

北京华联商厦股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2017)010597】

**评级对象:** 北京华联商厦股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(本次债券/债项)

**主体信用等级:** AA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA(未安排增级)

**评级时间:** 2017 年 7 月 26 日

**计划发行:** 不超过 20 亿元(含 20 亿元)

**本期发行:** 基础配售 7 亿元,可超额配售

不超过 6 亿元(含 6 亿元)

**发行目的:** 调整债务结构

**存续期限:** 5 年(1+2+2)

**偿还方式:** 按年付息,到期一次还本

**增级安排:** 无

## 主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司数据:</b>				
货币资金	15.11	33.91	28.77	20.86
刚性债务	33.16	39.52	11.04	11.54
所有者权益	60.79	64.02	63.62	80.47
经营性现金净流入量	5.25	3.86	9.08	-0.99
<b>合并数据及指标:</b>				
总资产	132.66	136.07	107.48	145.88
总负债	65.63	69.46	44.92	66.00
刚性债务	52.43	58.00	38.42	58.38
所有者权益	67.03	66.61	62.55	79.88
营业收入	15.00	11.92	10.17	2.29
净利润	0.65	1.94	1.04	0.10
经营性现金净流入量	5.61	1.10	1.18	0.52
EBITDA	6.72	8.28	5.81	-
资产负债率[%]	49.47	51.05	41.80	45.24
权益资本与刚性债务比率[%]	127.84	114.84	162.82	136.84
流动比率[%]	48.83	225.48	331.80	407.35
现金比率[%]	36.20	210.50	304.39	365.44
利息保障倍数[倍]	1.21	1.63	1.47	-
净资产收益率[%]	0.97	2.91	1.62	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.58	1.63	2.06	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-20.50	17.36	-2.17	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.03	2.62	2.32	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.15	0.12	-

注:根据华联股份经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

## 分析师

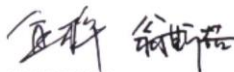
熊桦 xh@shxsj.com

翁斯喆 wsz@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com



## 评级观点

### ➤ 主要优势/机遇:

● **运营经验丰富及股东支持。**华联股份零售行业运营管理经验丰富,近年来通过专注于社区型购物中心业务的发展,已在客户及物业资源、门店运营等方面形成较好积累,并形成一定规模。且公司在经营过程中可获得股东在零售资源、融资等方面的一定支持。

● **主业现金回笼较为及时,轻资产战略的推进提升资产流动性。**华联股份购物中心主业现金回笼较为及时,能形成一定净现金流入。且 2015 年以来,公司推进轻资产化,两年合计完成 8 家项目公司的股权转让,转让价款合计约 32 亿元,为公司带来较大规模资金回笼。受此影响,公司近年来资产流动性大幅提升,货币资金较充裕,对即期债务偿付保障度高。

● **财务结构较稳健,融资手段多样。**华联股份近年来资产负债率维持在适中水平,财务风险可控。作为上市公司,公司融资手段较为多样,具有资本市场直接融资渠道。2017 年完成发行股份购买资产并募集配套资金后,公司资本实力得到进一步增强。

### ➤ 主要风险/关注:

● **行业竞争及电商冲击影响。**近年来,零售行业增速持续放缓,行业内竞争压力加大;尤其电商的快速发展对实体零售产生了重大的分流影响。实体零售企业面临的竞争及主业升级压力显著加大。

● **轻资产化后主业业绩提升压力。**随着 2015-2016 年两次轻资产化的完成,华联股份在当期利润得到增厚的同时,由于大量成熟门店的转让,造成短期内主业收入及盈利水平的弱化。公司

持续建设、培育购物中心门店，需关注后续主业盈利能力的变化。

- **购物中心业务运营风险。**随着华联股份购物中心业务的发展，持续存在门店购建、项目权益获取等方面的资本性支出需求。且在零售行业竞争加剧的背景下，公司在优质项目获取、缩短门店培育期、租赁及人工成本费用控制等方面存在较大的压力。
- **对外投资风险。**近年来华联股份推进“平台+内容”战略，在购物中心主业关联业态，以及股权投资方面投入加大，需关注相关投资风险及效益回报。
- **新增影院主业拓展及培育压力。**华联股份 2016 年新增影院运营业务，目前仍处于快速发展初期，尚未实现盈利。需关注该业务培育情况，以及拓展过程中在资金、市场竞争、人员配备等方面面临的压力。
- **关联交易风险。**华联股份在日常经营过程中与股东华联集团及其关联方的业务往来较多。公司信用质量会受到关联方运营表现的一定影响。

## ➤ 未来展望

通过对华联股份及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予了公司AAA主体信用等级，评级展望为稳定；~~认为~~本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《零售行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 北京华联商厦股份有限公司

### 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告

## 一、公司概况

该公司成立于 1998 年 5 月，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，采取募集方式设立的股份有限公司。公司设立时总股本为 17,800 万股，其中发起人股 13,300 万股，占公司总股本的 74.72%；社会公众股<sup>1</sup>4,500 万股，占公司总股本的 25.28%。2000 年 6 月，经临时股东大会审议通过，公司以资本公积金转增股本至 24,920 万股。2002 年，经公司第三次临时股东大会审议通过，公司更名为现名。

2009 年 6 月，经中国证监会《关于核准北京华联商厦股份有限公司向北京华联集团投资控股有限公司发行股份购买资产的批复》（证监许可[2009]436 号）核准，该公司向特定对象北京华联集团投资控股有限公司（简称“华联集团”）非公开发行 24,465.05 万股购买其持有的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、合肥达兴源商业管理有限公司等五家商业物业公司各 100% 的股权。此次重组完成后，公司总股本增至 49,385.05 万股，同时华联集团成为公司第一大股东。

2010 年 12 月，经中国证监会《关于核准北京华联商厦股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2010]1772 号）核准，该公司以非公开发行股票的方式向 9 名特定投资者发行人民币普通股（A 股）25,056.82 万股<sup>2</sup>，发行后公司股本总额增至 74,441.87 万股。后根据 2010 年和 2011 年年度股东大会决议，公司以资本公积转增股份的方式分别

<sup>1</sup> 社会公众股于 1998 年 6 月开始在深圳证券交易所挂牌交易，股票代码 000882。

<sup>2</sup> 发行对象包括：天平汽车保险股份有限公司、华夏基金管理有限公司、正德人寿保险股份有限公司、中邮创业基金管理有限公司、中国人寿资产管理有限公司、兴业全球基金管理有限公司、国泰君安证券股份有限公司、北京中商华通科贸有限公司、中诚信托有限责任公司。募集资金总额为 16.54 亿元。

增加股本 14,888.37 万股和 17,866.05 万股,公司总股本增至 107,196.29 万股。

2013 年,经中国证券监督管理委员会《关于核准北京华联商厦股份有限公司非公开发行股票批复》(证监许可[2013]1449 号)核准,该公司于当年 12 月实施非公开发行股票,向包括控股股东华联集团在内的 6 名特定投资者<sup>3</sup>合计发行 115,412.35 万股人民币普通股股票(A 股)。本次非公开发行股票完成后,公司总股本增至 222,608.64 万股,华联集团持有公司 29.58% 股份。

根据中国证券监督管理委员会《关于核准北京华联商厦股份有限公司向上海镭尚投资管理中心(有限合伙)等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》(证监许可[2016]3200 号),核准公司向上海镭尚投资管理中心(有限合伙)(简称“上海镭尚”)发行 23,244.46 万股、向中信夹层(上海)投资中心(有限合伙)(简称“中信夹层”)发行 2,362.81 万股购买相关资产<sup>4</sup>;核准公司非公开发行不超过 25,519.29 万股新股,募集本次发行股份购买资产的配套资金<sup>5</sup>。截至 2017 年 3 月末,购买资产事项已完成交割,配套资金也已到位,相关股票上市工作分别于 2017 年 4 月和 6 月完成。本次股份发行完成后,公司总股本增至 273,735.19 万股。截至 2017 年 6 月末,华联集团持有公司 25.00% 的股份,仍为公司控股股东。

该公司经营范围包括百货、针纺织品、包装食品、副食品等的销售;连锁店管理;商业设施出租和对销贸易、转口贸易的经营等。公司在零售行业拥有多年运营经验,并于 2008 年开始主业转型,由百货店经营转变为购物中心运营管理。近年来,公司专注于社区型购物中心业务发展,并于 2016 年开始从事影院投建及运营管理。

<sup>3</sup> 发行对象包括:华联集团、金元惠理基金管理有限公司、北京顺盛股权投资管理有限公司、泰达宏利基金管理有限公司、华安基金管理有限公司、中国人寿资产管理有限公司。共募集资金 30.82 亿元。

<sup>4</sup> 购买标的包括:山西华联购物中心有限公司(简称“山西华联”)99.69% 股权和青岛海融兴达商业管理有限公司(简称“青岛海融”)100% 股权;交易作价分别为交易作价为 44,583.81 万元和 41,712.67 万元。中信产业投资基金管理有限公司(简称“中信产业基金”)负责上海镭尚投资管理中心(有限合伙)和中信夹层(上海)投资中心(有限合伙)的日常经营事项和投资决策。

<sup>5</sup> 向西藏山南信商投资管理有限公司(简称“西藏山南”)发行股份募集配套资金不超过 8.60 亿元。其为中信产业基金全资子公司。

## 二、债项概况

### (一) 本次债券概况

经该公司董事会及股东大会批准，公司拟面向合格投资者公开发行总额不超过 20 亿元（含 20 亿元）的公司债券，其中首期基础发行 7 亿元，可超额配售不超过 6 亿元（含 6 亿元），发行期限为 5 年，附第 1 年末和第 3 年末赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	北京华联商厦股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过 20 亿元人民币（含 20 亿元）
本期发行规模:	基础发行 7 亿元，可超额配售不超过 6 亿元（含 6 亿元）
本次债券期限:	5 年，附第 1 年末和第 3 年末赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	根据簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，不超过国务院限定的利率水平
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：华联股份

截至 2017 年 3 月末，该公司已发行但尚未到期的债券本金合计为 25.00 亿元。公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息情况。

图表 2. 截至 2017 年 3 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行日期	到期日期	本息兑付 情况
15 华联股 MTN001	13.00	3 年	5.85	2015-02-04	2018-02-04	正常
15 华联股 MTN002	12.00	3 年	5.50	2015-05-28	2018-05-28	正常
合计	25.00	-	-	-	-	-

资料来源：中国债券信息网

### (二) 本次债券募集资金用途

该公司拟将本次债券募集资金用于调整债务结构。

## 三、宏观经济和政策环境

2017 年第一季度，全球经济继续复苏，但各经济体表现不一，地缘

政治因素成为影响全球经济增长的重大不确定性因素。在发达经济体中，美国经济继续回升，欧盟大部分成员国和日本经济缓慢复苏，其中德国经济复苏表现强劲。在新兴经济体中，印度经济保持中高速增长，俄罗斯经济正在逐步摆脱经济负增长状态，巴西经济亦在朝复苏迈进，南非经济仍低速增长。同时，美国新任总统的经济政策、英国脱欧、欧洲大选、叙利亚问题和朝鲜半岛问题等因素或对全球经济增长造成重大不确定性影响。

2017年第一季度，在内外需求回暖带动下，我国经济增长超预期，整体表现出稳中向好态势。物价水平呈温和上涨，就业规模扩大；居民收入稳步增长，为消费增长提供稳定前提；制造业投资增速继续上升，民间投资回暖，基建投资仍处高位，地方投资热情较高，房地产开发投资增速继续上行；进出口贸易继续好转，净出口对GDP增长贡献率扭负为正。在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧结构性改革的推动下，传统强周期性、产能过剩行业利润快速回升，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用明显，工业总体向好。房地产调控“因材施教”，从供给侧及需求侧两方面同时出发，抑泡沫和去库存并行，可有效控制热点城市房地产市场的过热势头和推动三四线城市去库存。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略和自贸区建设等持续推进，区域和省市经济建设提速，区域协同发展效应逐步显现。

2017年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策。在财政政策方面，我国财政赤字率维持3%，财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和地方政府债务置换，加强地方政府债务管理，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，我国地方政府债务风险总体上仍然可控。货币政策方面，为更好地平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，我国央行实行稳健中性的货币政策。在坚决按照“把防控金融风险放到更加重要的位置”的总体要求下，严守不发生系统性风险底线，监管机构的监管力度持续加强，对防范市场突出风险具有积极意义，有利于经济稳定和健康发展。

我国对外开放水平持续提高，“一带一路”建设深入推进，有利于我国企业“走出去”，有利于发挥我国对全球经济发展的促进作用。在人民币纳入SDR货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产配置需求不断提升、国际地位继续增强、资本项目可兑换进程持续推进，人民币兑美元汇率短期内受美联储加息和资本外流影响面临一定的贬



值压力，但是人民币不存在长期贬值的基础，人民币兑美元汇率将在合理区间运行。

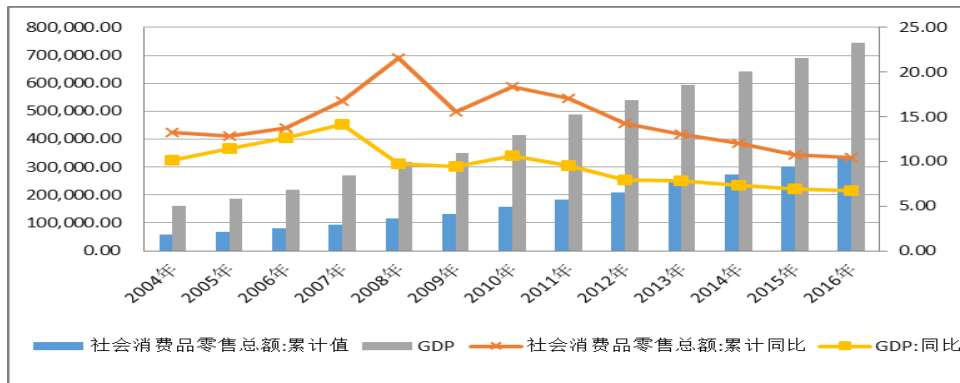
2017年是实施“十三五”规划的重要一年，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展和城镇化的发展，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长态势。同时，在国际经济、金融仍面临较大不确定性因素的外部环境下，在我国经济增长驱动力转变、产业结构优化升级的过程中，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

#### 四、公司所处行业及区域经济环境

随着我国经济的持续发展，城市化进程的推进，居民收入水平的不断提高，消费者对商品服务多样化、差异化需求的提升，长期来看，国内消费市场容量有望持续扩大，我国零售行业有着平稳增长的空间。但近年来零售行业也面临着宏观经济景气度下行、消费分流等带来的压力。

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。得益于国内经济的不断发展、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求的提升等，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。但近年来，受宏观经济下行、政府对“三公”消费进行限制、海外购物消费分流等多重因素影响，国内消费需求拉动不足，零售业增速不断下滑，至2016年已连续6年呈现下降态势。根据《2016年国民经济与社会发展统计公报》，我国全年实现社会消费品零售总额为33.23万亿元，比上年增长10.4%，增速同比继续下降0.3个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额28.58万亿元，增长10.4%；乡村消费品零售额4.65万亿元，增长10.9%。总体来看，在当前宏观环境下，预计短期内零售业或仍将延续中低速增长态势。

图表 3. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

我国人口基数的持续扩大、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的发展提供了基本支撑。2016 年末全国大陆总人口 138,271 万人，比上年末增加 809 万人，其中城镇常住人口 79,298 万人，常住人口城镇化率为 57.35%，比上年末提高 1.25 个百分点。当年全国居民人均可支配收入 23,821 元，比上年增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.3%。2016 年全国居民人均消费支出 17,111 元，比上年增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 6.8%。从居民人均消费支出来看，食品烟酒、居住、交通通信持续占据支出的前三位。其中 2016 年全国居民人均食品烟酒消费支出增长 7.0%，占消费支出的比重为 30.1%，占比较上年回落 0.5 个百分点，居民消费结构进一步改善。

政策方面，近年来，随着宏观经济增速的放缓，我国致力推动经济结构的调整，并将消费作为激活经济增长的内生动力。2011 年国家发布“十二五”规划纲要，其中提出建立扩大消费需求的长效机制，把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居民消费潜力，逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列的发展思路。2015 年，国务院发布了《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》（国发〔2015〕66 号）、《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》（国办发〔2015〕85 号）等文件，明确了消费对于推进产业转型升级，推动经济稳定增长的重要意义，旨在通过传统消费提质升级来引领产业升级，并提出要全面改善优化消费环境、支持发展消费信贷等意见，通过制度创新、技术创新、产品创新来增加新供给，满足创造新消费。2016 年国家发布“十三五”规划纲要，提出要实施创新驱动发展战略，其中重点之一是通过促进消费升级，拓展发展动力新空间。根据《国内贸易流通“十三五”发展规划》，提出我国在“十三五”期间要从流通大国走向流通强国，要通过实施消费促进、流通现代化和智慧供应链，促进流通升级；并提出“十三五”期

间，社会消费品零售总额年均增速 10% 左右的目标。同时，为促进实体零售创新转型，2016 年国务院办公厅印发《关于推动实体零售创新转型的意见》（国办发〔2016〕78 号），提出了推动商业结构调整、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持等意见，以加快对实体零售转型的推动。

总体来看，人口的增长、城市化进程的推进、居民收入水平的提高、消费结构的升级，可为零售行业长期发展提供较好基础；政府鼓励消费，以消费拉动内需、促进经济结构升级调整等政策的实行也为行业发展提供了支撑。但同时，行业发展也面临着宏观经济增速持续放缓、消费增长不足、行业竞争加剧及海外消费分流、商品质量安全事件影响消费者信心、行业监管整治等方面的挑战或压力。

**国内实体零售行业市场化程度高，零售商间竞争激烈，行业集中度总体处于较低水平。为了实现规模效应、拓展盈利空间，零售企业通过扩大门店布局、并购重组等方式拓展业务规模及业态领域。同时，随着国内电商、移动购物等新型零售模式的崛起及快速发展，对实体零售渠道的冲击加大，国内零售行业竞争及变革加剧。**

零售业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国 2001 年加入 WTO，尤其是随着 2004 年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终处于较低水平，前百名零售企业总销售额占社会消费品零售总额的比例总体不到 10%。在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商大多通过并购重组、扩大门店布局等方式进行拓展，行业竞争始终较为剧烈。同时，近年来随着电商的蓬勃发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，在零售行业景气度整体下行的背景下，各业态间竞争愈发激烈。

从实体零售业态来看，百货业在商品结构和业态定位方面经历了多次变化，实现了从传统百货业向现代百货业的转变。同时，业态的细分也更加明显，出现了社区百货、时尚百货、精品百货、购物中心、奥特莱斯等不同细分业态。国内百货业竞争较为充分，且内外资品牌较多；由于行业内仍以联营模式为主要经营方式，各百货品牌经营过程中商品同质化倾向较为突出；同时由于国内复杂的供应商体系，以及品牌知名度的区

域性，加大了百货零售商在全国范围内进行扩张的难度。从超市业态来看，近年来生鲜产品经营逐渐成为国内超市业务经营的亮点。超市企业通过农超对接、基地直采、建设生鲜配送中心等手段，提升生鲜商品的盈利能力。同时，超市运营商积极实施差异化经营，改变同质化竞争的局面，形成了高端超市、生鲜超市、社区超市、农村超市等具有明显特点的细分业态，超市的经营管理水平得到了深化。

从电商发展来看，随着淘宝\天猫、京东等一批大型电商信誉度及用户粘度的逐步提升，以及国内居民消费主力和消费模式的转变，国内物流、电子支付系统的不断完善，电商凭借其便捷性、品类选择多样性及价格等方面的优势，吸引了大量消费群体，行业发展取得了显著的成长，并对实体零售业经营造成了明显的冲击，尤其对于物流体系相对完善的一线城市而言，冲击更易显现。据中国电子商务研究中心数据显示，我国网络零售市场交易规模由 2010 年的 5,141 亿元逐年增至 2015 年的 38,285 亿元；交易规模占当年社会消费品零售总额的比重于 2014 年突破 10%，2015 年进一步升至 12.73%。根据国家统计局数据，2016 年，全国网上零售额达到 51,556 亿元，同比增长 26.2%，继续保持着较快发展。同时，近年来在大量资本补充的支持下，电商持续开展着大力度的营销、促销活动，并形成了以“双十一”、“双十二”等为代表的大型线上购物节，吸引着大量的消费者。以天猫“双十一”单日交易额数据来看，由 2012 年的 191 亿元逐年快速增至 2016 年的 1,207 亿元。但同时，国内电商发展时间仍相对较短，在税费等政策、品质保障、售后服务、物流配送等方面仍面临着进一步的风险及压力。

电商大规模的分流造成了实体零售企业营销压力的加大，以及传统节假日营销策略对顾客吸引力的降低。同时，对于实体零售企业而言，在面临线上竞争压力的同时，也持续面临着实体零售门店间竞争加剧，以及人工成本攀升、大量物业租金支出压缩盈利空间等方面的压力。总体来看，在国内经济及零售业增长放缓、电商持续分流等影响下，实体零售业态受到的冲击明显，零售商销售增速出现放缓甚至负增长，关店风险、经营业绩压力加大。

为应对行业市场的发展，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，开展线上业务，布局移动端，通过微信、手机 APP 等方式推进 O2O 模式，试图通过线上线下的融合及多渠道发展，以增加竞争力。与此同时，考虑到实体门店体验消费的价值等因素，电商企业也加大了对线下的布局，并在股权、业务等方面与传统零售商进行合作发展。

在行业变革加剧的环境下，对于传统零售商而言，能否利用自身既有网络、客户优势，积极有效地应对变革，顺应行业未来的发展趋势，将会对其可持续发展产生重大影响。目前来看，多数传统零售企业已在积极推进业务调整及革新，包括通过开展线上业务，布局移动端，加强 O2O 联动；积极进行业态、品类调整，加强自营业务比重，降低商品同质化；提升品类、单品管理力度及深度，加强消费数据研发，以为采购、招商、营销等环节提供数据支撑；试水跨境电商、消费信贷等新型业务模式，以吸引客源、增强客户体验。而这一系列尝试能否改善业绩，提升竞争力仍有待持续关注。

**从购物中心业态来看，其具备整体开发、资源共享、商品组合及功能多样、体验消费功能突出等特点，渠道吸引能力强，近年来处于快速发展阶段。但同时购物中心运营商也同样面临着电商冲击、行业竞争加剧、物业及运营成本上升等压力。**

购物中心是指多种零售店铺、服务设施集中在一个建筑物内或一个区域内，向消费者提供综合性服务的商业集合体，融合了零售业、餐饮业、娱乐业及商业地产开发等多种形态。购物中心具有开发过程的整体性、地点的便利性、景观的一致性、商品组合和功能的多样性、体验消费功能突出等特征。根据我国市场的实际情况，一般将购物中心分为社区购物中心、市区购物中心和城郊购物中心。

**图表 4. 国内购物中心业态分类标准**

业态	选址	商圈与目标客户	规模	商品售卖方式	服务功能
购物中心	社区购物中心	市、区级商业中心	商圈半径为 5 公里至 10 公里	建筑面积为 5 万平方米以内	各个租赁店独立开展经营活动
	市区购物中心	市级商业中心	商圈半径为 10 公里至 20 公里	建筑面积为 10 万平方米以内	
	城郊购物中心	城郊结合部的交通要道	商圈半径为 30 公里至 50 公里	建筑面积为 10 万平方米以上	

资料来源：国家标准化管理委员会、国家商务部、华联股份

我国城镇化的推进、居民收入水平提高、消费结构升级等因素为零售行业发展提供了支撑，尤其购物中心业态由于其所具有的多业态组合、一站式消费、体验式消费等功能特点，近年来保持了较快发展态势，扩张速度全球居前。根据 2016 年 6 月发布的《2015 年中国购物中心发展报告》<sup>6</sup>，截至 2015 年该报告所监测的 17 个大中城市已落成购物中心零售物业总存量达 6,120 万平方米；全国在建项目共 323 个，总建筑面积近 3,200 万平方米。另外，根据世邦魏理仕 2016 年 4 月发布的《全

<sup>6</sup> 由中国连锁经营协会和世邦魏理仕共同调研编纂。

球购物中心开发最活跃城市》，全球前十购物中心在建量最大的城市中有九个在中国。随着国内购物中心数量和体量的持续扩大，各购物中心之间竞争也不断加剧，尤其对稀缺优质物业资源的争夺日趋激烈。加之电商对实体零售冲击、运营成本攀升等因素，造成购物中心运营商项目运作压力加大，也对购物中心运营商经营能力提出了更高的要求。

## 五、公司自身素质

### （一）公司产权状况

作为上市公司，该公司近年来多次进行非公开发行股票，导致控股股东华联集团的持股比例有所稀释，但控制权仍保持稳定，公司实际控制人为海南省文化交流促进会。公司可在资金、商业资源等方面获得股东一定的支持。

2017年，随着该公司发行股份购买资产并募集配套资金事项的完成及华联集团增持股份，截至6月末，华联集团持有公司25.00%的股份，仍为公司控股股东，海南省文化交流促进会为公司实际控制人。同时，关联方中信产业基金<sup>7</sup>下属上海镕尚、中信夹层和西藏山南持股比例分别为8.49%、0.86%和9.32%，为一致行动人。

图表 5. 公司前五大股东持股情况

股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)
北京华联集团投资控股有限公司	684,377,499	25.00
西藏山南信商投资管理有限公司	255,192,878	9.32
上海镕尚投资管理中心 (有限合伙)	232,444,563	8.49
北京中商华通科贸有限公司	82,711,852	3.02
中信夹层 (上海) 投资中心 (有限合伙)	23,628,077	0.86

资料来源：华联股份（截至2017年6月末）

华联集团成立于1993年12月，目前注册资本为21.50亿元。华联集团旗下拥有两家上市公司——华联股份和北京华联综合超市股份有限公司<sup>8</sup>（简称“华联综超”）以及多家控股公司，经营涉及超市、百货、购物中心等零售业态。作为公司控股股东，华联集团多次参与公司非公开发行，并可在商业零售资源、融资担保等方面给予公司一定的支持。

<sup>7</sup> 华联集团持有中信产业基金5%股权。

<sup>8</sup> 股票代码600361，成立于1996年6月，主营超市业务。

## （二）公司法人治理结构

该公司法人治理结构较健全，运作较为规范。公司与控股股东及其关联方之间基于业务发展需要，存在较多关联事项，相关关联交易已履行必要流程决策及信息披露。

该公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求，设立了股东大会、董事会、监事会以及在董事会领导下的管理团队。公司董事会设有战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等四个专门委员会，为公司更好地保持经营独立性和决策科学性提供了支持。

2016年以来，因任期届满、公司运营及战略调整变化需要等原因，公司高管层存在一定人事变动，包括原董事长在内的4名董事及2名高管人员于2016年内离任。其中原董事长牛晓华先生离任后，公司选举阳烽先生<sup>9</sup>为公司董事长。相关人事变动未对公司正常运营造成重大影响。

关联交易方面，该公司制定了《关联交易管理制度》，并在《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》中对于关联交易的权限、程序等进行了规范。近年来，公司因经营战略规划及日常经营需要，关联交易较为频繁，主要体现为日常经营、存\贷款、资产收购\处置等方面，相关关联交易已履行必要流程决策及信息披露。

日常经营方面，该公司将其下属购物中心门店的部分经营场地租赁给关联企业华联综超、华联咖世家（北京）餐饮管理有限公司等开展超市、餐饮等业务；并由关联方北京华联商业设施清洁服务有限公司、北京华联第一太平商业物业管理有限公司提供部分清洁、物业服务。公司此类关联交易参照市场价格定价，交易具有持续性。关联方存款及贷款方面，公司与华联财务有限责任公司<sup>10</sup>（简称“华联财务”）签署《金融服务协议》，在华联财务开设结算账户并存款，约定每年存款最高额不超过5亿元，利率不得低于同期银行存款利率，截至2016年末，公司存款余额为4.84亿元。此外，2016年以来因发行股份购买资产并募集配套资金，轻资产化等事项的推进，公司与中信产业基金控制企业的资产收购\处置等关联交易增多<sup>11</sup>。

<sup>9</sup> 曾任交通银行广东省分行党委书记、行长。

<sup>10</sup> 华联财务成立于1994年3月，由华联集团、华联综超和该公司共同出资设立，并分别持有其34%、33%和33%的股权。

<sup>11</sup> 具体见后文分析。

### （三）公司管理水平

该公司组织机构设置较合理，通过不断健全各项内部管理制度，加强了对经营管理环节主要风险的有效控制。

该公司根据自身管理需要设置并持续优化职能部门设置，并通过制度化、规范化、精细化管理，明确了各部门之间的分工及权责。公司各职能部门之间在业务开展中基本能够做到既保持应有的独立性，同时也能保持协作顺畅。

该公司注重内控制度建设，逐步建立健全内控体系，已形成了一整套涵盖资金管理、预算管理、对外投资及对外担保等环节的内部管理制度；同时公司通过制定相关考核办法来保证经营管理目标的有效执行。

资金管理方面，该公司根据自身发展战略，科学确定投融资目标和规划，完善严格的资金授权、批准、审验等相关管理制度，制定了《投资管理手册》、《融资管理办法》、《日常资金管理制度》等。公司实行资金集中管理，由本部统一对资金进行规划和控制，明确筹资、投资、营运等各环节的职责权限和岗位分离要求，定期或不定期对资金活动情况进行评价，以确保资金安全和有效运行。

在预算管理方面，该公司制定了《全面预算管理办法》，明确公司全面预算编制的原则，公司全面预算编制以经营预算为基础，资本性支出预算为起点，加强成本费用控制为核心，实现公司战略规划为目标。公司经理办公会为实施全面预算管理的最高管理机构，以预算会议形式审议各项预算事项；公司计划财务部作为经理办公会下设预算管理办公室，负责组织公司全面预算管理工作；此外，各级预算单位通过逐级授权，分解、下达预算指标，明确各级预算编制和管理责任人，形成各级预算编制和管理组织体系。

在对外投资方面，该公司在《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《重大投资管理制度》等制度中对重大投资的权限与程序进行了明确。公司重大投资的内部控制遵循合法、审慎、安全、有效的原则，注重控制投资风险、强调投资收益。

在对外担保方面，该公司在《公司章程》中明确了对外担保的决策权属股东大会和董事会，并规定了对于对外担保事项的审批权限；同时制定了《公司对外担保管理制度》对担保行为进行规范。目前公司严格按照相关规定，履行对外担保审批程序和信息披露义务，除为关联方提供担保外，未发生其他对外担保，已发生的担保事项均已执行了相关的决策程序。



在审计方面，为规范财务管理制度，并保障各项内控制度得到有效实施，该公司设立了审计部，并根据实际运营和财务管理需要，制订了《公司内部审计管理暂行办法》等内部审计制度。公司审计部每年对公司的内控实施、高管离职、财务监控以及子公司的运营情况等事项进行审计；对财务信息、经营效率和经营效果做出评价，并将审计结果报告董事会审计委员会，由审计委员会根据审计部的审计结果对公司的内控制度实施情况进行评价。

#### （四）公司经营状况

该公司转型以来致力于社区型购物中心的发展，通过持续推进外延式扩张及内生式增长，实现了门店运营规模的扩大及运营能力的提升。随着成熟门店的增多，为获取门店物业增值收益，实现资本循环，公司于 2015~2016 年间通过推进轻资产化，实现了大量资金回笼。但同时，成熟门店的转让也造成公司短期内营收规模的下滑及主业培育压力的加大。

同时，在专注社区型购物中心业务发展的基础上，该公司近年来加强了“平台+内容”的业务布局及对外投资，需关注 2016 年新增的影院业务以及对外股权投资的效益产出及投融资压力。

该公司早期主要从事传统百货业务，自 2008 年起，经过一系列业务重组，公司主业转变为购物中心的运营和管理，并于 2010 年实现了传统百货业务的彻底退出。期间公司明确了转型后的发展战略，即以购物中心运营管理为主营业务，以社区型购物中心为发展重点，主要通过购买、租赁等形式获取购物中心资源，快速进行拓展。近年来，在专注社区型购物中心业务发展的基础上，公司积极推进“平台+内容”的业务布局，规划对娱乐、餐饮、教育等购物中心相关的内容业态进行投资，加强业务链的延伸及拓展，公司 2016 年新增影院投资建设和运营管理业务。

自业务转型以来，该公司通过门店拓展、加强运营管理等方式推动业务发展，并在股东商业资源及资本市场持续融资等外部支持下，实现了经营规模的较快扩张，2014 年公司实现营业收入 15.00 亿元，2012~2014 年营业收入复合增长率达到 32.95%。伴随着成熟门店的增多及资产规模的扩大，为提升公司资产运营效率，获取成熟项目的物业增值收益，实现滚动发展，公司筹划推进轻资产化，通过项目转让、海外 Reit 上市方式进行退出。公司项目在退出当期能获得较大规模转让收益，增厚当期

利润，同时针对被转让项目，公司后续也可通过管理输出等方式继续获取收益，但成熟门店的转让短期内仍会对营收规模及主业利润水平造成影响。2015~2016年公司先后两次进行轻资产化运作，公司并表门店数量发生减少。同时，因门店物业及周边条件变化、运营效益不达预期等影响，公司年度间存在一定关店量；以及受咨询管理服务收入减少<sup>12</sup>等影响，公司2015年以来收入规模同比出现减少，2015~2016年和2017年第一季度，公司营业收入分别为11.92亿元、10.17亿元和2.29亿元。公司近三年一期租赁及物业管理收入分别为11.49亿元、10.10亿元、8.68亿元和1.78亿元。

图表 6. 公司近年来关店及轻资产化对收入及利润主要影响情况

年份	关店情况	轻资产化情况
2014年	关店2家，相关门店2013年实现收入合计0.49亿元，净利润合计-0.12亿元。	--
2015年	关店3家，相关门店2014年实现收入合计0.41亿元，净利润合计-0.14亿元。	转让5家子公司股权，当期实现一次性投资收益9.98亿元。5家公司2014年收入合计为2.57亿元。
2016年	关店1家，相关门店2015年实现收入0.06亿元，净利润-0.13亿元。	转让3家子公司股权，当期实现一次性投资收益3.69亿元。3家公司2015年收入合计为2.31亿元。
2017年第一季度	--	--

注：根据华联股份提供的数据整理

从收入构成情况看，购物中心运营所取得的租金及物业管理费一直为该公司核心收入及毛利润来源。公司2016年开始开展影院业务，目前收入规模仍较小。此外，公司其他业务收入主要为公司购物中心业务开展过程中形成的代收公共事业费、杂费等。

图表 7. 公司2014年以来营业收入、毛利构成情况（单位：万元，%）

业务	2014年		2015年		2016年		2017年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
租赁及物业管理	114,887.92	76.61	101,009.38	84.76	86,755.65	85.31	17,801.44	77.89
咨询管理服务	18,656.41	12.44	-	-	-	-	-	-
电影放映及卖品	-	-	-	-	2,082.77	2.05	2,187.03	9.57
其他	16,429.03	10.95	18,165.46	15.24	12,861.88	12.65	2,866.85	12.54
合计	149,973.35	100.00	119,174.84	100.00	101,700.30	100.00	22,855.32	100.00
业务	2014年		2015年		2016年		2017年第一季度	
	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
租赁及物业管理	56,552.60	71.25	30,262.57	81.08	24,950.67	82.75	5,751.75	71.85
咨询管理服务	16,187.22	20.40	-	-	-	-	-	-
电影放映及卖品	-	-	-	-	1,185.01	3.93	1,258.67	15.72

<sup>12</sup> 公司2013-2014年存在对第三方购物中心项目开展管理咨询服务，该业务的开展根据项目承接情况，存在不确定性。

业务	2014年		2015年		2016年		2017年第一季度	
其他	6,627.42	8.35	7,063.33	18.92	4,015.71	13.32	994.44	12.42
合计	<b>79,367.24</b>	<b>100.00</b>	<b>37,325.90</b>	<b>100.00</b>	<b>30,151.39</b>	<b>100.00</b>	<b>8,004.86</b>	<b>100.00</b>

注：根据华联股份提供的数据整理

## 1. 购物中心业务

### (1) 运营及管理

该公司以社区型购物中心为重点发展业务，下属各家购物中心项目主要以租赁或外购\自建方式取得物业并进行经营，其中通过外购\自建方式获得的项目主要由子公司进行运营，通过租赁获得的项目主要通过设立分公司的形式进行运营。针对租赁物业，公司与物业出租方签订长期租赁合同（一般为20年），并在合同中规定优先续租权条款，以锁定物业成本，保证购物中心运营的稳定性。

购物中心项目一般需经过1~3年的培育期才能实现稳定运营，在项目运营初期，存在部分空置率、租金起点低及租金折扣等特点，但随着项目逐步过渡到成熟期，单店利润将会出现提升。公司在不断扩张的同时，重视购物中心运营质量，凭借在购物中心开发运营以及零售行业的丰富经验，已形成了较为完备的项目开发流程及较专业的项目运营管理体系，制定了《工程管理手册》、《设计管理手册》、《物业管理手册》、《运营管理手册》、《门店管理手册》等规范性文件。对于已开业门店，公司通过月度资产管理报告对项目进行日常运营的监督管理，通过采取因地制宜的租赁、市场与物业管理策略，优化租户组合，减少空置率，提高购物中心的聚客能力；对于未开业门店，公司通过项目管理报告加强工作节点控制，重视开业前期各项工作，保障项目顺利开业。

该公司购物中心业务通过出租购物中心经营面积给下游租户可以获得持续且相对稳定的现金流入。公司目前标准购物中心的业态组合模式分为主力店及商业部分，其中主力店包括超市、百货，面积占比约为35%。商业部分中餐饮、娱乐占比约为35%；服装占比约为35%-40%；儿童、家居占比约为20%-25%；剩余面积为其他配套功能服务。根据商户类型，公司与普通零售商户一般签订1年的租赁合同；与娱乐、教育、餐饮商户一般在2~3年；与战略合作伙伴的租赁期限一般为5~10年。同时，公司根据租户类型、店面面积及楼层位置等，制定有差别的租金单价及租金增长幅度。公司按月收取租金，并收取一定的保证金。公司根据项目所处商圈、客群情况及项目本身的定位，确定业态搭配。同时，公司也持续根据市场需求变化及实际经营效果，对购物中心的业态及品牌组合

进行优化调整。近年来，受电商对实体零售冲击影响，公司加大餐饮、亲子教育、娱乐等即时体验式消费在购物中心中的比重。此外，公司还计划逐步加大对上游租户资源的把控，适时通过股权投资形式延伸业务链。

该公司通过培养战略合作级的客户关系、加强市场推广和企划促销等策略，提升公司市场竞争力和客户服务水平。依托自身较丰富的商业零售业经营管理经验，以及华联集团旗下品牌<sup>13</sup>和多年来积累的外部品牌资源，公司在客户资源方面能够得到较好保障。其中，华联综超作为公司关联方，超市资源丰富，超市业态的入驻可为购物中心带来较大的客流量。此外，公司注重与大型商户和战略伙伴级客户之间合作关系的维护，与海底捞、H&M、C&A、必胜客、优衣库、无印良品、肯德基、麦当劳、沃美影城、博纳国际影院、屈臣氏等品牌运营商建立了长期合作关系。公司租户相对分散，2016年前5大客户收入占比为15.41%。

## (2) 门店情况

近三年一期，该公司新开北京顺义金街、成都机场路、内江购物中心、北京亦庄、北京平谷、内蒙古赤峰及包头等门店。同时，公司通过股权投资方式，获得项目部分权益并获得项目运营管理权。其中2016年以来公司多次合计出资7.49亿元，获得上海隆邸天佟企业管理中心（有限合伙）（简称“隆邸天佟”）41.62%份额，从而间接持有龙德广场项目<sup>14</sup>，并获得项目的运营管理权。此外，2017年4月，公司公告拟出资1亿元获得恒天嘉信（宁夏）投资中心（有限合伙）（恒天嘉信）9.79%份额<sup>15</sup>，从而获得位于安徽及银川项目的运营管理权<sup>16</sup>。

截至2017年3月末，该公司主要购物中心项目已形成以北京为核心市场，同时拓展江苏、四川、青海、辽宁、安徽、甘肃、内蒙古、宁夏等省份的市场布局。公司主要负责运营的已开业购物中心共29家，其中北京地区15家，京外地区14家；自有物业门店6家（自有物业面积约31万平方米），租赁经营物业12家、管理门店10家。

<sup>13</sup> 如华联综超、Costa咖啡（合营企业）等。

<sup>14</sup> 隆邸天佟直接持有龙德置地有限公司（简称“龙德置地”）50%股权（剩余50%股权由北京粮食集团有限责任公司持有）。龙德置地主要资产为位于北京市昌平区东小口镇的龙德广场购物中心项目。龙德广场购物中心项目于2008年开业，建筑面积约23万平方米。2016年度，其未经审计营业收入2.49亿元，净利润1.22亿元，经营活动产生的现金流量净额7.53亿元。

<sup>15</sup> 公司和北京中商华通科贸有限公司（公司第四大股东）为劣后级有限合伙人，分别占9.79%和21.55%份额。恒天嘉信持有银川华联购物中心有限公司80.92%股权（公司持有另外19.08%股权）、安徽华联购物广场有限公司99.00%股权。

<sup>16</sup> 银川项目位于银川市金凤区，2016年12月开业。此外，安徽华联购物广场有限公司所持项目位于合肥市瑶海区，项目尚在筹备中，公司未来也将负责其日常运营管理。

图表 8. 截至 2017 年 3 月末公司主要已开业购物中心项目情况

序号	项目名称	建筑面积 (万平方米)	项目所在地	物业性质	开业时间
1	广安门店	2.53	北京	自有	2009
2	上地店	6.25		租赁	2009
3	回龙观店	4.20		租赁	2009
4	通州武夷花园店	1.51		租赁	2009
5	通州天时尚名苑店	2.15		租赁	2012
6	公益西桥店	3.00		租赁	2010
7	万柳购物中心	10.59		管理	2010
8	天通苑店	5.81		租赁	2011
9	肖家河店	3.03		租赁	2013
10	同成街店	6.06		管理	2013
11	常营店	10.18		管理	2013
12	顺义金街店	9.51		租赁	2014
13	平谷店	5.62		租赁	2016
14	亦庄店	7.56		管理	2014
15	龙德广场	22.76		管理	2008
16	青海花园店	2.08	青海	管理	2008
17	西宁创新店	1.78		租赁	2011
18	大连金三角店	1.53	辽宁	管理	2008
19	沈阳昌鑫店	5.07		自有	2009
20	南京紫金店	1.26	江苏	自有	2009
21	合肥长江西路店	4.80	安徽	自有	2011
22	蒙城路店	4.97		管理	2013
23	兰州东方红店	6.00	甘肃	租赁	2011
24	成都盐市口店	3.90	四川	租赁	2010
25	成都机场路购物中心	7.19		管理	2014
26	内江购物中心	7.20		自有	2014
27	赤峰店	8.06	内蒙古	租赁	2016
28	包头店	10.25		自有	2016
29	银川店	9.53		宁夏	管理

注：根据华联股份提供的数据整理

近年来，随着成熟门店的增多，考虑到购物中心占用资金量大、培育时间相对较长、后期收益相对稳定等特点，该公司尝试开展轻资产战略，通过资产证券化并对证券化资产提供管理服务输出的方式提高运营效率。公司于 2015 年内陆续向目标公司出售了所持 5 家子公司<sup>17</sup>全部股权（转让价款合计 22.13 亿元），相关子公司分别负责北京万柳购物中心、安徽蒙城路店、青海花园店、成都机场路购物中心及大连金三角店 5 家已开业购物中心项目。当年 12 月，公司全资子公司 BHG（新加坡）商业管理有限公司作为发起人，以出售的 5 家购物中心作为基础资产的

<sup>17</sup> 包括北京华联万贸购物中心经营有限公司 60% 股权、合肥华联瑞安购物广场商业运营有限公司 100% 股权、青海兴联置业有限公司 100% 股权、成都海融兴达置业有限公司 100% 股权以及大连华联商用设施运营有限公司 100% 股权，交易价格分别为 90374.29 万元、47775.45 万元、24803.48 万元、44685.67 万元和 12632.90 万元，出售日在当年 6 月 30 日至 9 月 30 日之间。目标公司为境外自然人设立的 Petra 1 (China) Mall Pte.Ltd、Petra 2 (China) Mall Pte.Ltd、Petra 3 (China) Mall Pte.Ltd、Petra 4 (China) Mall Pte.Ltd、Petra 6 (China) Mall Pte.Ltd。BHG Retail Reit 设立后，受让了境外自然人所持上述所有股权。

BHG Retail Reit 在新加坡证券市场发行上市<sup>18</sup>。BHG Retail Reit 的份额为权益类份额，与股票类似，投资者可以在二级市场上进行买卖，流动性较好。受上述股权转让影响，公司相关门店租赁及物业管理业务出现减少。但同时，公司受托对相关购物中心提供物业管理服务，进行管理输出，仍可形成一定管理服务收入<sup>19</sup>。此外，公司下属企业担任 BHG Retail Reit 的基金管理人，也能获得基金管理费收入<sup>20</sup>。2016 年当期物业管理费及基金管理费收入分别为 994.09 万元和 996.06 万元。2016 年，公司继续推进轻资产战略，年内先后向上海万丽镭芮投资咨询有限公司<sup>21</sup> 转让所持有的北京海融兴达商业管理有限公司 51%、北京龙天陆投资有限责任公司 51% 及北京兴联顺达商业管理有限公司 51% 股权，转让款合计 10.06 亿元（已到位）。同时，公司亦受托对相关亦庄店、同成街店和常营店三家购物门店进行管理。截至当年末，相关物业管理费收入合计 386.79 万元。后续来看，考虑到成熟门店已大量转让，公司主业盈利压力加大等因素，短期内公司将以提升门店运营效率及效益为重点，未计划持续推进轻资产化。

后续项目方面，该公司目前在建项目主要为 2016 年发行股份购买资产注入项目，即山西华联和青岛海融负责在建的太原胜利路购物中心项目和黄岛缤纷港购物广场项目，拟分别使用配套募集资金 2.33 亿元和 6.27 亿元，两个项目扣除项目注入时已完成投资及配套募集资金后，资金缺口在 6 亿元左右，拟使用自有资金及外部融资解决。截至 2017 年 3 月末，公司储备购物中心项目共计 11 个。随着 2016 年发行股份购买资产并募集配套资金的完成，公司引入中信产业基金作为战略性投资人。中信产业基金在商业地产的投资、建设及规划方面具有较为丰富的经验，双方战略合作关系的建立，预计将有助于进一步增强公司在购物中心资源获取以及资本运作方面的能力。

**图表 9. 截至 2017 年 3 月末公司主要在建购物中心项目情况**

项目名称	建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	建设周期
太原胜利路购物中心项目	8.01	4.51	2.61	2013-2017

<sup>18</sup> 股东华联集团认购 BHG Reit 30.10% 的份额，为第一大份额持有人。公司根据“绿鞋”安排，即当 BHG Reit 的承销商选择行使超额配售权时，公司应认购 BHG Reit 不超过 5% 的份额。截至 2016 年末公司持有 2.11% 份额。

<sup>19</sup> 主要包括项目每年总收入的 2.0% 及净物业收益的 2.5%。

<sup>20</sup> 主要收取标准为：基础费用（每年 BHG Retail Reit 可分配收益的 10%）；绩效费用（每股可分配收益较上年增加额的 25%，乘以当年加权平均总信托份额）。

<sup>21</sup> 实际控制方为中信产业基金。

项目名称	建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	建设周期
黄岛缤纷港购物广场项目	24.21	17.56	5.97	2014-2018
合计	32.22	22.07	8.58	—

注：根据华联股份提供的数据整理

资金方面，该公司近年来利用自有资金、银行借款、债券市场、资本市场融资、轻资产化等多样化方式筹措资金，保障业务发展需求。2013年12月，公司成功实施非公开发行股票，净募集资金30.28亿元；2016年公司推进发行股份购买资产并募集配套资金8.60亿元（于2017年完成）。2015~2016年公司通过轻资产化，共计转让8个项目，取得转让款合计32.19亿元。

## 2. 影院业务

近年来在持续专注社区型购物中心业务发展的基础上，该公司积极对娱乐、餐饮、教育等购物中心内容业态进行投资，推进“平台+内容”的业务架构。2016年，公司与江苏耀莱影城管理有限公司<sup>22</sup>（简称“江苏耀莱”）合作成立北京华联电影院线有限公司（简称“华联院线”）。华联院线注册资本2亿元（公司持股比例83%<sup>23</sup>），主业从事影院投资建设和运营管理业务。

影院业务与购物中心业务协同效应较明显，影院业务能为购物中心带来较多的人流量，聚客能力较强，同时购物中心业务也能为影院业务发展提供物业平台。该公司影院业务拓展速度较快，截至2017年3月末，华联院线已拥有7家影院，65块银幕，物业全部采用租赁方式获取。华联院线通过网络平台及影院柜台模式进行电影票销售，合作院线包括上海联和电影院线公司、中影数字院线（北京）有限公司、江苏幸福蓝海院线有限责任公司和广州金逸珠江电影院线有限公司。2016年和2017年第一季度，公司旗下影院观影人次分别为73.86万人次和82.65万人次；平均上座率分别为16.7%和18.9%<sup>24</sup>。2017年，公司计划继续新开8家影院，新增银幕73块，预计总投资1.30亿元，截至3月末已投入650万元。

图表 10. 截至2017年3月末公司影院业务情况

序号	影院名称	物业性质	所处区位	开业时间	银幕数量(块)
1	顺平影院	租赁	北京市平谷区	2016年07月	7
2	包头影院	租赁	内蒙古包头市青山区	2016年10月	7
3	赤峰影院	租赁	内蒙古赤峰市松山区	2016年12月	5
4	银川影院	租赁	宁夏银川市金凤区	2016年12月	7

<sup>22</sup> 上市公司文投控股（600715）全资子公司。

<sup>23</sup> 江苏耀莱以成都影院及合肥影院两家公司100%股权作为对价，占17%权益份额。

<sup>24</sup> 近年国内影院平均上座率在14-15%。

序号	影院名称	物业性质	所处区位	开业时间	银幕数量(块)
5	重庆影院	租赁	重庆市沙坪坝区	2016年12月	23
6	合肥影院	租赁	安徽省合肥市庐阳区 蒙城路	2016年06月	8
7	成都影院	租赁	四川省成都市双流区	2016年06月	8

注：根据华联股份提供的数据整理

华联院线主业收入主要来自于电影票房收入、卖品收入以及广告收入等。其中影院获取的票房收入将根据与院线协议，按约定的分账比例将相关收入支付给院线方，该部分构成了主业成本的主要部分<sup>25</sup>。华联院线 2016 年实现营业收入 0.22 亿元，净利润亏损 0.05 亿元，主要是公司影院业务开展时间较短，短期内开办成本高。近年来，在国内影视票房快速增长及大量资本涌入的驱动下，影院及银幕数量持续增长，而随着 2016 年国内电影票房增速的放缓，未来行业竞争压力或将持续加大。华联院线成立时间较短，目前规模较小，其后续发展及盈利水平有待持续关注。

### 3. 发展规划

从发展规划来看，该公司在持续提升购物中心运营管理业务水平的同时，围绕购物中心平台，积极投资发展关联业态。公司以“平台+内容”为发展思路，以娱乐、教育、餐饮等购物中心关联产业为重点布局方向，丰富购物中心内容业态，并为公司开拓新的业务板块。此外，公司将继续发掘优质投资机会，完善产业链布局，拓展公司盈利能力；同时发挥资本市场作用，通过设立、参与投资产业基金的形式，联合战略投资人，获取优质项目、拓展公司业务规模，推进公司业务发展。

在关联业态对外投资方面，2015 年该公司以增资形式向 Rajax Holding 投资 9,000 万美元，成为其股东，Rajax Holding 主要运营移动饮食服务平台“饿了么”。截至 2016 年末公司对其持股比例为 3.15%，作为财务投资人，公司目前计划适时通过出售股权方式获得投资收益。同年，公司作为有限合伙人之一，与合作方共同设立上海信磐文化投资中心（有限合伙）（简称“上海信磐”），其中公司出资 1.60 亿元（占 38.32%）<sup>26</sup>。上海信磐主要投资北京唱吧科技股份有限公司（简称“唱吧科技”）<sup>27</sup>。此外，2016 年以来公司先后投资深圳池杉常青股权投资

<sup>25</sup> 一般而言影院总票房中扣除 5% 电影事业发展专项基金及 3.3% 税费后为可分账票房；在可分账票房中影院抽成 50%。

<sup>26</sup> 据公司于 2017 年 6 月 30 日发布的《转让上海信磐合伙份额的公告》，公司将持有的上海信磐合伙份额对外转让给北京龙天陆房地产开发有限公司。

<sup>27</sup> 原名北京最淘科技有限公司。唱吧科技是国内移动音乐行业内的知名企业，主要从事移动 K 歌软件的开发与运营，通过“唱吧 APP”等应用软件为个人用户提供“听、唱、看”等多种形式的音乐娱乐服务，同时向个人用户销售与音乐娱乐活动相关的耳机、麦克风等智能硬件产品，



中心（有限合伙）（简称“深圳池杉”）、长山兴（青岛）商业资产投资中心（有限合伙）（简称“长山兴青岛”）、合肥广韬半导体产业投资中心（有限合伙）（简称“合肥广韬”），合计资金投入 5.6 亿元。深圳池杉、长山兴青岛和合肥广韬投资领域分别为金融、商业地产及半导体行业企业。公司对外投资回收周期及收益性存在不确定性，需持续关注。

## （五）公司财务质量

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2014~2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 107.48 亿元，所有者权益为 62.55 亿元（其中归属于母公司所有者权益 62.22 亿元）；2016 年度实现营业收入 10.17 亿元，净利润 1.04 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.16 亿元）；经营活动产生的现金流净额为 1.18 亿元。

截至 2017 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 145.88 亿元，所有者权益为 79.88 亿元（其中归属于母公司所有者权益 78.57 亿元）；2017 年第一季度实现营业收入 2.29 亿元，净利润 0.10 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.10 亿元）；经营活动产生的现金流净额为 0.52 亿元。

该公司近年来净利润波动较大。随着前期轻资产化的推进及成熟门店的大量转让，需关注公司后续主业盈利表现。依靠多次非公开发行，公司权益不断增厚，负债经营程度保持在适中水平；加之轻资产化后，公司资产流动性有所提升，货币资金较充裕，可为即期债务偿付提供支撑。

## 六、公司财务分析

### （一）公司盈利能力

该公司自 2015 年以来实施了两次轻资产化，共计出售 8 家旗下购物

中心股权，在当期获得一次性大额投资收益的同时，也造成营业收入及毛利规模出现大幅下滑，公司净利润波动性加大。随着成熟门店的大量转让及新增影院业务的开展，需关注公司后续主业培育及盈利表现变化。

2014~2016年及2017年第一季度，该公司营业毛利分别为7.94亿元、3.73亿元、3.02亿元和0.80亿元。2015年以来公司推进轻资产战略，出售多家成熟购物中心门店，同时未再开展咨询管理服务等，导致营业毛利大幅下降。同期，公司综合毛利率分别为52.92%、31.32%、29.65%和35.02%，2015~2016年在轻资产战略下，公司出售成熟购物中心，导致培育期门店占比上升，租赁及物业管理业务毛利率大幅下降；2017年第一季度毛利率上升，主要因购物中心业务加强门店培育及调整，毛利率有所回升，且高毛利率的电影放映及卖品业务收入规模扩大所致。

从期间费用上看，该公司期间费用率处于较高水平。2014~2016年及2017年第一季度，公司期间费用分别为6.47亿元、7.47亿元、6.57亿元和1.54亿元，期间费用率分别为43.11%、62.68%、64.62%和67.36%。随着并表门店减少，公司期间费用总体有所减少，但储备门店开办费用及培育期门店费用支出居高，以及人工及租赁成本的上升，使得公司费用控制压力加大。

2014~2016年及2017年第一季度，该公司投资收益分别为0.70亿元、10.76亿元、6.04亿元和1.02亿元。主要是2015年公司出售5家子公司股权，2016年再次出售3家子公司股权，以及2017年第一季度出售所持全部信达集团股票，从而获得大额投资收益，但相关投资收益缺乏稳定性。此外，2014~2016年及2017年第一季度，公司营业外净收入分别为0.02亿元、-3.30亿元、-0.46亿元和0.02亿元。营业外收入主要来源于罚款和赔款收入，额度较小；营业外支出主要来源于关店等因素造成的非流动资产处置损失及赔偿支出，其中2015年因关闭3家门店及清理储备项目，形成较大额度的资产处置损失及完工资产、终止项目的清理损失。

2014~2016年及2017年第一季度，该公司营业利润分别为0.87亿元、5.43亿元、1.70亿元和0.20亿元，净利润分别为0.65亿元、1.94亿元、1.04亿元和0.10亿元。自2015年实施轻资产战略以来，公司营业毛利大幅下降，投资收益成为公司最主要利润来源，利润波动较大。同时，期间费用居高不下及门店项目调整造成的损失对公司利润造成不利影响。2014~2016年，公司总资产报酬率分别为3.00%、3.84%和3.03%，

净资产收益率分别为 0.97%、2.91%和 1.62%，资产盈利能力偏弱。

随着成熟购物中心门店的大量转让，以及主业培育调整压力的加大，该公司预计短期内不会再推进轻资产化；同时随着新增影院业务的开展，需关注公司后续主业培育及盈利表现变化。

图表 11. 公司盈利来源及构成分析 (单位: 亿元)

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 第一季度
营业毛利	7.94	3.73	3.02	0.80
投资净收益	0.70	10.76	6.05	1.02
营业外净收入	0.02	-3.30	-0.46	0.02
合计	8.66	11.19	8.60	1.83

资料来源：根据华联股份所提供数据整理、绘制。

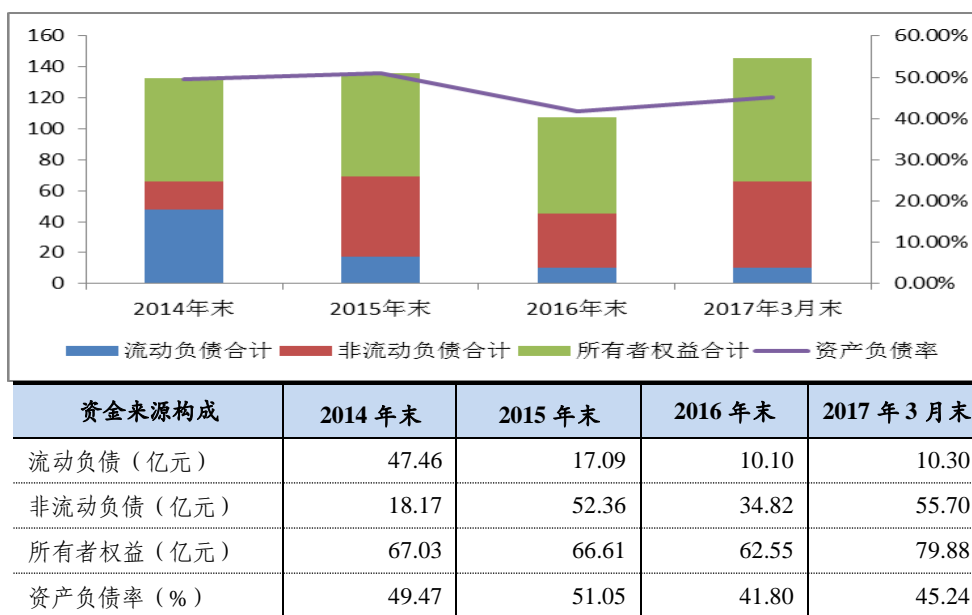
## (二) 公司偿债能力

该公司近年来债务规模相对平稳，且债务结构有所改善，负债经营程度保持在适中水平，但公司负债中刚性债务所占比重仍较高。公司主业现金回笼较为及时，但主业拓展及对外股权投资的进行使得公司面临持续的资本性支出压力。2015 年以来公司通过推进轻资产化，以及发行股份购买资产并募集配套资金的完成，公司资本实力得到增强，资产流动性明显提升。公司目前货币资金较充裕，对即期债务偿付保障度高。

### 1. 债务分析

随着该公司业务的发展，其在项目投资、物业收购、门店装修改建等方面的资本性支出规模较大。除主业回笼资金外，公司还通过银行借款、非公开发行股票、发行债券等方式进行融资。此外，2015 年以来公司推进轻资产化，相继出售 8 家子公司股权，收回大量资金。2014~2016 年末及 2017 年 3 月末，公司负债总额分别为 65.63 亿元、69.46 亿元、44.92 亿元和 66.00 亿元，存在一定波动但总体平稳。2017 年第一季度，因非公开发行股份购买资产并配套募集资金到位，公司资本实力得到进一步增强。同期末公司资产负债率分别为 49.47%、51.05%、41.80%和 45.24%，保持在适中水平。

图表 12. 公司财务杠杆水平变化趋势 (单位: 亿元, %)



资料来源: 根据华联股份所提供资料整理、绘制。

从债务期限结构看, 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 38.28%、306.31%、344.62%和 540.75%。2015 年以来随着短期债券的到期兑付和中长期债券的发行, 非流动负债占比提高, 债务结构得到改善。

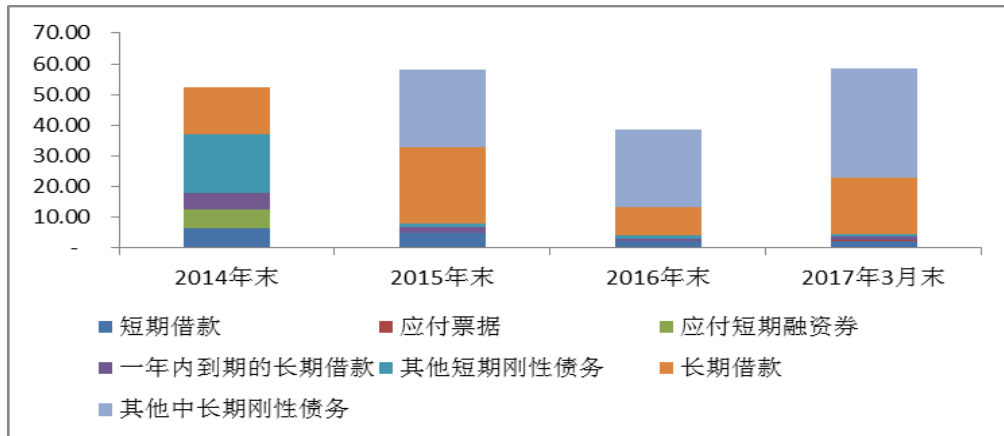
从债务构成情况看, 2016 年末, 该公司流动负债为 10.10 亿元, 较上年末减少 40.89%, 主要受当年转让 3 家子公司股权影响。年末流动负债主要体现为短期刚性债务、应付账款和其他应付款。其中, 短期刚性债务为 4.23 亿元, 包括 2.00 亿元短期借款、1.13 亿元应付利息和 1.10 亿元一年内到期的长期借款, 其中银行借款以保证借款为主。公司年末应付账款为 1.87 亿元, 主要为应付工程及设备款、房租及物业费、影院分账款; 其他应付款为 2.85 亿元, 主要为购物中心租户保证金等。2017 年 3 月末, 公司流动负债为 10.30 亿元, 构成较上年末变化不大。

2016 年末, 该公司非流动负债为 34.82 亿元, 较上年末减少 33.50%, 主要为长期借款和其他非流动负债。其中, 长期借款为 9.19 亿元, 较上年末减少 63.43%, 主要因合并范围减少所致, 公司年末长期借款包括 6.85 亿元保证借款和 2.34 亿元抵/质押借款; 其他非流动负债为 25.00 亿元, 包括 2015 年发行的两期中期票据。2017 年 3 月末, 公司非流动负债增至 55.70 亿元, 其中长期借款增至 18.44 亿元, 主要因所收购的山西华联和青岛海融完成过户, 增加长期借款 9.50 亿元; 其他非流动负债增至 35.50 亿元, 主要因公司投资隆邸天佟, 为降低隆邸天佟的财务成本同时提高公司自有资金的使用效率, 引入第一创业证券股份有限公司 (简称“一

创证券” ) 作为优先级有限合伙人，其出资 10.50 亿元计入公司其他非流动负债<sup>28</sup>。

总体来看，该公司近年来负债经营程度处于适中水平，但负债中刚性债务所占比重高，在 80% 上下，面临一定的刚性债务偿付压力。

图表 13. 公司刚性债务构成分析 (单位: 亿元)



资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
短期借款	6.40	4.90	2.00	2.00
应付票据	-	-	-	0.50
应付短期融资券	6.00	-	-	-
一年内到期的长期借款	5.33	1.80	1.10	1.10
其他短期刚性债务	19.20	1.17	1.13	0.84
长期借款	15.50	25.13	9.19	18.44
其他中长期刚性债务	-	25.00	25.00	35.50

资料来源：根据华联股份所提供资料整理、绘制。

截至 2017 年 3 月末，该公司无对外担保事项。

### 公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2017 年 7 月 3 日的《企业信用报告》，该公司无信贷违约情况发生。

## 2. 现金流分析

该公司购物中心业务收入以租金及管理费收入为主，一般按月向租户收取租金及管理费，并给予租户一定的付款期限。公司客户质量总体较好，为现金回笼提供了基本保障。2014~2016 年及 2017 年第一季度，

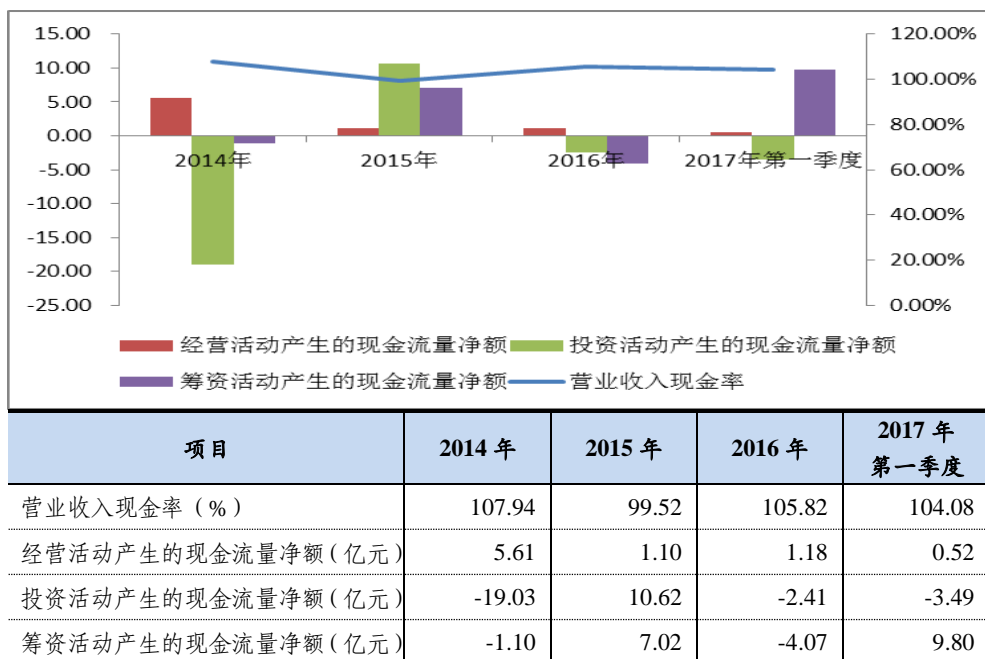
<sup>28</sup> 隆邸天佟为一并购基金，交易完成后，总认缴出资额为 17.99 亿元，其中华联汇垠股权投资基金管理（横琴）有限公司为隆邸天佟的普通合伙人出资 1 万元，一创证券作为优先级有限合伙人出资 10.5 亿元（浙商银行股份有限公司广州分行作为定向资产管理计划的委托方，委托一创证券出资），公司作为劣后级有限合伙人出资 7.49 亿元，隆邸天佟纳入公司合并范围。公司对一创证券作为优先级有限合伙人未足额获得的本金或预期收益负有补足义务，并在浙商银行投资到期时（投资日 2-3 年后）受让浙商银行在定向资产管理计划的收益权。

公司营业收入现金率分别为 107.94%、99.52%、105.82%和 104.08%。同期公司经营活动产生的现金流量净额分别为 5.61 亿元、1.10 亿元、1.18 亿元和 0.52 亿元，随着并表门店减少，收入下降及租赁保证金的减少，以及培育期门店费用支出较多等影响，经营性现金净流入量 2015 年以来出现较明显下滑。

该公司因购物中心门店建造投入、对外股权投资、投建影院等而产生大额现金流出，同时 2015 年以来出售成熟购物中心也获得了较多现金流入；此外公司投资活动现金流也受理财资金收支的一定影响。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-19.03 亿元、10.62 亿元、-2.41 亿元和-3.49 亿元，投资环节现金流波动较大。

该公司除经营现金回笼及股权转让回笼资金外，主要通过银行借款、债券发行、非公开发行股票等多种方式进行融资。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.10 亿元、7.02 亿元、-4.07 亿元和 9.80 亿元。2015 年因发行 25 亿元债券；2017 年第一季度因非公开发行配套资金及隆邸天佟优先级出资款到位，现金净流入较多。

图表 14. 公司现金流量分析 (单位: 亿元, %)



资料来源：根据华联股份所提供资料整理、绘制。

2014~2016 年，该公司 EBITDA 分别为 6.72 亿元、8.28 亿元和 5.81 亿元，其中利润总额在 EBITDA 中的占比分别为 13.26%、25.73%和 21.37%。EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度较低。

图表 15. 公司 2014~2016 年现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.03	2.62	2.32
EBITDA/刚性债务(倍)	0.13	0.15	0.12
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	15.47	3.42	8.65
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	8.58	1.63	2.06

注：根据华联股份提供的数据绘制

### 3. 资产质量分析

2014~2016 年及 2017 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 67.03 亿元、66.61 亿元、62.55 亿元和 79.88 亿元。因公司通过非公开发行股份购买资产并募集配套资金，2017 年 3 月末所有者权益大幅提升。2017 年 3 月末公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益为 78.57 亿元，其中股本、资本公积和盈余公积合计 75.29 亿元，占归属于母公司所有者权益的 95.82%，资本稳定性高。

2014~2016 年及 2017 年 3 月末，该公司资产总额分别为 132.66 亿元、136.07 亿元、107.48 亿元和 145.88 亿元，以非流动资产为主，占资产总额的比重分别为 82.53%、71.67%、68.81%和 71.24%。同期末公司流动比率分别为 48.83%、225.48%、331.80%和 407.35%，速动比率分别为 43.99%、215.94%、315.00%和 389.62%。受债务结构调整、轻资产化、非公开发行股份购买资产并募集配套资金等影响，公司资产流动性明显提高。

2016 年末，该公司流动资产为 33.52 亿元，主要体现为货币资金和预付款项，占流动资产的比重分别为 91.74%和 5.03%。其中，货币资金为 30.76 亿元(含受限使用的货币资金 0.06 亿元)，较上年末减少 14.53%，主要因使用自有资金进行股权投资。预付款项为 1.68 亿元，主要为商业物业预付租金及租赁定金等。2017 年 3 月末，公司流动资产增至 41.96 亿元，其中货币资金增至 37.64 亿元，主要因非公开发行股票配套募集资金到位所致；应收账款由上年末 0.24 亿元增至 1.32 亿元，主要因当期新增保理业务而增加应收保理款 0.90 亿元所致<sup>29</sup>。

2016 年末，该公司非流动资产为 73.95 亿元，主要由可供出售金融资产、投资性房地产和长期股权投资构成，占非流动资产的比重分别为 28.03%、36.69%和 9.29%。其中，可供出售金融资产为 20.73 亿元，较上年末增长 81.33%，主要包括当年新增对隆邸天佟（4.45 亿元）、长

<sup>29</sup> 公司与华联综超于 2017 年 1 月共同出资设立华联（北京）商业保理有限公司，注册资本 2 亿元，公司与华联综超分别持股 51%和 49%。

山兴青岛（2.60 亿元）、深圳池杉（1.07 亿元）等投资；此外，年末对 Rajax Holding 和上海信磐的投资额分别为 6.05 亿元和 1.60 亿元<sup>30</sup>，上述股权投资以成本法计量。公司另持有承达集团股份有限公司（股票代码：01568.HK）<sup>31</sup>、华联综超等金融资产投资，采用公允价值计量，年末合计 2.09 亿元。公司年末投资性房地产为 27.13 亿元，主要为公司持有的商业物业，因轻资产化，近年规模持续减少；长期股权投资为 6.87 亿元，主要包括对华联财务<sup>32</sup>等的投资。此外，年末在建工程为 2.68 亿元，较上年末减少 80.50%，主要因在建的包头购物中心转固。其他非流动资产为 4.36 亿元，较上年末增长 65.69%，主要因公司对华联财务增资 3.30 亿元，截至年末尚未办理完毕工商变更手续。2017 年 3 月末，公司非流动资产增至 103.92 亿元，其中可供出售金融资产较上年末减少 16.10% 至 17.39 亿元，主要因出售全部承达集团股票<sup>33</sup>及隆邸天佟纳入合并范围，不再计入该科目核算所致。长期股权投资较上年末大幅增加 21.16 亿元至 28.03 亿元，主要系隆邸天佟并表后新增的对龙德置地的投资 17.75 亿元，以及对华联财务增资 3.30 亿元由其他非流动资产转入。

截至 2016 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产合计 5.31 亿元，包括 4.41 亿元投资性房地产、0.83 亿元无形资产和 0.06 亿元货币资金，主要系用于银行借款抵押的房屋及土地使用权。

## 七、公司抗风险能力/外部支持

### （一）自身抗风险能力

该公司深厚的零售行业背景使其积累了较为丰富的运营经验和客户资源，且能在发展过程中获得股东的持续支持。2015 年以来公司通过推进轻资产化，实现较大规模资金回笼，并增厚当期业绩。加之发行股票购买资产并募集配套资金的完成，公司财务结构保持稳健，资产流动性提升，具备了较强的抗风险能力。

#### 1. 运营经验和客户资源优势

该公司长期从事零售行业运营管理，深厚的零售行业背景为公司的持续扩张提供了必要支撑。同时，公司经营过程中可在资金、资源和管

<sup>30</sup> 据公司于 2017 年 6 月 30 日发布的《转让上海信磐合伙份额的公告》，公司将持有的上海信磐合伙份额（38.32%）全部转让给北京龙天陆房地产开发有限公司，转让价款为 2.1 亿元。

<sup>31</sup> 年末账面价值 1.51 亿元。

<sup>32</sup> 年末余额为 5.97 亿元；当期权益法下确认的投资损益为 0.38 亿元。

<sup>33</sup> 实现投资收益 0.66 亿元。



理等方面获得股东一定的支持。股东华联集团所拥有的成熟商业零售网络体系有助于公司及时获取有效的物业资源信息。

此外，该公司依托自身多年零售行业经营以及华联集团内部多年来积累的品牌资源，已积累了一定的长期合作伙伴，该部分客户黏性较高，在公司扩张过程中，可为公司经营购物中心的顺利出租提供基本保障；同时这些优质租户自身品牌知名度较高，具有较强的聚客能力，可较好地带动购物中心的客流量。

## **2. 推进轻资产战略，实现较大规模投资收益及资金回笼**

该公司 2015 年以来推进轻资产化，陆续转让旗下 8 家门店资产，转让款合计达 32.19 亿元，实现了大量资金回笼；此外，2015 年及 2016 年公司分别实现投资收益 10.76 亿元和 6.05 亿元，对公司当期利润形成增厚。

## **3. 财务结构较稳健，资产流动性好**

该公司近年来资产负债率维持在适中水平，2014~2016 年末及 2017 年 3 月末分别为 49.47%、51.05%、41.80% 和 45.24%。同时，轻资产模式的推进及发行股票购买资产并募集配套资金的完成，带动公司资产流动性大幅提升，同期末流动比率分别为 48.83%、225.48%、331.80% 和 407.35%，速动比率分别为 43.99%、215.94%、315.00% 和 389.62%。公司货币资金较为充裕，2017 年 3 月末为 37.64 亿元，现金比率为 365.44%，对即期债务偿付保障度高。

### **（二）外部支持**

截至 2017 年 3 月末，该公司银行授信为 38.40 亿元，其中未使用额度 6.36 亿元。此外，根据公司与华联集团签署的《相互融资担保协议》，公司在融资方面可以得到华联集团 8 亿元额度内的担保，可为公司实现有效融资提供一定支持。

## **八、本次债券偿付保障分析**

### **（一）主业现金回笼较为及时，货币资金较充裕**

该公司购物中心业务收入以租金及管理费收入为主，一般按月向租户收取租金及管理费，主业现金回笼较为及时。2014~2016 年及 2017 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 107.94%、99.52%、105.82% 和

104.08%；经营活动产生的现金流量净额分别为 5.61 亿元、1.10 亿元、1.18 亿元和 0.52 亿元。

此外，2015 年以来随着轻资产模式的推进，该公司出售子公司股权获得大额资金回笼，资产流动性大幅提升。公司目前货币资金较为充裕，2017 年 3 月末货币资金为 37.64 亿元，现金比率为 365.44%，可为债务偿付提供较好保障。

## （二）融资手段多样，融资空间较大

该公司为上市公司，融资手段多样。公司近年来利用银行借款、债券市场、资本市场、轻资产化等多样化方式筹措资金，保障业务发展需求。其中 2013 年 12 月，公司成功实施非公开发行股票，净募集资金 30.28 亿元；2017 年公司完成发行股份购买资产并募集配套资金 8.60 亿元。2015~2016 年公司通过轻资产化，共计转让 8 个项目，转让款合计 32.19 亿元。

此外，近年来该公司财务杠杆维持在适中水平，2014~2016 年末及 2017 年 3 月末资产负债率分别为 49.47%、51.05%、41.80%和 45.24%，后续债务融资空间仍较大。

## 九、结论

该公司转型以来致力于社区型购物中心的发展，通过持续推进外延式扩张及内生式增长，实现了门店运营规模的扩大及运营能力的提升。随着成熟门店的增多，为获取门店物业增值收益，实现资本循环，公司于 2015~2016 年间通过推进轻资产化，实现了大量资金回笼，并增厚了当期利润。但同时，大量成熟门店的转让也造成公司短期内营收规模的下滑及主业盈利压力的加大。此外，在专注社区型购物中心业务发展的基础上，公司近年来加强了“平台+内容”的业务布局及对外投资，需关注 2016 年新增的影院业务以及对外股权投资的效益产出及投融资压力。

该公司近年来债务规模相对平稳，且债务结构有所改善，负债经营程度保持在适中水平，但公司负债中刚性债务所占比重仍较高。公司主业现金回笼较为及时，但主业拓展及对外股权投资的进行使得公司面临持续的资本性支出压力。2015 年以来公司通过推进轻资产化，以及发行股份购买资产并募集配套资金的完成，公司资本实力得到增强，资产流动性明显提升。公司目前货币资金较充裕，对即期债务偿付保障度高。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

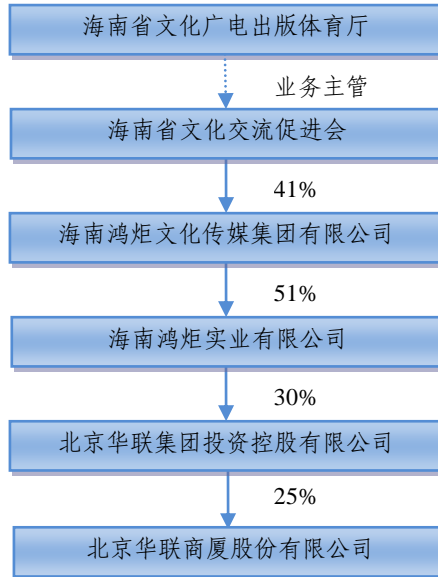
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

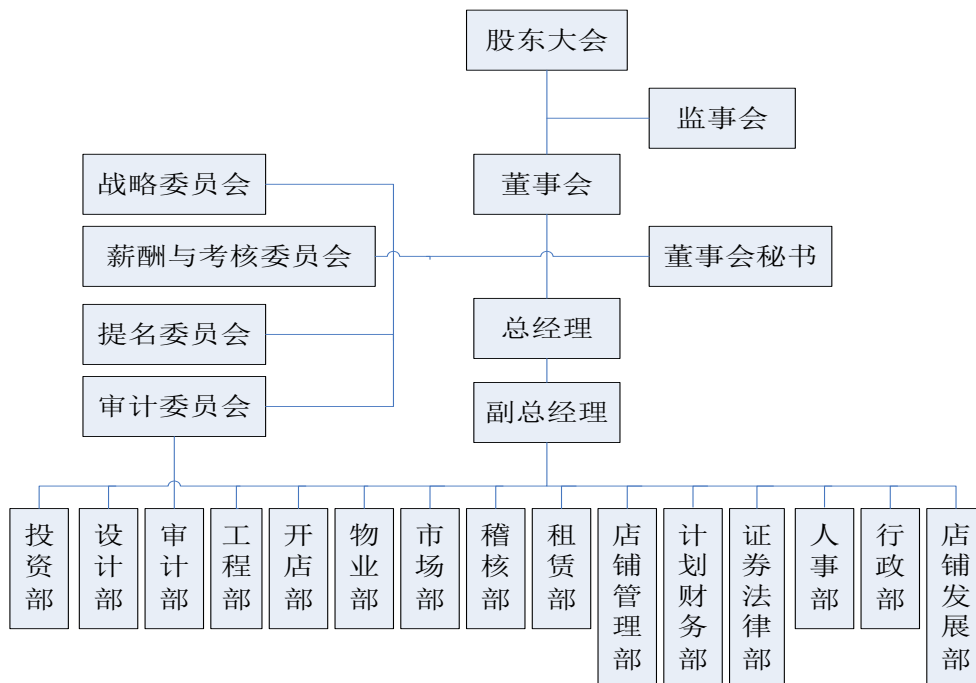
## 公司与实际控制人关系图



注：根据华联股份提供的资料绘制（截至 2017 年 6 月末）

附录二：

## 公司组织结构图



注：根据华联股份提供的资料绘制（截至 2017 年 3 月末）

附录三：

## 公司主业涉及的经营主体及其概况

名称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2016年(末)主要财务数据(亿元)				
			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量
北京华联商厦股份有限公司	母公司	商业管理, 电影院线运营等	11.04	63.62	7.18	1.05	9.08
北京华联商业管理有限公司	100	商业管理	-	3.68	0.34	0.02	0.35
紫金华联	100	商业管理	-	1.27	0.10	0.04	0.05
包头鼎鑫源	100	商业管理	1.25	6.25	0.15	-0.34	1.22
华联院线	83	电影放映	-	1.95	0.22	-0.05	-0.93

注：根据华联股份提供的资料绘制

附录四：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额[亿元]	132.66	136.07	107.48	145.88
货币资金[亿元]	17.18	35.98	30.76	37.64
刚性债务[亿元]	52.43	58.00	38.42	58.38
所有者权益 [亿元]	67.03	66.61	62.55	79.88
营业收入[亿元]	15.00	11.92	10.17	2.29
净利润 [亿元]	0.65	1.94	1.04	0.10
EBITDA[亿元]	6.72	8.28	5.81	—
经营性现金净流入量[亿元]	5.61	1.10	1.18	0.52
投资性现金净流入量[亿元]	-19.03	10.62	-2.41	-3.49
资产负债率[%]	49.47	51.05	41.80	45.24
长期资本固定化比率[%]	128.51	81.97	75.95	76.65
权益资本与刚性债务比率[%]	127.84	114.84	162.82	136.84
流动比率[%]	48.83	225.48	331.80	407.35
速动比率[%]	43.99	215.94	315.00	389.62
现金比率[%]	36.20	210.50	304.39	365.44
利息保障倍数[倍]	1.21	1.63	1.47	—
有形净值债务率[%]	141.85	133.64	88.24	112.72
营运资金与非流动负债比率[%]	-133.68	40.97	67.26	56.84
担保比率[%]	10.89	—	—	—
应收账款周转速度[次]	14.74	26.93	30.97	—
存货周转速度[次]	—	—	632.84	—
固定资产周转速度[次]	9.28	10.89	17.13	—
总资产周转速度[次]	0.11	0.09	0.08	—
毛利率[%]	52.92	31.32	29.65	35.02
营业利润率[%]	5.80	45.56	16.76	8.94
总资产报酬率[%]	3.00	3.84	3.03	—
净资产收益率[%]	0.97	2.91	1.62	—
净资产收益率*[%]	1.25	3.66	1.88	—
营业收入现金率[%]	107.94	99.52	105.82	104.08
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	15.47	3.42	8.65	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.58	1.63	2.06	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-36.98	36.33	-9.11	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-20.50	17.36	-2.17	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.03	2.62	2.32	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.15	0.12	—

注：表中数据依据华联股份经审计的2014~2016年度及未经审计的2017年第一季度财务数据整理、计算。

## 附录五：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。