

华联股份：未来购物中心经营管理的领导者

核心观点：

- **2008 年以来通过一系列收购重组，不断扩大购物中心的经营规模：**2008 年通过向华联集团出售 6 家百货门店，并从华联综超处购买 2 处商业物业实现主业转型；2009 年 6 月，公司向华联集团非公开发行购买其持有的五家商业物业公司；2010 年 12 月，公司向 9 名特定投资者非公开发行股票，以募集资金收购华联集团所持北京万贸企业管理有限责任公司 60% 股权，同时投资建设和改造 3 处自有购物中心和 6 处租赁购物中心。2012 年 12 月，收购鹏瑞商业下属的北京兴联顺达商业管理有限公司、成都海融兴达商业投资管理有限公司、北京龙天陆投资有限责任公司三家全资子公司各 51% 的股权。2013 年非公开收购天鸿购物中心项目、合肥金寨路购物中心项目、武汉中华路购物中心项目、内江购物中心项目、包头正翔购物中心项目并增资，以及 10 个购物中心装修改造项目
- **公司定位中国购物中心经营管理的领导者：**购物中心定位体验式服务的社区型购物中心，体验式消费如大小餐饮、儿童教育、影院、亲子、电玩等构成绝大部分租户，服装以快消品为主。公司目标通过自建（购买）、租赁或受托管理的经营模式，快速展店，不断提升购物中心资产和店铺规模，提高运营管理水平，成为中国购物中心经营管理的领导者。公司主营业务收入主要为固定租金收入，占总收入的 90% 左右，固定租金每年安装一定的速度增长。培育周期通常 1 年之内的扭亏任务，2-3 年运营成熟。
- **公司具备快速复制扩展的能力：**作为在零售行业有着丰富经验的运营商，公司积累了一批优质的租户资源，主力租户所占用面积达购物中心的总租赁面积的 50% 至 70%，剩余面积根据各门店实际情况灵活安排，从而有效地降低了购物中心的运营风险，有力保障了购物中心的快速拓展。
- **短期内筹备新店和资本支出侵蚀利润，扩张期后将迎来盈利拐点：**由于目前公司购物中心尚处于开业初期，购物中心店龄偏短，一半以上店龄在 3 年以下，没有过成熟期。公司采取总部集权制管理体系，运营招商在总部，随着购物中心的增加和收入规模的增长，管理费用率逐步下降。但筹备新店和资本支出导致销售费用居高不下，财务费用压力较大，吃掉利润。公司近期将保持每年 7-10 家的开店速度，年增加经营面积 40 万平方米左右。高速增长期过后，公司将达到近 300 万平米的总面积。公司的新店培养期在 3 年，如果开店速度下降并且开业店铺逐步成熟，公司将迎来赢利上升周期。

华联股份（000882）

推荐 首次评级

分析师



郭怡娴

☎：(8610) 66568229

✉：guoyixian@chinastock.com.cn

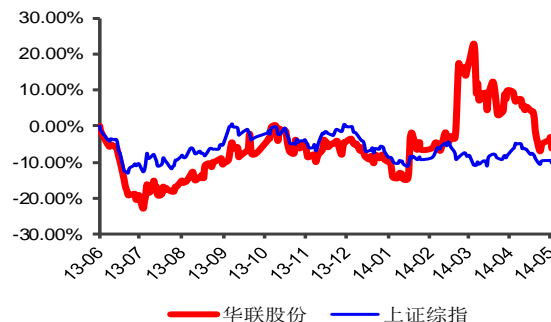
执业证书编号：S0130512030001

市场数据

2014/6/6

A 股收盘价（元）	2.84
总股本（亿）	22.26
流通 A 股股本（万）	10.72
总市值（亿元）	63.22

图：近一年来华联股份股价表现



资料来源：中国银河证券研究部

- **自有物业价值远超目前市值：**公司目前总市值仅为 61.89 亿元，公司自有物业比例高达 50%，自由物业价值远超目前市值。从 08 年转型截至目前，公司共开业 29 家购物中心，北京 14 家，其他外地，总计达 110 万平米，其中自有物业 13 家，面积比例达到 50%。储备项目 20 多个，已开加筹备共计 56 家。
- **盈利预测和投资评级：**绵阳科技城产业基金目前 25-26 家进入退出期，未来几年将贡献比较多的投资收益。预计公司 13-15 年的 EPS 分别为 0.70、0.85 元、1.03 元，对于 PE 为 20.4、16.8、13.8 倍，给予公司推荐的评级。

一、2008 年以来通过一系列收购重组，不断扩大购物中心的经营规模

公司前身为中商股份有限公司，是经原国家经济体制改革委员会“体改生[1998]9 号文”和中国证监会“证监发行字[1998]88 号文”批准，由中商企业集团公司、中国商业对外贸易总公司和浙江省商业集团公司共同发起，采取募集设立方式设立的股份有限公司。公司于 1998 年 5 月 29 日办理工商设立登记，正式成立。

2002 年 10 月 29 日公司名称由“中商股份有限公司”变更为“北京华联商厦股份有限公司”，并沿用至今。

（一）2008 年公司实施了主营业务向购物中心经营管理的转型

自 2001 年以来，公司百货主营业务表现乏力，发展缓慢。经公司四届十次董事会和公司 2007 年第四次临时股东大会批准，公司向华联集团出售公司所持有的安贞分公司、石家庄分公司、兰州分公司三家分公司的全部资产和负债以及呼和浩特华联商厦有限公司、河南华联商厦有限公司两家子公司 100% 的股权，转让价格为 16,682.00 万元人民币。同时，公司向北京华联综合超市股份有限公司购买其持有的北京华联（大连）综合超市有限公司和青海华联综合超市有限公司两家公司 100% 的股权，转让价格为 20,709.80 万元人民币。

2001 年~2006 年 5 年公司整体平均净资产收益率只有 2.03%，平均息税前收益率只有 2.24%。拟出售的从事百货零售主营业务的六家公司中，有四家公司 2007 年度中期亏损，石家庄华联和呼市华联已经连续三年亏损，兰州华联自开业以来已连续两年亏损，六家百货公司 2004、2005 和 2006 三年平均营业利润率分别只有 0.5%、1.28% 和 1.48%，盈利能力较差。

通过向华联集团出售 6 家百货门店，并从华联综超处购买 2 处商业物业，公司拥有了定位清晰的主业，实现了业务初步转型。在资产重组之前，公司主营业务以零售百货业为主，根据发展规划公司主营业务将逐步从以零售百货业为主转向与商业零售相关的商业地产的投资、开发、租售及购物中心的运营和管理为主。

表 1：2008 年资产重组注入资产情况

子公司	购物中心	地址	占地面积	建筑面积	物业类型
北京华联（大连）综合超市有限公司	大连金三角店	大连市甘井子区华东路 18 号		15,345.08	自有物业
青海华联综合超市有限公司	青海花园店	西宁市城中区石坡街 16-19 号	7,378.70	20,806.71	自有物业

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

（二）2009 年资产重组情况

2009 年 6 月，公司向特定对象华联集团非公开发行 244,650,501 股股份购买其持有的五家

商业物业公司（包括北京华联商业管理有限公司、江苏紫金华联综合超市有限公司、无锡奥盛通达商业管理有限公司、合肥信联顺通商业管理有限公司和合肥达兴源商业管理有限公司）各 100% 的股权，交易价格为 82,936.52 万元。

表 2：2009 年资产重组注入资产情况

子公司	购物中心	占地面积	建筑面积	物业类型
北京华联商业管理有限公司	广安门店	3862.4	17457.33	自有物业
江苏紫金华联综合超市有限公司	江苏紫金店	11764.1	12645.73	自有物业
无锡奥盛通达商业管理有限公司	无锡店	2796.2	12094.25	自有物业
合肥信联顺通商业管理有限公司	合肥长江路店	19784.67		自有物业
合肥达兴源商业管理有限公司	合肥蒙城路店	13523.37		自有物业

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

（三）2010 年非公开发行情况

2010 年 12 月，公司向 9 名特定投资者非公开发行股票，以募集资金收购华联集团所持北京万贸企业管理有限责任公司 60% 股权，同时投资建设和改造 3 处自有购物中心和 6 处租赁购物中心。通过此次非公开发行，公司进一步扩大了购物中心的经营规模，提升了盈利能力。

表 3：2010 年定增募集资金情况

万柳购物中心	北京市海淀区西苑操场 108 号	自有物业（建筑面积 120000 平米，从华联集团收购收购万贸置业 60% 股权）
合肥长江西路店建设项目	长江西路与怀宁路交叉口	自有物业
合肥蒙城路店建设项目	合肥市庐阳区	自有物业
西宁花园店改造项目	西宁市花园南街附近	自有物业
通州天时名苑店改造项目	通州核心区北苑环岛	租赁物业
南京大厂店改造项目	大厂区杨村路	租赁物业
成都飞大店改造项目	成都市金牛区一品天下商业大街茶店子正街和黄忠大道交汇处	租赁物业
西宁创新店改造项目	西宁市长江路西门附近	租赁物业
沈阳太原街店建设项目		租赁物业

兰州东方红店建设项目	城关区	租赁物业
------------	-----	------

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

(四) 2012 年资产收购情况

2012 年 12 月，公司与北京华联鹏瑞商业投资管理有限公司签署了《股权转让合同》，决定收购鹏瑞商业下属的北京兴联顺达商业管理有限公司、成都海融兴达商业投资管理有限公司、北京龙天陆投资有限责任公司三家全资子公司各 51% 的股权，收购金额合计 48,595.16 万元。此次收购完成后，目标公司成为公司的控股子公司。

表 4：2012 年资产收购情况

子公司	购物中心	地址	占地面积	建筑面积	附注
兴联顺达	亦庄购物中心	亦庄开发区 4#街区（北京经济技术开发区 4 号街区）	51,209.30	75,580.79	从北京华联鹏瑞商业投资管理有限公司收购 51% 股权
龙天陆	回龙观购物中心物业	昌平区回龙观住宅及代建公建项目（D02A）	58,343.27	64,805.26	
成都海融	成都机场路购物中心	双流县西航港街道锦华路	51046.84	65,926.13	

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

(五) 2013 年非公开发行情况

表 5：2013 年非公开发行情况

购物中心	位置	建筑面积	附注	物业类型
天鸿购物中心	朝阳区常营乡核心商区，紧邻朝阳北路大型市政项目与朝阳区 CBD	80,598.06	从鹏瑞商业收购 51% 股权	自有物业
金寨路购物中心	金寨路 1090 号	20000	收购华联综超	自有物业
武汉中华路购物中心	湖北省武汉市临江大道 35 号	15000	收购华联综超	自有物业
内江购物中心	内江市西林大道电信地块	72,027.59	收购中信夹层持有的内江华联 80.05% 股权，本次交易完成后，华联股份持有目标公	自有物业

			司 100%的股权。	
包头正翔购物中心	青山区重要路段钢铁大街	101,587.07	收购中信夹层持有的鼎鑫源商业 80.05%股权，本次交易完成后，华联股份持有鼎鑫源商业 100%股权。	自有物业
紫金购物中心	夫子庙商圈沿线	13000	装修改造项目	自有物业
昌鑫购物中心	沈阳市和平区文萃路 9 号	51000	装修改造项目	自有物业
赤峰购物中心	内蒙古自治区赤峰市松山区赤峰永业广场	81000	装修改造项目	租赁物业
顺义金街购物中心	北京市顺义区	95000	装修改造项目	租赁物业
大屯购物中心	朝阳区亚运村商业板块的次商业中心区域	79000	装修改造项目	租赁物业
盘锦购物中心	辽宁省盘锦市兴隆台区“蓝色康桥小区”商业楼	60000	装修改造项目	租赁物业
朔州购物中心	山西省朔州市鄯阳街与怡西路交叉口东南角独栋商业楼	49000	装修改造项目	租赁物业
平谷购物中心	北京市平谷区迎宾路平谷万德福广场	59000	装修改造项目	租赁物业
廊坊购物中心	河北省廊坊市广阳区北凤道街/路 191 号新福家项目及连廊项目	89000	装修改造项目	租赁物业
包头青东路购物中心	内蒙古自治区包头市青山区文化路与青东路交叉口东北角商业项目	66000	装修改造项目	租赁物业

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

公司通过一系列收购重组，不断扩大购物中心的经营规模。公司的资产规模和主营业务盈

利能力进一步加强，购物中心经营管理的主营业务更为明确。

一、目前购物中心处于快速扩张期

（一）构建体验式服务的社区型购物中心

公司购物中心定位体验式服务的社区型购物中心。新开门店百货比例越来越少，增加餐饮、儿童教育、健身房等体验式服务，体现社区服务的职能。其中大小餐饮比达 40%，儿童教育、影院、亲子、电玩等构成绝大部分。服装主要是 ZARA、H&M 是快消品牌。

公司具有丰富的商业零售行业经营管理经验，对各类商业零售业态有着深刻认识和领悟，集团系统拥有成熟的商业零售网络体系，这些使公司能够获取新的商业地产信息资源，能够更准确的选定新的商业地产开发项目，区别于地产商公司具备从事商业地产开发运营管理的先天优势。

（二）快速复制扩张的能力

作为在零售行业有着丰富经验的运营商，公司积累了一批优质的租户资源，与包括超市、百货、影院运营商、电玩运营商、餐饮、服装等购物中心的长期主力租户建立战略合作关系，该部分主力租户所占用面积达购物中心的总租赁面积的 50%至 70%，剩余面积根据各门店实际情况灵活安排，从而有效地降低了购物中心的运营风险，有力保障了购物中心的快速拓展。

未来 5 年公司的战略发展目标为：通过自建（购买）、租赁或受托管理的经营模式，快速展店，不断提升购物中心资产和店铺规模，提高运营管理水平，成为中国购物中心经营管理的领导者，实现向该领域做大做强的飞跃式发展。在发展策略方面，公司目前以社区型购物中心为发展重点，以北京地区为重点发展区域；对于其它经济较发达的大中型城市，公司在资金、管理有保障的前提下将逐步进行拓展。

（三）店龄偏短，过半购物中心处于培育期

从 08 年转型截至目前，公司共开业 29 家购物中心，北京 14 家，其他外地，总计达 110 万平米，其中自有物业 13 家，面积比例达到 50%。储备项目 20 多个，已开加筹备共计 56 家。

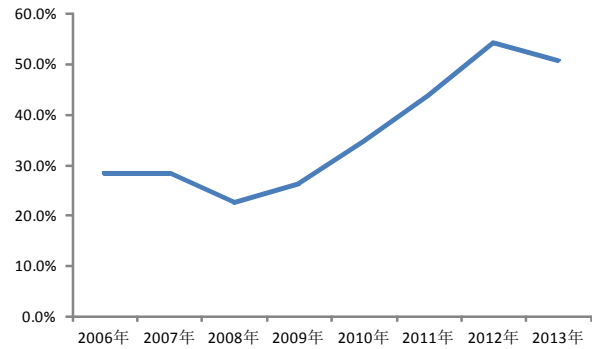
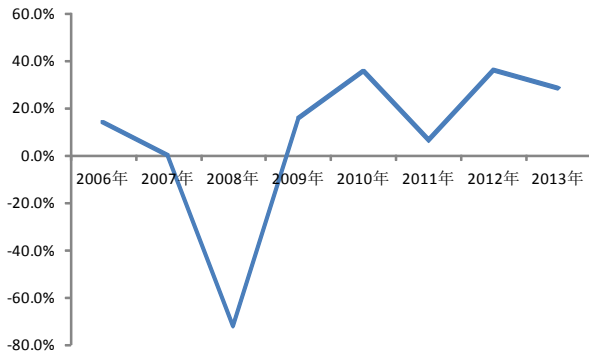
由于目前公司购物中心尚处于开业初期，购物中心店龄偏短，一半以上店龄在 3 年以下，没有过成熟期。公司主营业务收入主要为固定租金收入，占总收入的 90%左右，固定租金每年安装一定的速度增长。培育周期通常 1 年之内的扭亏任务，2-3 年运营成熟。

随着门店进入成熟期，客流量逐步增加，销售额提成模式占比会大幅增加。公司目前以固定租金模式为主，受零售业季节变化的影响较小。

从收入增速来看，转型以来收入增速保持在一个高水平，毛利率逐步走高。

图 1：2006-2013 年营业收入增长情况

图 2：2006-2013 年毛利率增长情况



数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

表 6：已开加筹备购物中心一览表

北京	上地购物中心
	万柳购物中心
	广安门购物中心
	回龙观购物中心
	通州武夷购物中心
	公益西桥购物中心
	北蜂窝购物中心
	天时名苑购物中心
	天通中苑购物中心
	肖家河购物中心
	同城街购物中心
	天鸿购物中心
	力宝购物中心
	房山购物中心
	顺义金街购物中心
	亚运村（大屯）购物中心
	平谷购物中心
	学院路购物中心
	定福庄购物中心
	华贸购物中心
	奥莱小镇购物中心
包头、赤峰	包头正翔购物中心
	包头青东路购物中心
	赤峰购物中心
	呼和浩特新天地购物中心
兰州	兰州东方红购物中心
银川	银川购物中心
西宁	西宁青海花园购物中心
	西宁创新购物中心

四川	成都飞大购物中心
	成都盐市口购物中心
	成都机场路购物中心
	内江购物中心
海南	海口会展中心购物中心
武汉	武汉中华路购物中心
合肥	合肥蒙城路购物中心
	合肥长江西路购物中心
	合肥和平购物中心
	合肥金寨路购物中心
江苏	南京紫金购物中心
	南京大厂购物中心
	南京湖南路购物中心
	无锡购物中心
山西	太原胜利购物中心
	朔州购物中心
青岛	青岛黄岛购物中心
廊坊	廊坊购物中心
辽宁	沈阳昌鑫购物中心
	沈阳五洲购物中心
	沈阳北行购物中心
	大连金三角购物中心
	盘锦购物中心

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

二、物业价值凸现，赢利潜力巨大

（一）自由物业比例高达 50%，价值远超公司市值

公司目前总市值仅为 61.89 亿元，公司自由物业比例高达 50%，自由物业价值远超目前市值。

表 7：公司部分自有物业一览表

所在城市	门店	位置	权益比例	建筑面积（平方米）	权益面积（平方米）
北京	广安门店	北京市西城区广安门	100%	22000	22000
北京	万柳购物中心	北京市海淀区西苑操场 108 号	60%	110000	66000
青海	青海花园店	西宁市城中区石坡街 16-19 号	100%	20806	20806
辽宁	大连金三角店	大连市甘井子区华东路 18 号	100%	15345	15345

江苏	南京紫金店	夫子庙商圈沿线	100%	12646	12646
	无锡店		100%	12094	12094
安徽	合肥长江路店	长江西路与怀宁路交叉口	100%	49000	49000
	合肥蒙城路店	合肥市庐阳区	100%	48000	48000
北京	亦庄购物中心	亦庄开发区 4#街区(北京经济技术开发区 4 号街区)	51%	75581	38546
北京	回龙观购物中心 物业	昌平区回龙观住宅及代建公建项目 (D02A)	51%	64805	33051
成都	成都机场路购物中心	双流县西航港街道锦华路	51%	65926	33622
沈阳	昌鑫购物中心	沈阳市和平区文萃路 9 号	100	51000	5100000
北京	天鸿购物中心	朝阳区常营乡核心商区, 紧邻朝阳北路大型市政项目与朝阳区 CBD	51%	80598	41105
合肥	金寨路购物中心	金寨路 1090 号	100%	20000	20000
武汉	武汉中华路购物中心	湖北省武汉市临江大道 35 号	100%	15000	15000
内江	内江购物中心	内江市西林大道电信地块	100%	72028	72028
包头	包头正翔购物中心	青山区重要路段钢铁大街	100%	101587	101587
			合计	836416	5700830

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

(二) 外埠店经验确定性强，北京店盈利潜力大

公司共开业 29 家购物中心，北京 14 家，其他外地。外埠店处于成熟商圈，经营确定性，成熟店铺年盈利在几百万水平。部分亏损店铺，公司将做调整，预计调整好赢利好转。对于亏损且减亏无望的物业，公司将出售。

北京地区购物中心赢利潜力大。如万柳购物中心，进入稳定期的年净利润将达到 5000 万元。

表 8：重要参股控股公司经营情况

被参控公司	直接持股比例	投资额	2013 年营业收入	2013 年净利润	购物中心	附注
北京万贸企业管理有限责任公司	60	59200	13996	1977	万柳购物中心 60% 股权	经营状况良好，盈利攀升期

北京华联商业管理有限公司	100	41737	4241	934	广安门店	稳定经营
合肥信联顺通商业管理有限公司	100	35177	4128	779	合肥长江路店	稳定经营
青海华联综合超市有限公司	100	14625	1135	555	青海花园店	整体出租，租金按照 1% 增长
北京华联(大连)综合超市有限公司	100	9152	946	338	大连金三角店	整体出租，租金按照 1% 增长
江苏紫金华联综合超市有限公司	100	19925	1073	258	江苏紫金店	稳定经营
北京海融兴达商业管理有限公司	51	32822	0	0	天鸿购物中心 51% 的股权	2012 年收购 51% 股权，筹备期
包头市鼎鑫源商业管理有限公司	100	31681	0	0	包头正翔购物中心	收购中信夹层持有的内江华联 80.05% 股权，筹备期
内江华联购物中心有限公司	100	13433	0	0	内江购物中心	收购中信夹层持有的内江华联 80.05% 股权，筹备期
合肥达兴源商业管理有限公司	100	38913	2860	-252	合肥蒙城路店	调整改造
无锡奥盛通达商业管理有限公司	100	12202	0	-260	无锡北大街店	打算处理
北京兴联顺达商业管理有限公司	51	20505	4	-314	亦庄购物中心 51% 股权	2012 年收购，处于培育期
成都海融兴达商业投资管理有限公司	51	9745	17	-629	成都机场路购物中心 51% 股权	2012 年收购，处于培育期
沈阳广盛鑫源商业投资管理有限公司	100	1000	1659	-705	沈阳昌鑫店	和沈阳市政府合作，清理周边租户，店铺扩容
南京大厂北京华联购物中心有限公司	100	6568	1244	-779	南京大厂购物中心	位置好但居民消费能力弱，现在调整，引入影院关闭超市，调整完后赢利不会有问题
北京龙天陆投资有限责任公司	51	18345	2077	-991	回龙观购物中心物业 51% 股权	2012 年收购，处于培育期
海南华联购物中心有限公司	100	1000	--	--	海口会展中心购物中心	筹备期

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

案例分析：万柳购物中心

项目位于海淀区中关村核心区域，中关村科技园区是全国著名的科教文化区。作为我国第

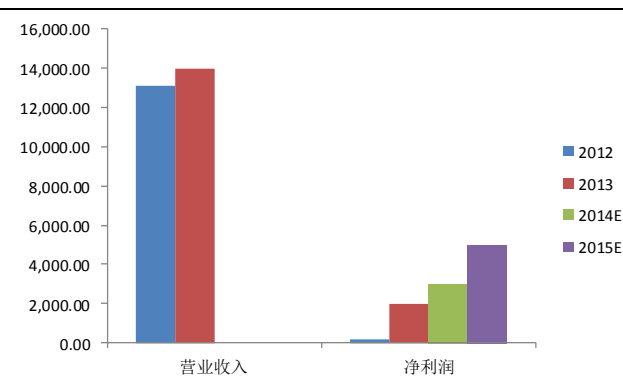
一个国家级高新技术产业开发区，中关村科技园区覆盖了北京市科技、智力、人才和信息资源最密集的区域，园区内有清华大学、北京大学、中国人民大学等高等院校 39 所，在校大学生约 40 万人，中国科学院为代表的各级各类的科研机构 213 家，其中国家工程中心 41 个，重点实验室 42 个，国家级企业技术中心 10 家。

图 3：万柳购物中心商圈图



数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 4：2012-2013 年万柳购物中心营业收入和净利润情况



数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

目前万柳购物中心运作良好，盈利从 2012 年的 143.03 万元骤升至 2013 年的 2000 万。该购物中心目前负债已基本还清，未来盈利将达到 5000 万元。

四、财务分析

(一) 短期内筹备新店和资本支出侵蚀利润

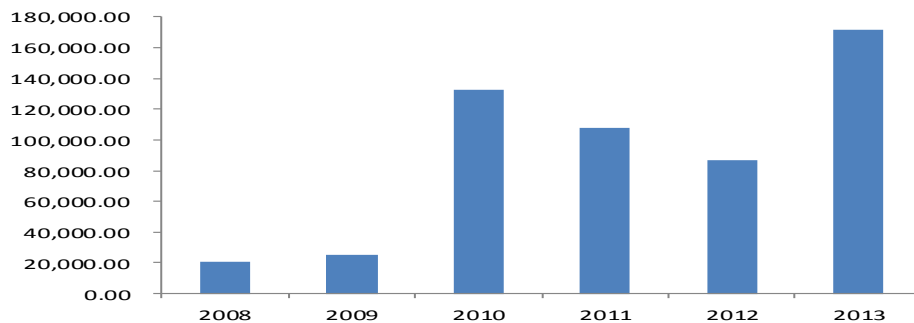
从表 7 可以看出，随着门店进入成熟期，客流量逐步增加，毛利率逐步走高。公司采取总部集权制管理体系，运营招商在总部，随着购物中心的增加和收入规模的增长，管理费用率逐步下降。但筹备新店和资本支出导致销售费用居高不下，财务费用压力较大，吃掉利润。

表 9：2006-2013 财务指标情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
毛利率	28.3%	28.4%	22.7%	26.5%	34.6%	43.8%	54.3%	50.8%
营业费用/主营业务收入	22.8%	23.1%	15.7%	17.9%	24.9%	16.6%	19.7%	18.4%
管理费用/主营业务收入	0.9%	1.7%	6.3%	6.9%	7.6%	6.0%	4.4%	4.2%
财务费用/主营业务收入	2.0%	1.1%	2.7%	1.9%	8.7%	17.9%	18.1%	19.0%
毛利率-三项费用率	42.1%	48.2%	11.3%	40.2%	20.5%	8.7%	18.0%	14.1%
主营业务净利率	1.8%	1.9%	13.5%	17.5%	8.4%	10.5%	6.2%	6.0%

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

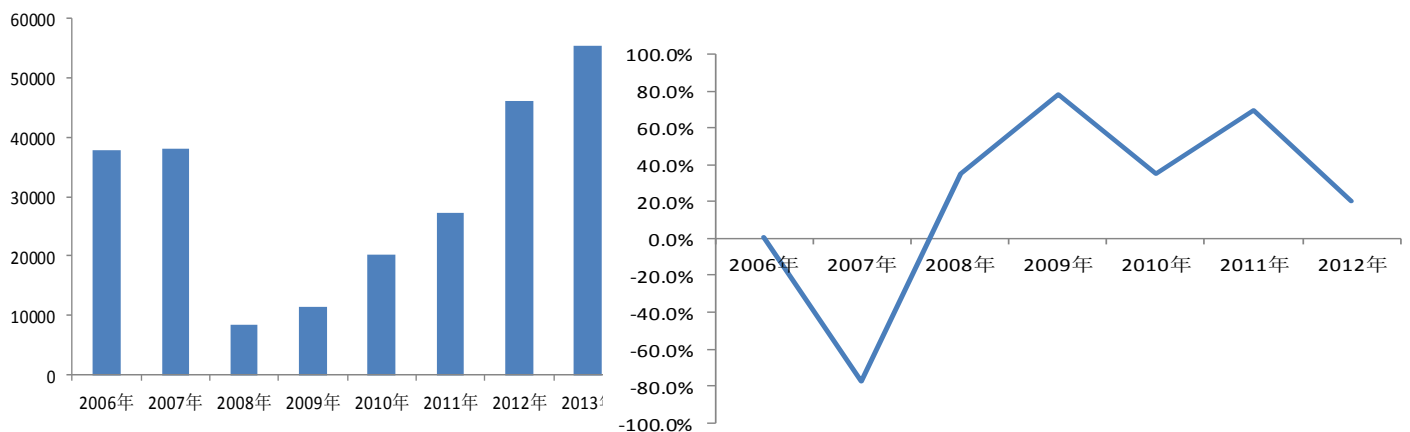
图 5：2008-2013 年投资活动现金流支出



数据来源：Wind, 中国银河证券研究部

(二) 快速扩张期后公司将迎来赢利上升周期

图 6-7：2006-2013 年营业收入-营业成本情况及其增速



数据来源：公司资料, 中国银河证券研究部

数据来源：公司资料, 中国银河证券研究部

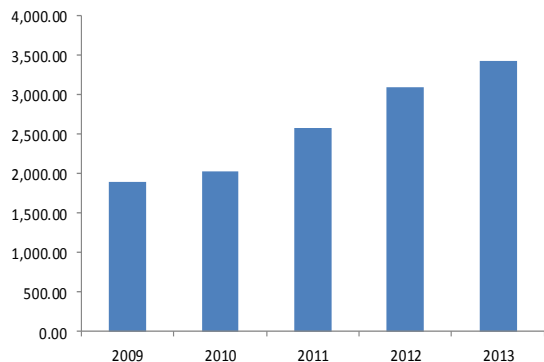
由于目前公司购物中心尚处于开业初期, 公司主营业务收入主要为固定租金收入, 占总收入的 90% 左右。成本主要是自由物业的折旧和租赁物业的租金支出。规模的提升将提高对于租户的溢价能力和成本的集约。

通常来说, 房地产开发商做购物中心, 公司是零售商中唯一做购物中心的。商户资源是公司区别于地产商的优势, 预计未来 2-3 年还能够体现, 公司希望这个时间窗口拓展店铺。公司近期将保持每年 7-10 家的开店速度, 年增加经营面积 40 万平方米左右。高速增长期过后, 公司将达到近 300 万平方米的总面积。公司的新店培养期在 3 年, 如果开店速度下降并且开业店铺逐步成熟, 公司将迎来赢利上升周期。

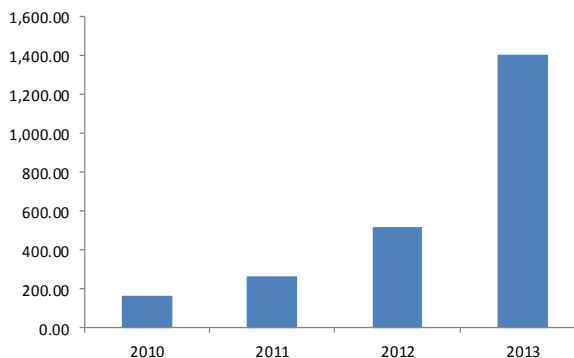
五、主要参股公司情况

图 8：华联财务公司投资收益情况

图 9：绵阳科技城产业基金投资收益情况



数据来源：公司资料，中国银河证券研究部



数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

（一）绵阳科技城产业基金

公司于 2008/12/151 亿元认购绵阳科技城产业基金的股权。该基金投资了万德咨询、会稽山、大连银行等，项目收益良好。投资收益翻翻。目前 25-26 家进入退出期，未来几年绵阳科技城产业基金将贡献比较多的投资收益。

（二）华联财务公司

华联集团、华联综超、公司将分别持有华联财务 34%、33%、33%的股权。预计未来提供稳定增长的投资收益。

（三）北京华联鹏瑞商业投资管理公司

2010 年 4 月，公司拟投资 2.2 亿元投资设立北京华联鹏瑞商业投资管理公司 19.64% 的股权，该公司注册资本为 11.2 亿元，主营业务为购物中心项目开发。项目公司将主要投资中国各地区的以零售为主的购物中心开发，包括收购土地以建设购物中心、投资在建的购物中心、收购已建成的购物中心等。

2012-2013 年公司先后从华联鹏瑞商业投资管理公司收购亦庄购物中心、回龙观购物中心物业、成都机场路购物中心、朝阳区天鸿购物中心 51% 的股权。

（四）北京华联鑫创益科技有限公司

华联集团、华联综超、公司将分别持有鑫创益 34%、33%、33%的股权。华联鑫创益公司是华联集团下属专门从事发行、销售商业预付卡的公司，其依托华联集团的资源优势，有利于商业预付卡的宣传与推广。

六、咨询管理服务

随着公司运营管理专业化水平不断提升，公司逐步尝试开展管理输出业务，为第三方持有的商业项目提供规划设计及运营管理服务，这样不仅可以提升公司盈利水平，也扩充了公司的储备项目资源。2012-2013 年分别实现 0.64 亿元和 1.94 亿元的收入以及 0.57 亿元和 1.71 亿元

的毛利润。目前输出管理业务集中几个大客户，未来公司将加强这块业务的发展。

七、盈利预测和投资评级

公司于 2008/12/15 1 亿元认购绵阳科技城产业基金的股权。该基金投资了万德咨询、会稽山、大连银行等，项目收益良好。投资收益翻翻。目前 25-26 家进入退出期，未来几年绵阳科技城产业基金将贡献比较多的投资收益。华联财务公司预计未来提供稳定增长的投资收益。

公司近几年还处于快速扩张期，储备项目在 20 多家，年新开购物中心 7-10 家，短期内开发费和资本支出将侵蚀利润。随着两三年后扩张期的结束和购物中心逐步成熟，公司将迎来盈利拐点。预计公司 14-16 年的 EPS 分别为 0.12、0.16 元、0.24 元，对于 PE 为 23.9、17.9、11.9 倍，给予公司推荐评级。

表 10：华联股份三大表预测

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	主要财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	109398	142133	196029	266882	成长性				
营业总成本	108483	116040	158991	207767	营业收入增长	28.9%	29.9%	37.9%	36.1%
营业成本	53876	72547	99790	128503	营业成本增长	39.1%	34.7%	37.6%	28.8%
财务费用	20821	16216	17604	18014	营业利润增长	2.1%	419.7%	33.1%	51.3%
销售费用	20077	26437	36265	49106	利润总额增长	12.8%	349.6%	33.1%	51.3%
管理费用	4632	5685	7253	8807	净利润增长	24.2%	302.9%	33.1%	51.3%
投资净收益	5452	7000	7000	7500	盈利能力				
营业利润	6367	33093	44038	66615	毛利率	50.8%	49.0%	49.1%	51.9%
营业外收支	993	0	0	0	销售净利率	6.0%	18.6%	18.0%	20.0%
利润总额	7360	33093	44038	66615	ROE	1.0%	3.9%	5.1%	7.5%
所得税	1038	6619	8808	13323	ROIC	3.4%	2.6%	3.3%	5.1%
少数股东损益	-249	0	0	0	营运效率				
净利润	6572	26474	35230	53292	销售费用/营业收入	18.4%	18.6%	18.5%	18.4%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	4.2%	4.0%	3.7%	3.3%
货币资金	317134	165491	132033	110912	投资收益/营业利润	5.0%	4.9%	3.6%	2.8%
应收帐款	15615	14213	19603	26688	所得税/利润总额	14.1%	20.0%	20.0%	20.0%
应收票据	0	0	0	0	应收帐款周转率	10.63	9.53	11.59	11.53
存货	0	0	0	0	存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
流动资产合计	353046	211562	195467	194332	流动资产周转率	0.49	0.50	0.96	1.37
固定资产	331231	396470	456568	517485	总资产周转率	0.11	0.11	0.15	0.20
资产总计	1330485	1261168	1311464	1376903	偿债能力				
短期借款	39003	39003	39003	39003	资产负债率	49.0%	45.7%	47.0%	48.5%
应付款项	79452	58038	79832	102802	流动比率	1.41	1.21	0.91	0.73
流动负债合计	250874	174514	215439	266706	速动比率	1.41	1.21	0.91	0.73
长期借款	194397	194397	194397	194397	每股指标（元）				
负债合计	652441	576080	617006	668273	摊薄EPS	0.03	0.12	0.16	0.24
股本	222609	222609	222609	222609	每股净资产	3.05	3.08	3.12	3.18
留存收益	371536	378577	387946	402119	每股经营现金流	-0.16	-0.17	0.38	0.52
少数股东权益	83903	83903	83903	83903	每股经营现金/EPS	-5.3	-1.4	2.4	2.2
权益合计	678047	685088	694457	708631	估值	2013A	2014E	2015E	2016E
负债和股东权益总计	1330488	1261168	1311464	1376903	PE	96.2	23.9	17.9	11.9
现金流量表（万元）					PEG	0.95	0.57	0.35	0.23
经营活动现金流	-35077	-37210	85402	114999	PB	0.9	0.9	0.9	0.9
其中营运资本减少	24269	-86517	23563	31281	EV/EBITDA	27.98	21.93	16.86	11.98
投资活动现金流	-153062	-95000	-93000	-97000	EV/SALES	9.81	7.55	5.47	4.02
其中资本支出	-84696	-95000	-93000	-97000	EV/IC	1.51	1.23	1.17	1.13
融资活动现金流	454484	-19433	-25861	-39119	ROIC/WACC	0.35	0.27	0.35	0.53
净现金总变化	266345	-151643	-33458	-21120	REP	4.30	4.48	3.39	2.14

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源：银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

郭怡娴，商业零售证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外地区：高兴	010-83574017	gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外地区：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn