

社区购物中心先锋雏形 项目良性循环成 就业绩拐点

2013年5月12日

推荐/维持

华联股份

调研快报

——华联股份（000882）调研快报

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

事件:

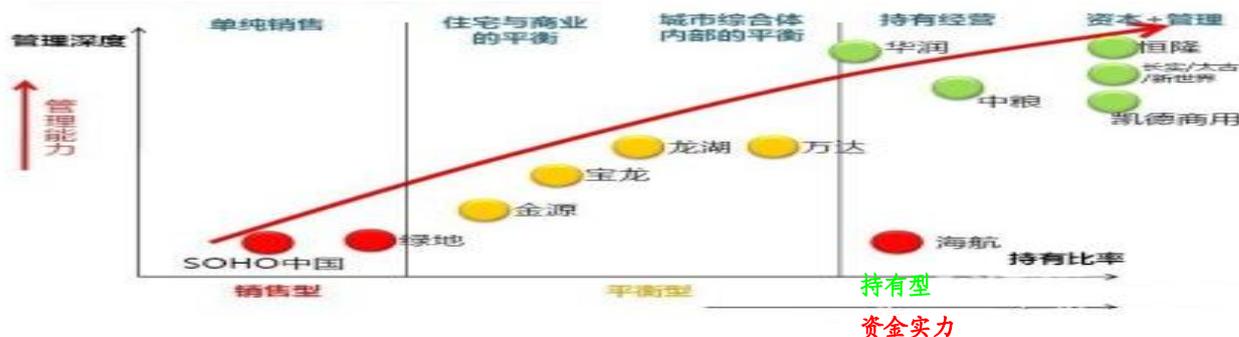
近日,我们对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 以凯德为标杆下的三步走战略。

国内目前处于商业地产第一阵营的主要包括万达、华润、中粮;外资的则包括凯德、九龙仓、恒隆,以华润和万达为代表的内资地产龙头已经对社区购物中心有所布局,通过规模化的跑马圈地迅速巩固及抢占区域市场份额成为购物中心先锋的必经成长路径。公司目前拥有购物中心 22 家,总面积 84 万平米,公开发售完成后,购物中心数量将由 22 家提升至 35 家,自有物业数量由 9 家提升至 14 家。计划五年内成为购物中心领导者,届时将拥有 200 万经营面积,全国锁定 12 个核心区域,计划每个区域的市场份额均做到 30%,其中主要优势区域北京未来计划共 40 家社区购物中心,从目前 30%的市场份额做到 40-50%,公司的战略路径可以归纳为三步走:第一步以小博大,通过 5 万平中小型社区 MALL 量能规模优势在一线红海市场与商业地产大佬形成并行寡头格局;第二步将这一战略复制到华联综超已有核心区域,利用协同效应迅速促成当地的规模经济;第三步则是通过集团品牌代理资源形成购物中心产业链条上的主导者,在确立自身购物中心先锋地位后,不断提升租金议价能力,获得上游毛利率与费率的双赢。而公司真正开始步入 5 万平标准社区 MALL 的建设是从 10 年开始,今明两年也陆续有较大项目推进,预计 14 年进入业绩的良性循环。

而凯德商业一直都是公司学习的标杆,在新加坡挂牌的 41 家房地产公司中,市值最高的是凯德集团。凯德商用首季收入 9152 万新元,中国占比 28%。凯德在中国 36 个城市目前拥有 65 家,未来 3 年内还有可能再增加 40 个项目,今年的重心不在于扩张,而是把即将开业及已开业的购物中心经营好。除了管理优势之外,Reits 房地产信托基金+PE 私募股权投资基金引致的低资金成本是公司与其的主要差距(融资成本不超过 2%);而公司的优势是低租金成本,租金成本一般都不超过 2 万。华联一方面通过引入西蒙管理人才进行管理精细化和组织层级化的梳理;另一方面也通过引入保险等多元化机构缓解良性循环前期杠杆压力。

图 1: 我国商业地产阵营分布及各自优势分布



数据来源: 东兴证券研究所

表 1：凯德商用和华联股份财务指标及估值对比（2012）

	毛利率	资产负债率	ROE	收入、亿元	PE	PB	PS	总市值
凯德商业	61.13%	32.15%	8.59%	18.27	17.13	1.44	25.73	470.13
华联股份	54.35%	52.75%	1.82%	8.48	38	1.07	3.52	31.19

资料来源：WIND,东兴证券（注：凯德商用 PB 为重估物业价值）

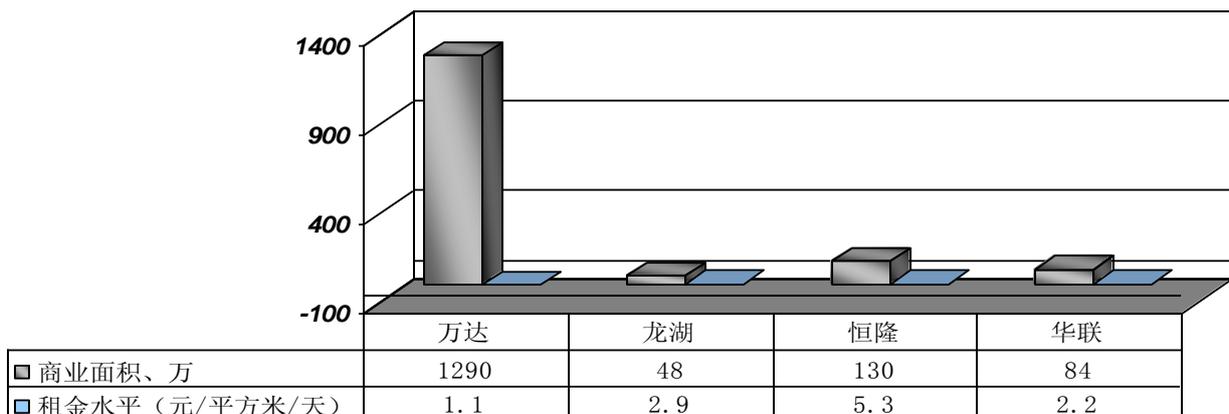
2. 经营、财务两大杠杆的双刃剑博弈。

公司目前购物中心的平均培育期在 1-2 年，北京地区项目均在一年以内。公司转型以来的管理费率和销售费率一直处于相对较低水平，**经营杠杆——以毛利率为体现形式的租金水平和财务杠杆是制约公司业绩瓶颈的两大因素。**公司在这两大杠杆上存在二个双刃剑：首先是公司大部分物业能够做到“定制化开发”且**成本低廉**，与保利、中铁建等大型地产商有良好的合作关系，但在招商环节“集团化优势”下的高效开业（70%的开业基本招租率）也同时导致了**较低的单位租金水平**；从毛利率水平的投入产出横向对比看，公司目前的单位面积平均租金 798.89 元/平方米/年，折合每天 2.2 元/平方米，高于万达，略低于龙湖，与恒隆有一倍的差距；凭借公司多年经理的各项资源，基本上租入成本的上限为 3 元。租金水平的提高取决于非集团资源面积占比的提升。通常单个项目开业首年有 3 个月的免租期；第二年租金 20% 增长；第三年租金 10-15%，第三年后 5%。

另外，一线城市购物中心去百货主力店化的趋势我们已经在年度策略报告中结合日本购物中心的发展趋势有所阐述，一线 BHG 百货较大面积比例引致的低租金水平和在全国化扩张的进程中 BHG 百货非跟随布局下的招租成本和开业效率就成为制衡。**集团大消费层面的各类品牌代理或将一定程度上弥补这一压力：**集团的品牌代理资源对于公司的异地招商至关重要：包括化妆品丝芙兰、西班牙快消品、玩具娱乐和迪斯尼定向开发、餐饮九毛九等体验式品类的全线开发。

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。**万柳经过租户的调整（引入绿茶、优衣库等人气集聚的品类王牌），将会实现低基数之上的较快增长。

图 2：各层次购物中心代表企业单位面积租金收入水平对比



资料来源：东兴证券研究所

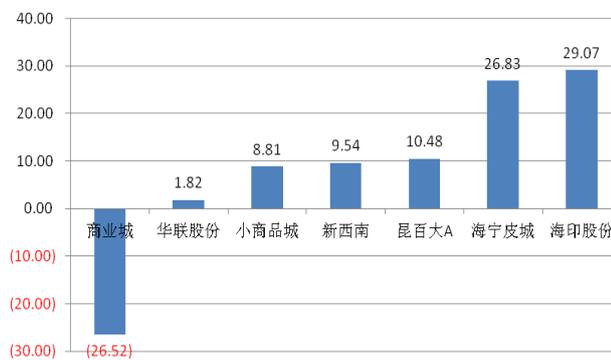
公司 08 年转型之后财务费率从 2.73% 已经大幅攀升至今年 Q1 的 18.55%，融资渠道的有限性和住宅等出售型物业资金回流的缺失使得财务费用成为制衡公司利润杠杆释放的瓶颈。公司去年 1.5 亿财务费用，本次募集资金总额不超过 31.50 亿元，募投项目主要为今明两年新设、收购、改造项目，新增内蒙古、湖北、山西、河北四大区域。定增资金的部分使用对于缓解今年财务压力的贡献较小，今年财务费用不会超过 2 个亿，主要基于后续大型新建、改造项目的持续开发。

3. 后续项目引致的财务费用增量是主因，良性循环指日可待。

公司未来 2-3 年仍将维持每年 5-6 家的外延速度。从区域分布看，北京所在的华北区域年报收入占比略降至 58%，北京未来计划共 40 家社区购物中心，从目前 30% 的市场份额做到 40-50%。目前 22 家门店中亏损三家，共亏损金额 2000 万。今年的重头戏—11 万平米的顺义店预计于 6-7 月开业，该项目 1 个亿的租金成本，预计首年亏损 1000 万，除年初开业的沈阳、合肥店外，如朝阳北、亦庄、回龙观等今年全部开业的话，总共亏损 2000—3000 万。存量亏损加上新增亏损仅 4000—5000 万，相比较财务费用的绝对数额再次说明新增项目的亏损不是压制公司业绩的主因，后续项目引致的财务费用增量才是主因。

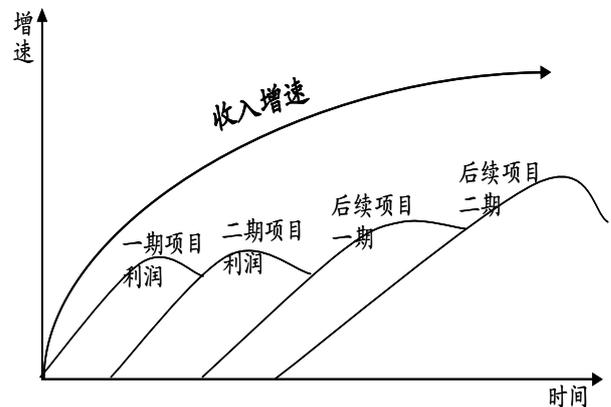
储备项目的连续高效滚动开发，是屏蔽单个项目短培育期后的收入增长瓶颈最有效的手段，即储备项目的丰富程度和外延复制能力成为关键，也同时是公司 ROE 提升潜力的关键。外延复制的能则取决于公司的财务杠杆能力和项目培育期的控制，而区域垄断引致的低成本物业获取能力及相关资源整合能力（招商、运营）则是财务杠杆和培育期双赢的关键。综合考虑到公司 10 年转型项目步入正轨、1-2 年的培育周期以及后续两年较高速度的外延，我们预计公司将于 14 年形成存量项目对于新增项目的良性支撑循环，从而迎来业绩稳定、高位的复合增速。

图 3：公司 ROE 水平横向对比



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 4：商业地产项目滚动开发收入及利润承接曲线



资料来源：东兴证券研究所

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；财务费用压力的缓解

和项目间利润的良性循环可期；同时自有物业占比较高、租金为主的盈利模式以及大股东大比例参与定增也铸就了公司的安全边际的三驾马车。

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2013-2014年公司的EPS分别为0.07元和0.12元，对应PE分别为38倍和24倍。综合考虑到公司先锋性的业态模式及定增底价带来的安全边际，6个月目标价3.6元，距当前价格仍有24%的涨幅，维持“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

中小市值组组长 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。