

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(2020)100693】

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/2020 年 6 月 28 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2019 年 6 月 24 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	13.00	8.34	4.94	10.57
刚性债务	34.45	30.68	19.21	10.90
所有者权益	81.04	74.98	77.16	76.31
经营性现金净流入量	-6.84	-3.36	14.79	2.51
合并口径数据及指标:				
总资产	138.89	137.78	139.46	133.41
总负债	59.81	57.94	57.12	52.23
刚性债务	53.01	50.56	46.87	41.75
所有者权益	79.08	79.84	82.34	81.18
营业收入	10.96	12.53	12.54	1.65
净利润	0.10	0.29	0.40	-1.10
经营性现金净流入量	-0.49	-0.70	2.21	1.32
EBITDA	5.20	6.72	4.84	—
资产负债率[%]	43.06	42.05	40.96	39.15
权益资本与刚性债务比率[%]	149.19	157.93	175.68	194.42
流动比率[%]	90.13	160.70	145.12	138.82
现金比率[%]	51.03	64.23	83.83	84.05
利息保障倍数[倍]	1.03	1.48	1.17	—
净资产收益率[%]	0.14	0.36	0.49	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.87	-1.80	6.36	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-19.54	-2.92	27.70	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.68	2.11	1.78	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.13	0.10	—

注:根据华联股份经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

熊桦 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 2019 年以来华联股份在主业运营经验、股东支持、主业现金回笼能力、财务杠杆等方面所取得的积极变化或保持优势,同时也反映了公司在主业盈利能力、项目投资融资、业务运营、对外投资、债务偿付及关联交易等方面继续面临压力或风险。

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。**华联股份主业现金回笼较为及时,跟踪期内公司继续加强业务优化调整,经营活动现金流呈现净流入状态。此外,随着公司调整处置低效门店,以及前期财务性股权投资退出或实现分红收益,预计能在 2020 年为公司带来一定规模资金回笼。
- **财务杠杆持续下降,财务结构保持稳健。**跟踪期内,华联股份加强债务调整,资产负债率继续有所下降,财务结构保持稳健。且作为上市公司,公司具备资本市场直接融资渠道。

主要风险:

- **新冠肺炎疫情冲击影响下,主业盈利压力进一步加大。**随着华联股份近年来轻资产化战略的推进,公司大量成熟购物中心门店的转让造成主业盈利水平弱化,业务培育压力较大,公司整体盈利对非经常性损益的依赖程度持续较高。2020 年以来,叠加新冠肺炎疫情的冲击影

响，公司购物中心客流大幅下滑，旗下影院暂停营业，造成公司一季度出现亏损，且可能会对全年业绩造成影响。短期内，公司主业盈利压力进一步有所加大。

- 项目投融资压力。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。公司目前在建项目规划投资规模较大，部分项目受规划调整等因素影响进展较为缓慢，需关注项目后续推进情况及投融资压力。
- 运营及投资风险。近年来在零售行业增速放缓、竞争激烈的背景下，华联股份持续面临较大的市场竞争、主业升级调整及成本费用管控压力。此外，公司存在一定规模对外股权及金融理财投资，关注风险及收益情况。
- 债务偿付压力。华联股份负债中刚性债务占比高，2019年末及2020年3月末占比均在80%左右，面临一定刚性债务偿付压力。此外，受2020年以来新冠肺炎疫情影响，公司主业收入及现金回笼同比明显减少，相应加大了公司债务及流动性管理压力。
- 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，能为公司业务发展提供一定支持。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2020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上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并给与上述债券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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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”,发行金额 7.70 亿元,期限 5 年,发行利率 7.00%。“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,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;同时,经回售,“18 华联 01”回售数量为 3,700,000 张,回售金额 3.70 亿元(不含利息),目前债券本金余额为 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

资料来源:华联股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来,在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下,境外金融市场剧烈震荡,全球经济衰退概率大幅上升,主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式,全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击,国内经济增长压力陡增,宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下,我国经济秩序仍处恢复状态,经济增长长期向好、保

持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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。此外，公司2017年新增保理业务，但现阶段规模还较小。公司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，尽管受宏观经济景气度下行等因素影响，行业增速有所下滑，但仍维持在较好水平。2019年，零售行业继续保持着平稳发展，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。2020年初以来，新冠肺炎疫情爆发，对消费市场短期冲击影响较大。但在国家加强疫情防控力度及政策支持的综合影响下，疫情结束后零售行业整体上预期可实现较快恢复。同时，具备线上线下及到家服务能力、供应链整合能力的龙头零售商在疫情期间竞争优势得到进一步凸显。

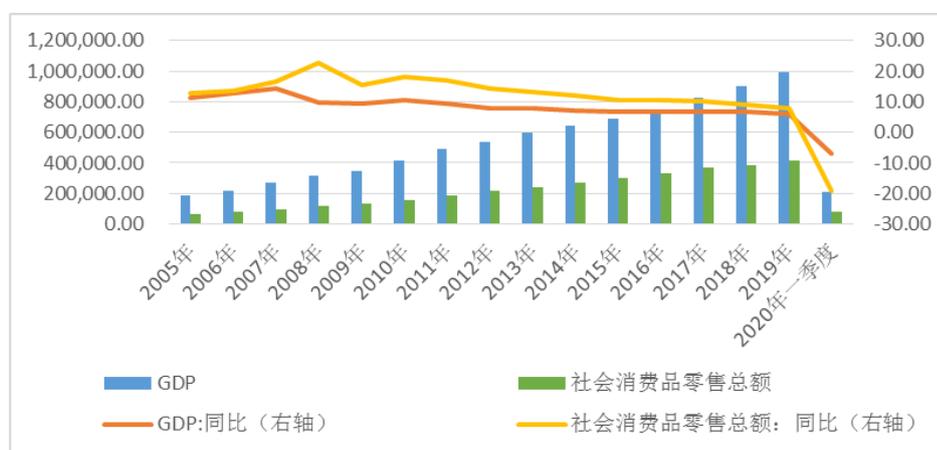
长期来看，随着我国经济的持续发展及经济结构的调整，城市化进程的推进，居民收入水平的提高及消费结构的升级，以及在国家鼓励消费的政策支持下，国内零售行业仍有着持续增长的空间。此外，现阶段零售行业内部在维持着激烈竞争的同时，线上线下零售相互融合态势显现，未来龙头零售企业地位或将进一步得到提升。

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。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，零售业增速连续多年出现下滑，但总体仍维持在较好水平。经初步核算，2019年国内完成生产总值（GDP）99.09万亿元，按可比价格计算，同比增长6.1%，增速比上年减少0.5个百分点。同期，我国社会消费品零售总额41.16万亿元，同比增长8%，增速较上年下降约1个百分点。当年增速放缓主要因素包括，受优惠政策到期等影响，汽车销售同比大幅放缓，扣除汽车以外的消费品零售额为37.23万亿元，同比增长

9%。此外，汽车销售量下滑及成品油价回落等因素导致石油类商品零售额增速比上年大幅回落 12.1 个百分点；以及受房地产市场总体放缓影响，限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类商品零售额增速分别回落 3.3、5.0 和 5.3 个百分点。据测算，石油类和居住类商品共拉低社会消费品零售总额增速约 0.8 个百分点。2019 年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 57.8%；最终消费拉动 GDP 增长 3.5%，消费是拉动国内经济增长的主要动力。

2020 年以来，新冠肺炎疫情爆发及在全国范围内蔓延，1 月下旬起国内各地通过实施临时交通管制、鼓励居民减少外出、居家隔离、延长春节假期、延迟复工等措施，以避免疫情更广范围的传播扩散。此次新冠疫情爆发正逢春节假期，属于传统的假日消费旺季，受疫情防控影响，大量零售门店暂停营业，居民外出减少以及享乐型消费意愿降低，对零售市场的短期冲击较大。受疫情影响，2020 年一季度，国内经济出现负增长，当期社会消费品零售总额为 7.86 万亿元，同比名义下降 19.0%。短期来看，居民消费需求受疫情影响暂时被抑制，但我国消费市场规模大、潜力足、韧性强的基本特点没有改变，国内居民消费意愿和能力并未消失。随着当前国内疫情防控成效的不断显现，复工复产进度的加快，以及正常生产生活秩序的不断恢复，消费能力在逐步恢复中。其中 3 月份社会消费品零售总额降幅较 1-2 月收窄 4.7 个百分点，出现恢复态势。后期随着疫情因素消除，受抑制的消费预期可实现较快速恢复，我国消费市场预计仍能保持平稳增长。

图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



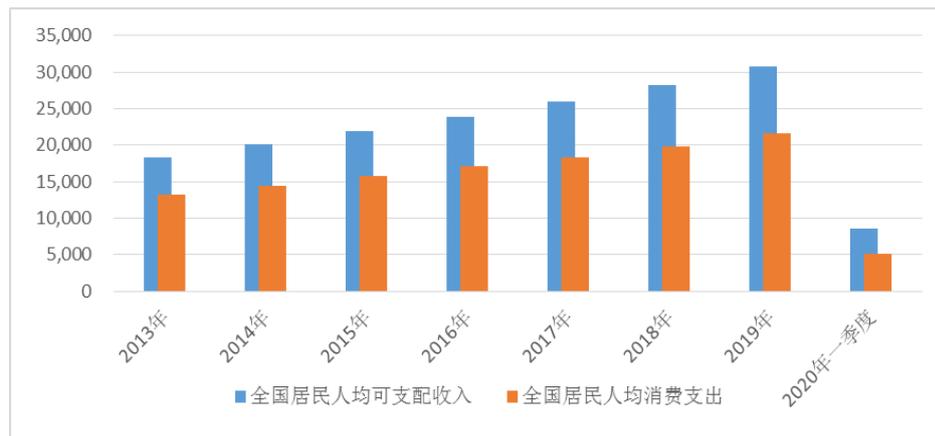
资料来源：Wind、国家统计局

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。2019 年末全国大陆总人口为 140,005 万人，比上年末净增加 467 万人，其中城镇常住人口 84,843 万人，常住人口城镇化率为 60.60%，比上年末提高 1.02 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。2019 年，全国居民人均可支配收入 30,733 元，扣除价格因素影响，比上年实际增长 5.8%。加之政府“减税降费”政策实施，个人所得税的减少，直接增加了居民收入，有助于进一步

提升居民消费力。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。2019 年全国居民人均消费支出 21,559 元，扣除价格因素，比上年实际增长 5.5%。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 2019 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 28.2%，比上年下降 0.14 个百分点，恩格尔系数进一步降低，消费结构不断升级。此外，随着“80、90 后”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，也为零售市场发展提供了助力，信贷消费意愿的提升也进一步助推消费的增长。

2020 年一季度，疫情影响下，国内经济活跃度降低，居民名义收入增加，实际收入减少，当期全国居民人均可支配收入 8,561 元，比上年同期名义增长 0.8%，扣除价格因素，实际下降 3.9%。同时，当期全国居民人均消费支出 5,082 元，比上年同期名义下降 8.2%，扣除价格因素，实际下降 12.5%，消费支出受疫情抑制。

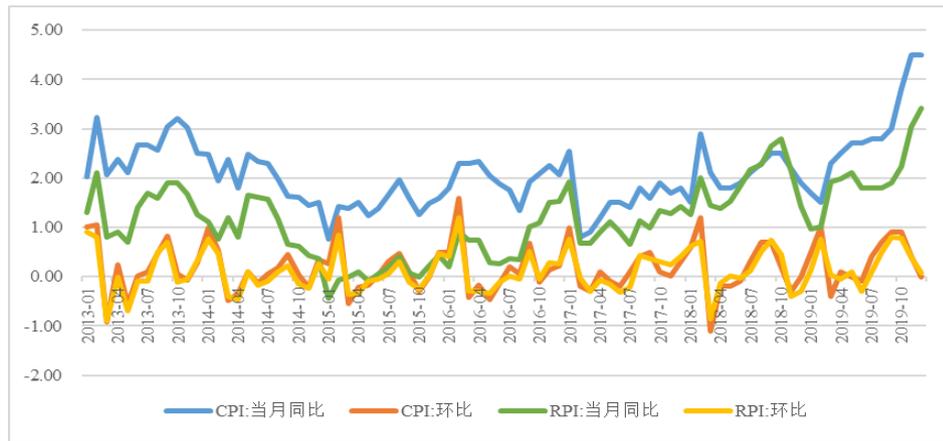
图表 3. 全国居民人均收支情况（单位：元）



数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2019 年全国居民消费价格（CPI）上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，延续了 2012 年以来涨幅低于 3% 的态势，仍控制在温和上涨水平。其中猪肉、鲜果等价格上涨推高了食品价格，当年食品价格上涨 9.2%，涨幅比上年扩大 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。2020 年以来，受疫情影响，一季度全国居民消费价格比去年同期上涨 4.9%，涨幅扩大。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。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,有助于激发居民消费潜力,为零售行业发展带来利好。2019 年 8 月,国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》,提出了促进流通新业态新模式发展、推动传统流通企业创新转型升级等 20 条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施。

具体到零售细分行业,多年来在电商领域,国家相继出台了《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,2019 年 1 月 1 日《中华人民共和国电子商务法》正式实施。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。此外,2020 年以来,在新冠肺炎疫情期间,国家出台专项政策在金融领域对企业给予扶持,同时针对商贸领域印发了《关于应对新冠肺炎疫情

做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》、《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》等政策，多地政府通过发放“消费券”等形式鼓励刺激消费，政府支持力度有所加大。零售行业在疫情期间承担着一定的居民生活物资供应保障职能，同时消费作为疫情后经济增长的重要引擎，零售行业有望在政策中持续获益。

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。根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 2018 年末，我国零售业经营单位共有 2,080 万个，同比增长 7.8%，增速比上年加快 0.9 个百分点。其中，法人企业单位数量为 397.3 万个，同比增长 23.7%。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，但比重仅在 20% 左右。

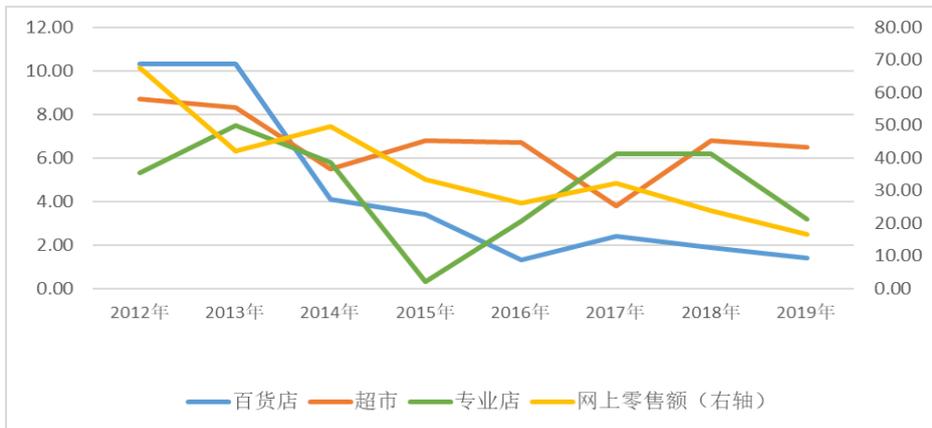
多年来，在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商大多通过并购重组、扩大门店布局等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方面，随着电商的蓬勃发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局逐步重塑。近年来，随着“新零售”的发展，线上线下呈现一定融合态势。

实体零售方面，近年来受电商冲击及消费升级等影响，传统零售商销售增速出现放缓，部分零售商甚至出现负增长，经营业绩压力有所加大。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，随着电商人口红利的逐步减弱和获客成本的增加，以及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）、苏宁易购（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，近年来电商总体仍维持着较快的发展速度，但增速有所放缓，据国家统计局数据，2019 年全国网上零售额为 106,324 亿元，比上年增长 16.5%；其中实物商品网上零售额 85,239 亿元，比上年增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，比上年提高 2.3 个百分点。实体零售方面，随着企业的持续升级调整，近两年行业总体也有所回暖。2019 年限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长 6.5%、1.4%、3.2% 和 1.5%。

图表 5. 零售行业各业态¹近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

2020 年以来，新冠肺炎疫情短期内对零售行业造成冲击，但针对零售各细分业态，此次疫情的影响会有所分化。其中经营以必需消费品为主的超市业态、相关线上零售所受影响相对较小；以可选消费、体验类消费为主的百货、购物中心等业态所受短期冲击影响较大。在疫情期间，受疫情防控影响，居民主动减少外出频率，线下消费意愿，尤其是对可选消费及体验类消费意愿显著降低，对相关实体零售商会形成较大冲击。但同时，居民日常生活物资保障的刚性需求并未受影响，大量需求依旧存在，且对防护用品等产品需求激增。此时，具备线上线下及到家服务能力、供应链整合能力的龙头零售商的竞争优势凸显，可通过线上业务的开展，缓解对线下业务的冲击影响，同时通过自身供应链能力，广泛获取货源，保障日常必需物资及紧缺物资的供应，以获取更多消费者信赖，增加消费粘性。具备较强综合实力的零售龙头企业有望在此轮疫情过程中，进一步增强自身品牌影响力、巩固市场地位。此次疫情影响亦或进一步推

¹ 2012-2017 年为商务部重点监测零售企业数据；2018 年及 2019 年数据为限额以上零售业单位数据。

动零售企业加强全渠道布局。

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。此外，2020 年以来新冠肺炎疫情爆发，短期消费需求受到一定抑制，零售行业亦面临一定突发事件引发的外部风险。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。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

近年来，我国人均可支配收入的不断增长及消费升级带动了对文化娱乐消费需求的增长。作为电影产业的下游，电影放映行业受益于国内电影市场的持续增长而不断扩容，但行业增速存在下滑。同时，随着国内银幕数量的不断增加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亦有所加大。2020 年以来，受新冠肺炎疫情防控影响，国内院线停止运营，票房收入大幅下滑，对相关企业经营业绩及现金流均带来很大压力。

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。

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。

近年来，我国电影产业不断发展，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。2018年，全国电影总票房达到609.76亿元，同比增长9.06%。2019年，国内电影票房继续增长，全国电影总票房达到642.66亿元，同比增长5.40%。其中，当年国产电影总票房411.75亿元，同比增长8.65%；城市院线观影人次为17.27亿，同比略增0.5%。总体看，2019年以来我国电影市场保持了稳定增长，但增速有所放缓。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，电影行业受到明显冲击，出于疫情防控需要，国内影院全面暂停运营，截至目前影院正式恢复运营时间仍未明确。受此影响，一季度全国电影市场总票房为22.46亿元，同比下滑87.94%，观影人次为6,005.75万人次，同比减少87.51%。受票房收入大幅下滑，而房租、人员工资等成本仍或存在等影响，相关企业全年经营业绩及现金流均面临很大压力。

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。2019年，《关于深化影视业综合改革促进我国影视业健康发展的意见》正式出台，加强了对影视行业的规范及管控，有助于维护市场秩序，推进行业走高质量发展道路。

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。2019年全国新增银幕9,708块，截至2019年末全国银幕总数已达到69,787块，同比增长16.16%。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，2019年度单银幕票房平均为92.09万元，同比下降9.27%。同时，近几年，随着一二线城市影院市场趋于饱和，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。新冠肺炎疫情等突发公共卫生事件等也对行业运营带来不确定性。

2. 业务运营

该公司致力于围绕社区型购物中心主业进行发展，跟踪期内公司继续加强对存量门店的调整及培育，注重单店盈利能力的提升，业务收入略有上升。2020

年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司旗下购物中心客流大幅下滑，影院暂停营业，当期经营业绩下滑，且净利润出现亏损。总体来看，随着前期轻资产化战略推进过程中成熟门店不断转让，公司近年来主业培育压力总体较大，跟踪期内公司通过加强门店调改，经营收益有所改善，但整体盈利仍主要来自于投资收益等非经常性损益。2020 年以来叠加新冠肺炎疫情影响，公司主业盈利压力又有所加大。需关注公司后续主业盈利变化及投资收益等非经常性损益利润贡献情况。

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。2019 年及 2020 年第一季度，公司营业收入分别为 12.54 亿元和 1.65 亿元，同比分别增加 0.07% 和减少 47.97%，其中 2020 年以来受新冠肺炎疫情影响，公司旗下购物中心和影院均受到很大冲击，营业收入同比大幅下滑。

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。2018-2019 年及 2020 年第一季度，公司租赁及物业管理收入分别为 8.78 亿元、8.86 亿元和 1.34 亿元。跟踪期内，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，当年无新增门店，2019 年租赁及物业管理板块收入同比增加 0.86%；2020 年第一季度业务收入同比减少 37.62%，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司旗下购物中心根据各级地方政府疫情防控要求，门店中餐饮、娱乐、儿童等区域暂停营业，超市等区域为保障民生物资供应仍正常营业，门店总体客流及销售同比大幅下滑，从而影响公司当期业务收入。此外，疫情期间公司还主动对租户实行减免租金和管理费的政策²，预计共减免租金及管理费金额不超过 1 亿元。4-5 月来看，随着国内疫情防控形势的逐步好转，公司门店客流逐步回升。但公司业绩仍将受后续疫情防控成效及客流销售恢复情况影响，尤其公司北京区域门店分布较多，受区域疫情防控及消费复苏情况影响较大。

同期，该公司电影放映及卖品收入分别为 1.66 亿元、1.65 亿元和 0.08 亿元，其中 2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司旗下电影院全部暂停营业，导致当期收入大幅下滑 83.08%。

²（1）针对疫情发生前没有欠缴租金，且疫情期间与公司下属购物中心保持同步开业状态的租户，给予减免 2020 年 2 月份的租金及管理费；（2）除政府有明确要求外，针对依照各级政府因疫情防控要求暂停营业的租户，公司根据实际情况与租户协商确定减免租金及管理费的金额。

此外，该公司营业收入还包括少量保理业务³形成的主业收入，以及其他业务收入。其中，2018-2019年及2020年第一季度，公司保理业务实现收入分别为0.43亿元、0.49亿元和0.08亿元，对营收影响尚较小，客户资源主要来自零售主业上下游的合作方。公司其他业务收入主要为租赁及物业管理板块收取的设备维护使用费、设施维护检修、通讯、耗材、停车场服务费等杂项费用；以及影院业务板块收取的广告费收入、储值卡工本费收入、服务费收入等。

(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		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计		10.96	12.53	12.54	1.65	3.17
其中：核心业务营业收入	金额	9.36	10.44	10.50	1.42	2.63
	占比	85.44	83.31	83.76	86.25	83.12
其中：（1）租赁及物业管理	金额	7.98	8.78	8.86	1.34	2.15
	占比	72.79	70.04	70.61	81.32	67.92
（2）电影放映及卖品	金额	1.39	1.66	1.65	0.08	0.48
	占比	12.65	13.28	13.15	4.92	15.21

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。

³ 公司与关联方上市公司华联综超（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%。

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业态中，一般超市、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，并通过将海洋馆、幼儿园等创新业态引入购物中心，扩宽商场区域与服务内容的功能性。公司适时通过股权投资形式延伸业务链，通过对上游租户资源的把控，形成“平台+内容”的业务布局。跟踪期内，公司完成旗下所有项目未来三年的调改方案，拟通过品牌淘汰与升级、优化业态组合推动客层升级，年内公司已推进 15 个购物中心项目的调改，根据社区需求合理布局购物中心内各业态的比重，并完善自身软硬件设施，以提高购物体验。

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，以及股东北京华联集团投资控股有限公司（简称“华联集团”）旗下品牌⁴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、西贝、绿茶、必胜客、肯德基、麦当劳、无印良品、优衣库、迪卡侬、H&M、C&A、JNBY、MO&Co.、丝芙兰、屈臣氏等品牌商建立了长期合作关系。公司租户相对分散，2019 年和 2020 年第一季度前 5 大客户收入占比分别为 6.91% 和 11.21%。2020 年以来受疫情影响，公司购物中心客流受到较大冲击，为共克时艰，公司主动对租户实行减免租金和管理费的政策。同时公司加强与商户合作，支持商户通过线上平台及直播形式进行推广及销售，以应对疫情影响。

从业务规模来看，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，通过股权转让等方式进行退出；同时公司也不断对于低效门店进行处置，自营门店规模总体有所减少。2015-2018 年公司通过推进轻资产化等，共计转让 15 个项目，取得转让款合计 51.05 亿元。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购物中心提供物业管理服务，进行管理

⁴ 如华联综超、Costa 咖啡（合营企业）等。

输出。公司可相应形成一定管理服务收入⁵以及基金管理费收入，2018-2019 年和 2020 年第一季度相关收入合计分别为 0.24 亿元、0.24 亿元及 0.02 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，2018-2019 年和 2020 年第一季度相关委托物业管理收入分别为 0.17 亿元、0.16 亿元和 0.02 亿元。2018 年，公司转让 6 家下属企业，其中目前仍对合肥长江西路购物中心项目进行受托管理⁶，同时跟踪期内不再受托管理内江购物中心项目。

2019 年，该公司业务运营继续以加强门店调整、提质增效为主，当年无门店轻资产化或处置情况。2017 年公司作为恒天嘉信（宁夏）投资中心（有限合伙）（简称“恒天嘉信”）的劣后级有限合伙人，认缴出资额 1 亿元，获得了位于安徽华联购物广场有限公司（简称“安徽华联”）及银川华联购物中心有限公司（简称“银川华联”）项目的运营管理权。2019 年 12 月公司向北京中商华通科贸有限公司收购其持有的恒天嘉信 23.28% 的有限合伙份额、安徽华联 1% 的股权，交易总额为 2.12 亿元，收购完成后，公司持有恒天嘉信 32.85% 有限合伙份额，并将其纳入合并范围，并进而实现了对安徽华联、银川华联的控制⁷。但由于银川华联运营的银川店项目仍处于培育期，安徽华联项目仍在建设中，并表后公司项目培育及项目投融资压力相应有所加大。2020 年以来，为处置低效门店，公司于 2 月公告拟向辽宁万瑞联信科技有限公司转让沈阳广盛鑫源商业投资管理有限公司（简称“沈阳广盛鑫源”）100% 的股权⁸，交易对价 2.70 亿元，目前该股权转让事宜尚未完成。

截至 2020 年 3 月末，该公司主要负责运营管理的已开业购物中心共 24 家（未包括转让中的沈阳昌鑫店），其中北京地区 14 家，京外地区 10 家。随着近年来轻资产化等的推进，公司目前自有物业门店数量较少，截至 2020 年 3 月末为 2 家，自有物业面积为 19.78 万平方米；租赁物业门店 12 家、管理门店 10 家。2020-2021 年公司租赁物业门店中无租约即将到期门店。公司租赁物业门店较多，2020 年新冠肺炎疫情影响下，公司目前也在就租赁费用减免事项与各业主方进行沟通协商，关注成效。

图表 8. 截至 2020 年 3 月末公司购物中心项目情况

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

⁵ 主要包括项目每年总收入的 2.0% 及净物业收益的 2.5%。

⁶ 2019 年 BHG Retail Reit 完成对合肥长江西路购物中心项目收购，公司对其收益已并入 Reit 核算。

⁷ 恒天嘉信分别持有银川华联 80.92% 股权、安徽华联 99% 股权；公司持有剩余 19.08% 和 1% 股权。

⁸ 沈阳广盛鑫源 2019 年实现营业收入 83.48 万元、净利润-1631.77 万元。

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
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（转让中）	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	成都机场路购物中心	7.19	四川	管理	2014
23	赤峰店	8.06	内蒙古	租赁	2016
24	包头店	10.25		自有	2016
25	银川店	9.53	宁夏	自有	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太原胜利路购物中心项目、黄岛缤纷港购物广场项目、安徽华联购物中心项目。其中太原胜利路购物中心项目和黄岛缤纷港购物广场项目为 2016 年发行股份购买资产注入项目，分别由山西华联和青岛海融负责建造，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。目前两个项目建设推进速度均有所延后，其中太原胜利路购物中心项目拟与地铁进行联通，由于地铁尚未完工，导致工程推迟，同时太原当地主管部门规定 11 月 5 日至来年 3 月 15 日为冬季停工期，除政府批准的重点工程外，其余工程不得施工，对施工进度亦产生影响。黄岛缤纷港购物广场项目因与政府部门沟通项目规划调整，需根据沟通结果调整规划方案，并优化商业定位，导致工程推迟。安徽华联购物中心项目为 2019 年安徽华联并表后增加的项目，计划总投入 8.75 亿元，该项目在收购时已投资 6.09 亿元，截至 2020 年 3 月末累计投资 6.74 亿元，公司尚需投资 2.01 亿元，规划采用自有资金。此外，租赁物业项目方面，筹备中的项目仍主要为北京大屯项目，该项目跟踪期进展亦缓慢。2020 年以来，叠加疫情影响，公司在建项目进度预计仍会有所放缓。

图表 9. 截至 2020 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	2.86	2021.5.31
黄岛缤纷港购物广场项目	24.21	17.56	8.70	2021.6.30
大屯项目	7.88	1.54	1.03	-
安徽华联购物中心建设工程	14.47	8.75	6.74	-
合计	54.57	31.88	19.33	-

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⁹（简称“江苏耀莱”）合作成

⁹ 上市公司文投控股（600715）全资子公司。

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%¹⁰），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，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 2020 年 3 月末，公司已运营管理 16 家影院，121 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，合作院线包括北京新影联影业有限责任公司，北京长城沃美电影院线有限公司，中影星美电影院线有限公司，中影数字院线（北京）有限公司。2019 年及 2020 年第一季度，公司旗下影院观影人次分别为 382.62 万人次和 16.84 万人次，同比分别增加 14.96% 和减少 85.80%；平均上座率分别为 15.11% 和 7.39%，同比分别减少 0.98 个百分点和 8.50 个百分点，其中 2020 年第一季度观影人次和上座率同比大幅下滑，主要系受新冠肺炎疫情影响，旗下影院暂停营业所致。

图表 10. 截至 2020 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	4
11	通州影院	租赁	北京市通州区	2018 年 12 月	5
12	回龙观影院	租赁	北京市昌平区	2018 年 05 月	6
13	公益西桥影院	租赁	北京市丰台区	2018 年 11 月	10
14	长江西路影院	租赁	合肥市蜀山区	2019 年 09 月	6
15	上地影院	租赁	北京市海淀区	2019 年 11 月	6
16	万柳影院	租赁	北京市海淀区	2020 年 01 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，该部分构成了成本的主要部分¹¹。华联院线 2018-2019 年及 2020 年第一季度营业收入分别为 1.76 亿元、1.71 亿元和 0.08 亿元；同期净利润分别为 -0.35 亿元、-0.50 亿元和 -0.15 亿元。其中 2019 年收入略有下滑，主要系卖品类销售收入下滑所致；当年净利润亏损幅度较去年同期亦有所扩大，主要系当年对前期收购的成都影院、合肥影院和重庆影院合计计提 0.23 亿元的商誉减值准备。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司旗下影院暂停营业至今，导致影院错失春节档、五一档的票房收入，对业务经营带来较大冲击。公司一季度影院收入同比大幅下滑 84.89%，同时影院停业期间仍需支付人员工资、房租、放映机维保等费用，致使当期发生亏损。为应对疫情影响，公司进一步

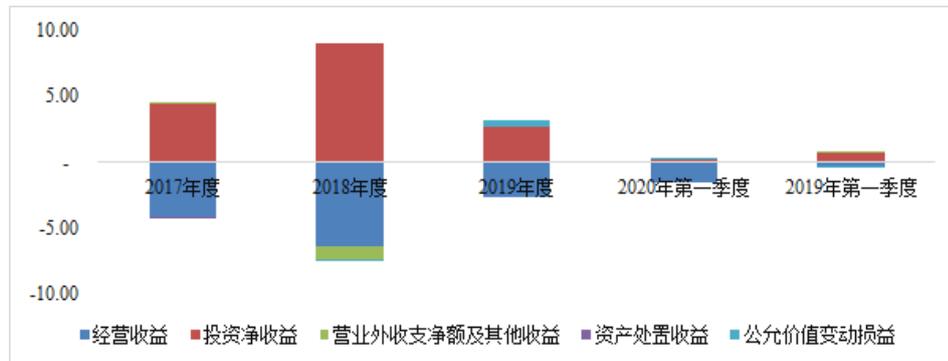
¹⁰ 江苏耀莱以成都影院及合肥影院两家公司 100% 股权作为对价，占 17% 权益份额。

¹¹ 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约 50%。

加强业务费用管控，并采取申请各项政府补贴（如专项资金返还补贴、稳岗补贴、文创企业“房租通”补贴等）、向业主方申请减免租金等方式，以降低损失。但由于目前影院业务仍未恢复正常运营，后续业绩压力仍较大。

（2）盈利能力

图表 11. 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

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，公司主业利润表现整体欠佳，盈利主要依赖于投资收益等非经常性损益。跟踪期内，公司持续加强业务调整及门店培育，主业盈利状况有所好转，2019年经营收益亏损幅度收窄。但2020年一季度，受疫情影响，经营收益亏损幅度又有所扩大。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年 第一季度	2019年 第一季度
营业收入合计（亿元）	10.96	12.53	12.54	1.65	3.17
毛利率（%）	36.27	45.07	47.55	18.20	50.11
其中：租赁及物业管理（%）	31.37	41.86	44.04	17.25	45.91
电影放映及卖品（%）	46.23	49.61	52.59	-29.50	52.98
毛利（亿元）	3.97	5.65	5.96	0.30	1.59
其中：租赁及物业管理（亿元）	2.51	3.67	3.90	0.23	0.99
电影放映及卖品（亿元）	0.64	0.83	0.87	-0.02	0.26
期间费用率（%）	69.01	62.97	57.03	105.33	58.96
其中：财务费用率（%）	23.41	21.90	16.94	35.51	17.17
全年利息支出总额（亿元）	3.10	3.18	2.71	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.24	0.06	0.10	-	-

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2019年及2020年第一季度，该公司营业毛利分别为5.96亿元和0.30亿元，分别较上年同期增长5.58%和减少81.11%；综合毛利率分别为47.55%和18.20%，分别较上年同期增加2.48个百分点和减少31.91个百分点。其中2019

年公司毛利率总体有所上升，一方面随着购物中心业务加强门店培育及调整，租赁及物业管理板块毛利率上升；另一方面电影放映及卖品板块，由于分账比率及自制卖品增值税率调整，毛利率亦有所上。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司主业受冲击影响较大，收入大幅下滑，而部分固定租金和人工成本仍在，导致一季度毛利和毛利率同比均大幅下滑。

从期间费用方面，2019 年及 2020 年第一季度，公司期间费用分别为 7.15 亿元和 1.74 亿元，分别较上年同期减少 9.37% 和 7.06%，但仍对毛利形成较大吞噬。同期，公司期间费用率分别为 57.03% 和 105.33%，分别较上年同期减少 5.94 个百分点和增加 46.37 个百分点。其中 2019 年期间费用率有所下滑，主要系公司偿还了部分有息债务，当年利息支出减少所致；2020 年第一季度，受收入大幅下降影响，当期期间费用率大幅上升。总体看，随着成熟门店的减少，公司近年来主业培育压力较大，人工、利息等费用支出持续处于较高水平，使得公司费用控制压力总体较大，疫情期间，公司在收入减少的压力下，成本费用管控压力进一步有所加大。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	4.39	9.05	2.72	0.23	0.65
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.95	1.00	1.29	0.14	0.30
处置股权收益（亿元）	1.16	1.38	0.03	-	-
可供出售金融资产分红收益	0.30	0.25	-	0.02	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益	1.98	6.19	-	-	0.30
处置交易性金融资产取得的投资收益	-	-	1.74	0.07	-
营业外净收入及其他收益（亿元）	0.02	-1.02	0.02	0.03	0.01
公允价值变动损益（亿元）	-	-0.08	0.47	0.12	-0.14

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资收益分别为 2.72 亿元和 0.23 亿元。其中，2019 年公司投资收益主要来自于权益法核算的长期股权投资收益（主要包括联营企业华联财务有限责任公司（简称“华联财务”），合营企业龙德置地有限公司（简称“龙德置地”）¹²等），以及处置交易性金融资产取得的投资收益（包括理财产品收益、处置中企云链（北京）金融信息服务有限公司、不良债权投资等产生的收益）。同期，公司营业外净收入及其他收益分别为 0.02 亿元和 0.03 亿元，规模均较小。此外，公司 2019 年公允价值变动损益为 0.47 亿元，主要来源于于交易性金融资产的价值波动。

¹² 2016-2017 年公司多次合计净出资 7.67 亿元作为劣后级合伙人，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 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。2019 年龙德置地营业收入及净利润分别为 3.93 亿元和 1.18 亿元，分别同比增长 3.77% 及 22.92%；公司当期收到股利 0.65 亿元。

2019年及2020年第一季度，该公司净利润分别为0.40亿元和-1.10亿元。其中2019年较上年同期增加37.73%，主要是随着业务调改，主业盈利有所改善，但投资收益等非经常性损益仍是最主要的利润来源，公司盈利水平仍缺乏稳定性。2020年以来，疫情影响下，公司盈利压力加大，一季度出现亏损。需关注公司后续主业盈利变化及投资收益等非经常性损益利润贡献情况。

(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。公司未来仍将坚持轻资产战略理念，以提升旗下社区型购物中心运营管理为重点，将内容运营作为购物中心核心能力的支撑点，促进购物中心平台与内容业态的融合式发展。同时未来公司将继续通过购买、租赁、受托管理等多种方式，不断提升购物中心资产和店铺规模，以北京为核心拓展范围，积极寻求契机拓展新的发展区域，巩固提升现有成熟商圈，加快寻求新的发展区域。

此外，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。主要对外投资方面，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”，其主要投资唱吧）和Rajax Holding（其主要投资饿了么）；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”），其投资领域分别为金融、商业地产及半导体行业企业，上述投资合计投入资金5.6亿元。2017年，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CCHL公司6.44%的股权，CCHL公司注册地为开曼群岛，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。

近两年为聚焦主业，该公司逐步退出与主业无关的投资，并已陆续完成上海信磐、Rajax Holding、宁波中益及合肥广韬¹³的退出，相应为公司贡献了较多投资收益。跟踪期内，2019年9月，公司下属全资企业CPBL公司与上市公司蓝帆医疗股份有限公司（简称“蓝帆医疗”）签订了《股权转让框架协议》，蓝帆医疗拟以现金支付的方式受让CPBL持有的CCHL公司6.63%的股权，交易价格拟定为6,353.17万美元。该笔交易蓝帆医疗拟通过公开发行可转换公司债券募集资金予以支付。截至目前该交易尚未完成。此外，2019年12月，深圳池杉完成所持有部分资产的处置工作，计划向有限合伙人分配本金及收益，截至2020年2月末公司已收到相关款项合计2.59亿元。

¹³ 宁波中益为其股东。

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 2020 年 3 月末，华联集团¹⁴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仍为公司实际控制人。此外，同期末关联方中信产业基金¹⁵下属上海镛尚、中信夹层和西藏山南为一致行动人合计持有公司 14.81% 的股份。截至 2020 年 3 月末，华联集团所持的公司股份中有 48,627.00 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上市公司华联综超、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、受托管理门店等，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，公司与华联财务签署《金融服务协议》，华联财务为公司及公司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 2019 年末，公司及子公司在华联财务存款余额 4.13 亿元，2019 年利息收入 0.22 亿元。公司及子公司 2019 年自华联财务取得短期信用借款合计 3.50 亿元，截至 2019 年末，借款余额为 2.50 亿元，同时 2019 年华联财务为公司开具商业承兑汇票 0.93 亿元，截至 2019 年末尚未到期兑付的金额为 0.73 亿元。此外，公司与华联集团签订了《相互融资担保协议》，存在一定互保¹⁶。

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。总体来看，公司可在资金、经营等方面获得控股股东一定的支持。但同时，公司信用质量亦会受到关联方运营表现的一定传导影响。

跟踪期内，因工作调整、任期届满、个人原因、退休等原因，公司高管层

¹⁴ 截至 2019 年末，华联集团资产合计 412.43 亿元，负债合计 272.86 亿元；2019 年度华联集团实现营业收入 205.96 亿元，净利润 6.26 亿元。

¹⁵ 华联集团持有中信产业基金 5% 股权。

¹⁶ 见“表外事项”部分。

存在一定人事变动。其中原董事长、总经理阳烽因工作调整离任，李翠芳¹⁷担任公司董事长，曾灿霞¹⁸担任公司副董事长、总经理。相关人事变动未对公司正常运营造成重大影响。

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 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、盛京银行	2020.3.31/ 2020.4.15/ 2002.3.20/ 2020.3.26	无 ¹⁹	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.5.22	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	2020.5.22	无	无	无
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2020.5.22	无	无	无
质量	华联股份	2020.5.22	无	无	无
安全	华联股份	2020.5.22	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，该公司加强债务调整，负债经营程度继续下降，公司财务稳健度较高。但公司负债中刚性债务所占比重仍较高，面临一定刚性债务偿付压力。公司主业现金回笼较为及时，跟踪期内经营活动现金流呈现净流入状态。此外，公司现金类资产较充裕，对即期债务偿付能形成必要保障。但同时 2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司主业收入及现金回笼同比明显减少，相应加大了公司债务及流动性管理压力。

1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 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。财政部于 2017 年颁布了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量（修订）》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移（修订）》、《企业会计准则第 24 号——套期会计（修订）》及《企业会计准则第

¹⁷ 曾任公司董事、副总经理、董事会秘书。现任公司董事长外，还担任华联集团董事、副总裁，华联综超董事。

¹⁸ 曾任华润置地北京（华北）大区副总经理，公司副总经理。

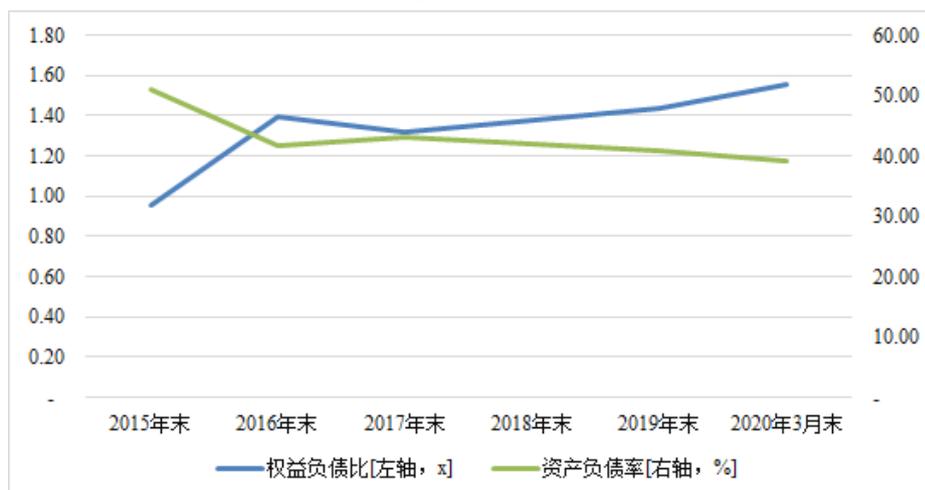
¹⁹ 华联集团信用报告中存在一笔已结清欠息记录，根据盛京银行的说明，该笔欠息系由银行系统原因造成。

37 号——金融工具列报（修订）》（统称“新金融工具准则”），公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，对会计政策相关内容进行了调整；根据财政部于 2019 年 5 月 16 日发布的《企业会计准则第 12 号——债务重组》，公司对 2019 年 1 月 1 日新发生的债务重组采用未来适用法处理，对 2019 年 1 月 1 日以前发生的债务重组不进行追溯调整；根据财政部于 2019 年 5 月 16 日发布的《企业会计准则第 7 号——非货币性资产交换》，公司对 2019 年 1 月 1 日以后新发生的非货币性资产交换交易采用未来适用法处理，对 2019 年 1 月 1 日以前发生的非货币性资产交换交易不进行追溯调整；此外，根据财政部 2019 年发布的《财政部关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）、《财政部关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会[2019]16 号），公司对相关科目进行了调整。公司 2020 年第一季度财务数据未经审计。

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。

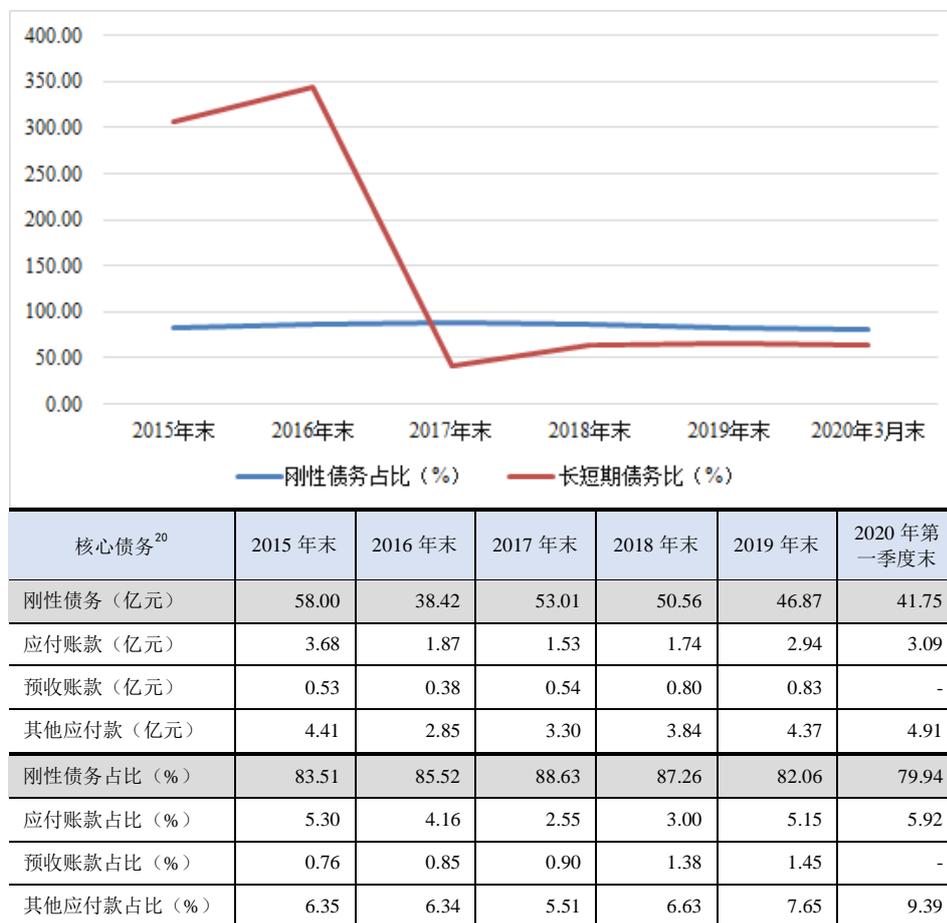
2018-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司负债总额分别为 57.94 亿元、57.12 亿元和 52.23 亿元，跟踪期内公司加强债务调整，负债规模总体有所下滑。同期末，公司权益分别为 79.84 亿元、82.34 亿元和 81.18 亿元，有所波动，主要是 2020 年第一季度，受当期亏损影响，公司未分配利润减少，导致期末权益规模较 2019 年末有所减少。2018-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司资产负债率分别为 42.05%、40.96% 和 39.15%，受债务压缩及权益总体增长影响，公司负债经营程度持续下降，且目前总体处于较好水平。

从权益结构看，2020 年 3 月末该公司归属于母公司所有者权益为 79.38 亿元，其中实收资本、资本公积和盈余公积合计占比为 95.28%；未分配利润 2.80 亿元，占比 3.53%。近年来公司均进行了现金分红，2017-2019 年金额（含

税)分别为 0.08 亿元、0.11 亿元和 0.14 亿元。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



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，2018-2019 年末及 2020 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 64.26%、66.14%和 64.17%，略有波动，公司债务结构总体仍以流动负债为主。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动负债分别为 34.38 亿元和 31.82 亿元，分别较上年末减少 2.53%和 7.46%。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等。同期末，公司短期刚性债务分别为 25.33 亿元和 22.51 亿元，分别较上年末减少 9.63%和 11.13%，其中 2019 年末短期刚性债务略有下滑，主要系当期公司偿还了部分短期借款；此外，2019 年 1 月公司发行了 7.00 亿元的短期融资券“19 华联股 CP001”，利率 7.00%，计入其他流动负债；2020 年 3 月末短期刚性债务有所下滑，主要系“19 华联股 CP001”到期兑付。同期末，公司应付账款分别为 2.94 亿元和 3.09 亿元，分别较上年末增加 69.46%和 4.99%，主要为应付工程及设备款、房租及物业费、

²⁰ 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。

影片分成及影院卖品采购款等，其中 2019 年随着恒天嘉信的并表及在建工程的推进，应付工程及设备款增加较多。同期末，公司其他应付款分别为 4.37 亿元和 4.91 亿元，分别较上年末增加 13.74% 和 12.22%，主要为购物中心租户保证金、待付费用等，2019 年末分别为 2.75 亿元和 1.13 亿元。

2019 年末，该公司非流动负债为 22.74 亿元，较上年末小幅增加 0.32%。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。2019 年末，公司长期借款为 7.78 亿元，较上年末增加 86.12%，主要是随着公司加强债务结构调整，以及恒天嘉信并表，2019 年末长期借款增长较多。公司年末应付债券为 4.31 亿元，仍为“18 华联 01”，其中 2019 年由于公司实施回售，导致年末应付债券余额较上年末减少 44.00%。公司年末其他非流动负债为 9.43 亿元，均为结构化主体优先级出资，主要包括对隆邸天佟²¹的 7.50 亿元。2020 年 3 月末，随着其他非流动负债的减少，期末非流动负债减少 10.21% 至 20.42 亿元。

总体来看，跟踪期内，该公司负债中刚性债务所占比重仍高，在 80% 左右，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

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一季末
短期刚性债务合计	7.87	4.23	36.11	28.03	25.33	22.51
其中：短期借款	4.90	2.00	2.19	22.52	7.91	10.56
一年内到期的长期借款	1.80	1.10	7.22	1.90	2.20	4.41
应付短期融资券	-	-	-	-	7.47	-
应付票据	-	-	0.51	3.01	0.73	0.85
其他短期刚性债务	1.17	1.13	26.19	0.60	7.02	7.00
中长期刚性债务合计	50.13	34.19	16.90	22.53	21.54	19.24
其中：长期借款	25.13	9.19	5.24	4.18	7.78	7.69
应付债券	-	-	-	7.70	4.31	4.39
其他中长期刚性债务	25.00	25.00	11.66	10.65	9.45	7.16

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2018-2019 年末及 2020 年 3 月末该公司短期刚性债务分别为 28.03 亿元、25.33 亿元和 22.51 亿元，中长期刚性债务分别为 22.53 亿元、21.54 亿元和 19.24 亿元，跟踪期内，公司刚性债务总体有所下滑。公司近年来刚性债务主要包括银行借款、债券及结构化融资等。

²¹ 隆邸天佟为一并购基金，总认缴出资额 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。

短期刚性债务方面，2019年，该公司通过偿还借款及发行短期融资券置换部分借款，导致短期借款总体减少较多，同时恒天嘉信并表后增加优先级出资7亿元，年末短期刚性债务总体有所减少。公司年末短期借款包括信用、保证及抵质押借款。随着“19华联股CP001”到期兑付，2020年3月末，公司短期刚性债务规模继续有所减少。

中长期刚性债务方面，2019年以来，该公司长期借款有所增加，但随着“18华联01”部分回售、结构化主体优先级出资减少，跟踪期内中长期刚性债务总体不断减少。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、在建工程及存货中的房屋及土地使用权等，2020年3月末长期借款利率均为5.39%。

融资成本方面，截至2020年3月末，该公司有息债务利率分布区间在3.50%-8.26%，公司个别借款及债券融资成本较高，资金成本控制压力总体较大。

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	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
营业周期(天)	-	12.07	257.11	541.53	558.68	-
营业收入现金率(%)	99.52	105.82	108.58	110.47	125.56	164.82
业务现金收支净额(亿元)	4.35	2.84	0.69	3.29	6.82	1.65
其他因素现金收支净额(亿元)	-3.25	-1.66	-1.19	-3.99	-4.60	-0.33
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	1.10	1.18	-0.49	-0.70	2.21	1.32
EBITDA(亿元)	8.28	5.81	5.20	6.72	4.84	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.15	0.12	0.11	0.13	0.10	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	2.62	2.32	1.68	2.11	1.78	-

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。2019年及2020年第一季度，公司营业收入现金率分别为125.56%和164.82%；经营活动产生的现金流量净额分别为2.21亿元和1.32亿元。其中2019年以来随着公司加强门店调控，处置低效门店，以及保理业务款项回收，业务现金收支净额增加；2020年第一季度，公司在收入规模同比下滑，现金回笼减少的同时，当期门店部分运营付现费用支出也相应减少，同期经营活动产生的现金流量均呈现净流入状态。公司现有门

店中存在大量租赁物业门店，疫情影响下，相关租金减免事项仍在协商中，需关注后续租金等经营性支出压力。

2019年，该公司EBITDA为4.84亿元，同比减少28.04%，主要系当期投资收益同比下滑，导致利润总额减少。同期，EBITDA对刚性债务的覆盖倍数为0.10倍，对全部利息支出的覆盖倍数为1.78倍，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	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-7.97	-7.85	-0.86	0.10	1.07	0.03
处置及取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	19.10	9.75	-4.12	12.06	4.54	-0.01
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	-3.51	-3.79	-2.58	-1.64	-0.11	-0.72
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.00	-0.53	-2.18	-11.53	8.22	10.54
投资环节产生的现金流量净额	10.62	-2.41	-9.74	-1.02	13.72	9.85

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。2019年及2020年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为13.72亿元和9.85亿元，均呈现较大规模的净流入状态。其中2019年主要系收到上年处置子公司款项，同时收回定期存款、结构化存款、理财产品等投资；2020年第一季度主要系收到深圳池杉分配的本金和收益款，以及收回银行理财、基金信托产品等投资。

(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	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
权益类净融资额	0.34	-1.43	8.98	-0.01	0.12	0.41
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	6.68	-2.64	-7.98	-9.24	-17.43	-6.44
筹资环节产生的现金流量净额	7.02	-4.07	1.00	-9.25	-17.31	-6.03

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

该公司近年来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、债券发行等方式进行融资。2019年及2020年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-17.31亿元和-6.03亿元，呈现较大规模的净流出状态，主要系偿还了较多债务及利息。

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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	38.55	33.52	38.19	56.68	49.89	44.17
	28.33	31.19	27.50	41.14	35.77	33.11
其中：货币资金（亿元）	35.98	30.76	21.63	22.16	12.26	17.41
应收账款（亿元）	0.41	0.24	1.99	4.37	1.95	1.09
预付款项（亿元）	1.63	1.69	3.19	3.96	3.11	3.44
存货（亿元）	-	0.01	8.40	8.53	8.29	8.39
其他应收款（亿元）	0.48	0.19	2.46	6.44	0.22	0.26
交易性金融资产（亿元）	-	-	-	0.50	16.56	9.33
其他流动资产（亿元）	0.04	0.64	0.42	10.46	7.50	4.23
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	97.52	73.95	100.69	81.10	89.57	89.24
	71.67	68.81	72.50	58.86	64.23	66.89
其中：可供出售金融资产（亿元）	11.43	20.73	24.55	17.86	-	-
长期股权投资（亿元）	6.28	6.87	29.70	31.11	31.49	31.63
投资性房地产（亿元）	47.93	27.13	24.23	11.91	22.59	22.43
无形资产（亿元）	4.48	0.94	4.06	3.15	4.73	4.69
在建工程（亿元）	13.72	2.68	5.10	5.05	15.16	15.29
长期待摊费用（亿元）	7.70	9.28	8.94	7.99	7.89	7.66
期末全部受限资产账面金额（亿元）	38.77	5.31	7.27	15.66	44.71	44.77
受限资产账面余额/总资产（%）	29.14	3.99	5.46	11.37	32.06	33.56

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2018-2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司资产总额分别为 137.78 亿元、139.46 亿元和 133.41 亿元，随着债务偿付消耗货币资金，公司资产规模总体有所减少。跟踪期内，随着公司并表恒天嘉信，公司非流动资产占比有所提升，2019 年和 2020 年 3 月末分别为 64.23% 和 66.89%。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动资产分别为 49.89 亿元和 44.17 亿元，分别较上年末减少 11.98% 和 11.47%，主要体现为货币资金、存货、应收账款、预收款项、交易性金融资产、其他流动资产等。同期末，公司货币资金分别为 12.26 亿元和 17.41 亿元，分别较上年末减少 44.66% 和增加 42.00%，其中 2019 年由于偿还较多银行借款及收购恒天嘉信支付对价款，导致货币资金减少；2020 年以来由于收到深圳池杉分配的本金和收益款，同时收回部分银行理财、基金信托产品等，期末货币资金又有所增加；同期末受限货币资金分别为 3.15 亿元和 3.15 亿元，主要为定期存款、保函保证金等。同期末，公司存货分别为 8.29 亿元和 8.39 亿元，仍主要为青岛海融的开发成本，较 2018 年末略有减少主要是对项目计提跌价。同期末，公司应收账款分别为 1.95 亿元和 1.09 亿元，分别较上年末减少 55.49% 和 43.85%，变动主要受保理业务影响，其中 2019 年末及 2020 年 3 月末应收保理款分别为 1.78 亿

元和 0.70 亿元，其中 2019 年末正常类（未逾期）占比 99.63%。同期末，公司其他应收款分别为 0.22 亿元和 0.26 亿元，其中 2019 年末较上年末减少 96.60%，主要系收到上年出售门店资产及宁波中益等形成的股权转让款。同期末，公司预付款项分别为 3.11 亿元和 3.44 亿元，主要为预付的房屋租赁定金、预付房租等。同期末，公司其他流动资产分别为 7.50 亿元和 4.23 亿元，分别较上年末减少 28.33%和 43.55%，随着银行结构性存款、银行理财等以摊余成本计量的金融资产的赎回而有所下降，3 月末以摊余成本计量的金融资产为 3.80 亿元，其它主要为待抵扣税金等。此外，同期末，公司交易性金融资产分别为 16.56 亿元和 9.33 亿元，较 2018 年末增加较多，主要为根据新金融工具准则的要求，将部分可供出售金融资产调整至交易性金融资产，其中 2019 年末债务工具投资为 4.23 亿元，系公司购买的银行不良债权；权益工具投资为 12.33 亿元，包括 CCHL（4.18 亿元）、深圳池杉（1.75 亿元）、中融稳健基金 1 号集合信托计划（5.20 亿元）、华联汇垠稳健 6 号私募投资基金（0.89 亿元）等投资；2020 年 3 月末余额有所减少主要系理财产品赎回以及收到深圳池杉分配款后冲减投资。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司非流动资产分别为 89.57 亿元和 89.24 亿元，分别较上年末增加 10.44%和减少 0.36%，主要由投资性房地产、长期股权投资、在建工程、无形资产、长期待摊费用等构成。同期末，公司投资性房地产分别为 22.59 亿元和 22.43 亿元，主要为公司持有的商业物业，其中 2019 年末较上年末增加 89.76%，主要系并表恒天嘉信后，增加银川华联项目资产。同期末，公司长期股权投资分别为 31.49 亿元和 31.63 亿元，变化不大，仍主要系对龙德置地（17.66 亿元）、华联财务（10.91 亿元）、贝壳金宝等的投资，2019 年确认投资收益 1.29 亿元，发放现金股利或利润 0.67 亿元。同期末，公司在建工程分别为 15.16 亿元和 15.29 亿元，主要为在建商业项目，其中 2019 年末较上年末增加 200.08%，主要系并表恒天嘉信后在建项目增加。同期末，公司无形资产 4.73 亿元和 4.69 亿元，主要为土地使用权等。同期末，公司长期待摊费用分别为 7.89 亿元和 7.66 亿元，主要系购物中心装修改造等形成的固定资产改良支出。此外，同期末公司新增其他非流动金融资产 4.14 亿元和 4.18 亿元，主要为根据新金融工具准则的要求，将部分可供出售金融资产调整至此科目，均为权益工具投资，2019 年末主要为对长山兴青岛（2.94 亿元）、山南嘉实恒益创业投资合伙企业（有限合伙）（0.85 亿元）等投资。

截至 2019 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产合计 44.71 亿元，占总资产的 32.06%，占比较高，除受限的货币资金外，主要为 8.23 亿元存货、19.97 亿元投资性房地产、1.67 亿元无形资产和 11.69 亿元在建工程，均用于借款抵押。

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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	225.48	331.80	90.13	160.70	145.12	138.82
速动比率 (%)	215.94	315.00	62.77	125.31	111.96	101.62
现金比率 (%)	210.50	304.39	51.03	64.23	83.83	84.05

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 145.12% 和 138.82%，速动比率分别为 111.96% 和 101.62%，2019 年以来公司流动资产规模有所下降，公司流动性指标略有下滑。同期末，公司现金比率分别为 83.83% 和 84.05%，较 2018 年末明显提高，主要系根据新金融工具准则，部分可供出售金融资产调整至交易性金融资产科目所致。总体看，公司现金类资产仍相对充裕，对即期债务偿付能形成必要保障。

6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末，该公司合并口径对外担保余额为 11.00 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 9 亿元担保。此外，根据公司 2020 年 2 月公告，公司子公司拟以自有房产、在建工程、土地抵押为华联集团提供担保，余额不超过 7 亿元。截至 2020 年 3 月末，华联集团对公司担保余额为 12.17 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

2019 年和 2020 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 119.03 亿元和 114.25 亿元，其中货币资金分别为 4.94 亿元和 10.57 亿元，交易性金融资产分别为 7.47 亿元和 0.50 亿元；同期末负债总额分别为 41.87 亿元和 37.94 亿元，其中刚性债务分别为 19.21 亿元和 10.90 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。2019 年及 2020 年第一季度，本部实现营业收入分别为 9.69 亿元和 1.36 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，主业能形成一定的现金流入，并拥有一定量现金资产，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。但同时，2020 年以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司本部的运营管理压力有所加大，在收入减少的同时，对于公司成本费用管控、流动性管理带来压力。

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的一定支持。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 2020 年 3 月末，该公司获得的金融机构授信总额为 13.00 亿元，剩余未使用额度 11.70 亿元，主要合作金融机构为北京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。2019 年，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。同时，“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

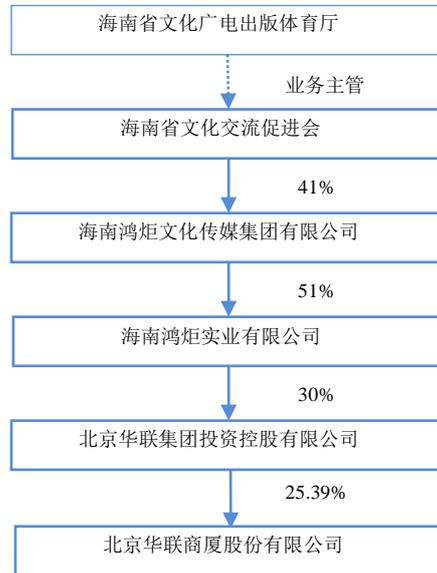
该公司为华联集团下属零售上市公司之一，经营过程中可在资金、资源和管理等方面获得股东的一定支持。公司致力于围绕社区型购物中心主业进行发展，跟踪期内公司继续加强对存量门店的调整及培育，注重单店盈利能力的提升，业务收入略有上升。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司旗下购物中心客流大幅下滑，影院暂停营业，当期经营业绩下滑，且净利润出现亏损。总体来看，随着前期轻资产化战略推进过程中成熟门店不断转让，公司近年来主业培育压力总体较大，跟踪期内公司通过加强门店调改，经营收益有所改善，但整体盈利仍主要来自于投资收益等非经常性损益。2020 年以来叠加新冠肺炎疫情影响，公司主业盈利压力又有所加大。需关注公司后续主业盈利变化及投资收益等非经常性损益的利润贡献情况。

跟踪期内，该公司加强债务调整，负债经营程度继续下降，公司财务稳健度较高。但公司负债中刚性债务所占比重仍较高，面临一定刚性债务偿付压力。公司主业现金回笼较为及时，跟踪期内经营活动现金流呈现净流入状态。此外，公司现金类资产较充裕，对即期债务偿付能形成必要保障。但同

时 2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司主业收入及现金回笼同比明显减少，相应加大了公司债务及流动性管理压力。

附录一：

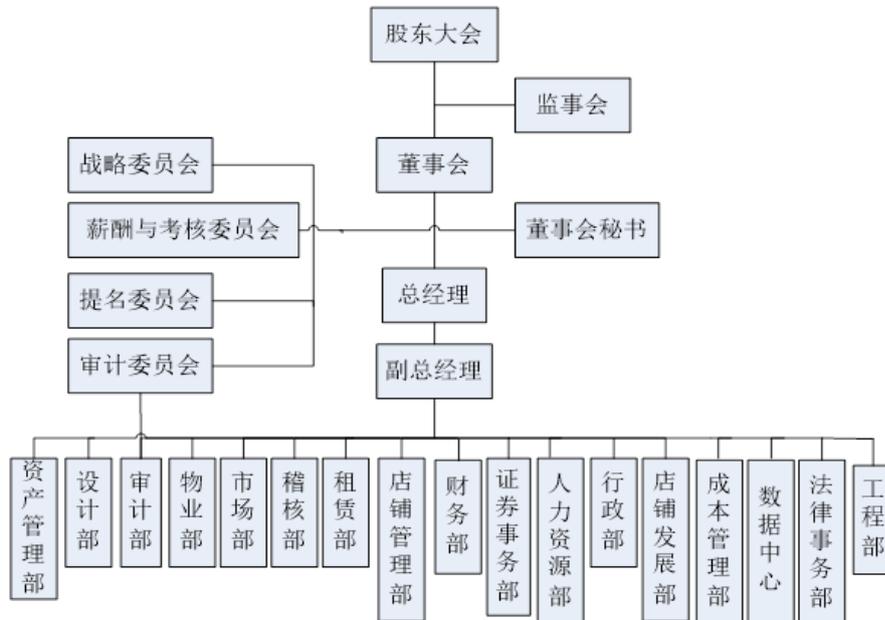
公司与实际控制人关系图



注：根据华联股份提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019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	166.04	139.58	305.96	6.26	8.20	28.65	-
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	19.21	77.16	9.69	1.07	14.79	2.87	-
北京华联电影院线有限公司	华联院线	子公司	83%	电影放映	0.80	0.81	1.71	-0.50	1.14	-0.22	-
华联(北京)商业保理有限公司	保理公司	子公司	51%	商业保理	0.72	2.72	0.51	0.30	0.49	0.39	-

注：根据华联股份2019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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	138.89	137.78	139.46	133.41
货币资金 [亿元]	21.63	22.16	12.26	17.41
刚性债务[亿元]	53.01	50.56	46.87	41.75
所有者权益 [亿元]	79.08	79.84	82.34	81.18
营业收入[亿元]	10.96	12.53	12.54	1.65
净利润 [亿元]	0.10	0.29	0.40	-1.10
EBITDA[亿元]	5.20	6.72	4.84	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.49	-0.70	2.21	1.32
投资性现金净流入量[亿元]	-9.74	-1.02	13.72	9.85
资产负债率[%]	43.06	42.05	40.96	39.15
权益资本与刚性债务比率[%]	149.19	157.93	175.68	194.42
流动比率[%]	90.13	160.70	145.12	138.82
现金比率[%]	51.03	64.23	83.83	84.05
利息保障倍数[倍]	1.03	1.48	1.17	—
担保比率[%]	3.16	3.76	1.21	13.55
营业周期[天]	257.11	541.53	558.68	—
毛利率[%]	36.27	45.07	47.55	18.20
营业利润率[%]	3.21	21.36	5.23	-66.90
总资产报酬率[%]	2.59	3.41	2.30	—
净资产收益率[%]	0.14	0.36	0.49	—
净资产收益率*[%]	0.28	0.42	0.60	—
营业收入现金率[%]	108.58	110.47	125.56	164.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.87	-1.80	6.36	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-19.54	-2.92	27.70	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.68	2.11	1.78	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.13	0.10	—

注：表中数据依据华联股份经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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、准确性负责。

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。