

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(2018)100212】

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/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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	33.91	28.77	13.00	11.35
刚性债务	40.67	37.17	34.45	29.69
所有者权益	64.02	63.62	81.04	81.01
经营性现金净流入量	3.86	9.08	-6.84	4.70
合并口径数据及指标：				
总资产	136.07	107.48	138.89	139.07
总负债	69.46	44.92	59.81	59.92
刚性债务	58.00	38.42	53.01	53.32
所有者权益	66.61	62.55	79.08	79.15
营业收入	11.92	10.17	10.96	3.12
净利润	1.94	1.04	0.10	0.09
经营性现金净流入量	1.10	1.18	-0.49	-1.08
EBITDA	8.28	5.81	5.20	—
资产负债率[%]	51.05	41.80	43.06	43.09
权益资本与刚性债务 比率[%]	114.84	162.82	149.19	148.42
流动比率[%]	225.48	331.80	90.13	112.14
现金比率[%]	210.50	304.39	51.03	58.40
利息保障倍数[倍]	1.63	1.47	1.03	—
净资产收益率[%]	2.91	1.62	0.14	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	3.42	8.65	-1.87	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	17.36	-2.17	-19.54	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.62	2.32	1.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.12	0.11	—

注：根据华联股份经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 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 2017 年以来华联股份在运营经验及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、购物中心运营、新业务培育、对外投资、即期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。
- **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 年公司完成发行股份购买资产并募集配套资金，资本实力得到进一步增强。

主要风险：

- **行业竞争及电商冲击影响。** 国内零售行业竞争压力持续较大，尤其电商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。
- **轻资产化后购物中心主业业绩压力加大。** 随着华联股份 2015-2016 年两次轻资产化的完成，公司在当期利润得到增厚的同时，由于大量成熟门店的转让，购物中心业务收入及盈利水平面临弱化压力。同时，公司持续建设、培育购物中心门店，需关注后续业务盈利能力的变化。

- **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压力。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。
- **影院业务拓展及培育压力。**华联股份 2016 年新增影院运营管理业务，跟踪期内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。
- **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较大，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。
- **即期偿债压力及再融资压力。**2017 年以来，受前期发行债券临近到期集中转入流动负债，以及业务发展消耗货币资金等因素影响，公司流动性较前两年出现下降，面临的即期偿债压力有所加大。2018 年随着中期票据偿付，公司资金消耗量大，授信敞口小。
- **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，能为公司业务发展提供一定支持。但同时，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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 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,该公司除本次跟踪债券外,无其他待偿债券。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)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
18 华联 01	7.70	5 年	7.00	2018-01-29	20 亿元/2017-12-01	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

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落,增长前景依然向好,美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩,主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦,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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势,在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下,经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落,增长前景依然向好,美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩,主要经济体间关税政策将加剧贸易

易摩擦，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全，同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

（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。

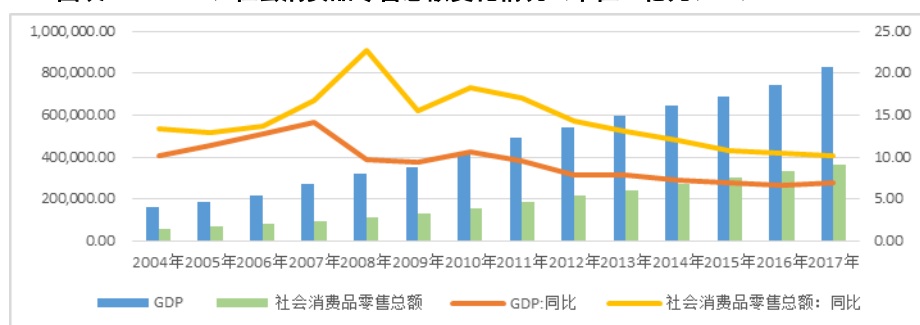
A. 零售行业

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。进入 2017 年以来，随着经济的企稳向好，国内零售行业实现了平稳增长，消费仍是拉动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。2017 年以来，伴随着宏观经济的企稳及保持稳中向好态势，零售行业增速下跌势头得到一定遏制。经初步核算，2017 年国内完成生产总值（GDP）82.71 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%，增速比上年提高 0.2 个百分点。同期，我国社会消费品零售总额 36.63 万亿元，同比增长 10.2%，增速较上年略降 0.2 个百分点。2017 年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 58.8%；最终消费拉动 GDP 增长 4.1%，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。从中长期来看，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，为零售行业的稳步发展提供了基本支撑。

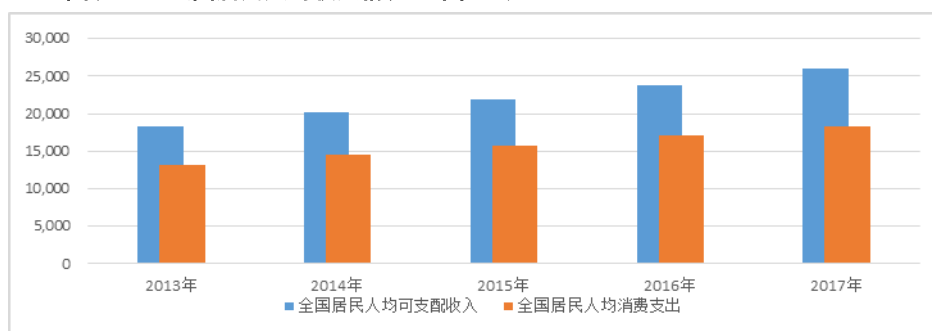
图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



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，为零售行业的发展提供了基本支撑。2017年末全国大陆总人口为139,008万人，比上年末增加737万人；其中年末城镇常住人口81,347万人，常住人口城镇化率为58.52%，比上年末提高1.17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。2017年，全国居民人均可支配收入25,974元，扣除价格因素影响，比上年实际增长7.3%。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。2017年全国居民人均消费支出18,322元，扣除价格因素，比上年实际增长5.4%。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。2017年，全国居民人均食品烟酒消费支出增长4.3%，但占消费支出的比重继续降低，为29.3%，比上年下降0.8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。

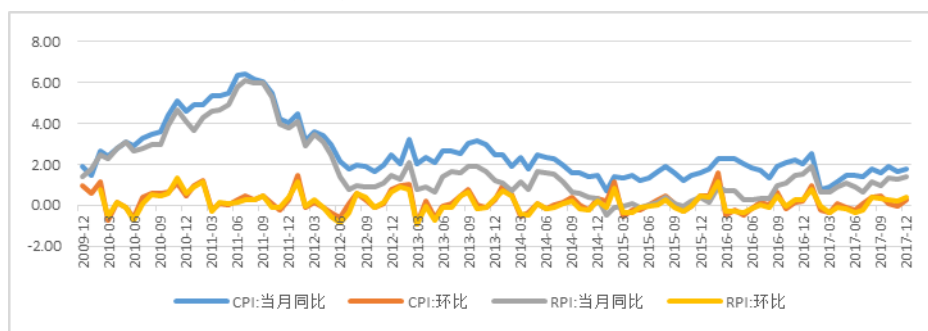
图表 3. 全国居民人均收支情况（单位：元）



数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2017年全国居民消费价格（CPI）上涨1.6%，涨幅比2016年回落0.4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

政策方面，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。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。

从细分行业来看，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利好。

从竞争格局/态势来看，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。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%；而网上零售占比也仅在 15% 左右。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）、家乐福、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。

从各业态来看，进入 2017 年以来，随着国内经济的企稳向好，电商继续保持有良好的发展势头，根据国家统计局数据，2017 年，全国网上零售额 71,751 亿元，同比增长 32.2%；同时随着实体零售企业的持续升级调整，行业也总体呈现回暖状态，2017 年限额以上零售业单位中的超市、百货店和专业店零售额分别较上年实现增长 7.3%、6.7% 和 9.1%，增速分别较上年提高 1.2 个百分点、4.1 个百分点和 0.5 个百分点。

财务方面来看，在实体零售回暖的带动下，有助于零售企业经营业绩的提振。零售企业销售环节回款普遍较为及时，经营环节现金流能对债务偿付形成必要保障。但同时，行业内部企业间竞争压力仍然较大，个体零售企业的财务

表现会受其运营成效、战略选择、财务杠杆控制、流动性管理等状况而存在差异。

图表 5. 按业态分部分典型零售上市企业数据概览（单位：亿元，%，次）

企业名称	核心经营指标（合并口径）					核心财务数据（合并口径）			
	核心业态	营业收入	毛利率	应收账款周转速度	存货周转速度	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
苏宁易购	家电连锁	1,879.28	14.10	107.61	9.80	1,572.77	46.83	40.50	-66.05
王府井	百货	260.85	20.72	126.71	35.54	201.89	46.56	9.32	20.58
百联股份	百货、超市	471.81	21.24	98.81	11.64	446.71	54.51	8.58	21.33
天虹股份	百货、超市	185.36	25.76	355.66	9.85	154.07	60.88	7.18	11.23
大商股份	百货、超市、家电连锁	267.44	22.61	100.38	9.52	176.42	56.59	8.50	1.98
重庆百货	百货、超市、家电连锁	329.15	17.68	271.35	10.66	132.44	61.13	6.50	12.87
永辉超市	超市	585.91	20.84	79.88	8.46	328.70	37.91	16.85	26.41
华联股份	购物中心	10.96	36.27	9.80	1.66	138.89	43.06	0.10	-0.49

注：新世纪评级根据上市公司公开资料整理；数据口径为 2017 年

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。

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 年电影行业票房表现整体有所回暖。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，国产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。

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。截至 2017 年末我国影院数量为 9,340 家，同比增长 18%；银幕数量为 50,776 块，同比增长 23.3%。我国电影银幕数量已成为全球第一，但近年来单银幕年均产出有所下降，2017 年为 99.3 万元，同比下降 5.8 万元。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

该公司于 2015~2016 年间推进购物中心业务轻资产化，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。2017 年公司购物中心运营业务收入继续有所下滑，但随着影院业务的快速发展，整体营收规模仍有所增长。公司主业现阶段培育压力较大，利润对非经常性损益依赖度较高，跟踪期内净利润受投资收益减少影响而下滑。此外，公司近年来加强了“平台+内容”的业务布局及对外投资，需关注对外股权投资的效益产出及投融资压力。

该公司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，公司于 2016 年新增影院运营管理业务。此外，2017 年公司新增保理业务¹，目前规模尚小，客户资源主要来自零售主业上下游合作方。

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	基础运营模式	业务的核心驱动因素
购物中心	零售	国内	横向规模化	规模/资产/管理/品牌/资本等
影院	影院	国内	横向规模化	规模/资产/管理/资本等

资料来源：华联股份

近年来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。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。受上述因素影响，近年来公司购物中心业务收入规模呈现一定下滑态势。而同时，随着影院业务的较快发展，对公司营业收入形成了支撑。2017 年公司实现营业收入 10.96 亿元，同比增长 7.76%。

¹ 公司与关联方华联综超于 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%。

图表 7. 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	轻资产化及门店转让情况
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。	轻资产化转让 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。	轻资产化转让 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	--	转让 1 家子公司股权，当期实现一次性收益 1.16 亿元；其 2016 年收入为 0.34 亿元。
2018 年第一季度	--	--

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 年及 2018 年第一季度公司租赁及物业管理收入分别为 7.98 亿元和 2.14 亿元，2017 年受门店减少影响而有所下滑，2018 年第一季度，随着公司加强存量门店培育，业务收入同比有所增长。公司 2016 年开始开展影院运营管理业务，2017 年和 2018 年第一季度分别实现收入 1.39 亿元和 0.53 亿元，增长较快。此外，公司营业收入还包括少量保理业务主业收入，以及其他业务收入，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。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计		11.92	10.17	10.96	3.12	2.29
其中：核心业务营业收入	金额	10.10	8.89	9.37	2.67	2.00
	占比	84.76	87.36	85.44	85.72	87.46
其中：（1）租赁及物业管理	金额	10.10	8.68	7.98	2.14	1.78
	占比	84.76	85.31	72.79	68.65	77.89
（2）电影放映及卖品	金额	-	0.21	1.39	0.53	0.22
	占比	-	2.05	12.65	17.07	9.57

资料来源：华联股份

A. 购物中心业务

该公司以“华联”为品牌，以社区型购物中心为重点发展购物中心业务，已在北京及京外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。2017 年，公司投资 1.24 亿元获得贝壳金宝教育科技（北京）有限公司（简称“贝壳金宝”）60%股权²，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，但该项目仍处于发展培育阶段，需关注项目投资风险。

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³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，2017 年前 5 大客户收入占比为 9.25%。

² 因系共同控制，且另一股东拥有一票否决权，故未纳入并表范围，以权益法核算。

³ 如华联综超、Costa 咖啡（合营企业）等。

从门店资产及业务规模来看，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 2015~2016 年内陆续出售了 8 家子公司股权。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经营重点。

2017 年 12 月，考虑到广安门店现有建筑条件难以满足目前社区型购物中心的经营需求等因素，该公司向上海锦和投资集团有限公司（简称“上海锦和”）转让广安门店运营主体北京华联商业管理有限公司 100%的股权，转让价 5.33 亿元，截至 2017 年末已收到转让款 3.24 亿元。

受轻资产化及门店减少等影响，该公司购物中心主业收入规模有所下滑，2017 年及 2018 年第一季度收入分别为 7.98 亿元和 2.14 亿元。公司近期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。2018 年第一季度，公司租赁及物业管理收入较上年同期增加 0.36 亿元。

2017 年，该公司未有新开门店。2016~2017 年公司多次合计净出资 7.67 亿元作为劣后级合伙人⁴，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，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），从而公司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。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⁵，从而获得位于安徽及银川项目的运营管理权⁶。截至 2018 年 3 月末，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 28 家，其中北京地区 14 家，京外地区 14 家；自有物业门店 5 家（自有物业面积 28.58 万平方米），租赁经营物业 13 家、管理门店 10 家。

图表 9. 截至 2018 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

⁴ 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。

⁵ 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。

⁶ 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。

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
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	南京紫金店	1.26	江苏	自有	2009
20	合肥长江西路店	4.80		自有	2011
21	蒙城路店	4.97	安徽	管理	2013
22	兰州东方红店	6.00	甘肃	租赁	2011
23	成都盐市口店	3.90	四川	租赁	2010
24	成都机场路购物中心	7.19		管理	2014
25	内江购物中心	7.20		自有	2014
26	赤峰店	8.06	内蒙古	租赁	2016
27	包头店	10.25		自有	2016
28	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和海南项目。

图表 10. 截至 2018 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	2.70	2019
黄岛缤纷港购物广场项目	24.21	17.56	6.54	2019
海南华联项目	2.56	1.50	1.29	2019
大屯项目	7.88	1.54	1.31	2019
合计	42.66	24.63	11.84	—

注：根据华联股份提供的数据整理

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，推进“平台+内容”的业务架构。目前公司以北京华联电影院线有限公司（简称“华联院线”）为主体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 2018 年 3 月末，华联院线已拥有

9 家影院，79 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。2016~2017 年，公司旗下影院观影人次分别为 73.86 万人次和 315.59 万人次；平均上座率分别为 16.70% 和 18.38%⁷。2018 年，公司计划继续新开 11 家影院，新增银幕 65 块，预计总投资 2.5 亿元。

图表 11. 截至 2018 年 3 月末公司影院业务情况

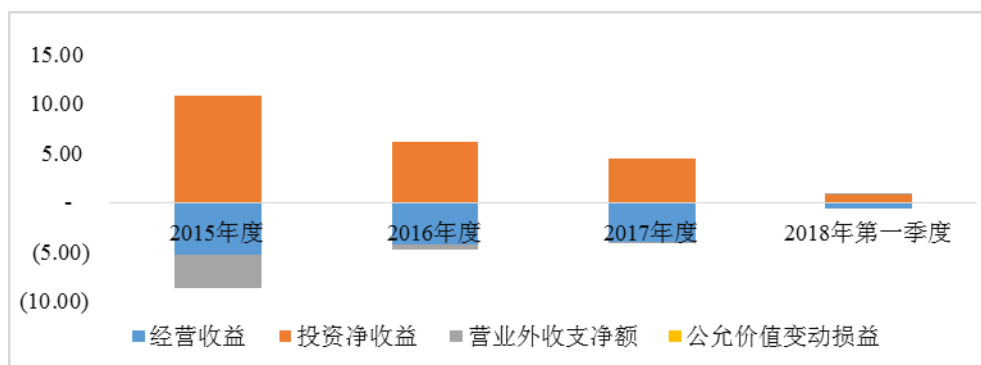
序号	影院名称	物业性质	所处区位	开业时间	银幕数量（块）
1	顺平影院	租赁	北京市平谷区	2016 年 07 月	7
2	包头影院	租赁	内蒙古包头市青山区	2016 年 10 月	7
3	赤峰影院	租赁	内蒙古赤峰市松山区	2016 年 12 月	5
4	银川影院	租赁	宁夏银川市金凤区	2016 年 12 月	7
5	重庆影院	租赁	重庆市沙坪坝区	2016 年 12 月	23
6	合肥影院	租赁	安徽省合肥市庐阳区蒙城路	2016 年 06 月	8
7	成都影院	租赁	四川省成都市双流区	2016 年 06 月	8
8	海悦广场影院	租赁	宁夏银川市金凤区	2018 年 02 月	8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

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⁸。华联院线 2017 年实现营业收入 1.44 亿元，净利润-0.28 亿元，亏损主要因公司影院业务开展时间较短，新增银幕量加多，短期内开办成本高。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，目前规模较小，其后续发展及盈利水平有待持续关注。

（2）盈利性

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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。

⁷ 近年国内影院平均上座率在 14-15%。

⁸ 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%。

受门店转让及关店等因素影响，该公司合并口径门店数量减少，加之新门店开办，以及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，公司经营收益亏损额度逐年有所收窄，但短期内，公司盈利仍主要依赖于投资收益等非经常性损益。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	11.92	10.17	10.96	3.12	2.29
毛利率（%）	31.32	29.65	36.27	45.03	35.02
其中：租赁及物业管理（%）	29.96	28.76	31.37	41.64	32.31
电影放映及卖品（%）	-	56.90	46.23	46.95	57.55
毛利（亿元）	3.73	3.02	3.97	1.40	0.80
其中：租赁及物业管理（亿元）	3.02	2.50	2.51	0.89	0.58
电影放映及卖品（亿元）	-	0.12	0.64	0.25	0.13
期间费用率（%）	62.68	64.62	69.01	62.95	67.36
其中：财务费用率（%）	24.25	21.11	23.41	23.41	22.55
全年利息支出总额（亿元）	3.17	2.50	3.10	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.14	0.06	0.24	-	-

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业毛利分别为 3.97 亿元和 1.40 亿元，分别较上年同期增长 31.85% 及 75.24%。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，公司毛利润水平有所回升。

从期间费用上看，该公司期间费用率处于较高水平。2017 年及 2018 年第一季度，公司期间费用率分别为 69.01% 和 62.95%。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仍较大。

图表 14. 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	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	10.76	6.05	4.39	0.74	1.02
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.40	0.39	0.95	0.33	0.21
处置股权收益（亿元）	10.25	3.69	1.16	-	-
可供出售金融资产分红收益	0.11	0.89	0.30	-	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	-	1.08	1.98	-	-
营业外净收入（亿元）	-3.30	-0.46	-0.02	0.02	0.02

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司投资收益分别为 4.39 亿元和 0.74 亿元，分别较上年同期下降 27.33% 和 27.57%，2017 年收益主要来源于出售所持全部

承达集团股票⁹、转让上海信磐文化投资中心（有限合伙）（简称“上海信磐”）、转让 HUA XIN 3 PTE.LTD 等企业股权，较上年下降主要因 2016 年出售 3 家购物中心股权获得大额收益，相关投资收益缺乏稳定性。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业利润分别为 0.35 亿元和 0.09 亿元，分别较上年同期下降 79.38%和 55.67%；净利润分别为 0.10 亿元和 0.09 亿元，分别较上年同期下降 90.27%和 11.16%。自实施轻资产战略以来，投资收益成为公司最主要利润来源，波动较大，跟踪期因转让子公司股权减少，净利润相应下降。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一定影响。2017 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.59%和 0.14%。

随着成熟购物中心门店的大量转让，该公司现阶段主业培育及调整压力加大；同时随着新增影院业务的不断开展，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。

对外投资方面：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，获得投资收益约 0.07 亿美元。2018 年 5 月，公司将所持有的全部股份转让给 Ali Panini Investment Holding Limited，交易对价为 1.847 亿美元，已于当月完成交割。

2015 年，该公司作为有限合伙人之一，与合作方共同设立上海信磐，其中公司出资 1.60 亿元（占 38.32%）。上海信磐主要投资北京唱吧科技股份有限公司。2017 年公司将持有的上海信磐合伙份额对外转让，转让价款为 2.1 亿元。

2016 年以来该公司先后向深圳池杉常青股权投资中心（有限合伙）（简称“深圳池杉”）投资 1.07 亿元持有其 13.05%的份额、向长山兴（青岛）商业资产投资中心（有限合伙）（简称“长山兴青岛”）投资 2.50 亿元持有其 12.99%的份额、向合肥裕芯控股有限公司（简称“合肥裕芯”）投资 1.90 亿元持有其 1.68%的股权。其中，深圳池杉投资金融领域；长山兴青岛持有北京地区 3

⁹ 实现投资收益 0.66 亿元。

家购物中心，系公司管理的物业；合肥裕芯投资半导体产业。

2017 年 10 月，该公司收购 CPBL Limited（简称“CPBL 公司”）100% 的股权，交易价款 0.51 亿美元，CPBL 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，其 2016 年末总资产 11.10 亿美元，净资产 4.47 亿美元，2016 年营业收入 2.78 亿美元，净利润 0.12 亿美元。

总体来看，该公司近年来对外股权投资活动增多，对外投资回收周期及收益性存在不确定性，需持续关注。

管理

作为上市公司，该公司 2017 年实施非公开发行股票，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、经营等方面获得控股股东一定的支持。

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。

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 2018 年 3 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¹⁰下属上海镭尚、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。截至 2018 年 3 月末，华联集团所持股份中有 236,273,556 股进行了质押，质押比例为 34.52%，其他一致行动人无股权质押。

图表 15. 公司前五大股东持股情况

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	质押比例（%）
北京华联集团投资控股有限公司	684,377,499	25.00	34.52
西藏山南信商投资管理有限公司	255,192,878	9.32	-
上海镭尚投资管理中心（有限合伙）	232,444,563	8.49	-
北京中商华通科贸有限公司	82,378,452	3.01	87.79
国通信托有限责任公司—国通信托·恒升 85 号证券投资基金单一资金信托	24,334,268	0.89	-

资料来源：华联股份（截至 2018 年 3 月末）

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。

¹⁰ 华联集团持有中信产业基金 5% 股权。

关联方存款及贷款方面，公司与参股公司华联财务有限责任公司¹¹（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 2017 年末，公司存款余额为 3.67 亿元。同时，公司与华联集团签署《相互融资担保协议》，相互融资担保总额度为 8 亿元，近年来一般一年续签一次。

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影响。

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 16. 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	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2018.2.8	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.6.10	无	无	无	无
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台	2018.6.10	无	无	无	无
工商	国家工商总局企业信用信息公示系统	2018.6.10	无	无	无	无
质量	华联股份	2018.6.10	无	无	无	无
安全	华联股份	2018.6.10	无	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，该公司债务规模相对平稳，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。2017 年以来，受前期发行债券临近到期集中转入流动负债，以及业务发展消耗货币资金等因素影响，公司流动性压力有所加大。

1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 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

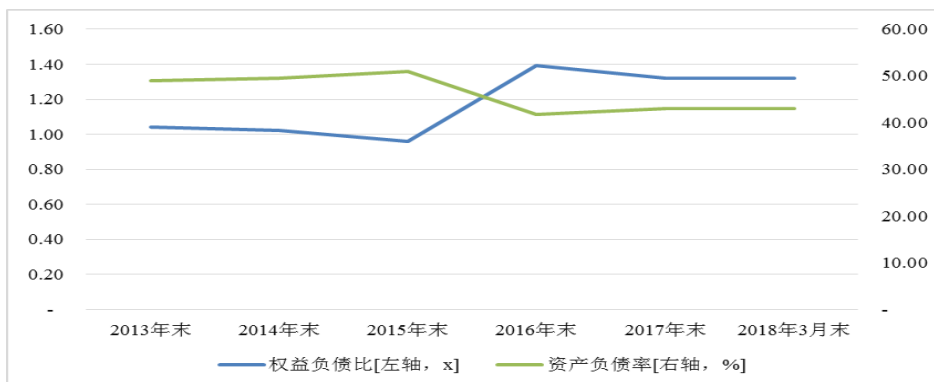
¹¹ 华联财务成立于 1994 年 3 月，由华联集团、华联综超和该公司共同出资设立，并分别持有其 34%、33%和 33%的股权。2017 年末，华联财务总资产 92.01 亿元，净资产 29.74 亿元，营业收入 2.26 亿元，净利润 1.65 亿元。

计制度及其补充规定。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势

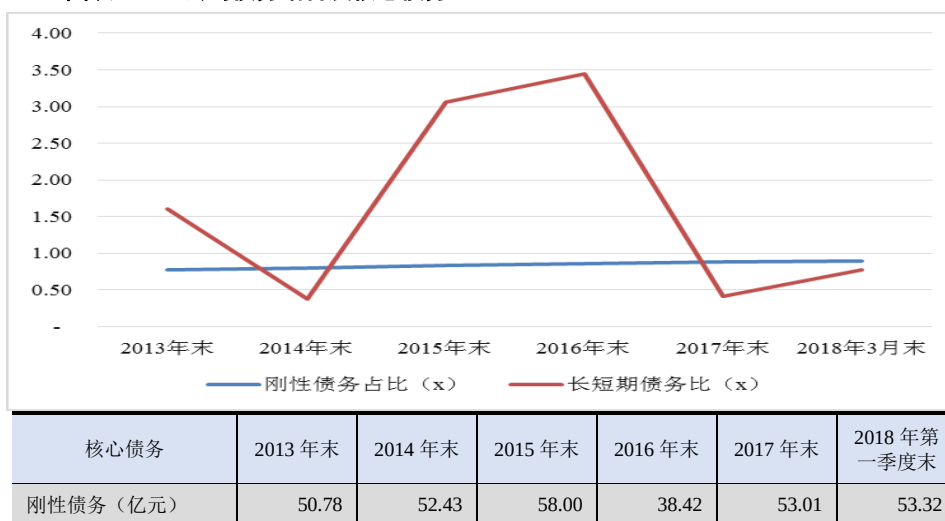


资料来源：根据华联股份所提供数据绘制。

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。2016~2017年末及2018年3月末，公司负债总额分别为44.92亿元、59.81亿元和59.92亿元，跟踪期内有所增加。同期末公司权益分别为62.55亿元、79.08亿元和79.15亿元，其中2017年因非公开发行股份购买资产并募集配套资金的到位，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43.06%和43.09%，保持在适中水平。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第 一季度末
应付账款（亿元）	6.80	4.78	3.68	1.87	1.53	1.53
预收账款（亿元）	0.38	0.52	0.53	0.38	0.54	0.60
其他应付款（亿元）	3.86	4.29	4.41	2.85	3.30	3.26
刚性债务占比（%）	77.84	79.89	83.51	85.52	88.63	88.99
应付账款占比（%）	10.42	7.28	5.30	4.16	2.55	2.56
预收账款占比（%）	0.58	0.79	0.76	0.85	0.90	0.99
其他应付款占比（%）	5.92	6.53	6.35	6.34	5.51	5.45

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，2016~2017 年末及 2018 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 344.62%、41.13%和 77.60%。2017 年随着中长期债券临近到期，流动负债占比大幅提升，集中偿付压力加大。

2017 年末，该公司流动负债为 42.38 亿元，较上年末增长 319.42%，主要因两期中票临近到期转入所致。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 36.11 亿元，较上年末增加 31.88 亿元，主要因增加 25 亿元一年内到期的中期票据（“15 华联股 MTN001”和“15 华联股 MTN002”）及 7.22 亿元一年内到期的长期借款所致，此外还包括 2.19 亿元短期借款，其中银行借款以保证借款为主。公司年末应付账款为 1.53 亿元，主要为应付工程及设备款、房租及物业费、影院分账款等。其他应付款 3.30 亿元，主要为购物中心租户保证金等。2018 年 3 月末，公司流动负债减少至 33.74 亿元，主要因 13 亿元中期票据“15 华联股 MTN001”到期兑付所致。

2017 年末，该公司非流动负债为 17.43 亿元，因中期票据临近到期转入流动负债而较上年末减少 49.94%。年末非流动负债以长期借款及其他非流动负债为主。其中年末长期借款为 5.24 亿元，较上年末减少 42.95%，以抵押并保证借款为主，保证人为华联集团，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，年末长期借款利率范围为 4.9%-5.7%。其他非流动负债为 11.65 亿元，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¹²。2018 年 3 月末，非流动负债增至 26.18 亿元，主要因新发行 7.7 亿元公司债券所致。

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

¹² 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。

务所占比率高，在 80% 上下，面临较大的刚性债务偿付压力。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	13.34	36.93	7.87	4.23	36.11	27.67
其中：短期借款	3.90	6.40	4.90	2.00	2.19	8.03
一年内到期的长期借款	1.27	5.33	1.80	1.10	7.22	6.88
应付短期融资券	6.00	6.00	-	-	-	-
应付票据	1.15	-	-	-	0.51	-
其他短期刚性债务	1.02	19.20	1.17	1.13	26.19	12.76
中长期刚性债务合计	37.44	15.50	50.13	34.19	16.90	25.66
其中：长期借款	19.44	15.50	25.13	9.19	5.24	6.37
应付债券	-	-	-	-	-	7.70
其他中长期刚性债务	18.00	-	25.00	25.00	11.66	11.59
综合融资成本（年化，%）	4.30	5.90	5.22	6.37	5.45	-

资料来源：根据华联股份所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

该公司刚性债务以银行借款及发行债券为主。从期限上看，公司滚动发行中长期债券，随着债券临近到期，2017 年以来以短期刚性债务为主，即期债务偿付压力有所加大。

刚性债务融资成本方面，2018 年 3 月末，该公司 1 年以内到期的刚性债务融资成本主要在 5-6%；2 年以上到期的刚性债务融资成本主要在 6% 以上。

图表 20. 公司 2018 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不 含 2 年）	2~3 年（不 含 3 年）	3~5 年（不 含 5 年）	5 年及以上
3%以内	-	-	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	-	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	0.40	-	0.74	-	-
5%~6%（不含 6%）	25.25	-	2.50	4.00	-
6%~7%（不含 7%）	-	-	10.50	-	-
7%及以上	0.48	-	-	-	8.77
合计	26.13	-	13.74	4.00	8.77

资料来源：华联股份。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
营业周期（天）	-	-	-	12.07	257.11	-
营业收入现金率（%）	87.18	107.94	99.52	105.82	108.58	105.02
业务现金收支净额（亿元）	3.95	7.63	4.35	2.84	0.69	0.35
其他因素现金收支净额（亿元）	-7.45	-2.01	-3.25	-1.66	-1.19	-1.42
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-3.51	5.61	1.10	1.18	-0.49	-1.08
EBITDA（亿元）	4.50	6.72	8.28	5.81	5.20	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.09	0.13	0.15	0.12	0.11	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.81	2.03	2.62	2.32	1.68	-

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。2017 年及 2018 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 108.58%和 105.02%。随着并表门店减少，收入下降、人工成本增长等因素影响，公司近年来业务现金收支净额收窄；同时受培育期门店费用及新店筹备支出较多、往来款收支等影响，公司其他因素现金收支净额持续呈现净流出状态。2017 年及 2018 年第一季度公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.49 亿元和-1.08 亿元，受预付门店租金及储备项目等支出影响，经营活动现金流呈现净流出状态。

2017 年，该公司 EBITDA 为 5.20 亿元，较上年下降 10.50%，其中利润总额在 EBITDA 中的占比不高且有所下降，为 6.40%。公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度较低。

(2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	-8.51	-4.98	-10.15	-7.85	-8.95	-0.54
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	21.28	9.75	3.97	-
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	-8.47	-11.04	-3.51	-3.79	-2.58	-0.85
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.68	-3.00	3.00	-0.53	-2.18	0.48
投资环节产生的现金流量净额	-15.31	-19.03	10.62	-2.41	-9.74	-0.90

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

近年来该公司在购物中心及影院门店建造投入及项目并购环节存在持续的资金投入，同时公司“平台+内容”的业务布局也形成较多的对外股权投资，导致大额现金流出；同时转让成熟购物中心则实现了较多现金流入。此外，公司投资活动现金流也受金融理财相关资金收支的一定影响。2017 年及 2018 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-9.74 亿元和-0.90 亿元。

(3) 筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
权益类净融资额	29.75	-0.51	0.34	-1.43	8.98	-
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	15.70	-0.59	6.68	-2.64	-7.98	0.09
筹资环节产生的现金流量净额	45.45	-1.10	7.02	-4.07	1.00	0.09

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。2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.00 亿元和 0.09 亿元。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	35.30	23.18	38.55	33.52	38.19	37.83
	26.54%	17.47%	28.33%	31.19%	27.50%	27.21%
其中：货币资金（亿元）	31.71	17.18	35.98	30.76	21.63	19.70
应收账款（亿元）	1.56	0.47	0.41	0.24	1.99	2.74
存货（亿元）	-	-	-	0.01	8.40	8.45
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	97.74	109.49	97.52	73.95	100.69	101.23
	73.46%	82.53%	71.67%	68.81%	72.50%	72.79%
其中：可供出售金融资产（亿元）	0.15	4.72	11.43	20.73	24.55	24.89
长期股权投资（亿元）	8.89	5.89	6.28	6.87	29.70	30.12
投资性房地产（亿元）	36.97	61.45	47.93	27.13	24.23	23.97
固定资产（亿元）	1.70	1.53	0.66	0.53	0.57	0.62
在建工程（亿元）	31.42	14.25	13.72	2.68	5.10	5.24
长期待摊费用（亿元）	6.96	9.64	7.70	9.28	8.94	8.83
期末全部受限资产账面金额（亿元）	52.42	52.28	38.77	5.31	7.27	7.22
期末抵押融资余额（亿元）	19.01	20.09	18.68	2.74	6.74 ¹³	6.74 ¹⁴

¹³ 其中 6 亿元为保证并抵押借款。

¹⁴ 其中 6 亿元为保证并抵押借款。

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
受限资产账面余额/总资产 (%)	39.40%	39.29%	29.14%	3.99%	5.46%	5.19%

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2017 年末，该公司流动资产为 38.19 亿元，主要体现为货币资金和存货。其中，货币资金为 21.63 亿元（含受限使用的货币资金 0.06 亿元），较上年末减少 29.68%，主要因使用自有资金进行股权投资；存货为 8.40 亿元，较上年末大幅增加 8.39 亿元，主要完成了发行股份购买资产，增加青岛海融的开发成本所致。此外，年末预付款项由上年末 1.69 亿元增至 3.19 亿元，主要是预付房租款增加；应收账款由上年末 0.24 亿元增至 1.99 亿元，主要因当期新增保理业务而增加应收保理款 1.52 亿元所致；其他应收款由上年末 0.19 亿元增至 2.46 亿元，主要为向上海锦和出售北京华联商业 100% 股权，以及向 LH GOURMET L.P. 出售 huaxin3 100% 股权尚未收回的款项¹⁵。2018 年 3 月末，流动资产为 37.83 亿元，构成较上年末变化不大。

2017 年末，该公司非流动资产为 100.69 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等构成。其中，可供出售金融资产为 24.55 亿元，包括采用成本计量的可供出售权益工具 18.66 亿元，其中当年新增投资 CCHL（3.26 亿元）、合肥裕芯控股有限公司（1.90 亿元），此外还包括 Rajax Holding（5.20 亿元）、长山兴青岛（2.50 亿元）、深圳池杉（1.07 亿元）等投资。公司另持有可供出售债务工具合计 5.15 亿元，包括银行不良债权包（3.02 亿元）及招行 ABS 产品（2.13 亿元），相关投资收益情况有待关注。公司年末投资性房地产为 24.23 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，公司投资性房地产采用成本模式计量；长期股权投资为 29.70 亿元，较上年大幅增加 22.83 亿元，主要包括对华联财务（9.81 亿元）、龙德置地（17.59 亿元）及贝壳金宝等的投资，当年增长主要因隆邸天佟并表后新增的对龙德置地的投资，及对华联财务增资 3.30 亿元由其他非流动资产转入，此外还新增对贝壳金宝的投资。2018 年 3 月末，公司非流动资产为 101.23 亿元，构成较上年末变化不大。

截至 2017 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产合计 7.27 亿元，包括 4.90 亿元投资性房地产、1.62 亿元存货、0.69 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。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	140.73	48.83	225.48	331.80	90.13	112.14

¹⁵ 其中 Huaxin3 股权款已于 2018 年 5 月全部收回，北京华联商业股权款预计将于 2018 年 6 月末前收回。

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
现金比率 (%)	133.51	43.99	215.94	315.00	62.77	76.71
现金比率 (%)	126.41	36.20	210.50	304.39	51.03	58.40

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 90.13%和 112.14%，速动比率分别为 62.77%和 76.71%。2017 年以来受大规模中长期债务临近到期转入流动负债，以及业务发展消耗货币资金等因素影响，期末资产流动性明显下滑。公司计划通过发行长期债券调整债务结构，加之轻资产化及增发后，公司账面货币资金总体尚充裕，对债务偿付能形成必要保障，但仍需关注公司流动性压力变化情况。

此外，截至 2018 年 3 月末，该公司获得的金融机构授信总额为 20 亿元，尚余额度 3.97 亿元，主要合作金融机构为北京银行、盛京银行、上海银行、华夏银行等股份制银行以及华联财务公司（其给予 3 亿元授信额度），能为日常资金周转提供支持。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司合并口径对外担保余额为 2.50 亿元，系对华联集团担保。根据公司与华联集团签署的《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 8 亿元担保。同期末华联集团对公司担保余额为 12.94 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

2017 年末，该公司本部资产总额 128.50 亿元，其中货币资金 13.00 亿元；负债总额 47.81 亿元，其中刚性债务 34.44 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，本部层面能形成一定购物中心业务运营等相关收入。2017 年及 2018 年第一季度，本部实现营业收入分别为 7.47 亿元和 2.09 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，公司本部承担债务及留存现金资产较多，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

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。

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。跟踪期内未涉及上述事项。

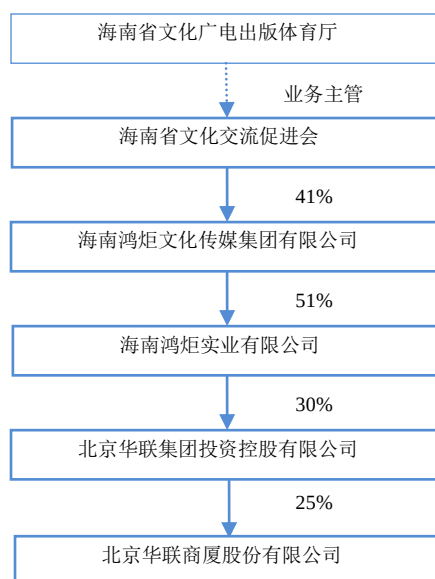
跟踪评级结论

该公司于 2015~2016 年间推进购物中心业务轻资产化，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。2017 年公司购物中心运营业务收入继续有所下滑，但随着影院业务的快速发展，整体营收规模仍有所增长。公司主业现阶段培育压力较大，利润对非经常性损益依赖度较高，跟踪期内净利润受投资收益减少影响而下滑。此外，公司近年来加强了“平台+内容”的业务布局及对外投资，需关注对外股权投资的效益产出及投融资压力。

跟踪期内，该公司债务规模相对平稳，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。2017 年以来，受前期发行债券临近到期集中转入流动负债，以及业务发展消耗货币资金等因素影响，公司流动性压力有所加大。

附录一：

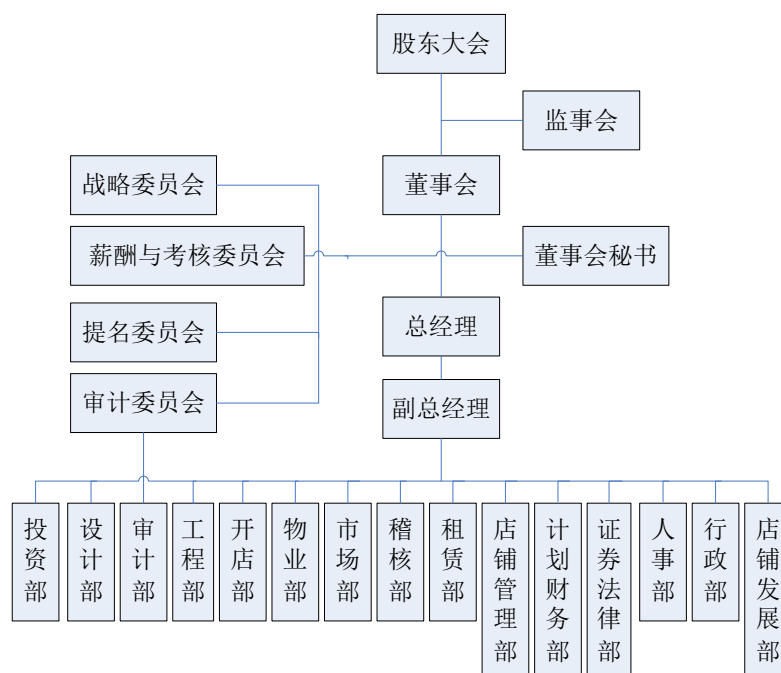
公司与实际控制人关系图



注：根据华联股份提供的资料绘制（截至 2018 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 2018 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	2017 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	122.05	120.71	237.94	3.49	18.11	18.20	-
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	34.45	81.04	7.47	1.28	-6.84	2.80	-
北京华联电影院线有限公司	华联院线	子公司	83%	电影放映	0.78	1.65	1.44	-0.16	-0.01	0.58	-
华联（北京）商业保理有限公司	保理公司	子公司	51%	商业保理	0.19	2.13	0.17	0.13	-1.38	0.15	-

注：根据华联股份 2017 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]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
资产总额 [亿元]	136.07	107.48	138.89	139.07
货币资金 [亿元]	35.98	30.76	21.63	19.70
刚性债务[亿元]	58.00	38.42	53.01	53.32
所有者权益 [亿元]	66.61	62.55	79.08	79.15
营业收入[亿元]	11.92	10.17	10.96	3.12
净利润 [亿元]	1.94	1.04	0.10	0.09
EBITDA[亿元]	8.28	5.81	5.20	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.10	1.18	-0.49	-1.08
投资性现金净流入量[亿元]	10.62	-2.41	-9.74	-0.90
资产负债率[%]	51.05	41.80	43.06	43.09
权益资本与刚性债务比率[%]	114.84	162.82	149.19	148.42
流动比率[%]	225.48	331.80	90.13	112.14
现金比率[%]	210.50	304.39	51.03	58.40
利息保障倍数[倍]	1.63	1.47	1.03	—
担保比率[%]	—	—	3.16	3.16
营业周期[天]	—	12.07	257.11	—
毛利率[%]	31.32	29.65	36.27	45.03
营业利润率[%]	45.56	16.76	3.21	2.91
总资产报酬率[%]	3.84	3.03	2.59	—
净资产收益率[%]	2.91	1.62	0.14	—
净资产收益率*[%]	3.66	1.88	0.28	—
营业收入现金率[%]	99.52	105.82	108.58	105.02
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.42	8.65	-1.87	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	17.36	-2.17	-19.54	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.62	2.32	1.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.12	0.11	—

注：表中数据依据华联股份经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第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。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，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。