.80	0.00	68.07	69.36	流动比率	0.49	2.25	2.29	2.33	2.41
财务费用	287	289	187	195	205	速动比率	0.49	2.25	2.29	2.33	2.41
应收账款减少	0	0	5	-2	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	54	29	18	总资产周转率	0.11	0.09	0.08	0.09	0.09
投资活动现金流	-1903	1062	721	680	814	应收账款周转率	15	27	28	31	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.59	2.82	3.13	3.37	3.40
长期股权投资减少	0	0	-157	-138	-77	每股指标(元)					
投资收益	70	1076	650	800	900	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.10	0.16	0.22	0.25
筹资活动现金流	-110	702	-890	-532	-605	每股净现金流(最新摊薄)	-0.65	0.84	-0.13	0.06	0.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.67	2.75	2.86	3.03	3.22
长期借款增加	0	0	-26	181	-261	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	121.86	41.03	25.54	18.80	16.12
资本公积增加	-25	0	0	0	0	P/B	1.52	1.48	1.42	1.34	1.27
现金净增加额	-1452	1875	-285	144	180	EV/EBITDA	8.82	5.82	14.32	11.50	9.66

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究，获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。