

证券研究报告

公司研究——事项点评

华联股份（000882.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.10.30

赵雅君 商业贸易行业分析师

执业编号：S1500512070004

联系电话：+86 10 63081095

邮箱：zhaoyajun@cindasc.com

相关研究

《华联股份深度报告：社区购物中心领跑者》2011.5

《华联股份 2012 年三季报点评：未来将保持健康良性发展》2012.10

《大规模定增预案助力公司快速拓展购物中心规模》2013.5

《收入快速增长，规模效益初显》2013.8

《收入快速增长，盈利能力稳定提升》2013.10

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

平台类经营本质相同，与阿里联手线上线下延伸

公告点评

2014 年 2 月 26 日

事件：公司发布公告，与阿里巴巴签署合作框架协议，双方拟尝试建立 O2O 合作关系。**点评：**

- **挖掘双方在各自领域的优势，万柳门店试运行。**公司与阿里巴巴此次合作的首个启动项目将在公司下属的北京万柳购物中心试运行，并将视合作情况逐步推广到其他项目。阿里巴巴将为公司及下属公司提供企业 O2O 业务，逐步与公司在流量、营销、会员、数据、支付等层面展开合作。本次合作力图充分发挥双方在各自领域的优势，公司将尝试通过电商平台提高整体运营效率、降低运营成本，进一步增强综合竞争力。
- **双方拥有共同的平台类经营本质，促进线上线下的延伸。**阿里巴巴是平台类电商的领跑者，而公司是国内领先的购物中心运营商，两者拥有共同的平台类经营本质，此前分别专注于线上和线下的发展。此次合作，是一种双赢的合作，为双方未来进一步做大做强开启了崭新之门。对于阿里来说，天猫目前最缺少的是体验式消费，而公司的实体门店可以提供展示平台。天猫有一些纯电商品牌，如女装品牌茵曼、韩都衣舍、阿卡，已经发展到相当规模，仅双 11 一天销售额均已破亿，这样的纯电商品牌已经到了需要实体门店的阶段。我们认为，公司可以为这些品牌提供场地，以线上销售为主，线下体验为辅。对于公司来说，这些品牌都是非常优质的租户，能够起到带动人流、提升物业价值的作用。此外，阿里巴巴也能为公司提供商品和促销信息的展示平台等一系列常规的服务。
- **盈利预测：**我们认为公司目前的股价仅反映出了公司物业运营的属性，未能合理体现公司物业增值的能力以及盈利模式的创新。我们按增发后最新股本全面摊薄，调整公司 2013~2015 年 EPS 至 0.03 元/0.11 元/0.14 元（原来为 0.06 元/0.10 元/0.15 元），持续看好公司盈利改善的能力。公司目前 2.92 元的股价对应 2014 年动态 PE 为 26 倍，但是考虑到公司当前 PB 仅为 1.0 倍，我们认为公司具有较高的投资价值，提高六个月目标价至 4.1 元，与目前股价相比有 40%左右的增长空间，上调至“买入”评级。
- **风险因素：**1、宏观经济增速持续下滑； 2、新开门店经营效率不达预期； 3、竞争加剧。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	622.81	848.42	1,149.83	1,581.53	2,037.05
增长率 YoY %	6.64%	36.22%	35.53%	37.55%	28.80%
净利润(百万元)	65.47	52.92	62.79	252.04	322.33
增长率 YoY%	32.80%	-19.17%	18.64%	301.40%	27.89%
毛利率%	43.79%	54.35%	51.74%	51.03%	53.77%
净资产收益率 ROE%	2.09%	1.82%	2.14%	5.48%	5.03%
每股收益 EPS(元)	0.03	0.02	0.03	0.11	0.14
市盈率 P/E(倍)	99	123	104	26	20
市净率 P/B(倍)	2.2	2.2	2.2	1.0	1.0

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 2 月 25 日收盘价; 按最新股本全面摊薄

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,704.85	950.37	1,069.42	2,443.21	1,892.54
货币资金	1,347.07	506.04	471.15	1,703.78	1,040.46
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	14.51	49.67	47.05	64.72	83.36
预付账款	253.19	155.43	312.00	435.49	529.50
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	90.09	239.22	239.22	239.22	239.22
非流动资产	4,271.16	6,434.55	7,032.98	9,198.79	10,292.66
长期投资	734.50	764.74	764.74	764.74	764.74
固定资产	131.70	119.87	1,212.06	3,261.36	6,339.08
无形资产	476.43	838.02	803.25	768.47	733.70
其他	2,928.52	4,711.93	4,252.93	4,404.21	2,455.13
资产总计	5,976.01	7,384.93	8,102.40	11,642.00	12,185.20
流动负债	2,144.21	2,811.22	3,460.44	3,717.44	3,928.34
短期借款	250.00	850.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00
应付账款	279.91	413.75	518.22	723.33	879.49
其他	1,614.30	1,547.47	1,592.22	1,644.11	1,698.86
非流动负债	758.64	1,084.52	1,084.52	1,084.52	1,084.52
长期借款	683.80	879.48	879.48	879.48	879.48
其他	74.84	205.05	205.05	205.05	205.05
负债合计	2,902.85	3,895.74	4,544.97	4,801.96	5,012.87
少数股东权益	159.11	586.01	591.47	599.26	609.23
归属母公司股东权益	2,914.06	2,903.17	2,965.96	6,240.77	6,563.10
负债和股东权益	5976.01	7384.93	8102.40	11642.00	12185.20

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	622.81	848.42	1,149.83	1,581.53	2,037.05
同比(%)	6.64%	36.22%	35.53%	37.55%	28.80%
归属母公司净利润	65.47	52.92	62.79	252.04	322.33
同比(%)	32.80%	-19.17%	18.64%	301.40%	27.89%
毛利率(%)	43.79%	54.35%	51.74%	51.03%	53.77%
ROE(%)	2.09%	1.82%	2.14%	5.48%	5.03%
每股收益(元)	0.03	0.02	0.03	0.11	0.14
P/E	99	123	104	26	20
P/B	2.2	2.2	2.2	1.0	1.0
EV/EBITDA	11.83	14.03	8.67	10.64	8.71

利润表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	622.81	848.42	1,149.83	1,581.53	2,037.05
营业成本	350.09	387.32	554.91	774.54	941.75
营业税金及附加	49.40	72.88	98.78	135.86	174.99
营业费用	103.51	167.32	215.27	316.31	407.41
管理费用	37.23	37.11	33.04	45.45	58.54
财务费用	111.29	153.66	206.97	205.60	264.82
资产减值损失	0.76	3.47	0.23	2.74	3.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	101.87	35.70	37.00	202.00	202.00
营业利润	72.40	62.36	77.63	303.03	388.28
营业外收入	2.14	3.03	2.69	2.69	2.69
营业外支出	1.43	0.12	0.03	0.03	0.03
利润总额	73.11	65.28	80.29	305.69	390.94
所得税	6.35	11.78	12.04	45.85	58.64
净利润	66.76	53.50	68.25	259.84	332.30
少数股东损益	1.29	0.57	5.46	7.80	9.97
归属母公司净利润	65.47	52.92	62.79	252.04	322.33
EBITDA	310.85	369.12	655.29	850.91	1,039.09
EPS (摊薄)	0.03	0.02	0.03	0.11	0.14

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	204.01	-32.24	601.49	718.49	876.21
净利润	66.76	53.50	68.25	259.84	332.30
折旧摊销	112.82	127.63	406.74	355.71	458.65
财务费用	124.92	176.22	168.26	189.51	189.51
投资损失	-101.87	-35.70	-37.00	-202.00	-202.00
营运资金变动	14.10	-354.72	-4.95	113.11	95.00
其它	-12.73	0.84	0.19	2.33	2.76
投资活动现金流	-938.96	-843.41	-968.13	-2,319.11	-1,350.02
资本支出	-648.88	-231.00	-1,005.13	-2,521.11	-1,552.02
长期投资	-255.08	-478.68	37.00	202.00	202.00
其他	-35.00	-133.73	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	162.44	34.62	331.74	2,833.26	-189.51
吸收投资	0.00	0.00	0.00	3,022.76	0.00
借款	330.00	284.80	500.00	0.00	0.00
支付利息或股息	165.16	242.08	168.26	189.51	189.51
现金净增加额	-572.52	-841.03	-34.89	1232.63	-663.32

分析师简介

赵雅君，商业贸易行业研究员，美国田纳西大学管理科学硕士，2010 年加入信达证券，期间秉持审慎独立态度，从行业内部多角度深入探索连锁零售业的盈利模式及发展趋势。

商业贸易行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
华联综超	600361	华联股份	000882	首商股份	600723	银座股份	600858
步步高	002251	苏宁电器	002024	海印股份	000861	友阿股份	002277
合肥百货	000417	友好集团	600778				

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。