

社区购物中心典范 财务杠杆成最大瓶颈

——华联股份（000882）调研快报

2012年11月14日

推荐/首次

华联股份

调研快报

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

事件:

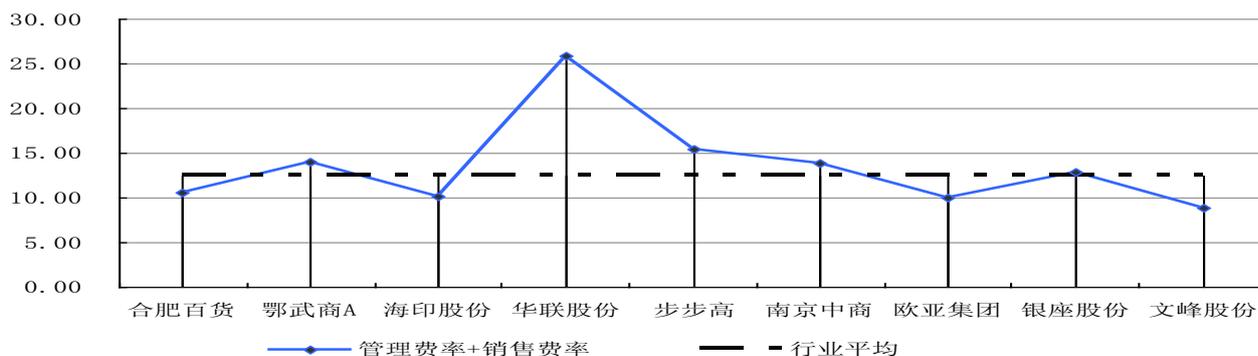
近日,我们对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 社区购物中心典范。

在欧美发达国家,社区商业早已成为零售市场的重要载体,约占社会商业支出总额的60%,人均商业面积达1.5-1.8平方米,而我国社区商业领先的北京,人均商业面积仅为0.7平方米,据预测未来10年内我国社区商业消费将占全社会商业支出总额的1/3。目前A股上市公司中,无论是天虹商场提出的社区百货业态概念、华联股份提出的社区购物中心概念还是友谊股份、首商股份运营较为成熟的郊县购物中心、百货,在我国的发展也处于初期。而就社区商业的出现形式或者业态组合而言,突出**餐饮、娱乐、幼教三大板块**将是发挥社区商业功能性平台的重要手段,超市对于整个社区商圈的带动作用也不可小视。

公司08年转型以来是唯一集购物中心、社区商业双重概念的个股。目前拥有购物中心21家,总面积81万平方米,其中自有物业占比38%。就社区商业的推动主体而言,地产商缺乏住宅和功能性配套匹配的运营实践能力,公司作为传统零售转型社区购物中心蓝海的主体,具备三大核心竞争力:首先是在开发前端与地产商的结合,公司大部分物业目前能够做到“定制化开发”,包括合理设计动线、增加可出租面积、预留重要商户铺位等方面,并与保利、中铁建等大型地产商有良好的合作关系;其次是在招商环节“集团化优势”下的高效开业,即公司整体外包的新加坡BHG百货、华联综超三层次定位超市及星美、嘉禾、海底捞、梅州、神采飞扬、costa等吃喝玩乐战略合作伙伴基本上能够保证70%的开业基本招租率;最后则是在运营**管理方面的精细化深度挖掘潜力**。公司虽然在空置率、欠租等管理细节上有月度动态监控,但反映到租金水平上仍然有较大的提升空间,目前转租给商户一平均水平为4-5元/天/平米;而较高的则在4倍左右的水平;另外从期间费率来看,前期规模摊薄效应的匮乏使得公司目前的管理、销售费率水平远高于其他转型购物中心的零售类企业,近两年的规模先发优势是奠定后续利润杠杆的基石。

图 1: 公司期间费率横向对比 (Q3)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

2. 财务压力仍成为制衡公司利润杠杆的最大瓶颈。

公司目前购物中心的平均培育期在一年左右，轻资产运营模式下的租约在 20 年左右，年度递增 1%，下游租户的租约（非主力店）1-5 年不等，无进场费。就单个项目而言，前 5 年的收入存在较大成长空间，主要来源于免租期、租金折扣、租金起点低，调整租户带来的综合性增量。目前单体盈利能力较强的主要包括回龙观（5000-6000 万收入，2000 万利润）、上地店（1 个亿收入，3000 万利润）和万柳店（1 个亿收入，2000 万利润）。北京万柳项目无疑成为目前社区购物中心的标杆，其较低的获取成本、可供出租面积（50%）以及定位上调的余地奠定了其再上台阶的巨大潜能。

图 2：华联万柳购物中心项目交通便利性格局



资料来源：东兴证券研究所

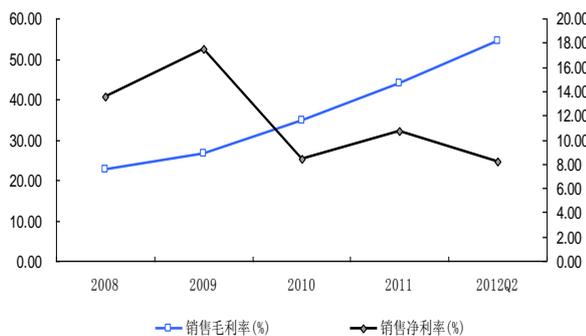
图 3：华联万柳购物中心项目定位



资料来源：东兴证券研究所

公司 08 年转型之后毛利率一直呈现跨越增长的态势，而同期的净利率水平则逐步下滑，分解来看：管理费率的整体下行趋势较为明显；销售费率的增量主要来源于新项目引致的增量人工费用，目前标准购物中心招商、市场、物业管理和行政四大职能部门的人员配置在 70 左右；而财务费率从 08 年的 2.73% 已经大幅攀升至今年年中的 18.31%，融资渠道的有限性和住宅等出售型物业资金回流的缺失使得财务费用成为制衡公司利润杠杆释放的瓶颈。公司未来的收入增幅能够维持在 50% 左右的复合水平，毛利率也将企稳至 55-60% 的区间，规模效应和财务成本成为左右公司利润释放空间的两大重要因素，其 REITS 模式的践行也依赖于此。

图 4：公司 08 年至今毛利率及净利率变化趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 5：北京自有物业购物中心利润表估算（5 万平米标准、万）

收入	8577.5
毛利率	55%
毛利额	4717.625
摊销	2800
人工费	336
水电费	450
广告费	300
税前利润	-26.125

资料来源：东兴证券研究所

3. 高速外延与北京社区深度挖掘双轨并行。

公司今年的外延速度进入阶段性低点，上半年仅开业2万平米的北京通州天时尚名苑店，下半年也仅有南京湖南路一家，但未来2-3年仍将维持每年5-6家的外延速度。因为公司不涉足购物中心开发环节，主要由联营公司鹏瑞商业管理公司承揽，该公司旗下的储备物业目前共有6家，明年将收购其中的4家，并自主开设3-4家，自有与租赁物业各占一半。

从区域分布看，北京所在的华北区域截至中报的收入占比为59%，也是未来外延深度挖掘空间最大的区域，目前北京社区商业消费约占社会消费品零售总额的一半不到，规划要达到60%左右，基于北京区域大、交通拥堵、人口密集的三大特点，预计社区购物中心还有40-50家容量，房山、密云、顺义（明年12万平米项目）均有较大的发展空间；而就其他区域的开发而言，则以综超已经具备一定规模为基础，进行购物中心适度开发，但基于这类区域社区商业尚不具备孵化基础，仍以核心、次核心地段的开发为主：合肥、青海将进一步加密；赤峰、内江等新兴地区有储备项目；广西、武汉等地也或将试水。

结论：

转型购物中心已经成为众多零售企业的共识，然而在华润、万达为代表的内资地产商和恒隆、凯德为代表的港资及外资地产商双重夹击下，凭借本土化优势的蓝海空间挖掘成为零售企业弥补自身管理、运营乃至资金短板的重要手段，而一线社区商业购物中心和三四线购物中心无疑成为我国零售行业未来两年的增量蓝海。公司具备攻守兼备的投资逻辑：未来两年的储备项目丰富、新设项目培育期年内完成；另一方面自有物业占比较高、租金为主的盈利模式铸就了双保险的安全边际。

公司08年转型以来是唯一集购物中心、社区商业双重概念的个股，随着次新物业的相继成熟，业绩向好趋势逐渐明朗。我们预计2012-2013年公司的EPS分别为0.06元和0.07元，对应PE分别为47倍和40倍。综合考虑到公司先锋性的业态模式及自有物业比例带来的安全边际，6个月目标价3.6元，距当前价格仍有26%的涨幅，首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1、项目滚动开发及培育期延长引致的财务缺口风险。
- 2、购物中心外延扩张带来的地价上涨、消费差异、选址等经营风险。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

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。