

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）

# 跟踪评级报告



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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100300】

**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)

18 华联 01

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2019 年 6 月 24 日

**前次跟踪:** AA/稳定/AA/2018 年 6 月 19 日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2017 年 7 月 26 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	28.77	13.00	8.34	18.04
刚性债务	37.17	34.45	30.35	28.47
所有者权益	63.62	81.04	74.98	74.98
经营性现金净流入量	9.08	-6.84	-3.36	7.09
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	107.48	138.89	137.78	134.68
总负债	44.92	59.81	57.94	55.06
刚性债务	38.42	53.01	50.56	47.55
所有者权益	62.55	79.08	79.84	79.62
营业收入	10.17	10.96	12.53	3.17
净利润	1.04	0.10	0.29	0.15
经营性现金净流入量	1.18	-0.49	-0.70	0.43
EBITDA	5.81	5.20	6.72	—
资产负债率[%]	41.80	43.06	42.05	40.88
权益资本与刚性债务 比率[%]	162.82	149.19	157.93	167.43
流动比率[%]	331.80	90.13	160.70	196.45
现金比率[%]	304.39	51.03	64.23	132.87
利息保障倍数[倍]	1.47	1.03	1.48	—
净资产收益率[%]	1.62	0.14	0.36	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	8.65	-1.87	-1.80	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-2.17	-19.54	-2.92	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.32	1.68	2.11	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.11	0.13	—

注:根据华联股份经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

熊梓 xh@shxsj.com  
黄梦姣 hmj@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

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对北京华联商厦股份有限公司(简称华联股份、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 华联 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来华联股份在运营经验、财务结构等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业竞争、主业业绩、业务运营、对外投资、刚性债务及关联交易等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **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,并已形成一定规模。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,项目退出回笼了大量资金。**华联股份主业现金回笼较为及时,同时跟踪期内公司继续推进轻资产化战略,完成多家项目公司的股权转让,加之前期财务性股权投资的陆续退出,为公司带来较大规模资金回笼。
- **财务结构较稳健,融资手段多样。**跟踪期内,华联股份资产负债率有所下降,财务结构较为稳健。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。

#### 主要风险:

- **实体零售市场发展压力。**零售行业增速放缓、电商冲击及激烈竞争等因素使得实体零售商持续面临较大的市场竞争及主业升级调整压力。
- **轻资产化后主业盈利压力较大。**随着华联股份近年来轻资产化战略的推进,公司在当期利润得到增厚的同时,由于大量成熟购物中心门店

的转让，主业盈利水平有所弱化。跟踪期内，公司盈利对非经常性损益的依赖程度仍较大。

- 主业运营压力。华联股份购物中心及影院业务存在持续的门店购建、项目权益获取等方面的资本性支出需求。且在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持续的压力。
- 投资风险。近年来华联股份推行“平台+内容”发展思路，在购物中心主业关联业态，以及股权投资方面存在投入，需关注相关投资回报情况。此外，还需关注公司金融理财投资风险及收益情况。
- 刚性债务偿付压力。华联股份负债中刚性债务占比高，跟踪期内比重超过 80%，面临一定刚性债务偿付压力。
- 关联交易及控制权风险。华联股份在日常经营过程中与控股股东华联集团及其关联方的业务往来较多，能为公司业务提供一定支持。但同时，公司信用质量也会受到关联方运营表现的一定传导影响。此外，截至 2019 年 3 月末，华联集团持有公司 25.39% 股份，所持股份中 69.98% 已质押，质押率较高。

#### ➤ 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，本评级机构维持公司 AA 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高，并维持本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 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)

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照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)(简称“18 华联 01”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据华联股份提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据,对华联股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

截至本报告出具日,该公司已发行未到期债券为“18 华联 01”及“19 华联股 CP001”,发行金额合计 14.70 亿元,余额合计 11.00 亿元。其中“18 华联 01”附债券存续期内第 1 年和第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权,公司在“18 华联 01”债券存续期第 1 年末选择不行使赎回选择权并上调本期债券票面利率 100 个基点至 8.00%,并在存续期的第 2 年和第 3 年固定不变。此外,截至 2019 年 1 月 29 日,“18 华联 01”回售数量为 3,700,000 张,回售金额 3.70 亿元,债券余额为 4.00 亿元。公司历史债券兑付情况正常。

图表 1. 公司已发行未到期债券概况

债项名称	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	期限(年)	发行利率(%)	发行时间	本息兑付情况
18 华联 01	7.70	4.00	5 (1+2+2)	7.00,调整后 8.00	2018-01-29	正常
19 华联股 CP001	7.00	7.00	1	7.00	2019-01-22	未到付息期

资料来源:华联股份

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019 年一季度,全球经济增长进一步放缓,制造业景气度快速下滑,美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实,热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素;在这样的情况

下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度



提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，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冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

该公司多年来专注于购物中心业务发展，并于2016年延伸主业，开始从事影院运营管理业务，并保持了较快的发展速度。此外，公司2017年新增保理业务，但现阶段规模还较小。公司目前核心主业发展受国内零售行业、电影产业发展影响较大。

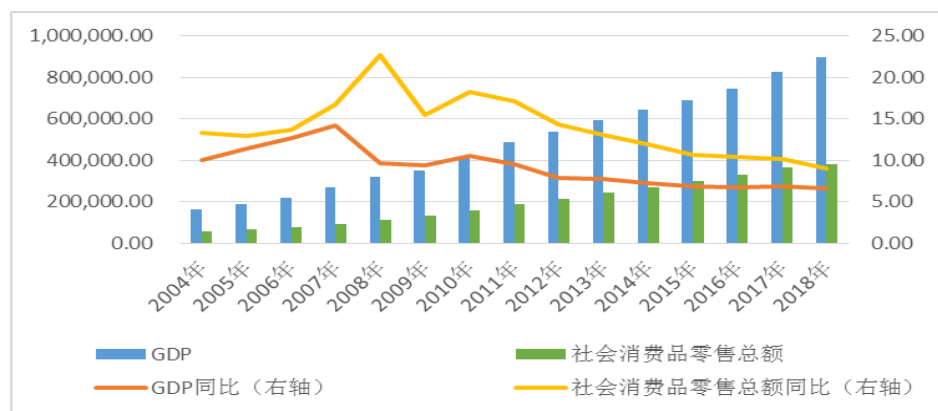
### A. 零售行业

近年来我国零售行业总体保持着持续增长态势，但受宏观经济景气度下行等因素影响，行业增速亦持续下滑。2018年以来，零售行业总体保持了平稳发展，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。

随着我国经济的持续发展及经济结构的调整，城市化进程的推进，居民收入水平的提高及消费结构的升级，长期来看，国内零售行业仍有着持续增长的空间。此外，现阶段零售行业内部在维持着激烈竞争的同时，线上线下零售相互融合态势显现，未来龙头零售企业地位或将进一步得到提升。

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、庞大的人口基数、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，零售业增速已连续多年出现下滑。经初步核算，2018年国内完成生产总值（GDP）90.03万亿元，按可比价格计算，同比增长6.6%，增速比上年减少0.3个百分点。同期，我国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9%，增速较上年下降1.2个百分点。2018年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为76.2%；最终消费拉动GDP增长5%，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。

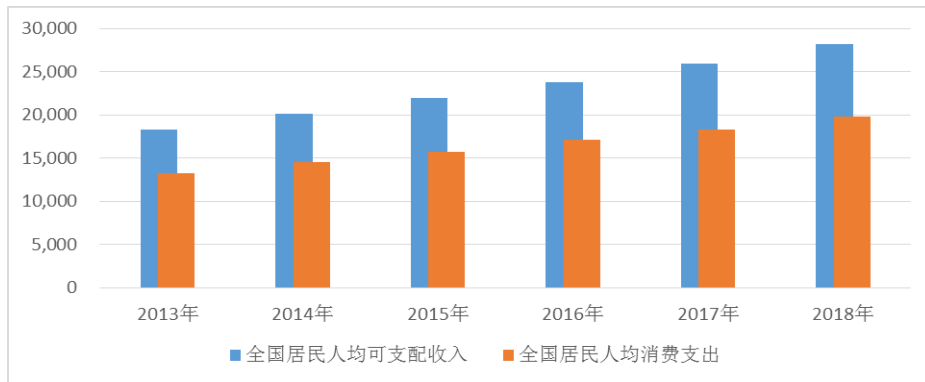
**图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）**



资料来源：Wind、国家统计局

需求方面，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，为零售行业的平稳发展提供了基本支撑。2018年末全国大陆总人口为139,538万人，比上年末增加530万人，其中城镇常住人口83,137万人，常住人口城镇化率为59.58%，比上年末提高1.06个百分点。同时，随着国内经济的持续增长，国内居民人均可支配收入水平不断提高。2018年，全国居民人均可支配收入28,228元，扣除价格因素影响，比上年实际增长6.5%。且自2001年国内人均GDP首次超过1,000美元之后，我国开始步入消费升级阶段，即由生存型消费向发展型和享受型消费过渡；2015年国内人均GDP超过8,000美元，我国消费结构开始步入快速升级阶段。国内居民收入水平的提高，购买力的提升，以及消费水平的升级，推动了消费支出的持续增长。2018年全国居民人均消费支出19,853元，扣除价格因素，比上年实际增长6.2%。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。2018年，全国居民人均食品烟酒消费支出占消费支出的比重继续降低，为28.36%，比上年下降0.97个百分点，恩格尔系数进一步降低。此外，随着“80后”、“90后”逐步成为国内消费的主力人群，消费人口结构变化带来的消费观念转变，也为零售消费发展提供了助力，国内消费者信贷消费意愿的提升也进一步推动了消费支出的增长。

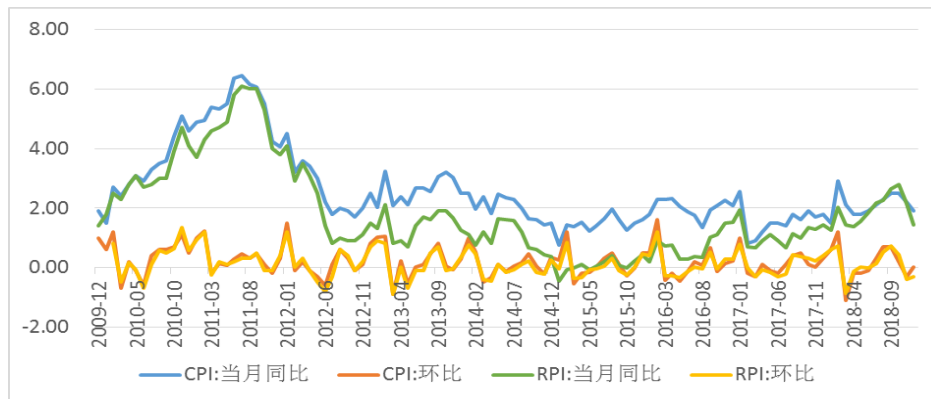
图表 3. 全国居民人均收支情况（单位：元）



数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2018年全国居民消费价格（CPI）上涨 2.1%，涨幅比上年扩大 0.5 个百分点，延续了 2012 年以来涨幅低于 3% 的态势，属于温和上涨。商品零售价格（RPI）与居民消费价格的变动保持着较高的一致性。

图表 4. CPI 与 RPI 走势变化情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

从政策方面来看，零售行业开放程度高。且作为拉动经济的三驾马车之一，消费历来受到国家政府的高度重视及支持。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。2018 年以来，政府进一步出台一系列完善促进消费体制机制、减税降费等政策，这将有助于激发居民消费潜力，为零售行业发展带来利好。



具体到零售细分行业，2013年以来，国家加大了对电商领域的政策支持力度，相继出台了包括《关于促进电子商务应用的实施意见》（2013年）、《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》（2015年）、《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》（2015年）等多项政策，并明确从准入门槛、税负、金融服务支持等方面支持电商/跨境电商发展。在支持电商发展的同时，政府也在对其逐步进行规范，并促进电商及实体零售之间的公平有序竞争。根据2016年12月商务部等多部委联合发布的《电子商务“十三五”发展规划》，提出到2020年，电子商务交易额同比要翻一番，超过40万亿元，网络零售额达到10万亿元左右；同时也提出了在发展过程中要实现发展和规范并举；竞争和协调并行；开放和安全并重的原则。实体零售方面，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），提出了要推动商业结构调整、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。同时，在推动线上线下融合发展方面，国务院办公厅也于2015年出台了《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》。

总体来看，政府持续鼓励促进消费，将消费作为激活经济增长的内生动力，不断培育消费发展新动能，鼓励行业升级转型，对零售行业发展而言存在长期政策利好。

从市场竞争格局来看，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。据国家统计局数据和商务部典型零售企业统计数据测算，截至2017年末我国零售业经营单位共有1,938万个，同比增长7.4%；其中，法人企业单位数量为288.8万个，同比增长20%。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。根据中国连锁经营协会数据，目前国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足10%；同时，近年来网上零售占比不断提升，但比重尚不足20%。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，零售行业竞争始终较为激烈。另一方面，随着近年来电商的蓬勃发展，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，新的零售格局逐步重塑。

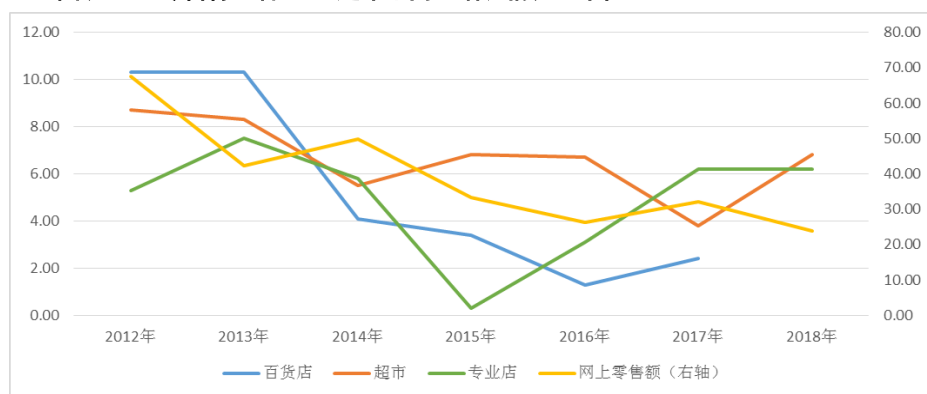
近年来，实体零售业面临的电商冲击较大，零售商销售增速出现放缓甚至负增长，经营业绩压力加大，关店风险上升。为应对行业市场的变化发展，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，积极推进业务调整及革新，包括积极进行业态调整及创新，开发新业态模式；加强品类调整，提升自营业务比重，降低商品同质化；提升品类、单品管理力度及深度，加强消费数据研发，为采购、招商、营销等环节提供数据支撑；试水跨境电商、消费信贷等新型业务模式；开

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，通过线上线下的融合及多渠道发展，以吸引客源，增强客户体验，增强竞争力等等。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。诸如，阿里已与多家实体零售企业开展战略合作，并入股了银泰商业（01833.HK）、苏宁云商（002024.SZ）、三江购物（601116.SH）、联华超市（0980.HK）、新华都（002264.SZ）、高鑫零售（6808.HK）等上市公司；腾讯联合京东也已与沃尔玛、永辉超市（601933.SH）、步步高（002251.SZ）等零售企业达成战略合作或已开展了股权及业务层面的合作。

总体来看，在行业变革加剧，O2O 融合及新零售的风潮下，零售企业纷纷加强业务调整及创新力度。同时，在大数据、机器视觉、深度学习等科技快速发展的支撑下，如无人零售店等新型业态形式、新型购物场景体验模式陆续涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。同时，线上与线下零售商在竞争对抗的同时也在逐步走向相互渗透融合，龙头企业间合作不断。强强联合下，零售行业面临着进一步洗牌，未来龙头企业规模、地位预期将会得到进一步巩固。

从零售行业各业态数据来看，近年来电商发展速度虽有所放缓，但总体仍维持着较高的增速，据国家统计局数据，2017 年全国网上零售额 71,751 亿元，同比增长 32.2%。2018 年全国网上零售额为 90,065 亿元，比上年增长 23.9%；其中实物商品网上零售额 70,198 亿元，比上年增长 25.4%，占社会消费品零售总额的比重为 18.4%，比上年提高 3.4 个百分点。实体零售方面，随着企业的持续升级调整，行业总体也有所回暖。2018 年限额以上单位实体零售业态零售额比上年增长 4.6%。其中，限额以上超市、专业店的零售额分别增长 6.8% 和 6.2%；百货店、专卖店等业态在上年恢复性增长的基础上继续保持增长态势。

图表 5. 零售行业各业态<sup>1</sup>近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

从行业风险来看，宏观经济环境的变化会对零售行业整体景气度产生一定影响，面临着因经济波动、消费驱动不足、CPI 下滑等导致零售行业增速不达

<sup>1</sup> 2012-2017 年为商务部重点监测零售企业数据；2018 年为限额以上零售业单位数据，其中百货店数据暂缺。

预期的风险。同时，随着国人境外消费、跨境购物需求的增加，也存在着分流境内消费，影响行业增速的风险。现阶段，国内零售行业市场集中度仍偏低，业内企业间竞争压力持续较大，同时同质化高强度竞争造成行业盈利难以得到显著提升。对零售企业而言，物业租赁、人工、物流、营销、水电费等是其重要的成本费用支出构成，受制于国内物流成本及物业获取成本居高、人工成本不断上升等因素影响，零售企业经营的成本费用控制压力依然较大。此外，随着居民消费需求的不断升级，零售商在顺应消费潮流趋势，及时进行运营升级调整，提升运营实力方面存在持续的需求。同时，在新零售风潮下，零售行业内部整合速度有所加快，资本市场持续活跃，线上线下零售企业通过并购合作等方式寻求优势互补、资源共享。在零售行业线上线下双向融合的趋势及行业变革加剧的情况下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，或将影响企业的长期发展。此外，零售企业还持续面临着商品质量、安全经营等方面的运营监管压力。

## B. 电影放映行业

我国人均可支配收入的不断增长带动了对文化娱乐的消费需求，近年来我国电影行业整体发展较快，在经历 2016 年电影票房增速同比下降后，2017 年以来电影行业票房表现持续回暖。作为电影产业的下游，电影放映行业受益于电影市场的持续增长。但同时，随着国内银幕数量的不断增长以及市场的不断下沉，影院运营商面临的市场竞争压力及投资风险有所加大。

电影产业链分为制作、发行和放映三个环节，主要涉及制片商、发行商、院线和影院四个主体。其中影院从合作院线获得影片拷贝后，为观众提供观影服务，通过观众支付的电影票以及其他衍生服务收费获取收入。作为电影产业链的下游，电影放映行业发展受电影产业整体发展影响大。

近年来，我国电影产业发展迅速，电影票房收入规模可观，主要受居民生活水平及可支配收入提高，对电影等文化产品的消费能力增强；团购、网络售票等多种购票渠道的兴起降低电影票价提升消费者的观影意愿；以及院线制改革加快院线、银幕向三四线的渗透力度导致观众的观影便利性提高等因素影响。2011-2015 年中国电影票房收入从 131.15 亿元增长至 440.70 亿元，年均复合增长率达到 35.59%。但进入 2016 年，受电影市场竞争加剧、票补减少、观众回归理性、网生代崛起导致观众分流等因素影响，当年电影票房增速显著下降，全年国内票房收入达到 457.12 亿元，同比增长 3.73%，大幅低于年初预期，特别是国产电影票房收入为 266.63 亿元，同比增长-2.53%，增速首次由正转负。2017 年，中国电影市场步入重要的调整期，市场增速较 2016 年有所回暖，国有影片质量及数量明显提高。当年在战狼 2 等优质国产影片的带动下，全国电影总票房达到 559.11 亿元，同比增长 13.45%，其中国产影片票房 301.04 亿元；城市院线观影人次 16.22 亿人次，同比增长 18.08%，对比全国人口总量，我国人均观影次数首次突破 1。2018 年，全国电影总票房达到 609.76 亿元，同比增长 9.06%，其中国产电影总票房 378.97 亿元，同比增长 25.89%；城市院线

观影人次为 17.16 亿，同比增长 5.93%，继续呈现稳定增长态势。

电影行业收入分为国内票房收入、国内非票房收入（包括非院线播映权收入、版权收入、衍生品收入和广告收入等）以及海外销售收入。其中票房收入在制片商、发行商、院线和影院之间进行分配，一般程序为：电影院将票房收入扣除增值税和电影业发展基金后的净额（即“票房净收入”）按约定的比例上缴院线公司，院线公司按照与发行商达成的协议将一定比例的票房净收入（即“票房分账收入”）分给发行商，然后由发行商与制片商对分得的票房分账收入按约定比例进行分成。

政策监管方面，电影作为面向大众的文化产品，涉及意识形态领域，受到政府的有效监管。我国对电影放映行业实行许可制度。同时，随着国家对文化领域及电影产业的支持和重视，近年来出台了《关于支持电影发展若干经济政策的通知》、《中共中央关于繁荣发展社会主义文艺的意见》等鼓励政策。2017 年 3 月，《中华人民共和国电影产业促进法》正式实施，为行业的规范健康发展奠定了基础。

从行业竞争情况来看，自 2002 年院线制改革以来，我国电影院及银幕数量等硬件设施保持较快增长，影院间竞争日趋激烈，并已形成了万达电影、大地影院、金逸影视、横店院线、星美影院、耀莱影城等知名影院运营商。2018 年全国新增银幕 9,303 块，截至 2018 年末全国银幕总数已达到 60,079 块，同比增长 18.32%。我国电影银幕数量已成为全球第一，但年度单位银幕产出继续递减，年度单银幕票房平均为 101.49 万元，较 2017 年下降 7.80%。同时，近几年，影院产业布局主要向具有市场潜力的经济次发达地区延伸，随着经济次发达地区影院及配套设施建设的完善，市场下沉现象明显深化。

从行业风险来看，国内电影票房表现及市场扩容情况将影响下游电影放映行业的景气度。同时随着国内银幕数量的不断增长以及市场的不断下沉，影院运营商面临的市场竞争压力及投资风险有所加大。

## 2. 业务运营

该公司致力于社区型购物中心的发展，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 年开始推进购物中心业务轻资产化，并实现了大量资金回笼，但成熟门店的转让也造成公司主业培育压力的加大，造成购物中心业务收入的下滑。跟踪期内，公司重点加强了对存量门店的调整及培育，注重单店盈利能力的提升，业务收入实现回升，加之影院业务的持续发展，继续对整体营收规模增长形成拉动。但公司现阶段主业培育压力仍较大，盈利对投资收益等非经常性损益依赖度较高。此外，公司近年来推进“平台+内容”的业务布局及对外投资，需关注投资回报情况。

跟踪期内，该公司继续推进购物中心运营，影院运营管理及保理业务发展。2017-2018 年及 2019 年第一季度，公司营业收入分别为 10.96 亿元、12.53 亿



元和3.17亿元,其中2018年及2019年第一季度分别同比增长14.36%及1.74%。

**图表 6. 公司主业基本情况**

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
购物中心	零售	国内	规模/资产/管理/品牌/资本等
影院	影院	国内	规模/资产/管理/资本等

资料来源：华联股份

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。2017-2018年及2019年第一季度,公司租赁及物业管理收入分别为7.98亿元、8.78亿元和2.15亿元,2018年以来随着公司加强门店调整,提质增效成果有所显现,收入同比恢复增长。公司2016年开始开展影院运营管理业务,2017-2018年和2019年第一季度分别实现电影放映及卖品收入1.39亿元、1.66亿元和0.48亿元。此外,公司营业收入还包括少量保理业务<sup>2</sup>形成的主业收入,以及其他业务收入。其中,2018年及2019年第一季度,公司保理业务实现收入分别为0.43亿元及0.11亿元,对营收影响尚较小,目前客户资源主要来自零售主业上下游合作方。其他业务收入主要为公司收取租户的设施维护费等。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 7. 公司核心业务收入及变化情况 (亿元, %)**

主导产品或服务		2016年度	2017年度	2018年度	2019年 第一季度	2018年 第一季度
营业收入合计		10.17	10.96	12.53	3.17	3.12
其中：核心业务营业收入	金额	8.88	9.36	10.44	2.63	2.67
	占比	87.35	85.44	83.31	83.12	85.72
其中：(1) 租赁及物业管理	金额	8.68	7.98	8.78	2.15	2.14
	占比	85.31	72.79	70.04	67.92	68.65
(3) 电影放映及卖品	金额	0.21	1.39	1.66	0.48	0.53
	占比	2.05	12.65	13.28	15.21	17.07

资料来源：华联股份

#### A. 购物中心业务

该公司以社区型购物中心为重点发展购物中心业务,已在北京等十余个城市开展业务,并在北京地区形成了一定的市场优势及知名度。

从管理方面来看,该公司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

<sup>2</sup> 公司与关联上市公司华联综超(股票代码600361,成立于1996年6月,主营超市业务)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%。



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中，超市、影院占比 20%，餐饮占比 30%，儿童、教育占比 30%，零售占比 20%。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，公司近年来还逐步增加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，形成“平台+内容”的业务布局。2016 年，公司投资新增影院运营管理业务。2017 年及 2018 年，公司先后向贝壳金宝教育科技（北京）有限公司（简称“贝壳金宝”）投资 1.24 亿元及增资 0.50 亿元，目前持有其 49.29% 股权<sup>3</sup>，贝壳金宝主要从事中高端幼儿园运营，作为租户引入，有助于丰富公司购物中心内容业态。

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>4</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、必胜客、肯德基、ONLY、VERO MODA、H&M、C&A、优衣库、无印良品、麦当劳、屈臣氏等品牌商建立了长期合作关系。公司租户相对分散，2018 年前 5 大客户收入占比为 8.12%。

从业务规模来看，自 2008 年业务转型以来，该公司通过门店拓展、加强

<sup>3</sup> 以权益法核算。贝壳金宝 2018 年营业收入及净利润分别为 1.10 亿元和 0.07 亿元。

<sup>4</sup> 如华联综超、Costa 咖啡（合营企业）等。

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，在 2012-2014 年间实现了经营规模的较快扩张。2015 年以来，伴随着成熟门店的增多及资产规模的扩大，为提升资产运营效率，获取成熟项目的物业增值收益，实现滚动发展，公司推进了轻资产化，通过项目转让、海外 Reit 上市等方式进行退出。其中 2015 年，公司以出售的北京万柳购物中心、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 家购物中心作为基础资产的 BHG Retail Reit 在新加坡证券市场发行上市，同时公司继续受托对上述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>5</sup>以及基金管理费收入。2017-2018 年和 2019 年第一季度相关物业管理费及基金管理费收入合计分别为 0.24 亿元、0.24 亿元及 0.04 亿元。2016 年，公司出售亦庄店、同成街店和常营店三家购物门店，并继续受托对其进行管理。2017-2018 年和 2019 年第一季度相关委托物业管理收入分别为 0.15 亿元、0.17 亿元及 0.03 亿元。

2018 年 7 月，该公司公告拟向 FUCHSIA (CHINA) MALL PTE.LTD. 转让合肥华联瑞诚购物广场商业运营有限公司（简称“合肥瑞诚”）100% 股权，转让价格为 0.47 亿美元。截至 2019 年 4 月末，公司已收到全部转让款 3.23 亿元人民币。公司仍将对合肥瑞诚所持长江西路购物中心物业进行受托管理。此外，为处置低效门店，聚焦优势区域，2018 年内公司先后向华联综超以及汉合江阳（北京）商业发展有限公司转让江苏紫金华联商用设施运营有限公司（简称“紫金华联”）100% 股权，以及合肥海融兴达商业管理有限公司（简称“合肥海融兴达”）、武汉海融兴达商业管理有限公司（简称“武汉海融兴达”）、内江华联购物中心有限公司（简称“内江华联”）及无锡奥盛通达商业管理有限公司（简称“无锡奥盛通达”）等 4 家企业 100% 股权，以上企业所持物业基本处于关店、亏损或微利状态，转让款合计 10.30 亿元。截至 2019 年 4 月末，公司已收到全部转让款项。公司对其中内江购物中心门店进行受托管理。上述股权转让累计形成一次性投资收益合计 0.13 亿元。

总体来看，该公司成熟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。但同时，成熟门店的转让短期内仍会对公司营收规模及主业利润水平造成影响。受轻资产化影响，公司前期购物中心业务收入规模有所下滑，2018 年以来公司继续重点加强对存量门店的调整及培育，注重单店盈利能力的提升，加之剥离低效门店，减轻经营包袱，在并表门店数量减少的情况下<sup>6</sup>，2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现业务收入 8.78 亿元及 2.15 亿元，同比分别上升 10.00% 及 0.47%。

2018 年，该公司未有新开门店。公司近年来新开门店包括北京平谷、内蒙古赤峰及包头等门店，基本集中在 2016 年开业，2017 年以来公司业务运营以

<sup>5</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>6</sup> 合肥瑞诚、紫金华联、合肥海融兴达、内江华联、武汉海融兴达和无锡奥盛通达自 2018 年丧失控制权之日起不再纳入并表范围。

加强门店调整、提质增效为主。同时，公司也通过股权投资方式获取项目。其中 2016-2017 年公司多次合计净出资 7.67 亿元作为劣后级合伙人<sup>7</sup>，获得上海隆邸天佟企业管理中心（有限合伙）（简称“隆邸天佟”）99.9986%的股权，并于 2017 年将隆邸天佟纳入合并范围。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），公司从而间接持有龙德广场项目，并获得项目的运营管理权。龙德广场购物中心项目为龙德置地的主要资产，位于北京市昌平区东小口镇，于 2008 年开业，建筑面积约 23 万平方米。2018 年龙德置地营业收入及净利润分别为 3.79 亿元和 0.96 亿元，分别同比增长 13.46%及 41.57%；公司当期收到股利 0.54 亿元。此外，2017 年公司出资 1 亿元获得恒天嘉信（宁夏）投资中心（有限合伙）（简称“恒天嘉信”）9.79%份额<sup>8</sup>，从而获得位于安徽及银川项目的运营管理权<sup>9</sup>。

截至 2019 年 3 月末，该公司主要负责运营的已开业购物中心共 27 家，其中北京地区 14 家，京外地区 13 家。随着近年来的轻资产化等，公司自有物业门店已明显减少，期末为 2 家，自有物业面积为 15.32 万平方米；此外，租赁物业门店 13 家、管理门店 12 家。

**图表 8. 截至 2019 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	上地店	6.25	北京	租赁	2009
2	回龙观店	4.20		租赁	2009
3	通州武夷花园店	1.51		租赁	2009
4	通州天时尚名苑店	2.15		租赁	2012
5	公益西桥店	3.00		租赁	2010
6	万柳购物中心	10.59		管理	2010
7	天通苑店	5.81		租赁	2011
8	肖家河店	3.03		租赁	2013
9	同成街店	6.06		管理	2013
10	常营店	10.18		管理	2013
11	顺义金街店	9.51		租赁	2014
12	平谷店	5.62		租赁	2016
13	亦庄店	7.56		管理	2014
14	龙德广场	22.76		管理	2008
15	青海花园店	2.08	青海	管理	2008
16	西宁创新店	1.78		租赁	2011
17	大连金三角店	1.53	辽宁	管理	2008
18	沈阳昌鑫店	5.07		自有	2009
19	合肥长江西路店	4.80	安徽	管理	2011
20	蒙城路店	4.97		管理	2013
21	兰州东方红店	6.00	甘肃	租赁	2011
22	成都盐市口店	3.90	四川	租赁	2010
23	成都机场路购物中心	7.19		管理	2014
24	内江购物中心	7.20		管理	2014

<sup>7</sup> 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。

<sup>8</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）及安徽华联购物广场有限公司 99.00%股权。

<sup>9</sup> 银川项目位于银川市金凤区，2016 年 12 月开业，2018 年公司获得相关管理费 179.43 万元。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。

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
25	赤峰店	8.06	内蒙古	租赁	2016
26	包头店	10.25		自有	2016
27	银川店	9.53	宁夏	管理	2016

资料来源：华联股份

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。此外，租赁物业项目方面，筹备中的项目主要为北京大屯项目。

**图表 9. 截至 2019 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）	预计开业时间
太原胜利路购物中心项目	8.01	4.03	2.83	2019
黄岛缤纷港购物广场项目	24.21	17.56	8.49	2019
大屯项目	7.88	1.54	1.31	2019
<b>合计</b>	<b>40.10</b>	<b>23.13</b>	<b>12.63</b>	—

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）。2015-2018 年公司推进轻资产化等，共计转让 15 个项目，取得转让款合计 51.05 亿元。

## B. 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，推行“平台+内容”的发展思路。2016 年，公司与江苏耀莱影城管理有限公司<sup>10</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>11</sup>），主业从事影院运营管理业务。

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 2019 年 3 月末，华联院线已运营管理 11 家影院，92 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。2018 年及 2019 年第一季度，公司旗下影院观影人次分别为 332.84 万人次和 118.62 万人次；平均上座率分别为 16.09% 和 15.89%<sup>12</sup>。

<sup>10</sup> 上市公司文投控股（600715）全资子公司。

<sup>11</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>12</sup> 近年国内影院平均上座率在 14-15%。



图表 10. 截至 2019 年 3 月末公司影院业务情况

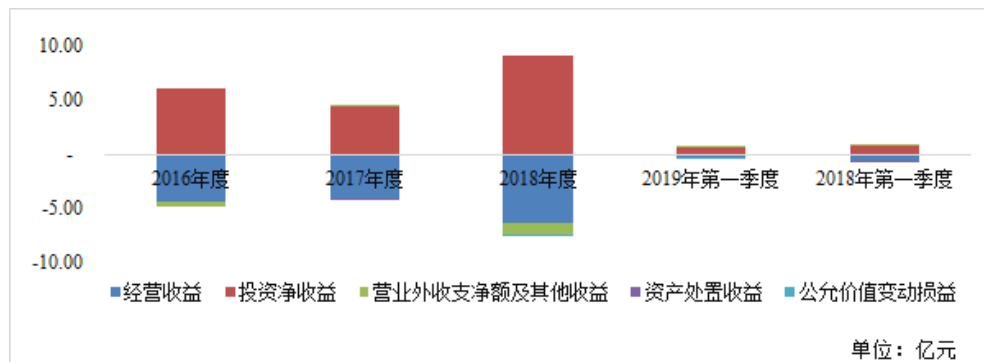
序号	影院名称	物业性质	所处区位	开业时间	银幕数量(块)
1	顺平影院	租赁	北京市平谷区	2016 年 07 月	7
2	包头影院	租赁	内蒙古包头市青山区	2016 年 10 月	7
3	赤峰影院	租赁	内蒙古赤峰市松山区	2016 年 12 月	5
4	银川影院	租赁	宁夏银川市金凤区	2016 年 12 月	7
5	重庆影院	租赁	重庆市沙坪坝区	2016 年 12 月	23
6	合肥影院	租赁	安徽省合肥市庐阳区蒙城路	2016 年 06 月	8
7	成都影院	租赁	四川省成都市双流区	2016 年 06 月	8
8	海悦广场影院	租赁	宁夏银川市金凤区	2018 年 02 月	8
9	肖家河影院	租赁	北京市海淀区	2018 年 03 月	6
10	池州影院	租赁	安徽省池州市	2018 年 04 月	8
11	通州影院	租赁	北京市通州区	2018 年 12 月	5

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>13</sup>。华联院线 2018 年及 2019 年第一季度实现营业收入分别为 1.76 亿元和 0.52 亿元，其中 2018 年同比上升 22.22%，净利润分别为-0.35 亿元及 0.01 亿元。公司影院业务开展时间较短，新增银幕量较多，短期内开办成本高，其中 2018 年华联院线计提了 0.10 亿元的商誉减值准备，导致当期亏损有所扩大；2019 年第一季度华联院线积极进行降本增效，管理费用明显下降，已首次实现盈利。近年来，在国内影视票房不断增长及大量资本涌入的驱动下，影院及银幕数量持续快速增长，导致行业内竞争压力加大。华联院线成立时间较短，目前规模尚小，其后续发展及盈利水平有待持续关注。

## (2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构



资料来源：根据华联股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来受轻资产化等因素影响，该公司合并口径成熟门店数量减少，加之购物中心门店及影院业务培育影响，公司主业利润表现欠佳。尽管通过业务持续调整及加强培育力度已有所好转，但跟踪期内，公司盈利仍主要依赖于投资收益等非经常性损益。

<sup>13</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%。



**图表 12. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	10.17	10.96	12.53	3.17	3.12
毛利率（%）	29.65	36.27	45.07	50.11	45.03
其中：租赁及物业管理（%）	28.76	31.37	41.86	45.91	41.64
电影放映及卖品（%）	56.90	46.23	49.61	52.98	46.95
毛利（亿元）	3.02	3.97	5.65	1.59	1.40
其中：租赁及物业管理（亿元）	2.50	2.51	3.67	0.99	0.89
电影放映及卖品（亿元）	0.12	0.64	0.83	0.26	0.25
期间费用率（%）	64.62	69.01	62.97	58.96	62.95
其中：财务费用率（%）	21.11	23.41	21.90	17.17	23.41
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	2.50	3.10	3.18	-	-
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	0.06	0.24	0.06	-	-

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司营业毛利分别为 5.65 亿元及 1.59 亿元，分别较上年同期增长 42.09% 及 13.23%；综合毛利率分别为 45.07% 和 50.11%，分别较上年同期增长 8.80 个百分点和 5.08 个百分点，跟踪期内，随着购物中心业务加强门店培育及调整，以及电影放映及卖品业务收入占比扩大，公司毛利率总体有所回升。

从期间费用上看，该公司期间费用率仍处于较高水平。2018 年及 2019 年第一季度，公司期间费用分别为 7.89 亿元和 1.87 亿元，分别较上年同期增长 4.35% 及减少 4.70%，期间费用率分别为 62.97% 和 58.96%。随着成熟门店的减少，公司主业储备门店开办费用及培育期门店费用支出居高，人工及财务费用等的不断上升，使得公司费用控制压力总体仍较大。

**图表 13. 影响公司盈利的其他关键因素分析**

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	6.05	4.39	9.05	0.65	0.74
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.39	0.95	1.00	0.30	0.33
处置股权收益（亿元）	3.69	1.16	1.38	-	-
可供出售金融资产分红收益	0.89	0.30	0.25	-	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	1.08	1.98	6.19	0.30	-
营业外净收入及其他收益（亿元）	-0.46	0.02	-1.02	0.01	0.02
公允价值变动损益（亿元）	-	-	-0.08	-0.14	-

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司投资收益分别为 9.05 亿元和 0.65 亿元，分别较上年同期增长 106.00% 及减少 11.77%。其中 2018 年，公司投资收益主

要来自转让 Rajax Holding 股权<sup>14</sup>，从而获得相关投资收益 5.83 亿元，以及出售 6 家子公司股权、转让宁波梅山保税港区中益芯盛投资中心(有限合伙)（简称“宁波中益”）90.099% 合伙份额<sup>15</sup>等。公司近年来投资收益规模较大，但相关投资收益缺乏稳定性。此外，2018 年及 2019 年第一季度，公司营业外净收入及其他收益分别为-1.02 亿元和 0.01 亿元。其中 2018 年因对旗下门店重新进行部分装修改造，对应原装修资产报废形成损失 1.25 亿元，导致当年营业外支出金额较大。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司净利润分别为 0.29 亿元和 0.15 亿元，分别较上年同期上升 185.02% 及 71.18%。跟踪期内，随着购物中心业务加强门店培育及调整，以及电影放映及卖品业务收入增长，公司毛利水平有所回升，但投资收益仍是最主要的利润来源，公司盈利水平仍缺乏稳定性。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构成影响。2018 年，公司总资产报酬率 3.41%，净资产收益率 0.36%，资产盈利能力偏弱。

总体来看，随着成熟购物中心门店的大量转让，以及影院业务的不断开展，该公司现阶段主业培育及调整压力仍较大，需关注公司后续主业培育及盈利表现变化。同时，公司对外投资项目回报情况也将对公司盈利表现产生重大影响。

### （3）运营规划/经营战略

从近年来发展规划来看，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，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，公司规划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。

主要对外投资方面，该公司 2015 年投资上海信磐文化投资中心（有限合伙）（简称“上海信磐”）和 Rajax Holding；2016 年投资深圳池杉常青股权投资中心（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；2017 年收购 CPBL Limited（简称“CPBL 公司”）100% 的股权，交易价款 0.51 亿美元，CPBL

<sup>14</sup> 2015 年，该公司以增资形式向 Rajax Holding 投资 0.90 亿美元，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%。2017 年公司转让了下属 HUA XIN 3 PTE.LTD 100% 股权，其持有 Rajax Holding 0.376% 股权，转让价款 0.21 亿美元。2018 年 5 月，公司将所持有的 Rajax Holding 剩余全部股份出售给 Ali Panini Investment Holding Limited，交易对价为 1.847 亿美元，并已于当月完成交割。

<sup>15</sup> 2018 年 12 月，公司及子公司华联海融资产管理（横琴）有限公司分别向广州源昇赫禧投资管理中心（有限合伙）、宁波梅山保税港区渊和投资有限公司转让其各自所持宁波中益 89.6040%、0.4950% 的合伙份额，转让对价分别为 29,918.50 万元和 168.86 万元。截至 2019 年 6 月 1 日，上述款项已全部收到。

公司主要持有 CB Cardio Holdings II Limited（简称“CCHL 公司”）6.44% 的股权，CCHL 公司注册地为开曼群岛，授权资本 5 亿美元，主要从事介入性心脏手术和重症护理相关医疗器械的研发、生产及销售。截至目前，公司已陆续完成上海信磐、Rajax Holding、合肥广韬<sup>16</sup>的退出。其中跟踪期内完成 Rajax Holding 和宁波中益的退出，为公司分别带来投资收益 5.83 亿元人民币和 1.25 亿元。

总体来看，前几年该公司对外股权投资活动一直较多，且主要以财务投资为主。2018 年以来，公司逐步退出与主业无关的投资，公司后续将更专注于主业相关的投资活动。同时，公司前期对外投资的收益性仍值得关注。

## 管理

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，控股股东仍为华联集团。同时，目前华联集团对公司的持股比例不高，且所持股份已部分质押，或带来一定控制权风险。

该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。公司可在资金、经营等方面获得控股股东一定的支持。

截至 2019 年 3 月末，北京华联集团投资控股有限公司（简称“华联集团”）<sup>17</sup>持有该公司 25.39% 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。此外，期末关联方中信产业基金<sup>18</sup>下属上海镭尚、中信夹层和西藏山南为一致行动人合计持有公司 18.29% 的股份。截至 2019 年 3 月末，华联集团所持的公司股份中有 48,627.36 万股进行了质押，质押股份占其持股的比例为 69.98%，占公司总股本的比例为 17.76%。

关联交易方面，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第一太平商业物业管理有限公司等提供部分清洁、物业服务等。同时，因轻资产化后担任 BHG Reit 管理人等，存在一定关联业务往来。公司此类关联交易参照市场价格定价或约定收费模式，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（简称“华联财务”）签署《金融服务协议》，华联财务为公司及控股的企业提供存款、贷款、财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务、成员单位之间的存款、票据承兑、贴现和担保等金融服务，截至 2018 年末，公司及子公司在华联财务存款余额 4.93 亿元，2018 年利息收入 0.12 亿元。公司及子公司 2018 年自

<sup>16</sup> 宁波中益为其股东。

<sup>17</sup> 截至 2018 年末，华联集团资产合计 414.53 亿元，负债合计 288.25 亿元；2018 年度华联集团实现营业收入 266.64 亿元，净利润 3.16 亿元。

<sup>18</sup> 华联集团持有中信产业基金 5% 股权。

华联财务取得短期信用借款合计 36.62 亿元，截至 2018 年末，借款余额为 500.00 万元，同时 2018 年华联财务为公司开具商业承兑汇票 2.38 亿元，截至 2018 年末尚未到期兑付的金额为 1.03 亿元。同时，根据 2019 年 4 月 25 日的公告，公司已与华联集团签署了最新的《相互融资担保协议》，公司为华联集团提供的担保总额不得高于华联集团为公司提供的担保总额，公司为华联集团融资提供不超过 9 亿元担保，近年来该协议一般一年续签一次。

总体来看，该公司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，相关关联交易已履行必要流程决策及信息披露。公司信用质量会受到关联方运营表现的一定传导影响。

职能部门方面，2018 年以来，该公司新增成本管理部 and 数据中心部两个部门，重点进行公司的成本管理以及大数据平台搭建。

根据公开信息查询及该公司提供信息，跟踪期内公司无不良信贷记录。

**图表 14. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2019.4.30/ 2019.2.27/ 2019.3.22	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.5.28	无	无	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2019.5.28	无	无	无
工商	国家工商总局企业信用信息公示系统	2019.5.28	无	无	无
质量	华联股份	2019.5.28	无	无	无
安全	华联股份	2019.5.28	无	无	无

资料来源：根据华联股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

## 财务

跟踪期内，该公司负债经营程度有所下降且保持在适中水平，财务稳健度较高。但公司负债中刚性债务所占比重较高，仍面临一定刚性债务偿付压力。公司主业现金回笼较为及时，同时 2018 年以来公司继续推进轻资产化，加之部分前期对外股权投资陆续退出转让，有助于资产流动性的提升。

### 1. 数据与调整

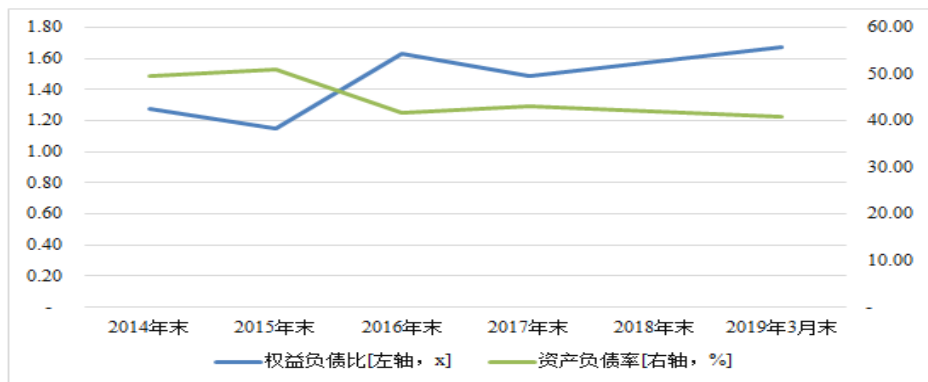
致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则、企业会计制度及其补充规定。公司 2019 年第一季度财务数据未经审计。2018 年，

根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司对财务报表格式进行了修订。

## 2. 资本结构

### （1）财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势

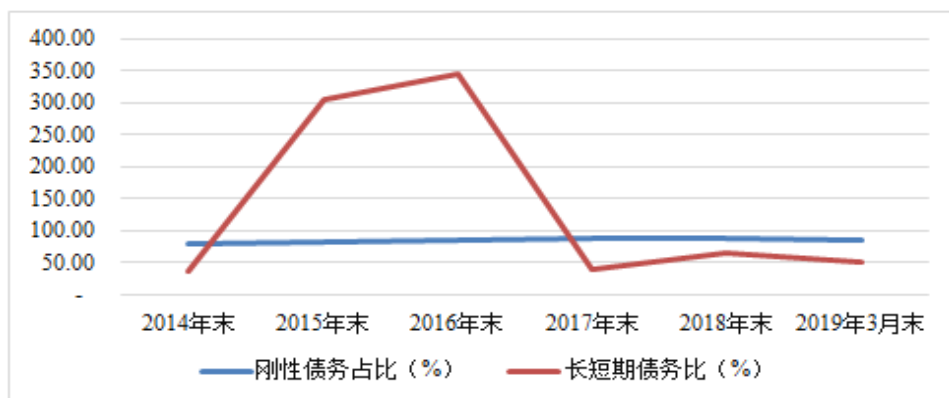


资料来源：根据华联股份所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司继续推进轻资产化，加之处置低效资产以及前期股权投资退出，收回了较大量资金。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 57.94 亿元和 55.06 亿元，分别较上年末下降 3.13% 及 4.97%，债务规模有所压缩。同期末，公司权益分别为 79.84 亿元和 79.62 亿元，较 2017 年末总体变化不大。近年来公司均进行了现金分红，2017-2018 年金额（含税）分别为 0.08 亿元和 0.11 亿元。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 42.05% 和 40.88%，有所下降且总体保持在适中水平。

### （2）债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



核心债务 <sup>19</sup>	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	52.43	58.00	38.42	53.01	50.56	47.55

<sup>19</sup> 其他应付款不包括应付利息及应付股利；应付利息计入刚性债务。



核心债务 <sup>19</sup>	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
应付账款（亿元）	4.78	3.68	1.87	1.53	1.74	1.58
预收账款（亿元）	0.52	0.53	0.38	0.54	0.80	0.47
其他应付款（亿元）	4.29	4.41	2.85	3.30	3.84	4.35
刚性债务占比（%）	79.89	83.51	85.52	88.63	87.26	86.37
应付账款占比（%）	7.28	5.30	4.16	2.55	3.00	2.87
预收账款占比（%）	0.79	0.76	0.85	0.90	1.38	0.86
其他应付款占比（%）	6.53	6.35	6.34	5.51	6.63	7.90

资料来源：根据华联股份所提供数据绘制。

从债务期限结构看，2017-2018 年末及 2019 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 41.13%、64.26% 和 50.70%，有所波动。其中 2018 年以来，受债务置换及调整、公司债回售以及新发行超短期融资券等综合影响，长短期债务比总体有所上升。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动负债分别为 35.27 亿元及 36.54 亿元，分别较上年末下降 16.77% 及上升 3.58%。公司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。同期末，公司短期刚性债务分别为 28.03 亿元及 29.17 亿元，其中 2018 年末较上年末下降 8.08 亿元，主要由于 2018 年随着中期票据到期兑付，短期刚性债务有所下降，同时由于债券到期资金置换需求增加，2018 年末公司短期借款增加至 22.52 亿元；2019 年一季度，公司新发行 7.00 亿元短期融资券“19 华联股 CP001”，期末短期刚性债务小幅增长。同期末，公司应付账款分别为 1.74 亿元及 1.58 亿元，总体变化不大，主要为应付工程及设备款、房租及物业费、影片分成及影院卖品采购款等。同期末，公司其他应付款分别为 3.84 亿元及 4.35 亿元，分别较上年末上升 16.53% 及 13.21%，呈现上升的趋势，主要为购物中心租户保证金、待付费用等，2018 年末分别为 2.47 亿元和 0.74 亿元。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司非流动负债分别为 22.67 亿元及 18.52 亿元，2018 年末因发行 7.70 亿元的公司债而较上年末上升 30.04%。公司非流动负债以长期借款、应付债券及其他非流动负债为主。同期末，公司长期借款分别为 4.18 亿元及 3.88 亿元，分别较上年末下降 20.28% 及 7.18%，随着公司债务结构调整长期借款呈现逐年下降的趋势，公司长期借款以抵押并保证借款为主，担保方主要为华联集团，抵押物主要为投资性房地产及存货中的房屋及土地使用权，长期借款利率范围为 5.0-5.70%。同期末，公司其他非流动负债分别为 10.65 亿元及 10.50 亿元，规模保持稳定，主要为结构化主体优先级出资，即公司投资隆邸天佟，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>20</sup>。

<sup>20</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

另外，2018 年末，公司新增应付债券余额 7.70 亿元，主要为新发行的公司债“18 华联 01”；2019 年一季度由于部分回售，期末应付债券余额降至 4.00 亿元。

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% 以上，面临一定刚性债务偿付压力。

### (3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
<b>短期刚性债务合计</b>	36.93	7.87	4.23	36.11	28.03	29.17
其中：短期借款	6.40	4.90	2.00	2.19	22.52	17.80
一年内到期的长期借款	5.33	1.80	1.10	7.22	1.90	1.10
应付短期融资券	6.00	-	-	-	-	7.00
应付票据	-	-	-	0.51	3.01	3.01
其他短期刚性债务	19.20	1.17	1.13	26.19	0.60	0.26
<b>中长期刚性债务合计</b>	15.50	50.13	34.19	16.90	22.53	18.38
其中：长期借款	15.50	25.13	9.19	5.24	4.18	3.88
应付债券	-	-	-	-	7.70	4.00
其他中长期刚性债务	-	25.00	25.00	11.66	10.65	10.50

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

该公司近年来刚性债务主要包括银行借款、债券及隆邸天佟的结构化融资等。从期限上看，公司滚动发行中长期债券，2016 年刚性债务以中长期为主，而随着债券临近到期，2017 年以短期刚性债务为主，即期债务偿付压力有所加大。2018 年，随着债务置换及调整，中长期刚性债务规模占比又有所上升。

融资成本方面，2019 年 3 月末，该公司有息债务利率分布区间在 3%-8%；其中受市场融资成本上升影响，2018 年以来公司发行的债券利率水平较高，“18 华联 01”和“19 华联股 CP001”当前利率分别为 8% 和 7%。

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。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一 季度
营业周期(天)	-	-	12.07	257.11	541.53	-
营业收入现金率(%)	107.94	99.52	105.82	108.58	110.47	111.96
业务现金收支净额(亿元)	7.63	4.35	2.84	0.69	3.29	1.40
其他因素现金收支净额(亿元)	-2.01	-3.25	-1.66	-1.19	-3.99	-0.97
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	5.61	1.10	1.18	-0.49	-0.70	0.43
EBITDA(亿元)	6.72	8.28	5.81	5.20	6.72	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.13	0.15	0.12	0.11	0.13	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	2.03	2.62	2.32	1.68	2.11	-

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

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。2018 年及 2019 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 110.47% 和 111.96%。2018 年以来随着公司加强门店调控，处置低效门店，业务现金收支净额明显上升。同期，受门店运营付现费用、往来款收支等因素影响，公司其他因素现金收支净额持续呈现净流出状态。总体来看，2018 年及 2019 年第一季度公司经营环节产生的现金流量净额分别为 -0.70 亿元和 0.43 亿元，其中 2018 年受往来款、储备项目等支出影响，当期经营活动现金流呈现净流出状态，经营环节现金流稳定性不足。

2018 年，该公司 EBITDA 为 6.72 亿元，较上年上升 29.33%，其中利润总额在 EBITDA 中的占比为 23.66%，有所上升。2018 年公司利润总额有所回升，带动了 EBITDA 的增长，但公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度仍较低。

#### (2) 投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	-4.98	-10.15	-7.85	-8.95	0.10	1.14
处置及取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	-3.24	19.10	9.75	-4.12	12.06	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-11.04	-3.51	-3.79	-2.58	-1.64	-0.16

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-3.00	3.00	-0.53	-2.18	-11.53	11.84
投资环节产生的现金流量净额	-19.03	10.62	-2.41	-9.74	-1.02	12.82

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

近年来该公司投资环节现金流主要受对外投资及收回投资、轻资产化转让门店资产及处置低效门店、门店建造投入、理财收支等影响。2018年及2019年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.02亿元和12.82亿元，投资环节现金流整体波动较大。其中2018年因转让Rajax Holding及6家子公司股权而获得较多现金流入，但由于支付了10.65亿元的质押借款的定期存单并购买了12.50亿元的银行理财等，导致2018年投资环节现金依然呈现净流出状态。2019年第一季度，由于收回理财产品收到大量现金，当期投资环节现金流转正。

### (3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
权益类净融资额	-0.51	0.34	-1.43	8.98	-0.01	0.003
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-0.59	6.68	-2.64	-7.98	-9.24	-2.95
筹资环节产生的现金流量净额	-1.10	7.02	-4.07	1.00	-9.25	-2.95

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

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。2018年及2019年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-9.25亿元和-2.95亿元，净流出主要受跟踪期内债务偿还及利息支出影响。

## 4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	23.18	38.55	33.52	38.19	56.68	71.77
	17.47%	28.33%	31.19%	27.50%	41.14%	53.29%
其中：货币资金（亿元）	17.18	35.98	30.76	21.63	22.16	32.18
应收账款（亿元）	0.47	0.41	0.24	1.99	4.37	3.06
存货（亿元）	-	-	0.01	8.40	8.53	8.57
其他应收款（亿元）	0.22	0.48	0.19	2.46	6.44	6.59
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	109.49	97.52	73.95	100.69	81.10	62.90
	82.53%	71.67%	68.81%	72.50%	58.86%	46.71%
其中：可供出售金融资产（亿元）	4.72	11.43	20.73	24.55	17.86	-

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
长期股权投资（亿元）	5.89	6.28	6.87	29.70	31.11	31.40
投资性房地产（亿元）	61.45	47.93	27.13	24.23	11.91	11.83
固定资产（亿元）	1.53	0.66	0.53	0.57	0.52	0.50
在建工程（亿元）	14.25	13.72	2.68	5.10	5.05	5.19
长期待摊费用（亿元）	9.64	7.70	9.28	8.94	7.99	7.76
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>52.28</b>	<b>38.77</b>	<b>5.31</b>	<b>7.27</b>	<b>15.66</b>	<b>15.42</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>20.09</b>	<b>18.68</b>	<b>2.74</b>	<b>6.74<sup>21</sup></b>	<b>15.38</b>	<b>14.61</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>39.29%</b>	<b>29.14%</b>	<b>3.99%</b>	<b>5.46%</b>	<b>11.37%</b>	<b>11.45%</b>

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司资产总额分别为 137.78 亿元及 134.68 亿元，分别较上年末下降 0.80% 及 2.25%。受公司轻资产战略推进，以及部分对外股权投资陆续退出转让等影响，公司资产规模略有减少，同时资产负债中流动资产占比持续提高。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动资产分别为 56.68 亿元及 71.77 亿元，分别较上年末上升 48.40% 及 26.62%，主要体现为货币资金、存货、应收账款及其他应收款。同期末，公司货币资金分别为 22.16 亿元及 32.18 亿元，分别较上年末上升 2.45% 及 45.24%，2018 年以来随着公司转让子公司股权和部分对外股权投资，以及收回理财资金，货币资金余额有所上升，另外 2018 年末及 2019 年 3 月末受限货币资金分别为 11.32 亿元及 11.11 亿元，主要为用于定期存单质押、保函保证金、票据保证金等。同期末，公司存货分别为 8.53 亿元及 8.57 亿元，变化不大，主要为青岛海融的开发成本。同期末，公司应收账款分别为 4.37 亿元及 3.06 亿元，分别较上年末增长 119.60% 及下降 30.14%，变动主要受保理业务影响，其中 2018 年末及 2019 年 3 月末应收保理款分别为 4.01 亿元及 2.74 亿元，均系正常类（未逾期）。同期末，公司其他应收款分别为 6.44 亿元及 6.59 亿元，分别较上年末增长 162.40% 及 2.28%，主要为应收股权转让款；其中 2018 年末主要为当期出售门店资产及宁波中益等形成的股权转让款，净额合计为 6.26 亿元，截至目前款项已全部收到。此外，2018 年末公司其他流动资产较上年末增加 10.02 亿元至 10.46 亿元，主要为增加银行理财产品购买所致，其中信托、银行理财产品余额为 10.16 亿元；2019 年一季度，随着理财产品收回，其他流动资产减少至 0.52 亿元。2019 年 3 月末，公司交易性金融资产 16.36 亿元，主要是当期执行新金融工具准则进行的重分类调整。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司非流动资产分别为 81.10 亿元及 62.90 亿元，分别较上年末下降 19.46% 及 22.44%，主要由可供出售金融资产、投资性房地产、长期股权投资等构成。同期末，公司可供出售金融资产分别为

<sup>21</sup> 其中 6 亿元为保证并抵押借款。



17.86 亿元及 0 亿元<sup>22</sup>，其中 2018 年因对 Rajax Holding 及合肥裕芯控股有限公司<sup>23</sup>股权投资减少，导致当期可供出售金融资产余额大幅减少。2018 年末采用成本计量的可供出售权益工具 12.74 亿元，主要包括长山兴青岛（2.50 亿元）、深圳池杉（1.07 亿元）、CCHL（3.52 亿元）、恒天嘉信（1.00 亿元）等前期投资，以及当年新增的华联汇垠稳健 6 号私募投资基金（0.99 亿元）等；公司另持有可供出售债务工具合计 4.36 亿元，包括银行不良债权包（3.40 亿元）及招行 ABS 产品（0.96 亿元）。公司对外投资的收益情况有待关注。同期末，公司投资性房地产分别为 11.91 亿元及 11.83 亿元，分别较上年末减少 50.86% 及 0.67%，主要为公司持有的商业物业，2018 年因轻资产化持续推进，规模进一步减少，公司投资性房地产采用成本模式计量。同期末，公司长期股权投资分别为 31.11 亿元及 31.40 亿元，分别较上年末增长 4.74% 及 0.93%，其中 2018 年，公司向贝壳金宝增资 0.50 亿元，同时当期长期股权投资权益法下确认的投资损益为 1 亿元，期末长期股权投资余额进一步增加。

截至 2019 年 3 月末，该公司所有权或使用权受到限制的资产合计 15.42 亿元，除受限的货币资金外，主要为 1.62 亿元存货及 2.70 亿元投资性房地产，受限资产主要用于借款抵押/质押。

## 5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	48.83	225.48	331.80	90.13	160.70	196.45
速动比率 (%)	43.99	215.94	315.00	62.77	125.31	161.67
现金比率 (%)	36.20	210.50	304.39	51.03	64.23	132.87

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 160.70% 和 196.45%，速动比率分别为 125.31% 和 161.67%。2018 年以来，公司转让 Rajax Holding、旗下门店资产等回收股权转让款，加之债务期限结构调整，公司流动性指标又有所回升。公司账面货币资金总体较充裕，对即期债务偿付能形成必要保障。

## 6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司合并口径对外担保余额为 3.00 亿元，系对华联集团担保。根据公司与华联集团签署的最新的《相互融资担保协议》，华联集团为公司融资提供担保，同时公司也为华联集团融资提供不超过 9 亿元担保。截至 2019 年 3 月末，华联集团对公司担保余额为 11.68 亿元。

<sup>22</sup> 公司执行新金融工具准则的要求，可供出售金融资产重分类调整至交易性金融资产、其他权益工具投资科目。

<sup>23</sup> 合肥裕芯股权系由宁波中益通过结构化主体合肥广韬持有。随着所持宁波中益的转让，所持合肥裕芯股权相应转出。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

2018 年和 2019 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 114.16 亿元和 117.57 亿元，其中货币资金分别为 8.34 亿元和 18.04 亿元；同期末负债总额分别为 39.18 亿元和 42.59 亿元，其中刚性债务分别为 30.35 亿元和 28.47 亿元。公司内部实行资金集中管理制度，由公司本部统一对资金进行规划和控制，对集团内部资金调度能力强。公司购物中心业务由分\子公司负责运营，本部层面亦能形成一定购物中心业务运营等相关收入。2018 年及 2019 年第一季度，本部实现营业收入分别为 8.75 亿元和 2.32 亿元，购物中心业务通过向商户收取租金可获得较为稳定的现金流入。整体而言，公司本部债务负担可控，留存现金资产较多，且能形成的一定的主业现金流入，同时对于内部偿债资源的调度能力强，可为债务偿付提供必要保障。

## 外部支持因素

### 1. 集团/控股股东支持或干预

该公司经营过程中可在资金、资源和管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。

### 2. 金融机构支持

截至 2019 年 3 月末，该公司获得的金融机构授信总额为 19.90 亿元，尚余额度 11.74 亿元，主要合作金融机构为盛京银行、北京银行及华夏银行等股份制银行以及华联财务公司（其给予 11 亿元授信额度），能为日常资金周转提供支持。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

本次债券发行期限为 5 年，附第 1 和第 3 年发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。该公司在“18 华联 01”债券存续期第 1 年末选择不行使赎回选择权并上调本期债券票面利率 100 个基点，即本期债券存续期的第 2 年和第 3 年(2019 年 1 月 29 日至 2021 年 1 月 28 日)的票面利率为 8.00%，并在存续期的第 2 年和第 3 年固定不变。另外截至 2019 年 1 月 29 日，“18 华联 01”回售数量为 3,700,000 张，回售金额 3.70 亿元，目前债券余额为 4.00 亿元。

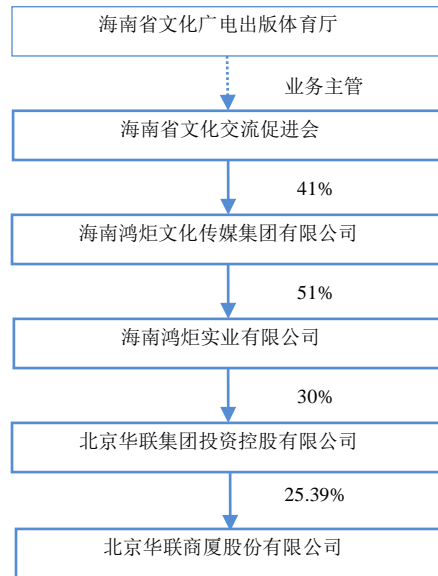
## 跟踪评级结论

该公司致力于社区型购物中心的发展，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 年开始推进购物中心业务轻资产化，并实现了大量资金回笼，但成熟门店的转让也造成公司主业培育压力的加大，造成购物中心业务收入的下滑。跟踪期内，公司重点加强了对存量门店的调整及培育，注重单店盈利能力的提升，业务收入实现回升，加之影院业务的持续发展，继续对整体营收规模增长形成拉动。但公司现阶段主业培育压力仍较大，盈利对投资收益等非经常性损益依赖度较高。此外，公司近年来推进“平台+内容”的业务布局及对外投资，需关注投资回报情况。

跟踪期内，该公司负债经营程度有所下降且保持在适中水平，财务稳健度较高。但公司负债中刚性债务所占比重较高，仍面临一定刚性债务偿付压力。公司主业现金回笼较为及时，同时 2018 年以来，公司继续推进轻资产化，加之部分前期对外股权投资陆续退出转让，有助于资产流动性的提升。

附录一：

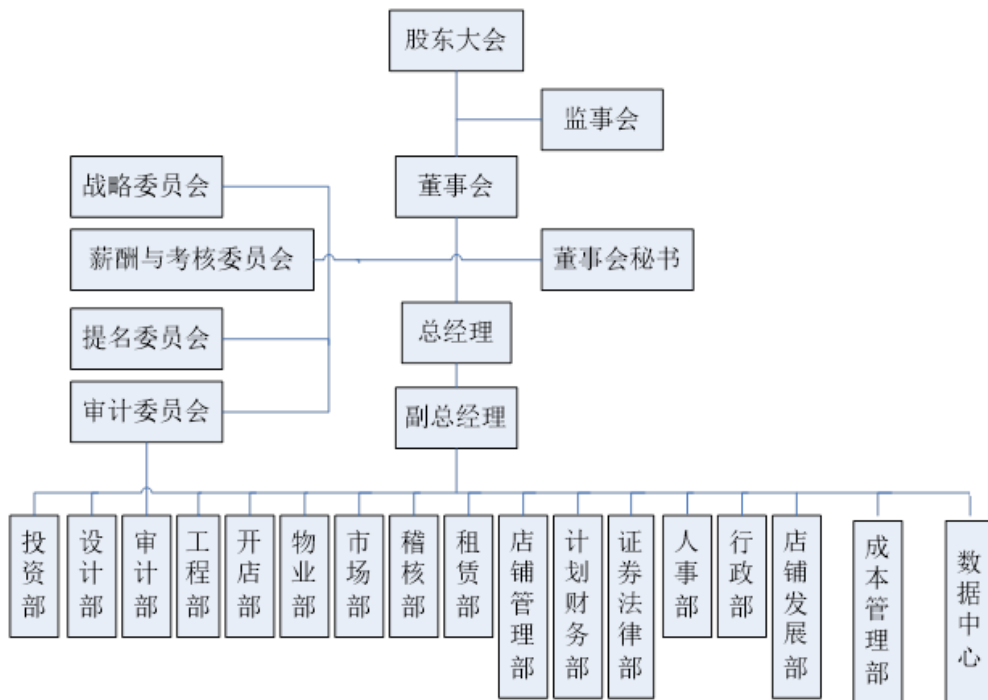
公司与实际控制人关系图



注：根据华联股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 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 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					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	EBITDA	
北京华联集团投资控股有限公司	华联集团	控股股东	—	零售	182.92	126.28	266.64	3.16	30.45	25.96	-
北京华联商厦股份有限公司	华联股份	本级	—	购物中心运营管理	30.35	74.98	8.75	-5.93	-3.36	-3.21	-
北京华联电影院线有限公司	华联院线	子公司	83%	电影放映	1.71	1.31	1.76	-0.35	-0.63	-0.04	-
华联(北京)商业保理有限公司	保理公司	子公司	51%	商业保理	1.09	2.42	0.48	0.29	0.19	0.39	-

注：根据华联股份2018年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。



附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	107.48	138.89	137.78	134.68
货币资金 [亿元]	30.76	21.63	22.16	32.18
刚性债务[亿元]	38.42	53.01	50.56	47.55
所有者权益 [亿元]	62.55	79.08	79.84	79.62
营业收入[亿元]	10.17	10.96	12.53	3.17
净利润 [亿元]	1.04	0.10	0.29	0.15
EBITDA[亿元]	5.81	5.20	6.72	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.18	-0.49	-0.70	0.43
投资性现金净流入量[亿元]	-2.41	-9.74	-1.02	12.82
资产负债率[%]	41.80	43.06	42.05	40.88
权益资本与刚性债务比率[%]	162.82	149.19	157.93	167.43
流动比率[%]	331.80	90.13	160.70	196.45
现金比率[%]	304.39	51.03	64.23	132.87
利息保障倍数[倍]	1.47	1.03	1.48	—
担保比率[%]	—	3.16	3.76	3.77
营业周期[天]	12.07	257.11	541.53	—
毛利率[%]	29.65	36.27	45.07	50.11
营业利润率[%]	16.76	3.21	21.36	5.53
总资产报酬率[%]	3.03	2.59	3.41	—
净资产收益率[%]	1.62	0.14	0.36	—
净资产收益率*[%]	1.88	0.28	0.42	—
营业收入现金率[%]	105.82	108.58	110.47	111.96
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.65	-1.87	-1.80	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.17	-19.54	-2.92	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.32	1.68	2.11	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.11	0.13	—

注：表中数据依据华联股份经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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

## 附录五：

### 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。

## 评级声明

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本评级机构的信用评级和之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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《零售行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。