

合计出售6处物业，向轻资本运营转型值得关注

投资要点：

1. 事件

公司公告拟将其所持的全资子公司成都公司100%的股权、内江公司100%的股权及大连公司100%的股权转让，转让价款分别为6,822.07万美元、5,948.14万美元、2,226.83万美元。

2. 我们的分析与判断

- **合计出售6处物业，贡献一次性收入3.84亿：**公司出售万贸公司60%的股权、合肥公司100%的股权、青海公司100%的股权、成都公司100%的股权、内江公司100%的股权及大连公司100%的股权，受让方为新加坡PETRA 1-PETRA 6的六家公司，实际控制人为张高波。公司投资性房地产将减少约人民币20.08亿元人民币，带来4.08亿美金的现金流入，3.84亿人民币的一次性收入，短期内盈利水平将有大幅上升。
- **平衡短期和长期利益，有利于业绩释放和可持续发展：**公司报表呈现典型的重资产特征，随着公司自有物业项目不断增加，公司资产规模也急剧增加，不仅沉淀了大量的资金，也因承担较重的折旧摊销影响了公司盈利水平。公司考虑每年出售成熟物业整体或者其中一部分，然后通过提供咨询管理服务的形式代为运营购物中心，并且形成常态后把其作为主营业务收入的一部分。
- **物业出售以售后代为经营管理为前提条件，对持续经营不会造成太大影响：**公司后续将采取管理输出的形式继续运营该目标物业，“2+2.5”的收费模式即收入的2%+息税折旧摊销前利润的2.5%收取管理费用（改收费模式为房地产信托产品国际通行的收费模式），使得未来公司咨询管理费收入增加的同时，财务费用和折旧摊销显著降低，因此综合分析，出售物业对公司持续经营不会造成太大影响。
- **向轻资本运营转型值得关注：**因为政策不允许境外发行房地产信托产品，公司只能通过这种出售然后代为管理经营的模式，且出售合同以售后代为经营管理为前提条件。公司通过这种方式，有望向轻资本运营转型。

华联股份 (000882)

推荐 维持评级

分析师

郭怡娴

电话: (8610) 66568229

邮箱: guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030001

市场数据

2014/10/22

A股收盘价(元)	3.74
总股本(亿)	22.26
流通A股股本(亿)	10.72
总市值(亿元)	83.26

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

3. 投资建议

公司近几年还处于快速扩张期，主业向好，投资收入贡献利润，上调公司14-16年的EPS分别为0.21、0.27元、0.33元，对于PE为17.8、13.85、11.3倍，公司向轻资产转型的模式在A股中尚属首例，维持公司推荐的评级。

表1：公司出售物业一览表

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	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
安徽	合肥蒙城路店	合肥市庐阳区	100%	48000	48000
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
内江	内江购物中心	内江市西林大道电信地块	100%	72028	72028
			合计	332105	255801

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

表2：公司出售物业2013年经营情况

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
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
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
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

数据来源：公司资料，中国银河证券研究部

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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。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
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@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
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn