

公司研究

零售行业

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼 6 层

分析师：司维

投资咨询执业证书编号：

S1500510120008

010-63081262

siwei@cindasc.com

最新价：8.54 元

目标价：9.28-12.67 元

基本数据

52 周内股价波动区间(元) 5.42-9.05

最近一月涨跌幅(%) 3.45

总股本(亿股) 7.44

流通 A 股比例(%) 0.33

总市值(亿元) 62.53

每股净资产 3.99

总资产(亿元) 55.71

十大流通股东(%) 19.02

最近一年市场表现



华联股份(000882)：社区购物中心领跑者

公司研究深度报告

2011 年 05 月 13 日

投资要点：

- ◆ 华联股份经营的社区型购物中心为消费者节省交通成本和时间成本，所提供的儿童乐园、教育、餐饮等实地体验式服务内容可以满足家庭成员多人出行所带来的消费需求，同时也在一定程度上避免互联网消费的冲击；
- ◆ 拥有在商业物业开发运营领域具有丰富经验的专业团队，所开发的物业可供出租面积有望较普通开发多出 20% 的面积，高管及核心团队所具有的百货和超市业零售经验将对公司市场判断、品牌管理、招租运营等方面所有助益；
- ◆ 物业规模将进入快速增长期，公司现有物业 16 个，预计 2011-2013 年均新增物业 9 家以上。开发重点区域以北京为主，围绕 8 个重点城市展开。随着非公开定向增发及债券和短融的发行，公司未来 3 年的资金压力将得到缓解；
- ◆ “保底+提成”双枪策略创造内生增长。区别于传统以租金为单一收入来源的租赁物业形式，公司所采取的“保底+提成”租金方式将企业利益与租户利益紧密结合在一起，为推动公司内生增长起到积极作用；
- ◆ 9 成分红，重视投资回报。我们注意到公司于 2009 年修改公司章程，提出每年应至少有一次股利分配，并且每年分配的利润不少于该年可分配利润的 90%。我们认为该项公司章程的修改为追求稳定回报型投资者提供了较好的选择；
- ◆ 长期股权投资回报值得关注。我们预计公司对华联财务公司 3.33 亿元及绵阳产业基金约 1 亿元的投资未来将为公司创造约 0.4 亿元的年投资收益。
- ◆ 盈利预测及估值和投资建议：我们预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 7.57 亿元/11.69 亿元/17.47 亿元，对应摊薄每股收益分别为 0.09/0.21/0.39 元。基于贴现现金流模型的主要参数，我们假设 WACC 为 9.71%，推导出公司的价值中枢为 12.67 元；综合贴现模型、DDM 及相对估值的合理价值为 9.28 元。基于公司正处于快速扩张期，业绩提升较快，富于内生增长和高比例分红的投资亮点，我们建议关注绝对估值所反映的投资价值。本次上调投资评级至“买入”。
- ◆ 风险提示：业务变更导致历史数据不具有可比性，为估值增添了不确定性。

财务摘要（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	584.02	757.42	1169.09	1746.62
(+/-)	36.04%	29.69%	54.35%	49.40%
净利润	49.30	82.47	184.43	349.93
(+/-)	-34.21%	67.28%	123.62%	89.74%
每股收益(元)	0.07	0.09	0.21	0.39
PE	114.12	73.93	33.06	17.42

社区型购物中心满足家庭生活需要

十二五期间预计城镇化率将由 2010 年的 47.5% 提升至 51.5%，年均增长 4%，城市化人口将继续增长；以大城市为依托，以中小城市为重点的“两纵三横”城市化布局将进一步加快城市新社区建设的步伐。

区域内人口密度的增加加剧了远距离消费的交通成本及时间成本，就近消费成为合理选择；社区型购物中心提供儿童乐园，教育、餐饮、电影院等多种实地体验式服务内容将满足家庭整体出行所带来的多样化消费需求，同时，也在一定程度上规避了互联网消费的冲击。我们认为华联股份将主营定位于社区型购物中心经营有较大的市场空间。

为提高辨识度，我们看到华联购物中心已采用新的 BHG MALL 的统一标识。预计随着营业网点的铺开，此标识将会进一步为消费者所熟悉。

菁英团队确保物业运营质量

购物中心的前期规划设计对后期的营业收入有着至关重要的影响，普通的购物中心可供出租面积只有建筑面积的 50%，而好的设计则有可能将该比例提升至 70%。华联股份拥有一只在商业物业开发运营领域内富有经验的菁英团队，公司有时甚至会根据需要在图纸设计阶段介入，与开发商一同进行物业开发设计，以保证购物中心整体设计的合理性。当然，此举也给资金流转带来了一定的压力，公司需要提前支付定金才能参与开发商的前期设计，2010 年财报体现的预付款逾亿元约可说明这一问题。

公司高管及核心团队多为百货及超市方面的资深专家，本身对商业运营和品牌管理有着深刻的理解，我们认为管理层丰富的商业零售经验也将对企业在市场判断、招租等方面有所助益。

物业体量进入快速增长期，资金压力得到缓解

公司 2009 年开始将主营业务由百货业转为社区型购物中心经营，经过近 2 年的发展，现有购物中心 16 家，面积约 62 万平米，门店主要分布在北京、南京、无锡、合肥、沈阳、大连、成都、兰州等地，其中北京市场 7 家；自有物业 9 家（含万柳购物中心），面积约 35 万平米。

后续开发区域的重点将是北京为主，围绕着约 8 个重点城市展开，我们预计北京市场公司有望占据 30% 以上的市场份额。我们假设 2011-2015 年公司将保持年新增门店 9 家左右的数量。购物中心体量的选择方面，因为购物中心内常配置超市、百货店等主力店，剔除主力店外的面积才是利润的真正来源，所以建筑面积在 5 万平米以上的物业选择则显得较为合理，我们假设后期新增单店的标准面积

为 5 万平米。

开发购物中心需要大量资金支持，尤其是购买购物中心。因通过购买方式获取物业，牵扯资金量较大，估计则需要在审慎决策的基础上寻求资本市场的支持。我们预计近两年公司的财务策略是在负债结构中增加长期借款的规模，以匹配购物中心建设周期；及发行短期融资券等方式加以解决。2011 年公司拟发行 6 亿长期债券及 12 亿短融，上述资金到账估计将有效解决近 2 年以租赁方式扩张所带来的资金压力。

“保底+提成”双枪策略创造内生增长

值得关注的是，作为商业物业类企业，公司摆脱了传统以租金作为单一收入来源的经营模式，采取了“保底+提成”这一具有创收作用的租金方式，将公司利益与租户利益紧密结合在一起，我们认为此举对拉动公司的内生增长将起到核心推动作用，也是区别于其他物业经营企业的投资亮点之一。

以沈阳五洲广场某租户为例，租金选择适用以下两种计价方式，以计算后金额高者为实际支付标准：（1）保底租金：标准为每天每平米 1.1 元；（2）提成租金：按销售额的 3%计提，但对外出租部分按出租净收入的 20%的比例计提。我们预计公司整体提成的比例在 3%-10%之间，

每年 9 成分红，重视投资回报

我们还关注到公司在转型为购物中心运营商后，于2009年修改公司章程，提出“在公司有可供股东分配的利润时，公司应本着重视股东合理投资回报、同时兼顾公司合理资金需求的原则，实施积极的利润分配办法，**每年应至少有一次股利分配，并且每年分配的利润不少于该年可分配利润的百分之九十。**公司可以采取现金、股票方式分配股利。我们认为此项章程的修改，为追求稳定回报的投资者提供了一个较好的选择。

长期股权投资回报可期

此外，公司有两个长期股权投资项目值得关注，一是对公司联营企业华联财务公司的 3.33 亿元投资，该投资 2010 年现金红利约 0.34 亿元。我们对该投资回报的假设参照约 6.5%的贷款成本，预计年回报在 0.22 亿元左右。

二是对绵阳科技城产业投资基金约 1 亿元的投资。该基金是中信证券旗下中信产业投资基金管理有限公司首只人民币基金，规模达到 9.0 亿元将主要投资于金融、消费、原材料和机械制造等四个领域。该项目 2010 年尚处于回报初期，分红仅有 160 万元。我们参考海外私募股权投资回报多高达 30%以上的历史记录，预计随着该基金投资项目不断成熟，相应的投资回报应在 20%以上。我们假设未来上述两项股权投资每年有可能为公司创造约 0.4 亿元的投资收益。

盈利预测

营业收入预测的核心假设条件

- 1、空置率保持在 5%以下；
- 2、试营业可供出租面积占比 80%以上
- 3、可供出租面积占比 70%
- 4、新物业租金为 4 元每日每平米，管理费为 0.5 元每日每平米；

根据上述假设条件，我们预估 2011-2013 年的营业收入分别为 7.57/11.69/17.47 亿元。因公司 2011 年处于快速扩张初期，门店家数将扩充 75%至 21 家左右，因此当年业绩受扩张成本拖累难以得到体现，但该情况将于 2012 年开始得到缓解，预计盈利水平有望于 2013-2014 年恢复至行业平均水平，我们认可的行业平均水平为 20%。我们假设 2011-2013 年净利润分别为 82.5/184.4/349.9 万元。对应摊薄后每股收益预计分别为 0.09/0.21/0.39 元。

表1 营业收入假设（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
北京广安门店	20.35	20.55	20.76	20.97	21.18	21.39
江苏南京紫金店	8.76	8.85	8.94	9.03	9.12	9.21
江苏无锡店	10.90	11.01	11.12	11.23	11.34	11.46
合肥长江西路店	46.72	51.39	56.53	62.18	68.40	69.09
合肥蒙城路店	41.31	45.44	49.99	54.98	55.53	56.09
大连金三角店	9.18	9.27	9.37	9.46	9.55	9.65
青海西宁花园店	11.02	11.13	11.24	11.35	11.46	11.58
北京上地店	75.85	83.44	84.27	92.70	93.63	94.56
北京回龙观店	50.97	51.48	52.00	52.52	53.04	53.57
沈阳昌鑫店	59.47	65.41	71.96	79.15	79.94	80.74
通州武夷花园	31.13	34.24	37.67	41.43	41.85	42.27
南四环公益西桥店	34.95	38.45	42.29	46.52	46.99	47.46
万柳购物中心	24.83	96.12	105.73	116.30	127.93	129.21
铁道部购物中心店		14.20	15.62	17.18	18.90	19.09
南京大厂店		35.92	39.52	43.47	47.81	48.29
兰州东方红店		65.54	72.09	79.30	87.23	95.95
2011年续新增5家		114.98	273.07	300.37	330.41	363.45
2012年新增9家			206.96	491.52	540.67	594.74
2013年新增9家				206.96	491.52	540.67
2014年新增9家					206.96	491.52
2015年新增9家						206.96
合计	425	757	1,169	1,747	2,353	2,997

资料来源：公司公告，信达证券估算

估值及投资建议

因公司属于稳定回报类型，我们主要采用 FCFF 贴现现金流模型测算华联股份的合理价值区间。主要假设值如下：为获得权益成本，我们假设无风险利率为 3.5%，权益风险溢价为 8.5%。由于华联股份于 2011 年 1 季度之前的业务含有百货业务收入不具有历史可比性，我们在参照商业物业经营类行业贝塔系数的基础上，将该公司贝塔系数定位 0.98。考虑到社区型购物中心租金收取方式具有稳步增长的特征，我们假设 1%的永续增长率。此外，公司主要物业来源以租赁为主，所需资金量有限，我们估计负债融资负担将稳中有降，我们给出 26.03%的权重假设。因此，公司的加权平均成本为 9.71%。

通过现金流推导出公司的估值中枢为 12.67 元。

表2 加权平均资本成本假设和计算

无风险利率	3.50%
权益风险溢价	8.50%
贝塔系数	0.98
永续增长率	1.00%
债务成本	4.90%
债务资本比重	26.03%
股权成本	11.83%
加权平均资本成本	9.71%

数据来源：信达证券估算

我们也采用 DDM 估值方法对公司进行了估值，显示合理价值中枢为 5.72 元。

相对估值方面，来源于 wind 的数据显示，行业给予可比公司小商品城和海印股份 2011 年的市盈率均在 25x 以下，对应我们的盈利预测，华联股份未来 2 年相对估值仍然偏高，按照 2013 年 15xPE, 对应的合理价值为 6 元。

因为相对估值仍然较高，我们在估值时应给予一定的折价考虑。综合贴现现金流方式、DDM 及相对估值方法，按照三者加权 50%/25%/25%的比例考虑，合理的价值约为 9.28 元。

基于公司规模正处于快速扩张期，业绩增速较快，含有商业物业类少见的“内生增长”特征，且具有强劲的分红策略，因此我们建议投资者主要参考绝对估值，对公司给予重点关注。本次上调投资评级至“买入”。

风险提示

因扩张所带来的成本费用压力较大，公司近年业绩仍难以有效提升，由此带来的相对估值仍将较低。

2011 年 1 季度之前的业绩贡献中包含百货业务，而 1 季度以后就全部由商业物业租赁收入贡献，公司历史数据不具有可比性，给我们的估值参数选取带来了一定的压力，更多的主观判断难免会影响到绝对估值的分析结论。特提醒投资者注意相关风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2319.36	2618.54	2190.53	2165.35
现金	1920.13	2566.47	2091.82	2008.61
应收账款	3.47	33.14	9.24	55.65
其它应收款	4.61	3.98	9.57	11.76
预付账款	391.14	0.00	73.94	71.95
存货	0.00	10.33	2.27	14.60
其他	0.00	4.62	3.69	2.77
非流动资产	3944.24	3054.42	3908.49	4683.54
长期投资	674.55	696.55	718.55	740.55
固定资产	126.06	91.91	103.95	106.06
无形资产	487.58	563.04	805.55	1162.83
其他	2656.06	1702.92	2280.44	2674.10
资产总计	6263.60	5672.96	6099.02	6848.89
流动负债	1319.59	938.18	1315.48	2016.90
短期借款	240.00	169.50	179.75	971.77
应付账款	263.87	69.39	131.69	82.89
其他	815.71	699.29	1004.04	962.23
非流动负债	1218.01	970.96	910.02	775.64
长期借款	1100.00	879.90	790.25	666.03
其他	118.01	91.06	119.77	109.61
负债合计	2537.59	1909.15	2225.50	2792.54
少数股东权益	156.61	156.61	156.60	156.59
归属母公司股东权益合计	3569.40	3607.21	3716.92	3899.77
负债和股东权益	6263.60	5672.96	6099.02	6848.89

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	398.19	94.17	738.68	485.62
净利润	49.30	82.47	184.42	349.92
折旧摊销	44.53	149.30	182.30	282.49
财务费用	50.83	96.66	88.11	81.78
投资损失	-115.03	-27.00	-32.00	-37.00
营运资金变动	405.61	-183.75	287.82	-180.72
其它	-37.05	-23.52	28.03	-10.85
投资活动现金流	-1658.84	764.09	-1003.70	-1019.86
资本支出	405.75	26.69	514.43	651.98
长期投资	-404.28	-22.00	-22.00	-22.00
其他	-1657.37	768.79	-511.26	-389.88

筹资活动现金流	2636.88	-211.93	-209.64	-334.37
短期借款	150.00	-70.50	10.25	6.63
长期借款	810.00	-220.10	-89.65	-124.22
其他	1676.88	78.67	-130.24	-216.77
现金净增加额	1376.23	646.34	-474.65	-868.61

利润表	单位：百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	584.02	757.42	1169.09	1746.62
营业成本	381.87	333.26	502.71	751.05
营业税金及附加	22.09	19.56	34.76	54.37
营业费用	145.35	174.21	257.20	349.32
管理费用	44.19	49.23	70.15	78.60
财务费用	50.83	96.66	88.11	81.78
资产减值损失	-0.37	1.54	2.27	1.95
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	115.03	27.00	32.00	37.00
营业利润	55.07	109.96	245.89	466.56
营业外收入	7.50	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	62.03	109.96	245.89	466.56
所得税	12.73	27.49	61.47	116.64
净利润	49.30	82.47	184.42	349.92
少数股东损益	0.00	0.00	-0.01	-0.01
归属母公司净利润	49.30	82.47	184.43	349.93
EBITDA	136.32	272.61	428.63	769.70
EPS（元）	0.07	0.09	0.21	0.39

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102