

华联股份 (000882.SZ)

定增终完成，期待后续主业改善及转型推进

● 成熟项目转让致营收下滑，扣非利润持续减亏

华联股份发布年报及一季报，2016 全年营收 10.2 亿，同比下滑 14.7%；归属净利润 1.16 亿，同比下滑 47.5%；扣非后净亏损 2.26，同比减亏 1.7 亿。主业营收下滑主要由于过去两年先后转让 8 个成熟项目（盘活资产并确认投资收益，后续以管理费形式获得收入），归属净利润下滑主要由于主业物业运营板块尚未完全扭亏，同时物业转让收益同比有所减少。1Q2017 营收 2.28 亿，同比下滑 16%；归属净利润 1019 万，同比下滑 45%；扣非扣亏损 4156 万，同比减亏约 3107 万。

季度来看，1Q2017 营收 2.28 亿，同比下滑 16%；归属净利润 1019 万，同比下滑 45%；扣非亏损 4156 万，同比减亏约 3107 万，门店培育致购物中心运营主业亏损延续，单季度综合毛利率同比下滑 3.48pp 至 35.03%，销售+管理费用率同比上升 0.56pp 至 44.82%，财务费用率下降 7.68pp 至 22.55%。后续门店逐步培育成熟、定增资金到位减少债务融资，主业购物中心运营有望持续减亏。

● 定增已完成，期待后续变革加速推进

公司主业经营社区购物中心运营，旗下拥有超过 40 个在营社区购物中心。目前公司已确定“平台+内容”为发展思路，拟战略投资娱乐、教育、餐饮等购物中心关联业态，强化购物中心一站式社区商业中心定位。2016 年与耀莱影院合作开发运营华联院线（至 16 年底已拥有 7 家影院 42 块银幕），开拓影院运营业务。目前公司定增已正式完成，引入中信产业基金为公司第二大股东，后续有望对接产业基金优质项目。

我们预计 2017 年主业购物中心运营有望逐季减亏，全年维度主业有望达到盈亏平衡。公司目前在手现金 38 亿，对接中信产业基金后，积极寻找影院、儿童乐园、娱乐等服务业态及优质物业投资，将为公司带来新的利润增长点，后续转型步伐有望加快。考虑投资收益确认节奏，预计 2017-2019 年归属净利润分别为 1.56/3.37/4.1 亿，对应目前分别 60.7/28.1/23.1XPE，维持“买入”评级，静待后续公司内外部变革兑现。

● 风险提示：线下商业持续低迷；转型不达预期；扩张进度低于预期

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,191.75	1,017.00	913.17	959.92	1,022.51
增长率(%)	-20.54%	-14.66%	-10.21%	5.12%	6.52%
EBITDA(百万元)	114.00	4.99	123.74	375.14	549.11
净利润(百万元)	220.89	115.98	156.13	337.41	409.71
增长率(%)	197.22%	-47.50%	34.62%	116.12%	21.43%
EPS(元/股)	0.099	0.052	0.063	0.136	0.165
市盈率(P/E)	57.54	87.72	60.73	28.10	23.14
市净率(P/B)	2.09	1.68	1.34	1.28	1.21
EV/EBITDA	107.86	1,667.38	67.30	23.34	16.36

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 3.87 元

前次评级 买入

报告日期 2017-04-28

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005

021-60750633

hongtao@gf.com.cn

相关研究：

华联股份(000882.SZ)：定增顺利过会，转型迈出坚实一步 2016-12-01

华联股份(000882.SZ)：静待定增落地及后续资本运作 2016-10-27

华联股份(000882.SZ)：转型大逻辑清晰，静待定增落地推进 2016-08-12

联系人：林伟强 021-60750607

linweiqiang@gf.com.cn

图 1: 华联股份营收及增速 (百万元)

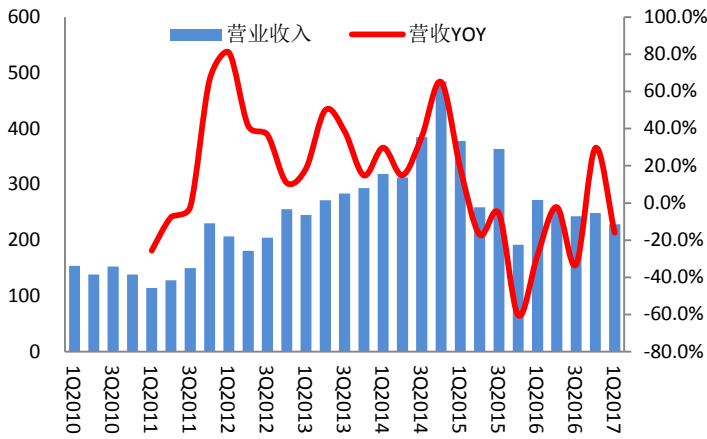
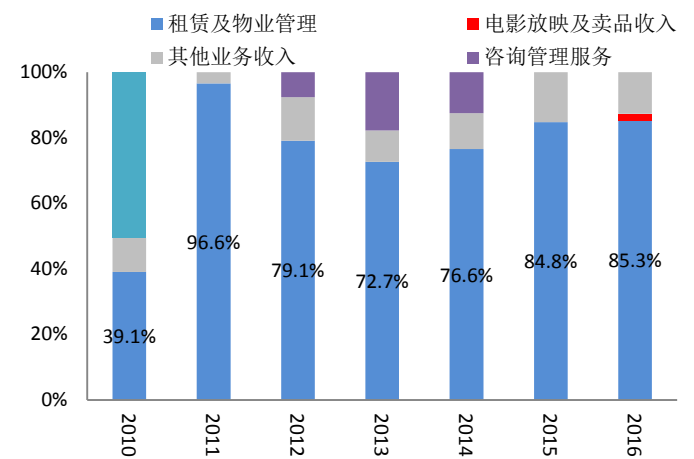


图 2: 华联股份营收构成



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 3: 华联股份毛利率及费用率

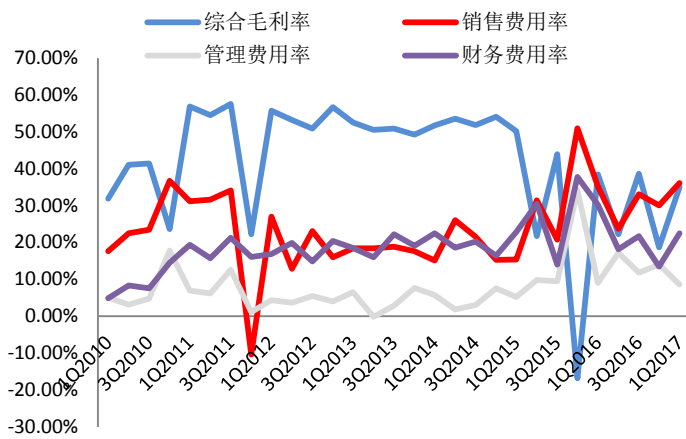
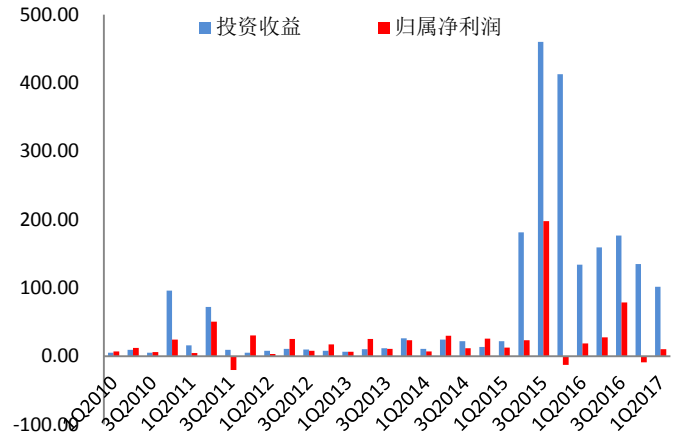


图 4: 华联股份投资收益及归属净利润 (百万)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 5: 华联股份扣非净利润及经营现金流 (百万)

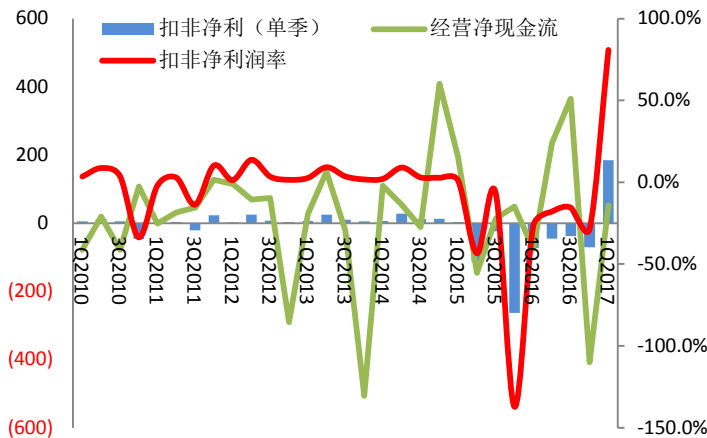
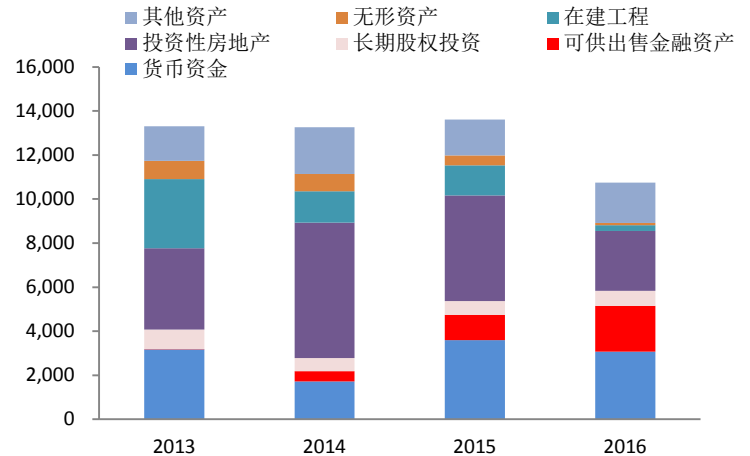


图 6: 华联股份资产构成 (百万元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3855	3352	3466	3049	2830
货币资金	3598	3076	3273	2844	2617
应收及预付	252	212	192	205	213
存货	0	1	0	0	0
其他流动资产	4	64	0	0	0
非流动资产	9752	7395	10903	11618	12286
长期股权投资	628	687	2687	3187	3687
固定资产	66	53	238	200	62
在建工程	1372	268	768	733	876
无形资产	1464	1164	1989	2226	2413
其他长期资产	6222	5224	5222	5273	5247
资产总计	13607	10748	14368	14667	15116
流动负债	1709	1010	825	782	815
短期借款	490	200	200	200	200
应付及预收	922	588	625	582	615
其他流动负债	297	223	0	0	0
非流动负债	5236	3482	5469	5469	5469
长期借款	2513	919	1919	1919	1919
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2723	2563	3550	3550	3550
负债合计	6946	4492	7245	7201	7234
股本	2226	2226	2482	2482	2482
资本公积	3463	3463	4070	4070	4070
留存收益	407	380	537	874	1284
归属母公司股东权	5952	6116	7089	7426	7836
少数股东权益	545	33	35	40	46
负债和股东权益	13607	10748	14368	14667	15116

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1192	1017	913	960	1023
营业成本	818	715	608	626	658
营业税金及附加	114	66	55	53	51
销售费用	313	311	213	96	82
管理费用	145	132	84	77	61
财务费用	289	215	148	100	103
资产减值损失	46	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1076	605	421	411	431
营业利润	543	170	226	420	498
营业外收入	9	4	6	5	6
营业外支出	339	50	50	25	20
利润总额	213	124	182	400	484
所得税	19	20	25	57	68
净利润	194	104	158	343	416
少数股东损益	-26	-12	2	5	6
归属母公司净利润	221	116	156	337	410
EBITDA	114	5	124	375	549
EPS (元)	0.10	0.05	0.06	0.14	0.17

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	110	118	75	292	532
净利润	194	104	158	343	416
折旧摊销	312	212	170	267	379
营运资金变动	72	117	9	-56	25
其它	-469	-316	-263	-262	-288
投资活动现金流	1062	-241	-2501	-592	-630
资本支出	-351	-379	-822	-504	-560
投资变动	1114	190	-1679	-89	-69
其他	300	-53	0	0	0
筹资活动现金流	701	-399	2624	-129	-129
银行借款	6240	200	1000	0	0
债券融资	-5242	-623	940	0	0
股权融资	96	0	863	0	0
其他	-393	24	-179	-129	-129
现金净增加额	1874	-523	198	-429	-227
期初现金余额	1718	3598	3076	3273	2844
期末现金余额	3592	3076	3273	2844	2617

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-20.5	-14.7	-10.2	5.1	6.5
营业利润增长	524.5	-68.6	32.7	85.6	18.8
归属母公司净利润增长	197.2	-47.5	34.6	116.1	21.4
获利能力(%)					
毛利率	31.3	29.6	33.4	34.7	35.7
净利率	16.3	10.3	17.3	35.7	40.7
ROE	3.6	1.9	2.2	4.5	5.2
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	42.4	46.9	45.6	44.4
净负债比率	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1
流动比率	2.25	3.32	4.20	3.90	3.47
速动比率	2.16	3.15	4.04	3.72	3.29
营运能力					
总资产周转率	0.09	0.08	0.07	0.07	0.07
应收账款周转率	26.93	30.97	28.81	29.85	29.32
存货周转率		1,265.6			
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.05	0.06	0.14	0.17
每股经营现金流	0.05	0.05	0.03	0.12	0.21
每股净资产	2.74	2.73	2.86	2.99	3.16
估值比率					
P/E	57.5	87.7	60.7	28.1	23.1
P/B	2.1	1.7	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	107.9	1,667.4	67.3	23.3	16.4

广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名, 新财富批零行业第四名, 水晶球最佳分析师第三名, 金牛分析师第四名; 2015年新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名。
- 叶群:** 分析师, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 林伟强:** 研究助理, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 黄靖凯:** 研究助理, 上海复旦大学经济学硕士, 2015年进入证券行业, 2017年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于中银国际证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。