

华联股份(000882)

公司研究/深度报告

联中信运作资本，育特色购物中心

深度研究报告/商贸零售行业

2016年12月01日

报告摘要：

● 布局多元业态，打造体验式购物中心

公司主业为购物中心运营管理，拥有丰富的零售行业经验和大量客户资源。面对电商带来的分流，公司围绕社区型购物中心的定位，打造了百货、超市、专业店、餐饮等多种业态，持续拓展体验型消费模式，聚客能力不断增强。我们认为公司未来将继续扩大“吃喝玩乐”等体验式内容的占比，以增加客流量和客户粘性，强化核心竞争力，提升业绩。

● 携手中信产业基金，发力优质股权投资

中信产业基金的管理规模和管理能力国内领先，本次定增完成后将间接持有公司18.67%股份，成为第二大股东。此前双方已合作投资了“唱吧”、“饿了么”等项目，获取收益的同时有效协助主业发展。此外，公司设立珠海子公司，主营业务为股权投资及投资管理，未来有望以财务投资和战略合作为目的，依托中信产业基金的强大资源优势发掘优质项目，并重点投资能够为主业带来协同效应的关联业态。

● BHG 零售信托上市，轻资产战略加速推进

公司轻资产运营战略清晰，2015年在新加坡发行BHG零售信托(REIT)，规模约3.94亿新元。REIT持有公司出售的五家购物中心股权，可为公司带来丰厚的信托收益和管理收入。未来公司或将继续把成熟物业出售于REIT并保留管理权，享受物业增值和运营管理收益，同时改善现金流。2016年，公司将持有的北京海融等三家控股子公司的股权全部转让于万丽镕芮（中信产业基金控制），并受托管理三家公司的购物中心，将来有望持续通过此类资本运作提高资产流动性、实现资本的循环利用。

● 催化剂

定增引入中信产业基金。

● 盈利预测与投资建议

公司发力打造体验式购物中心，积极推行轻资产战略，定增引入中信产业基金后有望借其项目资源优势开展主业关联业态的投资，培育新盈利增长点。预计2016-2018年EPS为0.08/0.16/0.23元，对应PE为51/26/19倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示

定增进展低于预期，股权投资项目表现不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,192	1,089	1,179	1,295
增长率(%)	-20.5%	-8.6%	8.3%	9.8%
归属母公司股东净利润(百万元)	221	183	365	507
增长率(%)	197.2%	-17.2%	99.4%	39.1%
每股收益(元)	0.10	0.08	0.16	0.23
PE(现价)	42.4	51.3	25.7	18.5
PB	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司公告，民生证券研究院

强烈推荐

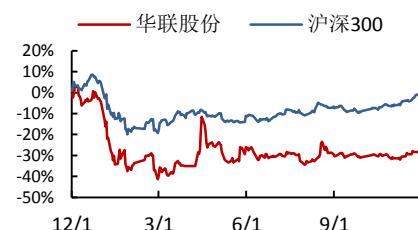
维持评级

合理估值：5.9 – 6.7 元

交易数据(2016-11-30)

收盘价(元)	4.21
近12个月最高/最低	6.28/3.45
总股本(百万股)	2226.09
流通股本(百万股)	1884.69
流通股比例%	84.66%
总市值(亿元)	93.72
流通市值(亿元)	79.35

该股与沪深300走势比较



分析师：马科

执业证号：S0100513070001

电话：010-85127661

邮箱：make@mszq.com

研究助理：赵令伊

一般执业编号：S0100115070039

电话：010-85127661

邮箱：zhaolingyi@mszq.com

研究助理：李奇琦

一般执业编号：S0100116060013

电话：010-85127661

邮箱：liqiqi@mszq.com

相关研究

- 1.《华联股份(000882)中报点评：轻资产促利润提升，股权投资步伐加快》20160812
- 2.《华联股份(000882)点评报告：资本运作再度加强，轻资产战略持续推进》20160614
- 3.《华联股份(000882)点评报告：拟设珠海子公司，股权投资再下一城》20160509

目 录

一、坐拥优质资源，专注社区购物中心定位	3
（一）专注社区购物中心定位，品牌形象优质	3
（二）定增引入中信产业基金，长期发展可期	4
二、布局多元业态，致力打造体验式购物中心	5
（一）社区购物中心市场广阔，前景向好	5
（二）大力布局体验式业态，核心竞争力不断强化	7
三、联手中信产业基金，积极推动优质股权投资	8
（一）中信产业基金实力雄厚，具备资源优势	8
（二）优质股权投资可提高资金使用率，带来丰厚收益	10
（三）联手中信产业基金，股权投资持续推进	12
四、发行 BHG 零售信托，加速推进轻资产战略	15
（一）房地产证券化有助提高运营效率，有望成为蓝海市场	15
（二）BHG 零售信托成功上市，轻资产战略日益深化	16
五、盈利预测及投资建议	20
六、风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

一、坐拥优质资源，专注社区购物中心定位

(一) 专注社区购物中心定位，品牌形象优质

公司成立于 1998 年 5 月，于 1998 年 6 月在深交所挂牌上市，2008 年主营业务由百货零售变更为购物中心运营管理，此前丰富的零售行业背景为公司提供了从事商业地产相关业务的优势条件。作为国内唯一专注于社区购物中心运营管理的专业运营商，公司积极布局优质社区物业，打造了各种商业业态和服务业态共生的组织模式，现已具备较高品牌知名度和市场影响力。

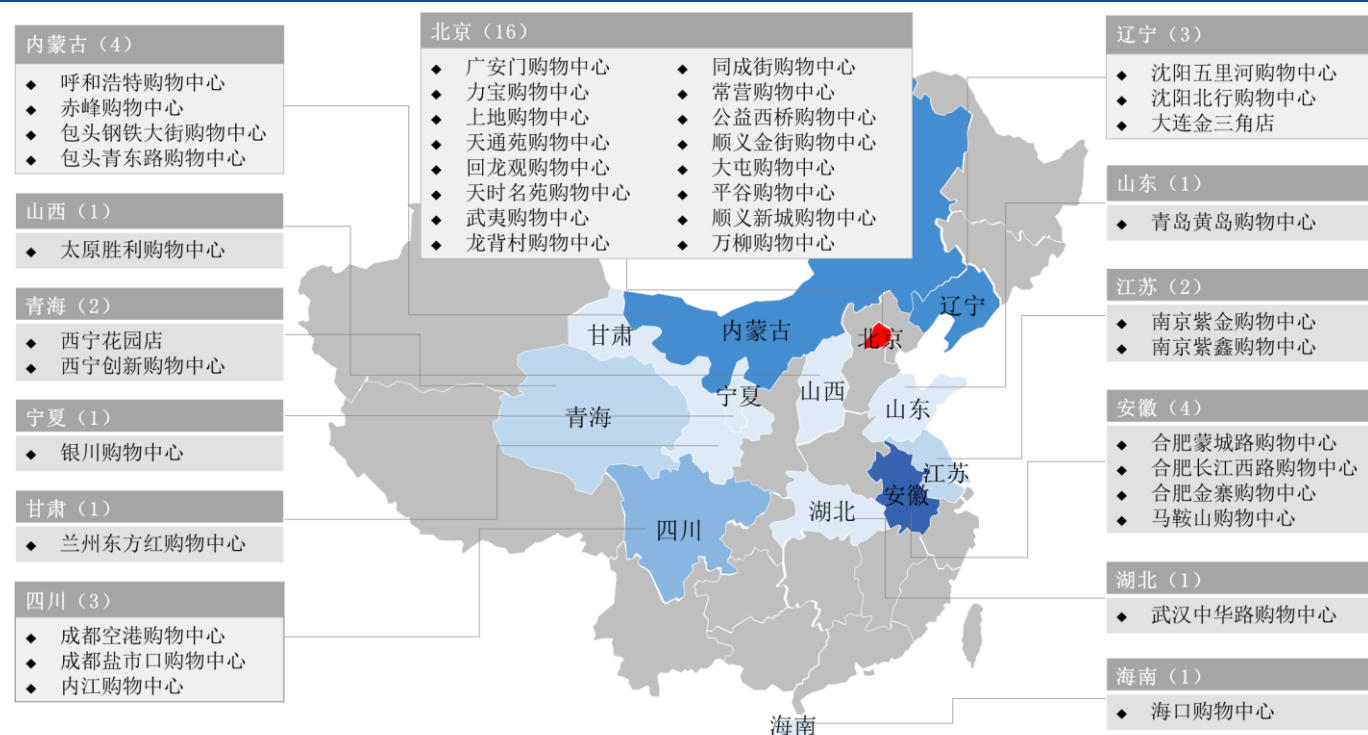
图 1：公司“华联购物中心”品牌



资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前公司已在国内十几个城市拥有 40 家购物中心，布局规划以北京地区为核心区域，有 16 家门店位于北京，其余分布于四川、安徽、江苏、辽宁、青海、甘肃等省份。未来公司将在巩固现有成熟商圈的同时积极布局二线城市优质物业，增加优质门店，为业绩的持续增长打下基础，进一步稳固在购物中心运营行业的领先地位。

图 2：公司购物中心分布情况



资料来源：BHG RETAIL REIT 公告，公司官方网站，民生证券研究院

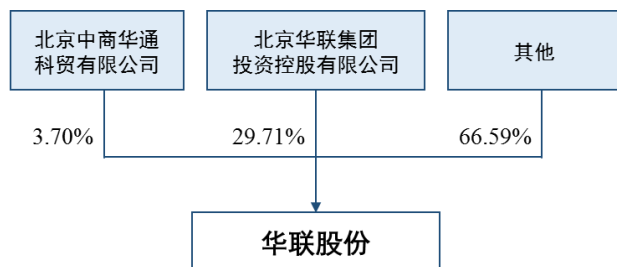
(二) 定增引入中信产业基金，长期发展可期

公司本次定增于 2016 年 11 月 30 日获得证监会条件通过，拟以 3.37 元/股向上海镭尚发行 232,444,563 股、向中信夹层发行 23,628,077 股，购买两者持有的海融兴达 100% 股权（上海镭尚持股 80.91%、中信夹层持股 19.09%）和山西华联 99.69% 股权（全部由上海镭尚持有），总作价 8.63 亿元。同时，公司拟向西藏山南发行 255,192,878 股、募集配套资金不超过 8.60 亿元，用于以上两家标的公司在建购物中心的后续建设及装修。

上海镭尚为中信夹层设立的投资实体，中信产业基金为中信夹层的基金管理人，西藏山南为中信产业基金的全资子公司。定增完成后，华联集团持有的公司股份将从总股本的 29.71% 降至 24.16%，仍为公司控股股东。上海镭尚、中信夹层和西藏山南的持股比例分别为 8.49%、0.86% 和 9.32%，中信产业基金将通过以上三家公司间接持有公司 18.67% 的股份，成为公司第二大股东。

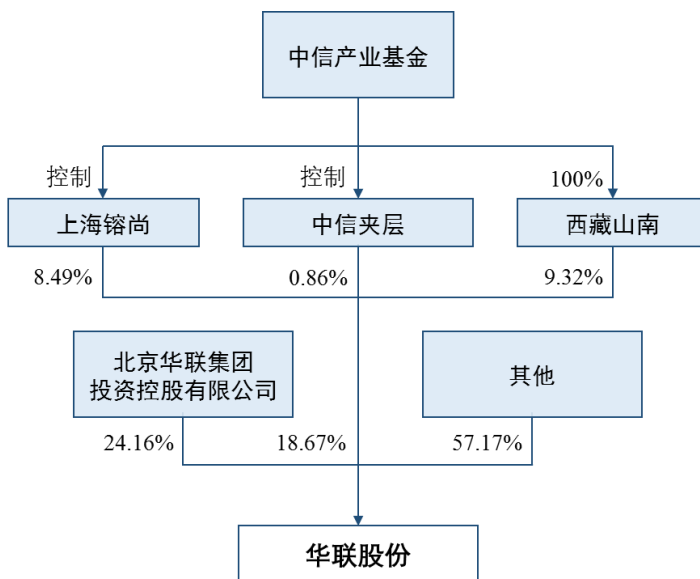
中信产业基金在商业地产的投资、建设及规划方面具有丰富的经验，在相关项目的开发、投资、融资及管理方面具备强大优势。引入中信产业基金有利于公司增强在购物中心领域的资本运作能力，并有望助力公司未来持续获取优质购物中心物业。

图 3：定增前公司股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：定增完成后中信产业基金将成为公司第二大股东



资料来源：公司公告，民生证券研究院

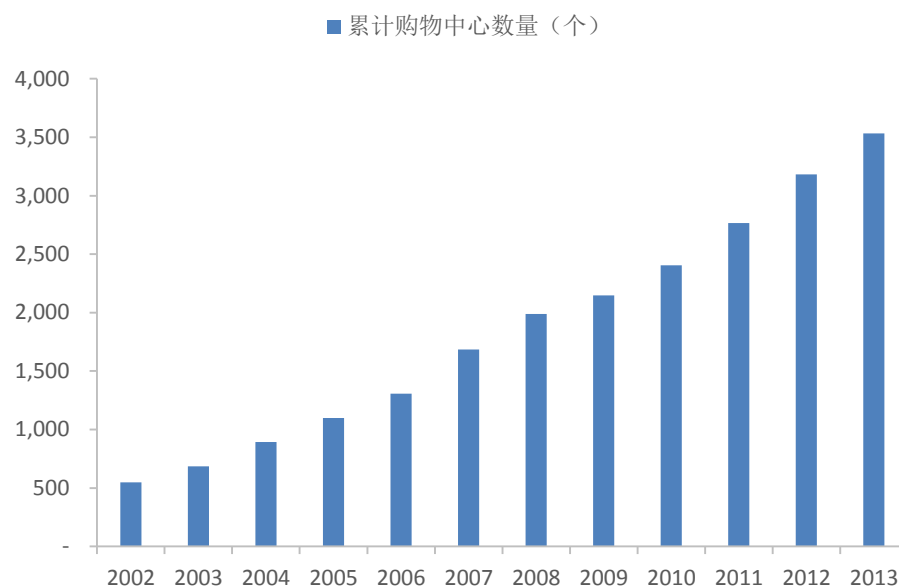
目前公司的购物中心主要集中于北京市及中东部地区，而本次定增标的公司的在建购物中心北京华联太原胜利购物市场和青岛黄岛缤纷港购物广场分别位于山西省太原市和山东省青岛市，有效加强了公司在中西部和东部沿海重点城市的布局，进一步将公司品牌向全国推广，扩大市场份额。同时，两家在建购物中心均处于所在城市的优质商圈内，具有客流量大、顾客购买力强等特点，有望为公司带来丰厚的租金回报和物业升值收益，可助力公司提高长期盈利水平。

二、布局多元业态，致力打造体验式购物中心

（一）社区购物中心市场广阔，前景向好

消费者日趋多元化的消费需求驱动了传统零售业逐步丰富门店功能、升级购物体验，向集百货、餐饮、休闲、娱乐等多业态为一体的购物中心模式转变。与其他传统零售渠道相比，我国购物中心行业发展迅速，门店总数量呈逐年增长态势。

图 5：2002-2013 年国内购物中心数量持续增长



资料来源：德勤咨询，民生证券研究院

根据搜铺网商业地产研究院的资料，2014 年国内购物中心数量已达到 4800 家左右。虽然近年来国内购物中心数量持续增长，但是与美国、日本等购物中心行业发展成熟的国家相比，仍存在较大差距。根据中购联数据，2014 年美国购物中心业态占零售业比重高达 39%，日本达 21%，而中国仅为 6%。此外，现阶段国内可满足大型社区居民需求、定位中档的社区型购物中心尤其缺少。随着居民收入的不断提高和消费结构的升级，消费者对购物体验的需求将继续增强，进而将为购物中心行业打开更大的成长空间。

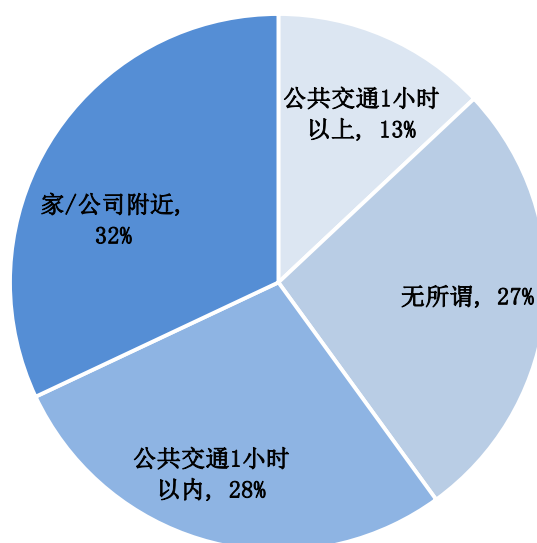
表 1：中国、日本、美国购物中心情况对比

2014 年度商业指标	中国大陆	日本	美国
全国人口	13.6 亿	1.27 亿	3.2 亿
购物中心存量	4,800 家	3,174 家	近 5 万家
购物中心新增量	约 500 家	63 家	100 余家
购物中心发展阶段	高速发展期	低速发展的成熟期	饱和成熟期后的调整期
购物中心平均可租赁商业面积	约 3.3 万方（建筑面积 6.6 万方）	约 1.5 万方	1.1 万方
购物中心年业绩	16,000 亿元	15,681 亿元	约 115,000 亿元
购物中心平均单店业绩	3.33 亿元	4.94 亿元	约 2.3 亿元
平均平效	1 万元/平方米/年	3.3 万元/平方米/年	2 万元/平方米/年
购物中心占零售业比重	6.00%	21.10%	约 39.00%
人均购物中心消费	1176 元	12347 元	35938 元
百万人口购物中心数量	3.53 家	25 家	约 155 家
百万人口购物中心营业额	12 亿元	124 亿元	约 359 亿元

资料来源：搜铺网商业地产研究院，民生证券研究院

国内购物中心市场一般可分为市区购物中心、社区购物中心和城郊购物中心。伴随我国城市面积逐步扩大、距离市中心较远的居民聚居区日益增多，贴近大型居民社区、定位中档的社区购物中心将成为最符合消费者需求的购物中心模式。根据德勤和中国连锁经营协会的共同调查结果，32%的消费者希望购物中心开在家或公司附近，28%的被调查者希望去购物中心的公共交通时长可控制在一小时以内，而地理位置方便、前往购物所需时长较短的社区型购物中心恰可以满足消费者的需求。作为社区购物中心领域的领跑者，公司拥有非常广阔的市场机遇。

图 6：消费者对购物中心距离的需求



资料来源：德勤咨询，民生证券研究院

现阶段国内购物中心大部分由地产商推动，此类公司普遍缺乏零售行业的专业背景与客户资源，运营能力有所欠缺。作为国内唯一专注于社区购物中心定位的上市公司，公司具备深厚的零售行业背景，拥有丰富的运营经验，可对旗下购物中心进行专业化、系统性的运营管理。同时，公司客户资源丰富，能够根据购物中心的市場定位、业态组合等为租户提供差异化的增值服务。目前公司已与一批国内外知名品牌建立了长期合作关系，这些主力租户和战略合作租户租赁的面积占购物中心总面积的 50%-70%，公司利用此类租户对招商的带动效应加大了招商议价筹码，并保障了稳定的租金收入。我们认为公司在购物中心行业具备先天竞争优势，看好公司长期发展前景。

（二）大力布局体验式业态，核心竞争力不断强化

公司近年来发力打造体验式购物中心，发展了百货、超市、专业店、餐饮、休闲娱乐等多种业态，不断加大体验型消费占比，并注重门店的专业规划设计和租户资源的多样组合，有效抵御了电商网购带来的分流。目前公司已引入了丝芙兰、海底捞、眉州东坡、COSTA 咖啡、嘉禾影院等知名餐饮、娱乐优质租户，有效增强了聚客能力。

图 7：公司购物中心部分新兴业态品牌



资料来源：公司官方网站，民生证券研究院

面对同质化竞争激烈的现状，能够脱颖而出的购物中心通常需要具备体验性、娱乐性以及主题化、个性化和业态多元化特征。公司未来或将继续大力发展“吃喝玩乐”等新兴体验式内容、强调观感，并专注于细分市场，引进更多的个性化、成长型的非连锁品牌，探索诸如以儿童为核心的家庭类购物中心、以年轻消费群体为目标客户的运动娱乐购物中心等主题形式，进一步实施差异化经营，以持续提升客流量和客户粘性，强化核心竞争力。

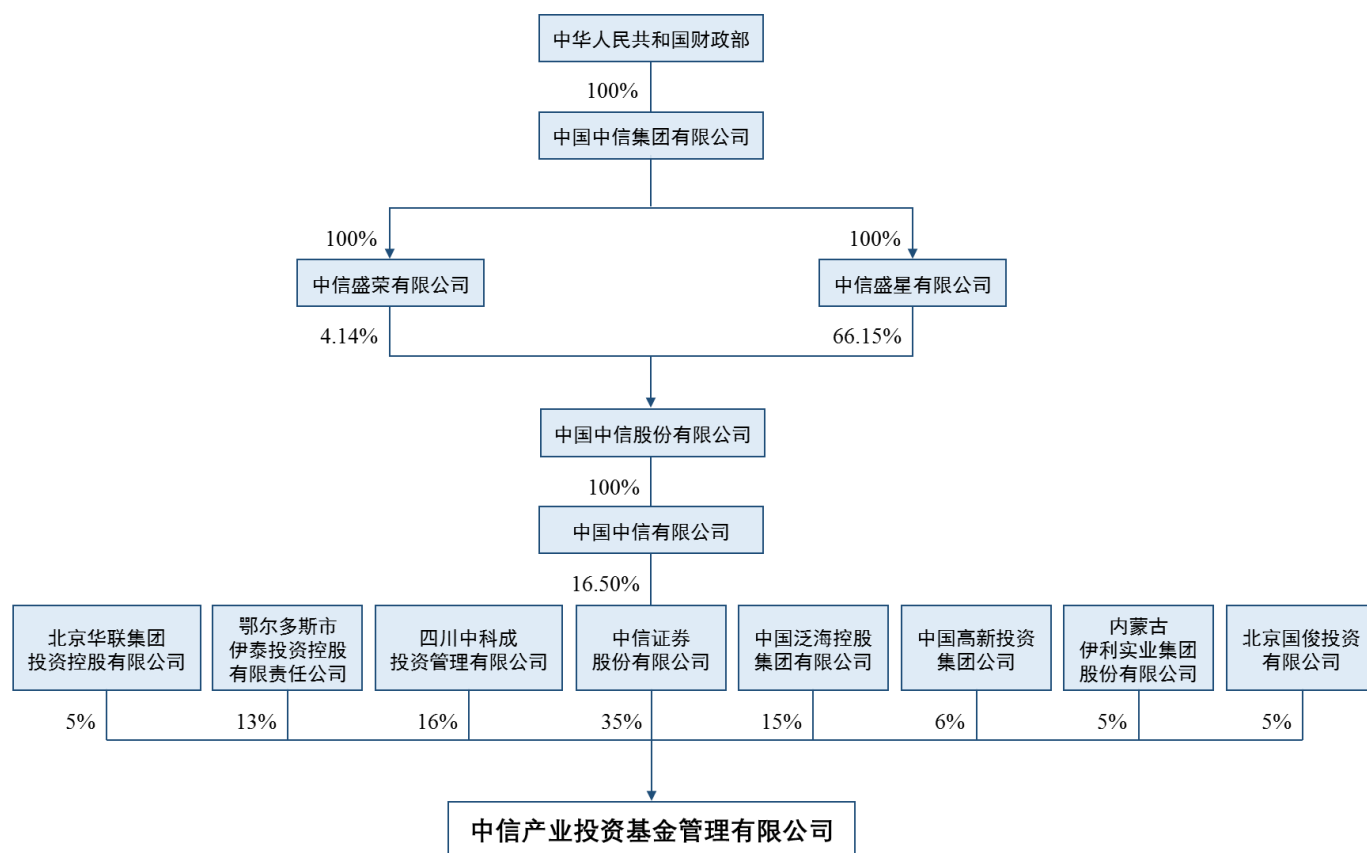
三、联手中信产业基金，积极推动优质股权投资

(一) 中信产业基金实力雄厚，具备资源优势

中信产业投资基金管理有限公司成立于 2008 年 6 月，是中信集团和中信证券从事私募基金管理业务的专业子公司，主营业务包括产业（股权）投资基金管理，发起设立产业（股权）投资基金，财务顾问、投资及投资管理咨询，股权投资及对外投资，以及企业管理等。

中信产业基金无控股股东及实际控制人，第一大股东为中信证券，持股比例 35%。公司控股股东华联集团为中信产业基金主要股东之一，持股比例为 5%。

图 8：中信产业基金股权结构

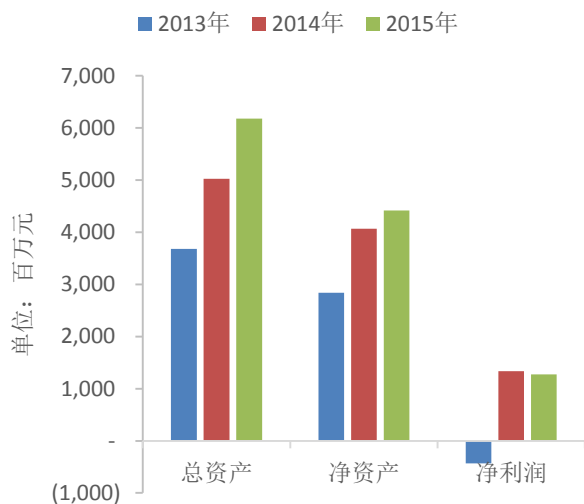


资料来源：公司公告，民生证券研究院

中信产业基金的管理规模处于国内领先地位，具有强大的影响力和号召力，2015 年获中国私募股权投资机构十强第二名。官方网站显示，中信产业基金目前管理着六只基金，资产管理规模接近 800 亿元。

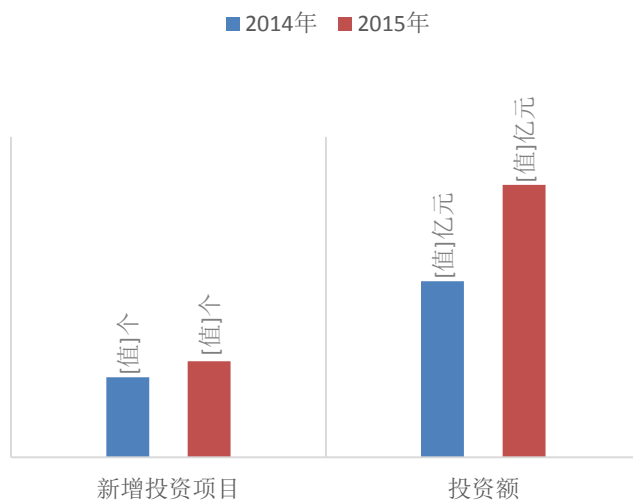
中信产业基金的业绩和项目获取能力位于国内私募行业前列。截至 2015 年底，产业基金总资产高达 61.77 亿元，净资产达 44.15 亿元，净利润达 12.74 亿元；2015 年全年新增投资项目 12 个，总投资额约 34 亿元，同比增长高达 54.5%。

图 9：2013-2015 年中信产业基金资产和净利润情况



资料来源：中信证券公告，民生证券研究院

图 10：2015 年中信产业基金投资项目数量及投资额同比增长



资料来源：中信证券公告，民生证券研究院

中信产业基金的投资策略以工业环保、医疗服务、旅游休闲商业服务等核心行业的控股型投资为主，以科技互联网、生物科技等新兴行业的少数股权投资为辅，投资项目覆盖范围广泛，涉及制造与科技、能源与材料、金融与商业服务、消费与零售、医疗与健康、科技与互联网等诸多领域。

图 11：中信产业基金投资项目覆盖范围广泛

金融与商业服务



能源与材料



制造与科技



消费与零售



医疗与健康



科技与互联网



资料来源：中信产业基金官方网站，民生证券研究院

在项目退出方面，中信产业基金坚持上市退出与并购退出并重，投资回报率较高。截至 2015 年底累计投资了 80 多家企业，其中 30 多家已经在海内外成功上市，包括百济神州、三生制药、绿叶制药、高能时代、西部黄金、新华人寿、华电重工、百隆东方、快乐购、贝因美、渤海轮渡、江河创建、会稽山、盛运环保等。

表 2：中信产业基金退出项目收益率高

企业	退出方式	首次投资时间	累计投资金额	退出时间	账面退出回报	账面回报(倍数)
百济神州	IPO	2014/10/01	15.60 万美元	2016/02/04	36.19 万美元	2.32
三生制药	IPO	2013/10/24	148.40 万美元	2015/06/11	7,584.63 万美元	6.59
绿叶制药	IPO	2012/07/25	67.50 万美元	2014/07/09	1,327.40 万美元	2.54
高能时代	IPO	2011/11/17	202.50 万元	2014/12/29	273.45 万元	1.35
西部黄金	IPO	2011/07/29	139.86 万元	2015/01/22	79.66 万元	0.57
新华人寿	IPO	2011/06/09	1,930.21 万元	2011/12/01	1,893.83 万元	0.98
华电重工	IPO	2011/04/22	205.00 万元	2014/12/11	500.00 万元	2.44
百隆东方	IPO	2010/09/27	185.00 万元	2012/06/12	251.60 万元	1.36
快乐购	IPO	2010/04/01	68.51 万元	2015/01/21	327.98 万元	4.79
贝因美	IPO	2009/12/31	50.01 万元	2011/04/12	296.10 万元	5.92
渤海轮渡	IPO	2009/09/22	375.87 万元	2012/09/06	3,758.78 万元	3.67
江河创建	IPO	2009/07/20	240.02 万元	2011/08/18	800.00 万元	3.33
会稽山	IPO	2009/07/13	187.60 万元	2014/08/25	221.50 万元	1.18
盛运环保	IPO	2009/06/26	39.00 万元	2010/06/25	170.00 万元	4.36
普茨迈斯特	并购	2012/04/17	36.00 万欧元	2013/07/01	54.90 万欧元	1.17
鲁华泓锦	N/A	2012/07/24	5.40 万元	2013/12/06	20.74 万元	3.84

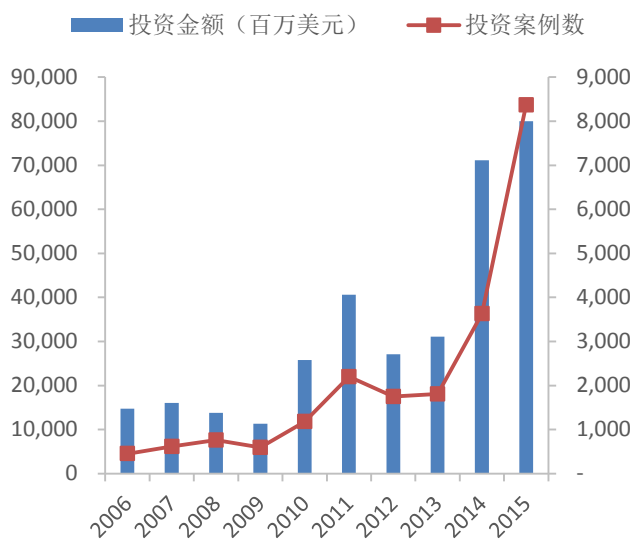
资料来源：清科研究中心，民生证券研究院

中信产业基金还拥有投资经验丰富的管理团队，成员来自国内外知名 PE 机构、投资银行以及咨询公司，核心投资专业人员平均投资相关经验在 8 年以上，是目前国内规模最大、国际化程度最高、投资经验最为丰富的团队之一，雄厚的管理实力为优质股权投资项目的获取提供了非常有利的条件。

（二）优质股权投资可提高资金使用率，带来丰厚收益

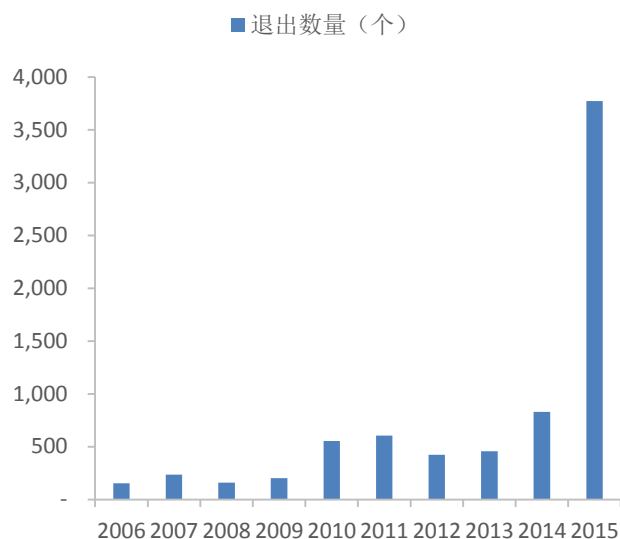
自 2009 年创业板开盘和 2012 年新三板扩容后，国内 PE 募资、投资以及退出数量均显著增长。2015 年国内新募基金数量已达到 2,970 支，为 2014 年新募基金数量的 3.99 倍，募集金额 1,191 亿美元，同比增长 53.36%；私募股权投资共发生 8,365 例，为 2014 年投资数的 2.31 倍，合计投资金额 800 亿美元，同比增长 12.38%；退出项目共计 3,774 例，为 2014 年的 4.55 倍。

图 12：国内私募股权投资项目近年增长迅速



资料来源：清科研究中心，民生证券研究院

图 13：国内私募股权投资退出项目近年增长迅速



资料来源：清科研究中心，民生证券研究院

2015 年私募股权投资项目退出数量大幅增加，主要由于 PE 退出渠道已从极度依靠 IPO 扩展为通过新三板、并购、股权转让等多种方式退出。多样化的退出方式大幅缩短了投资周期，促使 PE 投资热情不断提升。伴随未来新三板分层制度、新三板转板政策、区域股权交易所改革、上市公司再融资制度等措施的逐步推进与落地，私募股权投资行业发展将迎来更多机遇。

股权投资以出资比例获取公司收益的分红，因此，优质项目的成功退出可为私募股权投资企业带来丰厚收益。此外，私募股权投资在向目标企业注入资本的同时，还可为企业提供先进的管理经验和各类增值服务，助力企业提升整体竞争力。

表 3：国内部分上市 PE 公司（含新三板）投资回报率

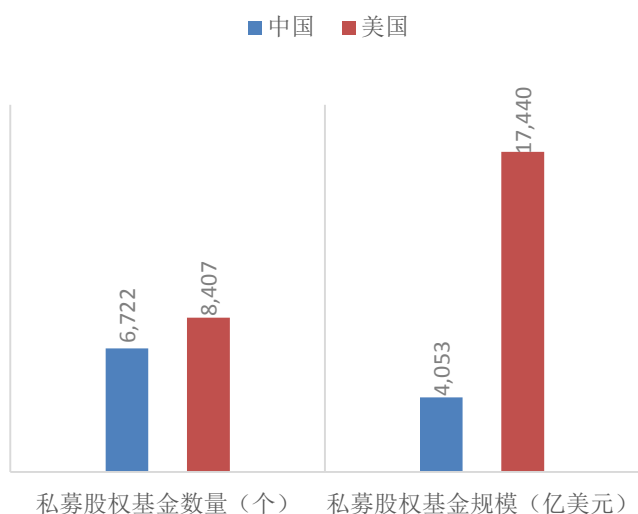
公司名称	基金规模（亿元）	在管项目		退出项目		
		数量	投资金额（亿元）	数量	退出金额（亿元）	退出 IRR（%）
九鼎投资	235	199	152.4	42	50.9	33.2
中科招商	274	201	166.8	32	30.6	27.2
硅谷天堂	111.9	111	60.6	73	70.1	31.1
同创伟业	81	153	39.8	29	18	36
联创永宣	27	86	20.6	5	1.1	30.8
博信资产	25.9	28	17.6	9	10.6	31.6
信中利	14.7	77	17.5	5	2.1	26.5
浙商创投	29	72	14	14	19.4	43.7
架桥资本	8.7	40	4	5	1.4	37.2

资料来源：清科研究中心，民生证券研究院

国内上市 PE 公司（含新三板）私募股权投资回报率很高，以 PE 行业领先企业九鼎投资为例，其退出项目年 IRR 高达 33.2%。随着投资项目逐步退出，PE 公司的利润也进入到释放期。

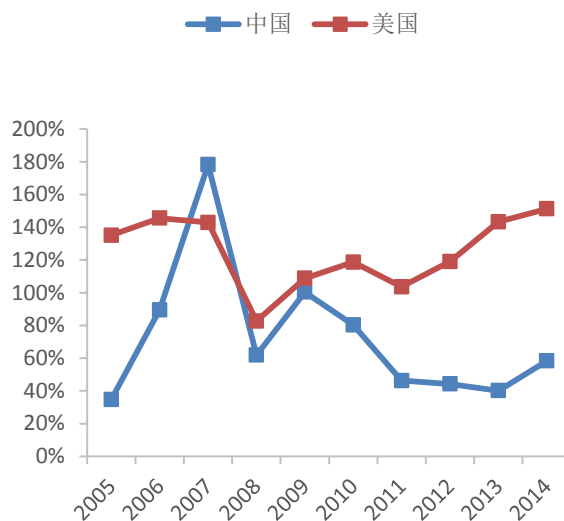
目前我国私募股权行业尚处于起步阶段，相较于美国仍有很大成长空间。截至 2015 年底，美国 PE 基金平均规模为 2.1 亿美元，而我国的平均规模为 0.6 亿美元，与美国相比存在较大差距；同时，我国证券化率（股市总市值与 GDP 总量的比值）水平与美国相比仍然较低，股权融资存在较大发展潜力，前景广阔。

图 14：相较美国，国内 PE 行业仍有长足发展空间



资料来源：中国证券投资基金业协会，民生证券研究院

图 15：相较美国，国内资产证券化率仍处于较低水平



资料来源：新浪财经，民生证券研究院

（三）联手中信产业基金，股权投资持续推进

公司及子公司已于 2015 年与中信产业基金成功合作，投资了“唱吧”、“饿了么”等优质项目，为多业态发展提供了有效的支持。

1、投资“唱吧”，差异化经营增强客户粘性

公司于 2015 年出资 1.6 亿元（占比 35.83%）参与发起设立上海信磐文化投资中心。上海信磐主要投资于北京最淘科技有限公司，后者主要运营的产品为“唱吧”和“唱吧直播间”。两大产品兼具社交、直播、娱乐、线下标准化加盟等功能模块：“唱吧”为免费的社交 K 歌手机应用；“唱吧直播间”为免费的视频互动手机应用，在“唱吧”的基础上强化了社交元素。两项应用长期占据社交类、娱乐类排行榜前列，累计激活用户规模已超过 3 亿次，活跃用户在 3,000 万人以上。

在不断拓展线上业务的同时，“唱吧”还积极扩大线下唱吧麦颂 KTV 实体店数量，以用户的分布范围和特点为基础选址，并通过组织线下活动加强用户线上线下的互动。

图 16: 唱吧麦颂 KTV 实体店



资料来源: “唱吧”官方网站, 民生证券研究院

图 17: “唱吧”与湖南卫视联合打造《我想和你唱》

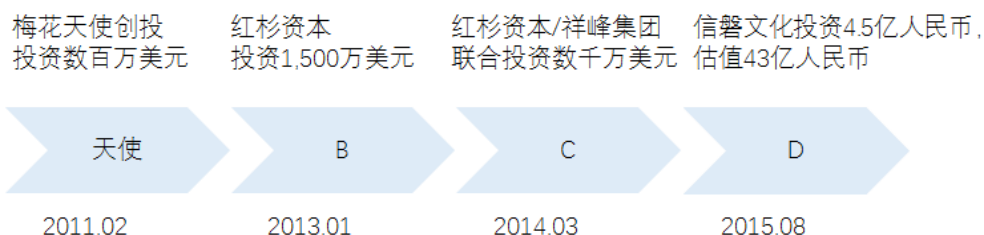


资料来源: 湖南卫视官方网站, 民生证券研究院

此外, “唱吧”用户可自主上传演唱的歌曲并吸引粉丝, 诸如千变花花、Rita 黄汐源、Yuki、杨姣 Jocelyn 等用户借此脱颖而出、成为网络红人, 使“唱吧”成为了引领“网红经济”的时尚平台之一。同时, “唱吧”还与湖南卫视联合打造了音乐综艺节目《我想和你唱》, 于 2015 年 5 月开播, 观众可通过“唱吧”APP 参加合唱, 获“赞”数最高的参与者将有机会到现场参与节目录制、和明星合唱, 极大增强了节目的互动性和观众的参与感。

投资“唱吧”促进了公司旗下购物中心与“唱吧”娱乐、社交资源的结合。公司社区购物中心门店为“唱吧”KTV 实体店提供了优质地理位置资源, 而“唱吧”实体店的加入赋予了购物中心更多娱乐属性, 可推动公司进一步开展差异化经营, 同时有助于公司门店吸引更多年轻消费者, 增加客户消费粘性, 协助公司主业发展。

图 18: “唱吧”融资史



资料来源: IT 桔子网站, 民生证券研究院

2、投资“饿了么”, 拓展 O2O 推动线上线下融合发展

公司全资子公司新加坡商业公司于 2015 年向 Rajax Holding 增资 9,000 万美元, 成为 Rajax 的股东。Rajax 主要运营的品牌“饿了么”是国内领先的移动饮食服务平台, 汇聚了数十万家餐饮商户, 已覆盖全国数百个城市、拥有数千万用户, 为用户提供简单快捷的在线订餐服务, 并为餐饮商户提供“即时配送”的物流解决方案, 是国内最大的“即时配送”服务平台。根据美团大众点评数据, 2015 年我国餐饮业 O2O 市场规模达 1,400 亿元, 比 2014 年增

长 48%，远高于整个餐饮行业 11.7% 的增速，发展迅猛。作为餐饮 O2O 行业的领先品牌，截至 2016 年 8 月，“饿了么”外卖交易平台日交易额已突破 1.6 亿元，日订单量突破 500 万单，辐射全国 1,000 余个城市，用户量超过 7,000 万人，加盟餐厅近 60 万家。

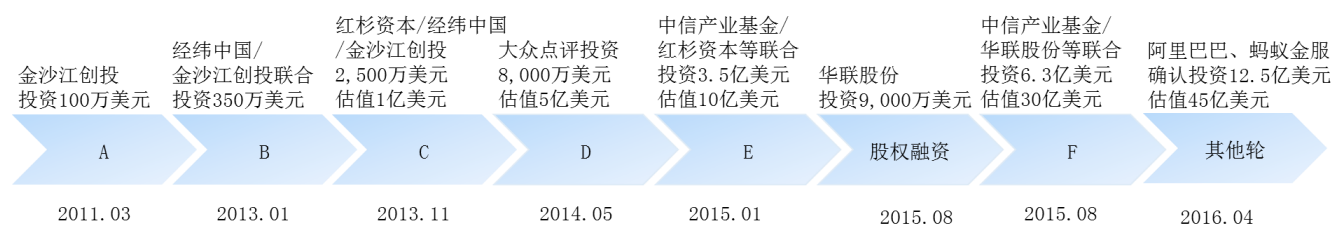
图 19：“饿了么”部分加盟商家



资料来源：“饿了么”官方网站，民生证券研究院

餐饮业态在公司社区购物中心门店的占比很高，而“饿了么”作为实力一流的 O2O 饮食服务平台，与公司有较强的业务互补性。投资“饿了么”有助于公司为社区周边居民提供更加便利的服务，促进公司线上线下融合发展、打造融合 O2O 服务的现代化社区购物中心，增强公司在行业内的综合竞争力。

图 20：“饿了么”融资史



资料来源：“饿了么”官网，IT 桔子网站，民生证券研究院

2016 年公司积极寻求对外投资机会，参与投资了以投资管理为主业的上海镭寓、隆邸天佟，以及以股权投资为主业的深圳池杉、青岛长山兴（拟）。同时，公司还设立了全资珠海子公司横琴华联，将以股权投资和资产管理为主业，主要投资与公司购物中心业务相关的上

下游行业项目。

我们认为公司将继续以财务投资和战略合作为目的，依托中信产业基金的强大项目资源优势 and 资金优势，不断发掘优质项目，提高资本运作水平和盈利能力。未来公司或将加大力度投资能够为购物中心主业带来协同效应的关联业态，例如投资餐饮、娱乐、社区服务等体验式消费内容，同时引入相应的品牌、丰富优质租户资源，持续实施差异化经营，进而提升客流量和客户粘性，强化核心竞争力。

四、发行 BHG 零售信托，加速推进轻资产战略

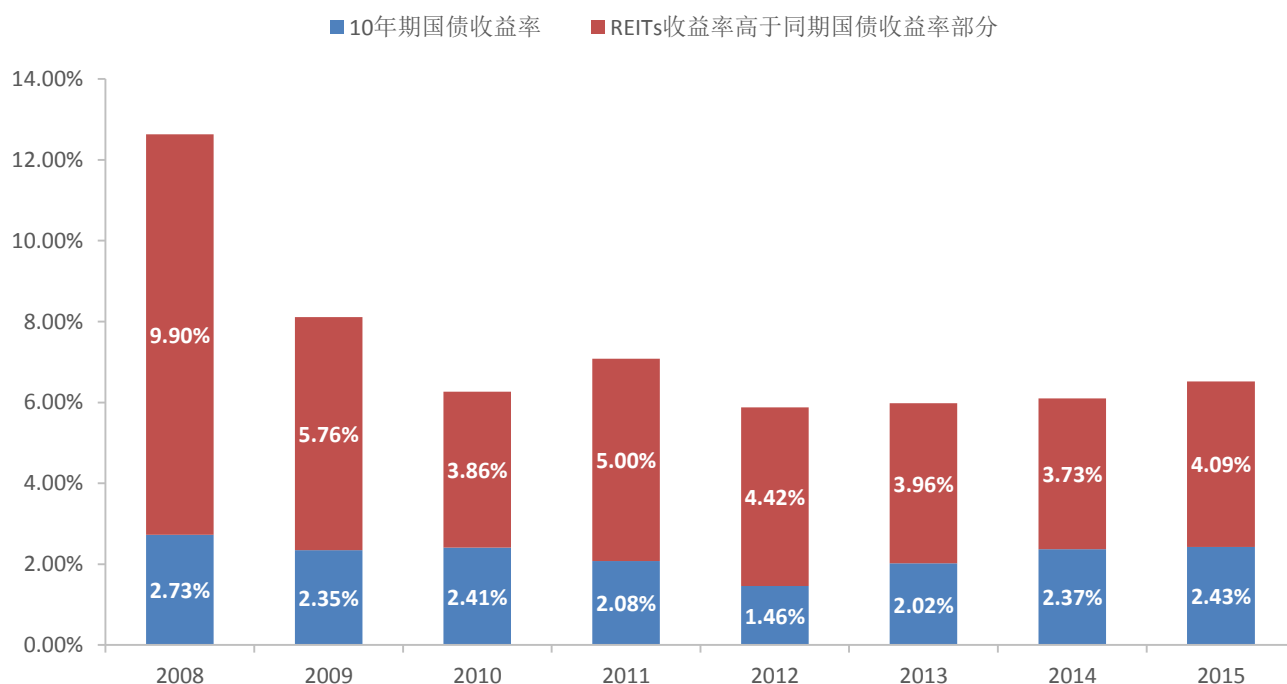
（一）房地产证券化有助提高运营效率，有望成为蓝海市场

购物中心物业的资产证券化能盘活现有房地产物业资产，降低运营成本，改善公司的现金流状况。购物中心地产通过房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts，即 REITs）进行资产证券化，能够将公司现有物业收入或租金转化成标准化的证券产品，从而加强资产流动性、提高资金周转率。

REITs 采用上市信托制、基金制模式，一般由地产投资集团、开发公司或大型资产管理公司发起设立，同一家公司针对不同的物业类型（如零售、办公、住宅、医院物业等）可设立多只不同的基金。

从投资回报率来看，REITs 的长期回报相比股票和债券更高；从发展程度来看，REITs 在美国和新加坡等国家起步较早，市场化运作较为成熟，而国内市场尚处于发展的早期阶段。

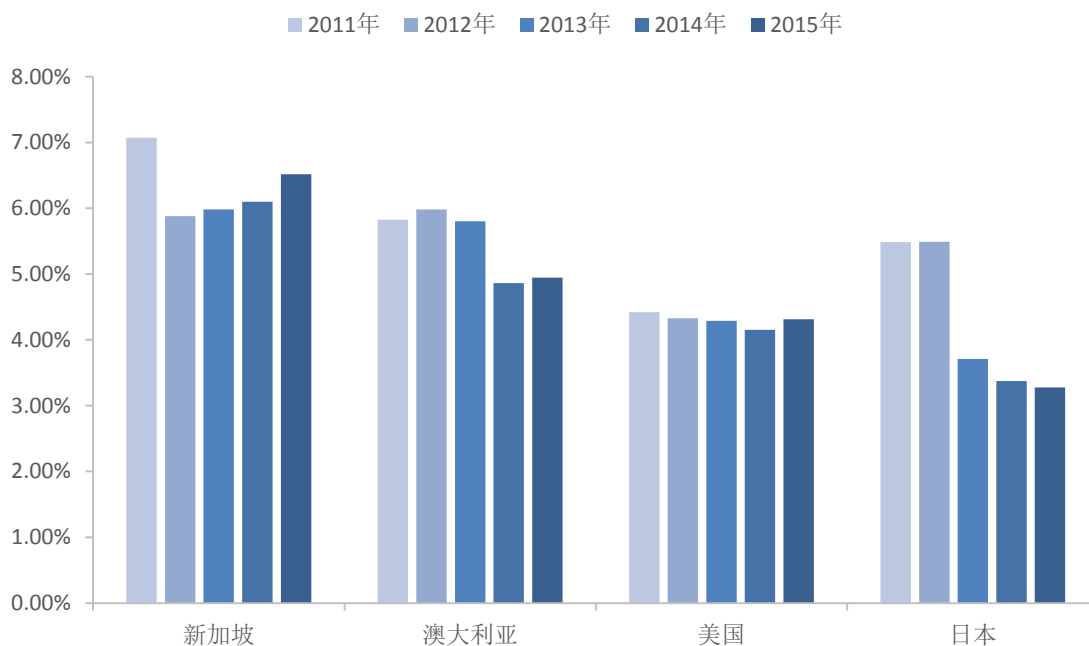
图 21：新加坡 REITs 收益率远高于同期新加坡 10 年期国债



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

新加坡的 REITs 市场规模目前居亚洲前列，为亚洲地区 REITs 募资中心，许多 REITs 持有的基础物业除了位于新加坡本国之外，还来自于中国、马来西亚、印尼等国家。近年来新加坡 REITs 市场平均收益率高于澳大利亚、美国、日本等国的平均收益率，且总体上稳中有升，因此具有较强吸引力。

图 22：近五年新加坡 REITs 市场平均收益率高于澳大利亚、美国、日本



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

REITs 市场根据不同行业可以划分为工业、零售、办公、医院以及其他类 REITs 等。其中，零售 REITs 是指持有购物中心、购物商场、以及其他零售用建筑而发售的 REITs。由于国内商业地产规模庞大、租金收入占比高，随着未来配套制度和政策的不断完善，REITs 有望快速发展，成为蓝海市场。公司的购物中心物业大部分位于国内高速发展的城市的核心商圈，租金和房产增值潜力大，REITs 运作空间广阔。

（二）BHG 零售信托成功上市，轻资产战略日益深化

购物中心具有占用资金量大、培育时间相对较长、后期收益相对稳定的特点。随着自有物业不断增加，公司承担的财务费用和折旧摊销加重，影响了盈利水平。为了减轻财务负担、增加收益、提高运营效率，公司开始推行轻资产战略，实施资产证券化并对证券化资产提供管理服务输出，以应对购物中心存在的资产重等问题。

2015 年公司发起设立了 BHG 零售信托（即 BHG Retail REIT，以下简称为 REIT），发行规模为 3.942 亿新加坡元，于 11 月在新加坡主板上市，成为首支由中国商业类型公司担任发起人的零售业房地产投资信托。公司全资子公司新加坡商业公司参与了 REIT 于新加坡证券交易所公开发行的“绿鞋”安排（即当 REIT 的承销商选择行使超额配售权时，新加坡商业

公司应认购 REIT 不超过 5% 的信托份额), 截至 2016 年 6 月 30 日, 因“绿鞋”安排, 公司持有 REIT 的份额占发行总份额的 1.19%。控股股东华联集团持有 30.10% 的份额, 为第一大份额持有人。

图 23: BHG Retail REIT 持有的五家物业外景



资料来源: BHG Retail REIT 公告, 民生证券研究院

REIT 持有公司出售的北京万贸、合肥瑞安、成都海融、青海兴联和大连华联五家公司的物业股权, 根据 Knight Frank 的估值数据 (2016 年 6 月 30 日), 目前五家购物中心资产总计 7.74 亿新元, 净可出租面积总计 15.61 万平方米, 总出租率高达 97.4%, 预计未来将继续为公司提供稳定的租金收入。

表 4: BHG Retail REIT 持有物业具体情况

项目名称	REITs 持股比例	项目性质定位	项目地理位置优势	资产评估价值 (亿新元, 2016 年 6 月 30 日 Knight Frank 估值)	净可出租面积 (平方米)	出租率
北京华联万柳购物中心	60%	一站式社区购物中心	地处具有巨大消费需求的区域“CEO 官邸”，毗邻中关村商务区、各大高校，周边人口密度大，高档小区数量多，居民消费水平高，且交通便利，项目紧邻公交总站、地铁站。	4.41 (REIT 持有 60%，即 2.65)	54,617	99.0%
北京华联合肥蒙城路购物中心	100%	一站式综合购物中心	位于合肥老商业区所在的庐阳区，人口密度大、人流车流量大，紧临写字楼群汇聚的财富广场，中高收入群体集中；交通便利，且即将建设的合肥轻轨 5 号线将经过项目地。	1.17	25,228	100%
北京华联成都空港购物中心	100%	一站式社区购物中心	地处成都新兴崛起的空港经济技术开发区圈，位于双流县，距双流国际机场仅 5 分钟车程，人流集中，目标客户群体为中高端消费者。	1.27	40,102	91.4%
北京华联西宁花园店	100%	大型超市 (BHG 超市为主租户)	位于青藏高原最大的城市西宁市，坐落于西宁的政治、文化和商业中心区域西门大十字商圈，目标客户群体为中高收入人群，周边人口密度高且为人流集中区。	0.56	20,807	100%
北京华联大连金三角店	100%	大型超市 (BHG 超市为主租户)	地处大连金三角地区，为所在区域内唯一的超市，周围为成熟居民区，位置靠近大连北部重要商业区之一华南商圈。	0.33	15,345	100%

资料来源: BHG RETAIL REIT 公告, 公司官方网站, 民生证券研究院

新加坡商业公司的全资子公司 BHG Retail Trust Management Pte. Ltd 担任 REIT 的基金管理人，收取基金管理费；新加坡商业公司的全资子公司 BHG Mall (Singapore) Property Management Pte. Ltd 担任 REIT 的物业管理人，对合肥华联、成都海融两家公司持有的购物中心进行物业管理并收取费用；公司的全资子公司成都弘顺担任 REIT 的控股子公司北京万贸的物业管理人，对北京万贸持有的购物中心进行物业管理并收取费用。

表 5: BHG Retail REIT 收费标准和预计收益

子公司名称	负责业务	费用收取标准	预计交易金额
BHG Retail Trust Management Pte. Ltd	基金管理	1) 基础费用: 为每年 REITs 可分配收益的 10%; 2) 绩效费用: 为每股可分配收益较上年增加额的 25% 和当年加权平均总信托份额的乘积	预计 2016 年、2017 年分别不超过 200 万新元、230 万新元
BHG Mall (Singapore) Property Management Pte. Ltd	物业管理	1) 每年合肥华联、成都海融总收入的 2%; 2) 每年合肥华联、成都海融净物业收益的 2.5%	预计 2016 年、2017 年分别不超过 80 万新元、90 万新元
成都弘顺	物业管理	1) 每年北京万贸总收入的 2%; 2) 每年北京万贸净物业收益的 2.5%	预计 2016 年、2017 年分别不超过 150 万新元、160 万新元

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2016 年 11 月 BHG Retail REIT 发布的三季报显示, 从上市之日起至 2016 年 9 月 30 日, REIT 的业绩表现高于预期水平 (根据 REIT 公告, 实际金额以 1 新元=4.776 人民币折算, 预测值以 1 新元=4.600 人民币折算)。

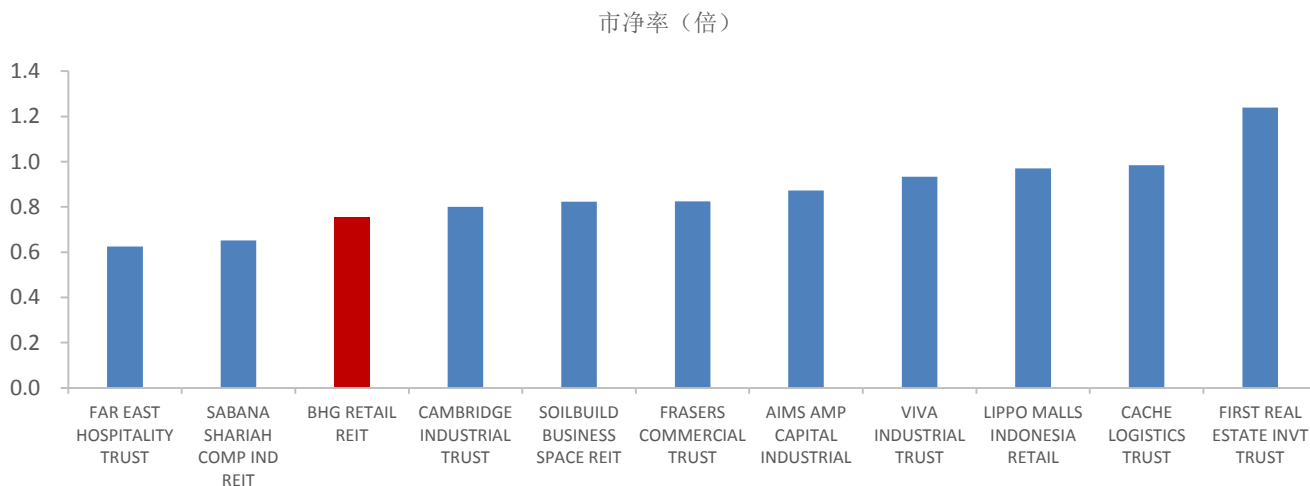
表 6: BHG Retail REIT 部分重要财务数据与预测值对比

项目 (2016 年 1-9 月)	实际值	预测值
收入总额 (人民币, 百万元)	240.89	239.12
物业收入净额 (人民币, 百万元)	152.33	147.09
分派总额 (人民币, 百万元)	68.82	64.19
每个基金单位的分派总额 (即 DPU; 人民币, 分)	19.77	18.49
年化派息率 (%; 以 2016 年 9 月 30 日收盘价计算)	7.48	7.26

资料来源: BHG RETAIL REIT 公告, 民生证券研究院

目前 BHG Retail REIT 市净率为 0.75 (2016 年 11 月 30 日数据), 低于大部分新加坡同行业可比 REITs 的市净率, 估值较低, 具有较高投资空间。

图 24: BHG Retail REIT 目前市净率较低



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

作为 REIT 的发起人、信托份额持有人、基金管理人（通过孙公司）及物业管理人（通过子公司和孙公司），公司可获得丰厚的管理收入和信托收益。通过推进资产证券化，公司可以改善现金流、优化财务结构，同时实现投资物业资本的循环利用、提升对商业物业的资本运作和管理能力。BHG 零售信托的成功发行为公司实施轻资产战略夯实了基础，未来公司或将继续把成熟后的物业出售于 REIT 并保留管理权，采用收租管理等模式，享受物业增值收益和运营管理收益。

此外，公司于 2016 年将所持有的控股子公司北京海融、龙天陆和兴联顺达各 51% 的股权转让于上海万丽镭芮投资咨询有限公司（实际控制人为中信产业基金）。三家子公司分别持有北京华联常营购物中心、北京同成街购物中心和北京亦庄力宝购物中心的物业，出售股权后，公司受托管理三家公司的物业并收取管理费，同时拥有购物中心的实际运营权。以上股权转让带来了较高的投资收益，将来公司有望持续通过此类资本运作提高资产的流动性。

五、盈利预测及投资建议

公司购物中心稳步发展，旗下拥有诸多优质自有物业资产，同时积极推行轻资产战略，实现物业价值变现。目前公司现金流充裕，本次定增引入中信产业基金后，有望借其项目资源优势加快优质股权投资步伐，培育新利润增长点。

由于股权投资项目表现具有不确定性，未来公司业绩弹性较大。参考 A 股创投概念的可比上市公司：九鼎投资 PB 为 13.34 倍、鲁信创投 5.12 倍、张江高科 3.68 倍、钱江水利 3.07 倍、电广传媒 2.06 倍、苏州高新 2.10 倍。目前公司 PB 为 1.48 倍，大幅低于行业平均水平。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.08/0.16/0.23 元，对应 PE 为 51/26/19 倍，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,192	1,089	1,179	1,295
增长率（%）	-20.5%	-8.6%	8.3%	9.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	221	183	365	507
增长率（%）	197.2%	-17.2%	99.4%	39.1%
每股收益（元）	0.10	0.08	0.16	0.23
PE（现价）	42.4	51.3	25.7	18.5
PB	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司公告，民生证券研究院

六、风险提示

定增进展低于预期，股权投资项目表现不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,192	1,089	1,179	1,295
营业成本	818	730	769	830
营业税金及附加	114	96	108	119
销售费用	313	221	265	298
管理费用	145	5	26	39
EBIT	(198)	37	10	9
财务费用	289	31	3	(25)
资产减值损失	46	0	0	0
投资收益	1,076	617	440	450
营业利润	543	173	348	484
营业外收支	(330)	0	0	0
利润总额	213	174	348	484
所得税	19	15	31	42
净利润	194	159	317	441
归属于母公司净利润	221	183	365	507
EBITDA	114	150	99	128

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3598	4342	5057	5722
应收账款及票据	41	40	44	48
预付款项	163	145	153	165
存货	0	0	0	0
其他流动资产	4	4	4	4
流动资产合计	3855	4814	5543	6227
长期股权投资	628	678	778	978
固定资产	66	48	60	85
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	9752	8840	8493	8329
资产合计	13607	13654	14036	14556
短期借款	490	490	490	490
应付账款及票据	368	377	397	429
其他流动负债	117	117	117	117
流动负债合计	1709	1598	1662	1741
长期借款	2513	2513	2513	2513
其他长期负债	2723	2723	2723	2723
非流动负债合计	5236	5236	5236	5236
负债合计	6946	6834	6898	6977
股本	2226	2226	2226	2226
少数股东权益	545	521	474	408
股东权益合计	6661	6820	7137	7579
负债和股东权益合计	13607	13654	14036	14556

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-20.5%	-8.6%	8.3%	9.8%
EBIT 增长率	-166.3%	-118.8%	-71.9%	-11.0%
净利润增长率	197.2%	-17.2%	99.4%	39.1%
盈利能力				
毛利率	31.3%	33.0%	34.8%	35.9%
净利率	18.5%	16.8%	30.9%	39.2%
总资产收益率 ROA	1.6%	1.3%	2.6%	3.5%
净资产收益率 ROE	3.6%	2.9%	5.5%	7.1%
偿债能力				
流动比率	2.3	3.0	3.3	3.6
速动比率	2.3	3.0	3.3	3.6
现金比率	2.1	2.9	3.2	3.4
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	13.6	13.6	13.6	13.6
存货周转天数	—	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.1	0.2	0.2
每股净资产	2.7	2.8	3.0	3.2
每股经营现金流	0.0	0.1	0.1	0.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	42.4	51.3	25.7	18.5
PB	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	78.6	54.9	75.9	53.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	194	159	317	441
折旧和摊销	358	112	88	118
营运资金变动	72	(77)	51	59
经营活动现金流	110	194	284	336
资本开支	351	(401)	(259)	(246)
投资	1,103	150	0	(200)
投资活动现金流	1,062	718	599	496
股权募资	96	0	0	0
债务募资	998	0	0	0
筹资活动现金流	702	(168)	(168)	(168)
现金净流量	1,875	744	715	665

资料来源：公司公告，民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司“华联购物中心”品牌	3
图 2: 公司购物中心分布情况	3
图 3: 定增前公司股权结构	4
图 4: 定增完成后中信产业基金将成为公司第二大股东	4
图 5: 2002-2013 年国内购物中心数量持续增长	5
图 6: 消费者对购物中心距离的需求	6
图 7: 公司购物中心部分新兴业态品牌	7
图 8: 中信产业基金股权结构	8
图 9: 2013-2015 年中信产业基金资产和净利润情况	9
图 10: 2015 年中信产业基金投资项目数量及投资额同比增长	9
图 11: 中信产业基金投资项目覆盖范围广泛	9
图 12: 国内私募股权投资项目近年增长迅速	11
图 13: 国内私募股权投资退出项目近年增长迅速	11
图 14: 相较美国, 国内 PE 行业仍有长足发展空间	12
图 15: 相较美国, 国内资产证券化率仍处于较低水平	12
图 16: 唱吧麦颂 KTV 实体店	13
图 17: “唱吧”与湖南卫视联合打造《我想和你唱》	13
图 18: “唱吧”融资史	13
图 19: “饿了么”部分加盟商家	14
图 20: “饿了么”融资史	14
图 21: 新加坡 REITs 收益率远高于同期新加坡 10 年期国债	15
图 22: 近五年新加坡 REITs 市场平均收益率高于澳大利亚、美国、日本	16
图 23: BHG Retail REIT 持有的五家物业外景	17
图 24: BHG Retail REIT 目前市净率较低	19

表格目录

表 1: 中国、日本、美国购物中心情况对比	6
表 2: 中信产业基金退出项目收益率高	10
表 3: 国内部分上市 PE 公司 (含新三板) 投资回报率	11
表 4: BHG Retail REIT 持有物业具体情况	18
表 5: BHG Retail REIT 收费标准和预计收益	19
表 6: BHG Retail REIT 部分重要财务数据与预测值对比	19

分析师与研究助理简介

马科，家电行业分析师，原民生证券策略分析师。

赵令伊，商贸零售、纺织服装组组长。英国帝国理工学院风险管理与金融工程学硕士，伦敦国王学院工程与商业管理学学士，2015年加入民生证券。

李奇琦，中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。2016年加入民生证券，主要负责商贸零售、纺织服装领域研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。