

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(2021) 100626】

**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/2021 年 6 月 25 日

**前次跟踪:** AA/稳定/AA/2020 年 6 月 28 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 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	8.34	4.94	7.71	3.69
刚性债务	30.68	19.21	5.34	4.02
所有者权益	74.98	77.16	76.70	69.28
经营性现金净流入量	-3.36	14.79	8.69	-0.35
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	137.78	139.46	112.68	132.97
总负债	57.94	57.12	32.67	60.30
刚性债务	50.56	46.87	21.97	19.05
所有者权益	79.84	82.34	80.01	72.67
营业收入	12.53	12.54	8.90	2.68
净利润	0.29	0.40	0.14	0.03
经营性现金净流入量	-0.70	2.21	3.43	1.31
EBITDA	6.72	4.84	3.87	—
资产负债率[%]	42.05	40.96	28.99	45.35
权益资本与刚性债务 比率[%]	157.93	175.68	364.22	381.46
流动比率[%]	160.70	145.12	121.22	117.92
现金比率[%]	64.23	83.83	69.90	59.14
利息保障倍数[倍]	1.48	1.17	1.07	—
净资产收益率[%]	0.36	0.49	0.18	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-1.80	6.36	12.13	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-2.92	27.70	62.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	1.78	2.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.10	0.11	—

注: 根据华联股份经审计的 2018~2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

熊梓 xh@shxsj.com

贾飞宇 jfy@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 2020 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、财务稳健度等方面所取得的积极变化或保持优势,同时也反映了疫情冲击下,公司主业盈利压力加大,同时在项目投融资、债务偿付及流动性管理、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,经营活动现金流保持净流入状态。
- **财务结构总体保持稳健。**2020 年以来,华联股份有息债务规模明显压缩,资产负债率相应下降,2021 年受执行新租赁准则影响,负债率又出现上升,但总体来看公司财务结构仍保持稳健。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:

- **跟踪期内,受疫情影响,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,叠加疫情影响,公司购物中心客流大幅下滑,旗下影院暂停营业,造成公司全

年业绩压力进一步加大。现阶段来看，公司主业经营已有所恢复，但仍需要关注散发疫情带来的风险。

- **项目投融资压力。**华联股份主业运营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、疫情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，也需关注投资风险及收益情况。
- **刚债偿付压力及流动性管理压力。**跟踪期内华联股份刚性债务规模压缩较多，但目前在负债中占比仍较高，且部分债务融资成本高，并已有较多资产被用于融资抵质押。总体来看公司仍面临一定刚性债务偿付压力及流动性管理压力。
- **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北京华联集团投资控股有限公司（简称“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 2021 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强，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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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仍为“18 华联 01”。“18 华联 01”于 2018 年 1 月发行,发行金额 7.70 亿元,期限 5 年,发行利率 7.00%,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,“18 华联 01”回售数量 3,700,000 张,回售金额 3.70 亿元(不含利息),经回售后债券本金余额为 4.00 亿元。

跟踪期内,该公司在“18 华联 01”第 3 年末选择不行使赎回选择权、不调整票面利率;同时经投资者回售后,目前“18 华联 01”本金余额为 2.00 亿元。此外,跟踪期内经债券持有人会议通过,“18 华联 01”在 2021 年 11 月 30 日增加一次发行人赎回选择权和投资者回售选择权。

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	2.00	5(1+2+0.83+1.17)	7.00, 经调整后 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

2021 年以来,全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化,部分新兴经济体率先

加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (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。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

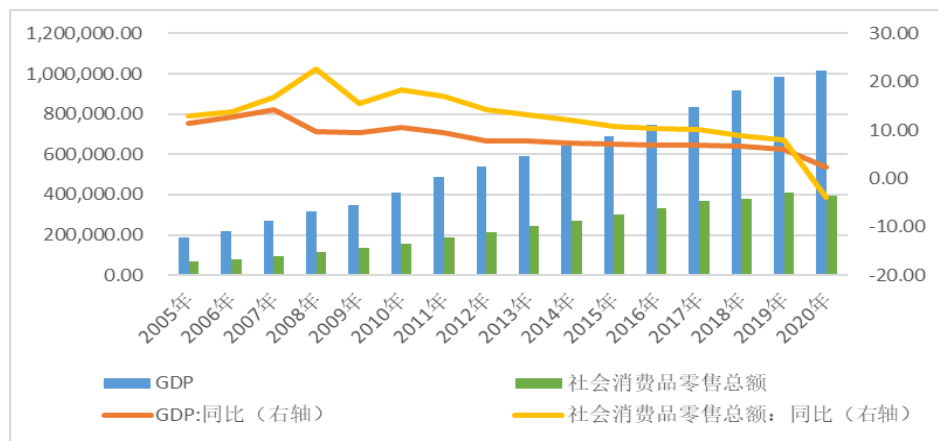
2020 年，在新冠肺炎疫情冲击影响下，国内零售市场短期承压明显并出现阶段性下滑。但其后随着国内疫情防控形势不断向好，零售市场已经逐步走出疫情带来的深度冲击影响，消费呈现复苏态势。受疫情影响，2020 年各零售业态运行表现呈现一定分化，其中以必需消费品经营为主的超市业态、相关线上零售所受影响相对较小，能继续保持增长态势；而以可选消费、体验类消费为主的百货、购物中心等业态则受短期冲击影响较大，出现负增长。但总体来看，此次疫情对国内消费市场的影响具有短期性和外在性，消费市场长期发展的内在动力未发生根本性变化。同时，在国家推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的背景下，政府将继续以消费作为推动经济增长的主要内生动力，不断推进消费升级，激发消费活力，对零售行业而言能继续形成长期政策利好。

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。多年来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提升，我国零售行业总体保持着持续增长的发展态势，但增速受宏观经济波动等因素影响，近年来呈现一定下滑态势。

2020 年，新冠肺炎疫情的爆发对国际经贸形势及消费市场带来显著冲击影响。国内方面，疫情爆发后为配合疫情防控需要，国家在全国范围内采取交通

临时管制，加强人员隔离管控，暂时关闭人群易聚集场所，延迟复工复产等措施，对国内经济及消费市场的活跃性影响较大，2020年第一季度国内经济出现负增长。二季度以来，随着国内疫情防控形势的逐步向好，以及复工复产复商复市的稳步推进，经济逐步回暖，二季度 GDP 增速由负转正，三季度、四季度经济继续呈现好转态势。根据国家统计局数据，经初步核算，2020年国内生产总值为 101.60 万亿元，按可比价格计算，同比增长 2.3%。分季度看，一季度同比下降 6.8%，二季度同比增长 3.2%，三季度同比增长 4.9%，四季度同比增长 6.5%。

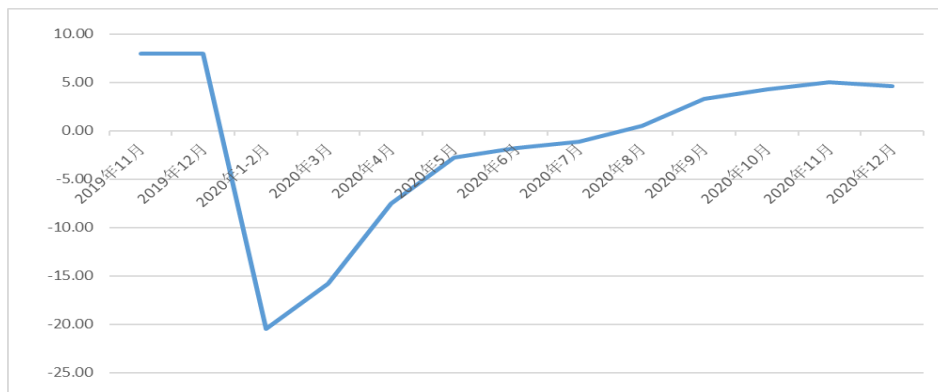
**图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）**



资料来源：Wind、国家统计局

消费市场方面，2020年受疫情影响，居民消费意愿受到抑制，消费活跃度总体有所降低，全年社会消费品零售总额为 391,981 亿元，比上年下降 3.9%。但作为国内经济增长的重要驱动力，当年消费支出对 GDP 的贡献率仍保持在 50% 以上，消费仍然是经济稳定运行的压舱石。上半年，国内消费市场受疫情冲击较为明显，出于疫情防控需要，居民外出活动频次降低，购物娱乐消费需求减少。其后，随着国内疫情防控形势持续向好，以及政府为鼓励消费，发放“消费券”等各项鼓励消费政策推出，消费市场形势逐步好转。三季度以来随着常态化疫情防控推进，居民生活节奏及消费活动持续恢复，消费市场延续复苏态势。从趋势上看，1-2 月份社会消费品零售总额跌幅达到 20.5% 后，单月跌幅呈现逐步收窄趋势，至 8 月开始单月社会消费品零售总额开始恢复增长。2021 年一季度，社会消费品零售总额同比增长 33.9%。总体来看，国内零售市场已经走出疫情带来的深度冲击影响，消费呈现复苏态势，但同时仍需关注散发疫情对消费市场可能产生的影响。

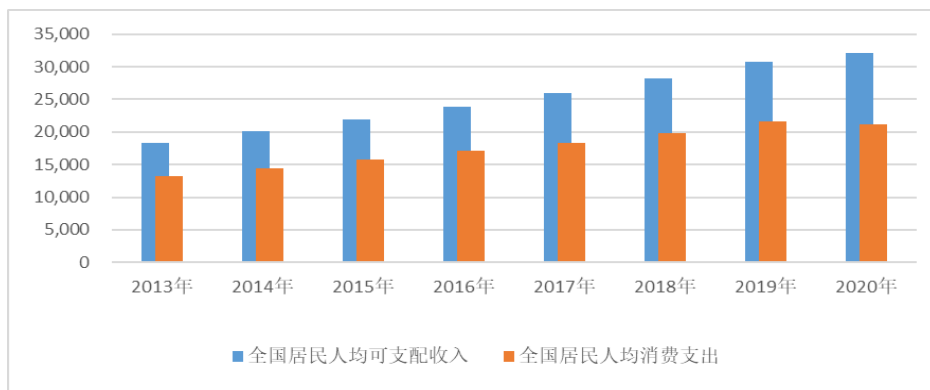
图表 3. 社会消费品零售总额月度变化数据（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

总体来看，此次疫情影响具有突发性，并未对国内消费市场长期发展的内在推动因素产生根本性影响。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，仍为零售行业的持续发展提供了良好支撑。2020年在疫情影响下，一季度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%，消费支出受到疫情抑制影响较为明显。其后，随着疫情防控的有效推进及疫情影响因素的逐步减弱，居民消费能力逐步得到恢复，全年全国居民人均可支配收入为 32,189 元，比上年同期名义增长 4.7%，扣除价格因素，实际增长 2.1%。消费支出方面，当年全国居民人均消费支出 21,210 元，比上年同期名义下降 1.6%，扣除价格因素，实际下降 4.0%，疫情对消费支出抑制影响已有所减弱。从消费支出构成来看，疫情影响下，必选消费品支出仍稳健增长，可选消费支出存在萎缩，全年人均食品烟酒消费支出同比增长 5.1%；生活用品及服务消费支出下降 1.7%；教育文化娱乐消费支出下降 19.1%；衣着消费支出下降 7.5%。而从消费者信心指数来看，2019 年指数维持在高位波动，体现出了较强的消费信心。进入 2020 年，疫情影响下，消费者信心指数一度跌至 6 月的 112.60，但至 12 月已回升至 122.10。消费信心的不断修复有望推动消费复苏。

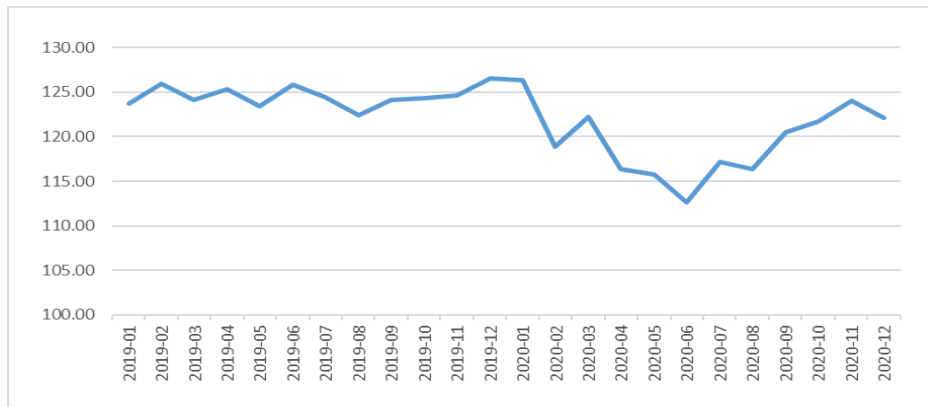
图表 4. 全国居民人均收支情况（单位：元）



数据来源：Wind、国家统计局



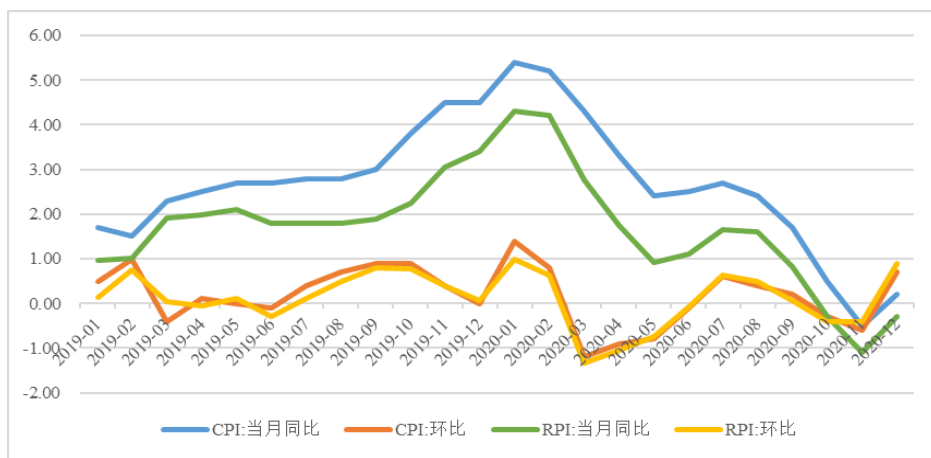
**图表 5. 消费者信心指数**



数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2020年CPI上涨2.5%，涨幅比上年回落0.4个百分点，物价走势基本平稳。分月看，同比涨幅呈现前高后低态势，其中受疫情、春节等因素叠加影响，1-2月CPI上涨较多，同比分别上涨5.4%和5.2%；其后随着复工复产的推进，市场供需状况逐步恢复，加之“猪周期”下行价格回落，CPI同比涨幅波动中回落，至10月增速降至0.5%，11月增速同比下降0.5%；12月受低温天气、需求增加及成本上升等因素影响，CPI同比上涨0.2%。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 6. CPI与RPI走势变化情况（单位：%）**



资料来源：Wind、国家统计局

总体来看，此次疫情影响具有外在性和突发性，并未对国内消费市场长期发展的内在推动因素产生根本性影响。在疫情得到有效控制的情况下，居民消费能力不断恢复，消费信心不断提振，后续国内零售市场增速有望继续得到修复。

从政策方面来看，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。近年来政府持续鼓励消费，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，零售行业面临的政策面较好。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，政府支持力度进一步有所加大。2020年9月，国务院办公厅发布《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》，提出了要以新业态新模式为引领，加快推动新型消费扩容提质，坚持问题导向和目标导向，补齐基础设施和服务能力短板，规范创新监管方式，持续激发消费活力，促进线上线下消费深度融合，努力实现新型消费加快发展，推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。总体来看，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。

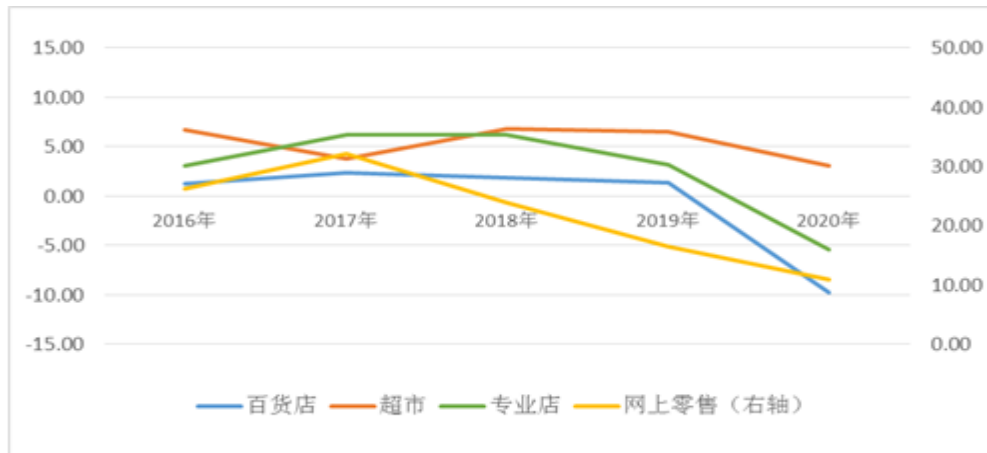
从市场竞争格局来看，零售行业市场化程度高，企业数量众多。同时，零售行业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国2001年加入WTO，尤其是随着2004年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终处于相对较低水平。根据中国连锁经营协会数据，近年来国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足10%；同时，近年来网上零售占比不断提升，但比重也仅在25%左右。

多年来，在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商持续通过扩大门店数量、并购重组等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方面，随着国内电商的发展，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，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，电商企业向线下发展实体到店业务，实体零售商触网发展线上业务及到家业务，呈现融合发展态势。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，新型零售业态形式、新型购物场景模式不断涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。此外，线上与线下零售商在竞争发展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。

2020年，新冠肺炎疫情短期内对零售行业造成冲击，导致行业出现负增长，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。从零售行业各业态数据来看，电商继续保持着较好增长，根据国家统计局数据，全年全国网上零售额为117,601亿元，较上年增长10.9%；其中实物商品网上零售额97,590亿元，较上年增长14.8%，占社会消费品零售总额的比重为24.9%。实体零售方面，

超市业态由于需求相对刚性，2020年仍实现了3.1%的增长；百货店、专业店和专卖店业态则分别下降9.8%、5.4%和1.4%。从零售企业来看，疫情期间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在此轮疫情过程中，其品牌影响力及市场地位有望得到进一步巩固。同时，疫情之下，居民消费习惯被转变，线上消费需求激增，流量大量转移至线上，疫情期间线上消费习惯的养成，将进一步利好电商业务发展。

图表 7. 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

图表 8. 按业态分部分零售企业数据概览（单位：亿元，%）

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	净利润	总资产	资产负债率	经营性净现金流
永辉超市	超市	931.99	21.37	16.53	561.58	63.69	61.40
王府井	百货	82.23	35.43	3.55	220.04	44.86	8.18
天虹股份	百货、超市	118.00	42.88	2.57	178.06	62.36	10.31
大商股份	百货、超市、家电连锁	81.17	33.55	5.34	172.74	44.57	-0.96
重庆百货	百货、超市、家电连锁	210.77	25.71	10.51	168.08	57.82	11.82
鄂武商	购物中心、超市	76.39	35.12	5.47	228.02	56.52	12.30
<b>华联股份</b>	<b>购物中心</b>	<b>8.90</b>	<b>35.85</b>	<b>0.14</b>	<b>112.68</b>	<b>28.99</b>	<b>3.43</b>

注：新世纪评级根据公开资料整理；数据口径为2020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，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

<sup>1</sup> 2016-2017年为商务部重点监测零售企业数据；2018-2020年数据为限额以上零售业单位数据。

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，资本市场较为活跃，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，但行业增速存在一定下滑。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，受新冠肺炎疫情防控影响，国内院线大部分时间停止运营，当年国内电影票房收入大幅下滑，对相关企业经营业绩及现金流均带来很大压力。目前来看，随着国内疫情形势总体向好，国内电影市场已呈现复苏态势。

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、银幕向三四线城市渗透，观众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，全国电影总票房达到642.66亿元，同比增长5.40%，增速有所放缓。2020年，受疫情影响，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。2020年7月16日，

国家电影局发布《关于在疫情防控常态化条件下有序推进电影院恢复开放的通知》，允许低风险地区在电影院各项防控措施有效落实到位的前提下，有序恢复开放营业。受此影响，2020年中国电影总票房为204.17亿元，同比下降68.23%。受票房收入大幅下滑，而房租、人员工资等成本仍存在等影响，对相关企业经营业绩及现金流均带来很大压力。2021年以来，随着国内疫情形势总体向好，电影市场已呈现复苏态势，一季度全国实现总票房180.93亿元，同比增长705.29%。

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%。2020年，尽管受到疫情影响，全年仍新增银幕5,794块，全国银幕总数达到75,581块，同比增长8.3%。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。近年来，随着前期轻资产化战略推进过程中成熟门店不断转让，公司主业培育压力总体较大。2020年叠加疫情影响，公司旗下购物中心客流大幅下滑，影院暂停营业，导致当期主业经营业绩同比明显下滑，继续依靠投资收益等非经常性损益实现盈利。目前来看，随着国内疫情防控形势向好，公司主业运营情况有所好转，公司将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。仍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和影院运营管理主业发展。同时，因保理行业所处市场经营环境及融资环境趋紧，以及为聚焦核心主业发展，公司于 2020 年转让保理业务<sup>2</sup>，不再从事保理业务。公司保理业务规模不大，2019 年保理业务收入 0.49 亿元，占当年营业收入比重 3.87%；2020 年公司保理业务收入为 0.15 亿元。

**图表 9. 公司主业基本情况**

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

资料来源：华联股份

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司营业收入分别为 12.53 亿元、12.54 亿元、8.90 亿元和 2.68 亿元。其中 2020 年主要受疫情影响，公司旗下购物中心和影院运营均受到冲击，导致当年营业收入同比大幅下滑。2021 年以来，随着国内疫情总体得到有效控制以及消费市场逐步恢复，公司一季度营业收入同比增长 62.52%。但一季度公司仍受到一定散发疫情影响，仍需关注疫情防控对公司主业的影响。

具体来看，2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司购物中心业务形成的租赁及物业管理收入分别为 8.78 亿元、8.86 亿元、7.29 亿元和 1.98 亿元。2020 年疫情期间，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，门店客流及销售明显下滑。此外，疫情期间为共克时艰，公司还主动对租户实行减免租金和管理费的政策<sup>3</sup>，全年共计减免租金及管理费金额约 0.88 亿元。受此影响，公司 2020 年租赁及物业管理收入同比减少 17.69%。但 2020 年二季度以来，随着国内疫情防控形势的逐步好转及零售市场的逐步复苏，公司门店客流相应回升。2021 年一季度，公司租赁及物业管理收入同比增长 47.42%。

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、0.52 亿元和 0.44 亿元。2020 年公司旗下电影院按照疫情防控的要求暂停营业至 2020 年 7 月，对当年影院运营管理业务冲击较大，当年业务收入同比大幅减少 68.51%。2021 年一季度，在疫情防控形势向好及电影市场消费反弹等影响下，当期电影放映及卖品收入同比增长 445.59%。

上述业务收入以外，该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；

<sup>2</sup> 运营主体为华联（北京）商业保理有限公司（简称“华联保理公司”），公司原持有其 51% 股权。2020 年 12 月公司向北京华联鑫创益科技有限公司转让所持有的华联保理公司全部股权，转让价款 14,553.02 万元，已全部到位。

<sup>3</sup> （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，针对依照各级地方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。

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 10. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计		12.53	12.54	8.90	2.68	1.65
其中：核心业务营业收入	金额	10.44	10.50	7.81	2.42	1.42
	占比	83.31	83.76	87.76	90.30	86.25
其中：（1）租赁及物业管理	金额	8.78	8.86	7.29	1.98	1.34
	占比	70.04	70.61	81.92	73.77	81.32
（2）电影放映及卖品	金额	1.66	1.65	0.52	0.44	0.08
	占比	13.28	13.15	5.84	16.53	4.92

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。公司北京区域门店分布较多，相应受区域疫情防控及消费市场情况影响较大。

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。公司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。

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 20%，零售占比 30% 左右。根据商户类型，公司与普通零售商户一般签订 1~3 年的租赁合同；与娱乐、教育、餐饮商户一般在 3~5 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。公司一般按月收取租金，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。

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、西贝、绿茶、必胜客、肯德基、麦当劳、无印良品、优衣库、迪卡侬、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，2020年前5大客户收入占比为8.49%。

2020年受疫情影响，该公司购物中心运营受到较大冲击。为抵御外部风险，公司通过招商策略调整、营销活动拉动、品牌帮扶等多项举措并举，促进购物中心经营回升。招商方面，公司继续加强与优质品牌的战略合作，优化业态资源配置。营销方面，公司通过小程序、直播等线上形式进行营销及销售，降低实体客流减少的影响；线下方面，公司通过制定差异化营销策略，提升消费者购物体验，公司当年推出了“超级会员日、周三会员日、金卡独享权益”等活动，旗下购物中心全年共计组织活动3313场。在稳定运营、促进消费的同时，公司亦加强对空置与风险店铺的管理工作，提升租金收缴率。同时，为共克时艰，公司对部分商户实行了减免租金和管理费的措施。

从业务运营规模来看，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，进行管理输出<sup>5</sup>。公司可相应形成一定管理服务收入<sup>6</sup>以及基金管理费收入，2018-2020年和2021年第一季度相关收入合计分别为0.24亿元、0.24亿元、0.16亿元和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，2018-2020年和2021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、0.12亿元和0.02亿元。

跟踪期内，该公司业务运营继续以加强门店调整、提质增效为主，当年无新开门店。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<sup>7</sup>，交易对价2.70亿元（后经调整后为2.69亿元），截至2021年1月末，公司已收到全部股权转让款，标的股权已交割完毕。

<sup>4</sup> 如华联综超、Costa咖啡（合营企业）等。

<sup>5</sup> 2018年公司转让合肥长江西路购物中心项目，并对其进行受托管理。2019年BHG Retail Reit完成对合肥长江西路购物中心项目收购。公司对其收益相应并入Reit核算。

<sup>6</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>7</sup> 沈阳广盛鑫源主要运营沈阳昌鑫店，其2019年实现营业收入83.48万元、净利润-1631.77万元。



截至 2021 年 3 月末, 该公司主要负责运营管理的已开业购物中心共 25 家, 其中北京地区 14 家, 京外地区 11 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, 同期末为 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 11 家。2021-2022 年公司租赁物业门店中无租约即将到期门店。

**图表 11. 截至 2021 年 3 月末公司运营购物中心项目情况**

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	合肥长江西路店	4.80	安徽	管理	2011
19	蒙城路店	4.97		管理	2013
20	兰州东方红店	6.00	甘肃	租赁	2011
21	成都机场路购物中心	7.19	四川	管理	2014
22	内江店 <sup>8</sup>	7.23		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

资料来源: 华联股份

后续项目方面, 该公司跟踪期内在建项目仍主要为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。跟踪期内, 两个项目建设推进速度仍较慢, 除因疫情因素外, 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了冬季停工, 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<sup>9</sup>, 计划总投入 8.75 亿

<sup>8</sup> 公司 2018 年转让内江购物中心项目, 2021 年重新对其进行受托管理。

<sup>9</sup> 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。恒天嘉信分别持有银川华联 80.92% 股

元，该项目在收购时已投资 6.09 亿元，后续投入规划采用自有资金。此外，租赁物业项目方面，公司有一定储备中的项目，但 2021 年预计无新开业门店。

**图表 12. 截至 2021 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	3.01	2022.5
黄岛缤纷港购物广场项目	24.21	17.56	8.73	2022.10
安徽华联购物中心建设工程	14.47	8.75	7.29	-
<b>合计</b>	<b>46.69</b>	<b>30.34</b>	<b>19.03</b>	-

注：根据华联股份提供的数据整理

## B. 影院业务

该公司 2016 年开始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。公司目前影院业务运营主体为全资子公司北京华联文化传媒有限公司（简称“华联文化传媒”）及其下属控股企业北京华联电影院线有限公司。

该公司影院业务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<sup>10</sup>。2020 年，公司影院业务受疫情冲击影响较大，直至 7 月才陆续恢复运营。停业期间，公司加强成本费用管控，恢复营业后，公司通过增加广告、场地租赁服务，同时加强会员活动、包场活动等方式提升收入。总体来看，当期业务经营受疫情影响，业绩出现下滑并继续存在亏损。2021 年以来，随着国内疫情防控形势的总体向好及电影市场消费的反弹，一季度业绩已扭亏为盈。华联文化传媒 2020 年营业收入及净利润分别为 0.61 亿元和-0.64 亿元；2021 年一季度实现营业收入和净利润分别为 0.47 亿元和 0.14 亿元。

跟踪期内，该公司对影院业务亦进行调整，关闭了盈利性较弱的重庆影院和池州影院两家影院。截至 2021 年 3 月末，公司运营管理 14 家影院，94 块银幕，物业全部采用租赁方式获取。公司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。2019-2020 年及 2021 年第一季度，公司旗下影院观影人次分别为 382.62 万人次、143.22 万人次和 84.90 万人次；平均上座率分别为 15.11%、14.16%和 12.54%。其中 2020 年观影人次和上座率同比下滑，主要系受疫情影响，旗下影院暂停营业所致；同时影院恢复营业后，出于疫情防控需要，对上座率也进行了一定控制。

权、安徽华联 99% 股权；公司持有剩余 19.08% 和 1% 股权。跟踪期内，公司从恒天嘉信退伙，恒天嘉信所持资产（主要为持有安徽华联和银川华联股权）及负债由公司直接持有。

<sup>10</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约 50%。

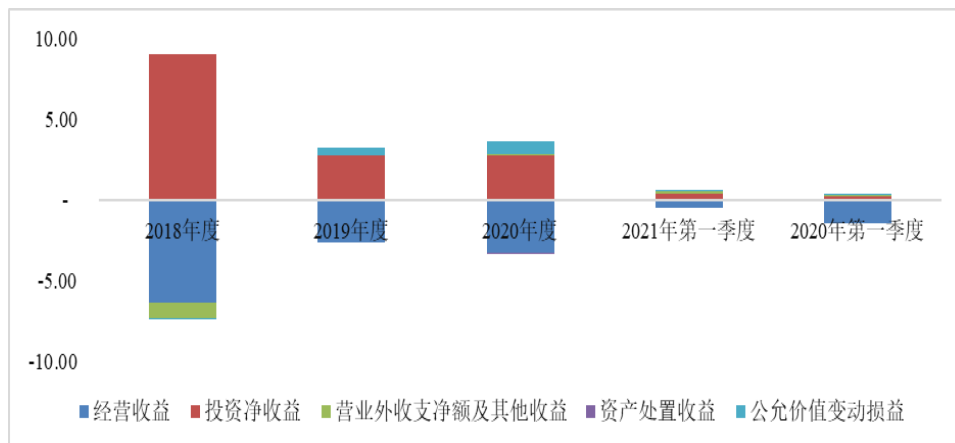
图表 13. 截至 2021 年 3 月末公司影院业务情况

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	合肥影院	租赁	安徽省合肥市庐阳区蒙城路	2016 年 06 月	8
6	成都影院	租赁	四川省成都市双流区	2016 年 06 月	8
7	海悦广场影院	租赁	宁夏银川市金凤区	2018 年 02 月	8
8	肖家河影院	租赁	北京市海淀区	2018 年 03 月	6
9	通州影院	租赁	北京市通州区	2018 年 12 月	5
10	回龙观影院	租赁	北京市昌平区	2018 年 05 月	6
11	公益西桥影院	租赁	北京市丰台区	2018 年 11 月	10
12	长江西路影院	租赁	合肥市蜀山区	2019 年 09 月	6
13	上地影院	租赁	北京市海淀区	2019 年 11 月	6
14	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

## (2) 盈利能力

图表 14. 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，叠加疫情的影响，公司主业盈利状况又有所弱化，2020 年经营收益亏损幅度扩大。2021 年一季度，随着经营逐步恢复，当期经营收益亏损幅度又有所收窄。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	12.53	12.54	8.90	2.68	1.65
毛利率 (%)	45.07	47.55	35.85	56.79	18.20
其中：租赁及物业管理 (%)	41.86	44.04	32.70	56.40	17.25
电影放映及卖品 (%)	49.61	52.59	53.20	64.28	-29.50
毛利 (亿元)	5.65	5.96	3.19	1.52	0.30

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
其中：租赁及物业管理（亿元）	3.67	3.90	2.38	1.12	0.23
电影放映及卖品（亿元）	0.83	0.87	0.28	0.28	-0.02
期间费用率（%）	62.97	57.03	70.58	72.70	105.33
其中：财务费用率（%）	21.90	16.94	19.66	27.72	35.51
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>3.18</b>	<b>2.71</b>	<b>1.93</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>0.06</b>	<b>0.10</b>	<b>0.15</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司营业毛利分别为 5.65 亿元、5.96 亿元、3.19 亿元和 1.52 亿元；综合毛利率分别为 45.07%、47.55%、35.85% 和 56.79%。其中，2020 年受疫情冲击影响，公司购物中心业务客流消费减少，并对下游商户减免租金及管理费，同时公司上游业主减免力度小于公司对下游减免力度以及部分固定租金、折旧仍在，公司当年购物中心板块毛利及毛利率均出现下降；电影放映及卖品板块，由于自 7 月后才陆续恢复营业，收入大幅减少，但同时公司加强成本费用控制，因此虽然毛利大幅减少，但毛利率仍总体平稳。2021 年以来，随着国内疫情得到有效控制，消费市场逐步恢复，公司主业运营有所恢复，加之当期开始执行新租赁准则，部分成本计入费用，当期毛利和毛利率同比均有较明显上升。

期间费用方面，2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司期间费用分别为 7.89 亿元、7.15 亿元、6.28 亿元和 1.95 亿元；期间费用率分别为 62.97%、57.03%、70.58% 和 72.70%。随着成熟门店的转让，公司近年来主业培育压力较大，人工、利息等费用支出使得公司费用控制压力总体较大。2020 年以来，受疫情及有息债务压缩影响，公司费用开支总体减少，但在收入减少的压力下，成本费用管控压力依然较大。

**图表 16. 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	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
投资净收益（亿元）	9.05	2.72	2.74	0.36	0.23
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	1.00	1.29	0.64	0.16	0.14
处置股权收益（亿元）	1.38	0.03	0.34	-	-
可供出售金融资产分红收益	0.25	-	-	-	0.02
处置可供出售金融资产取得的投资收益	6.19	-	-	-	-
交易性金融资产持有期间取得的投资收益	-	-	0.10	0.18	-
处置交易性金融资产取得的投资收益	-	1.74	1.49	-	0.07
营业外净收入及其他收益（亿元）	-1.02	0.02	0.10	0.15	0.03
公允价值变动损益（亿元）	-0.08	0.47	0.76	0.002	0.12

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

跟踪期内，该公司盈利仍主要来自于投资收益等非经常性损益。其中，2020

年及 2021 年第一季度，公司投资收益分别为 2.74 亿元和 0.36 亿元。其中，2020 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”）<sup>11</sup>等）；以及处置股权及交易性金融资产取得的投资收益（包括处置华联保理公司、沈阳广盛鑫源、CCHL 公司股权<sup>12</sup>等产生的收益）。2020 年及 2021 年第一季度，公司营业外收支净额及其他收益合计分别为 0.10 亿元和 0.15 亿元，主要为政府补助。此外，公司 2020 年公允价值变动损益为 0.76 亿元，主要来源于交易性金融资产的公允价值波动。

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司净利润分别为 0.29 亿元、0.40 亿元、0.14 亿元和 0.03 亿元。2020 年疫情影响下，公司盈利压力总体加大，净利润出现过阶段性亏损，全年来看净利润同比下滑 63.99%；2021 年一季度，随着经营回暖，净利润同比扭亏为盈。仍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

该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。

## 管理

跟踪期内，该公司控制权保持稳定，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

<sup>11</sup> 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。2020 年龙德置地营业收入及净利润分别为 3.25 亿元和 0.52 亿元；公司当期获得股利 0.65 亿元。2021 年第一季度，龙德置地营业收入及净利润分别为 0.86 亿元及 0.31 亿元，同比增长 30.15% 及 64.96%。

<sup>12</sup> 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，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。2019 年 9 月，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 公司持有的 CCHL 公司 6.63% 的股权，交易价格 0.64 亿美元。上述交易于 2020 年收到全部交易款并完成交割。

面获得控股股东一定的支持,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。

截至 2021 年 3 月末,华联集团<sup>13</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仍为公司实际控制人。截至 2021 年 4 月 27 日,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%,质押情况跟踪期内未发生变化。

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;并由联营企业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 2020 年末,公司及子公司在华联财务存款余额 4.89 亿元,当年利息收入 0.08 亿元。公司及子公司 2020 年自华联财务取得短期信用借款合计 1.70 亿元,当年支付利息共计 0.01 亿元,至年末已无借款余额;同时 2020 年华联财务为公司开具商业承兑汇票 0.15 亿元,至年末无尚未到期兑付的商业承兑汇票。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。截至 2020 年末,公司对华联集团提供担保余额为 13 亿元,华联集团对公司提供的担保余额为 8.78 亿元。

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。

2020 年以来,该公司董事层面存在一定人事变动。其中王锐<sup>14</sup>成为公司董事长,原董事长李翠芳<sup>15</sup>仍担任公司董事。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。

<sup>13</sup> 2020 年审计报告尚未出具。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 305.96 亿元,净利润 6.26 亿元;经营活动现金流量净额 8.20 亿元。截至 2020 年 9 月末,华联集团资产总额为 400.37 亿元,负债 258.60 亿元;2020 年前三季度,营业收入及净利润分别为 235.09 亿元和 5.47 亿元;经营活动现金流量净额 11.80 亿元。

<sup>14</sup> 曾任正荣集团有限公司副总裁、上海证大房地产有限公司副总裁、万达商业管理集团有限公司首席总裁助理兼招商中心总经理,现任华联集团董事,公司董事长。

<sup>15</sup> 现任公司董事外,还担任华联集团副总裁,华联综超董事。

**图表 17. 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	2021.3.24/ 2021.3.19	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.5.30	正常	正常	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、审计报告	2021.5.30	无	无	无
工商	国家工商总局企业信用信息公示系统	2021.5.30	无	无	无
质量	华联股份	2021.5.31	无	无	无
安全	华联股份	2021.5.31	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

2020 年以来，该公司债务规模压缩，当年负债经营程度显著下降；2021 年受执行新租赁准则影响，公司确认大量租赁负债，导致资产负债率又有所推高，但总体来看公司财务稳健度仍较高。跟踪期内，公司偿债消耗较多货币资金，总体来看目前仍面临一定刚性债务偿付压力。公司经营活动能形成一定现金净流入，但主业在建项目等方面后续仍面临进一步投入需求，需关注后续投融资压力。

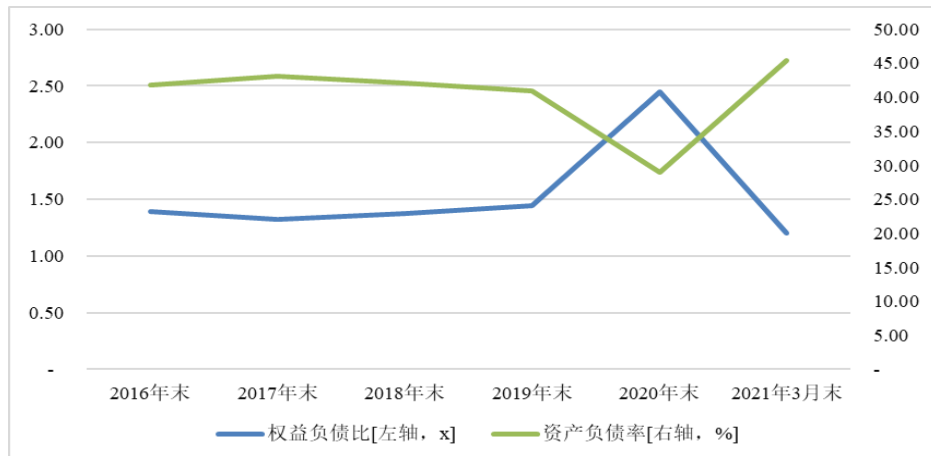
### 1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020 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 14 号——收入（修订）》（简称“新收入准则”）；财政部于 2019 年发布了《企业会计准则解释第 13 号》（财会〔2019〕21 号），公司自 2020 年 1 月 1 日起执行上述准则或解释。公司 2021 年第一季度财务数据未经审计。公司 2021 年 1 月 1 日开始执行新租赁准则。

### 2. 资本结构

#### （1）财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



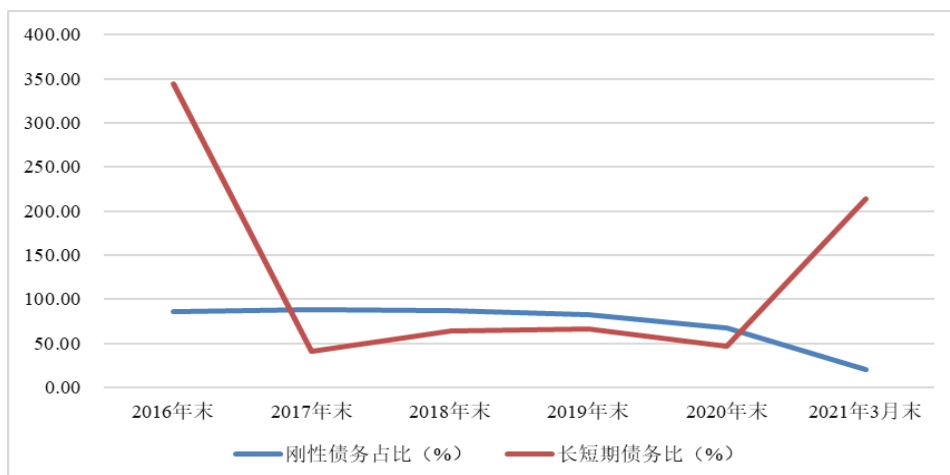
资料来源：根据华联股份所提供数据绘制。

2018-2020 年末，该公司负债总额分别为 57.94 亿元、57.12 亿元和 32.67 亿元，2020 年公司加强债务调整，偿还了较多有息债务，负债规模总体大幅压缩。2021 年以来，受执行新租赁准则影响，公司确认大量租赁负债，从而推高公司债务规模，3 月末负债总额升至 60.30 亿元。受此影响，2018-2020 年和 2021 年 3 月末公司资产负债率分别为 42.05%、40.96%、28.99% 和 45.35%，跟踪期内呈现先降后升状态，但总体仍处于适中水平。

从权益来看，2020 年末和 2021 年 3 月末该公司归属于母公司所有者权益分别为 80.34 亿元和 72.99 亿元，其中实收资本、资本公积和盈余公积合计占比分别为 93.86% 和 103.32%，占比高。近年来公司均进行了现金分红，2018-2020 年金额（含税）分别为 0.11 亿元、0.14 亿元和 0.08 亿元。2021 年，受执行新租赁准则一次性调整影响，公司期末未分配利润为-3.28 亿元，导致公司期末所有者权益出现下降。

## (2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务





核心债务 <sup>16</sup>	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	38.42	53.01	50.56	46.87	21.97	19.05
应付账款 (亿元)	1.87	1.53	1.74	2.94	3.39	2.80
预收账款及合同负债 (亿元)	0.38	0.54	0.80	0.83	0.73	0.51
其他应付款 (亿元)	2.85	3.30	3.84	4.37	4.67	5.05
租赁负债 (亿元)	-	-	-	-	-	31.05
刚性债务占比 (%)	85.52	88.63	87.26	82.06	67.25	31.59
应付账款占比 (%)	4.16	2.55	3.00	5.15	10.36	4.65
预收账款及合同负债占比 (%)	0.85	0.90	1.38	1.45	2.22	0.85
其他应付款占比 (%)	6.34	5.51	6.63	7.65	14.31	8.37
租赁负债 (%)	-	-	-	-	-	51.49

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，2018-2020 年末及 2021 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 64.26%、66.14%、47.12%和 213.99%，波动较大，主要是跟踪内公司部分中长期刚性债务转入流动负债，导致 2020 年末长短期债务比有所下降；2021 年以来，由于确认租赁负债，导致长短期债务比又大幅上升。

2020 年末，该公司负债仍主要体现为刚性债务、应付账款和其他应付款等。公司年末刚性债务中，短期刚性债务和中长期刚性债务分别为 12.54 亿元和 9.43 亿元，分别较上年末减少 50.48%和 56.24%。公司近年来有息债务规模较大，大量财务费用吞噬利润，公司 2020 年以来对有息债务规模进行了压缩。同期末，公司应付账款为 3.39 亿元，主要为应付工程及设备款 2.68 亿元、房租及物业费 0.54 亿元、影片分成及影院卖品采购款 0.17 亿元。同期末，公司其他应付款为 4.67 亿元，主要为购物中心租户保证金、待付费用等，年末分别为 2.51 亿元和 1.11 亿元。

2021 年以来，受执行新租赁准则影响，该公司租赁负债规模大幅上升。3 月末公司租赁负债为 31.05 亿元，占负债总额的比重为 51.49%。当期，公司刚性债务规模继续有所减少，期末为 19.05 亿元，占负债总额的比重为 31.59%。其中，短期刚性债务规模为 10.03 亿元，仍面临一定刚性债务偿付压力。

### (3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>4.23</b>	<b>36.11</b>	<b>28.03</b>	<b>25.33</b>	<b>12.54</b>	<b>10.03</b>
其中：短期借款	2.00	2.19	22.52	7.91	1.12	1.11
一年内到期的长期借款	1.10	7.22	1.90	2.20	1.56	1.58

<sup>16</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。

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
应付短期融资券	-	-	-	7.47	-	-
应付票据	-	0.51	3.01	0.73	-	1.76
其他短期刚性债务	1.13	26.19	0.60	7.02	9.86	5.58
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>34.19</b>	<b>16.90</b>	<b>22.53</b>	<b>21.54</b>	<b>9.43</b>	<b>9.02</b>
其中：长期借款	9.19	5.24	4.18	7.78	6.23	5.82
应付债券	-	-	7.70	4.31	2.00	2.00
其他中长期刚性债务	25.00	11.66	10.65	9.45	1.20	1.20

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

跟踪期内，该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。

中长期刚性债务方面，2020 年末减少至 9.43 亿元。该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。应付债券和其他中长期刚性债务由于“18 华联 01”将于 2021 年 1 月回售以及结构化融资部分转入一年内到期债务核算而均出现减少。短期刚性债务方面，由于借款减少、“19 华联股 CP001”到期兑付等，2020 年末减少至 12.54 亿元。公司年末短期借款主要为保证借款、抵押并保证借款。其他短期刚性债务主要为应付债券、长期借款及结构化融资转入。

2021 年 3 月末，随着“18 华联 01”债券完成部分回售等，该公司刚性债务进一步减少至 19.05 亿元。融资成本方面，截至 2021 年 3 月末，公司主要有息债务利率分布区间在 5.39%-8.26%，公司个别结构化融资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 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一 季度
营业周期（天）	12.07	257.11	541.53	558.68	558.91	-
营业收入现金率（%）	105.82	108.58	110.47	125.56	127.22	90.83
业务现金收支净额（亿元）	2.84	0.69	3.29	6.82	4.96	1.58
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.66	-1.19	-3.99	-4.60	-1.53	-0.27
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.18	-0.49	-0.70	2.21	3.43	1.31
EBITDA（亿元）	5.81	5.20	6.72	4.84	3.87	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.11	0.13	0.10	0.11	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.32	1.68	2.11	1.78	2.01	-

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。2018-2020年及2021年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.70亿元、2.21亿元、3.43亿元和1.31亿元。其中，2020年疫情影响下，公司一方面加强商户租金收缴，同时加强成本费用开支控制，申请税费补贴及物业方租金减免，加之保理业务回款、往来款等因素影响，综合导致当年经营活动产生的现金流量净额同比增加54.91%。2021年第一季度，公司主业经营同比改善，同时执行新租赁准则后，原来被分类为经营租赁的合同相关的租赁付款计入筹资活动现金流出（影响金额0.84亿元），导致当期经营活动现金净流入1.31亿元。

2020年，该公司EBITDA为3.87亿元，同比减少20.02%，主要系当期利润总额及费用化利息支出减少所致。同时，受债务规模压缩影响，当年EBITDA对刚性债务的覆盖倍数小幅上升至0.11倍，对全部利息支出的覆盖倍数升至2.01倍。

## (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	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-7.85	-0.86	0.10	1.07	3.21	0.64
处置及取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	9.75	-4.12	12.06	4.54	1.88	-
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	-3.79	-2.58	-1.64	-0.11	-2.57	-1.16
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.53	-2.18	-11.53	8.22	22.27	0.55
投资环节产生的现金流量净额	-2.41	-9.74	-1.02	13.72	24.79	0.02

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、项目投入、理财收支等影响。2020年及2021年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为24.79亿元和0.02亿元，均呈现净流入状态，主要系收到龙德置地、深圳池杉常青股权投资中心（有限合伙）（简称“深圳池杉”）<sup>17</sup>等企业分红或利润分配，处置CCHL公司、华联保理、沈阳广盛鑫源等公司的股权，以及收回理财、结构化存款等投资。此外，公司近年来在建项目推进速度虽有所放慢，但后续仍存在进一步资金投入需求，需关注后续投融资压力。

<sup>17</sup> 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月末公司收到相关款项合计2.59亿元。

### (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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一 季度
权益类净融资额	-1.43	8.98	-0.01	0.12	-0.14	-
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-2.64	-7.98	-9.24	-17.43	-26.15	-5.98
其他（租赁负债相关支出）	-	-	-	-	-	-0.84
筹资环节产生的现金流量净额	-4.07	1.00	-9.25	-17.31	-26.29	-6.82

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -26.29 亿元和 -6.82 亿元，均呈现较大规模的净流出状态，主要系偿还了较多有息债务及利息；2021 年第一季度，受执行新租赁准则影响，还增加了租赁负债相关现金流出。

### 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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	33.52	38.19	56.68	49.89	26.92	22.64
	31.19	27.50	41.14	35.77	23.89	17.03
其中：货币资金（亿元）	30.76	21.63	22.16	12.26	10.82	5.32
应收账款（亿元）	0.24	1.99	4.37	1.95	0.21	0.28
预付款项（亿元）	1.69	3.19	3.96	3.11	2.77	2.54
存货（亿元）	0.01	8.40	8.53	8.29	7.80	7.80
其他应收款 <sup>18</sup> （亿元）	0.19	2.46	6.44	0.22	0.31	0.35
交易性金融资产（亿元）	-	-	0.50	16.56	4.71	6.04
其他流动资产（亿元）	0.64	0.42	10.46	7.50	0.29	0.29
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	73.95	100.69	81.10	89.57	85.77	110.32
	68.81	72.50	58.86	64.23	76.11	82.97
其中：长期股权投资（亿元）	6.87	29.70	31.11	31.49	29.71	29.51
投资性房地产（亿元）	27.13	24.23	11.91	22.59	19.42	19.31
无形资产（亿元）	0.94	4.06	3.15	4.73	4.53	4.48
在建工程（亿元）	2.68	5.10	5.05	15.16	16.02	16.52
长期待摊费用（亿元）	9.28	8.94	7.99	7.89	7.17	6.82
使用权资产（亿元）	-	-	-	-	-	22.40

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司资产总额分别为 137.78 亿元、139.46 亿元、112.68 亿元和 132.97 亿元。2020 年，受公司收回理财等投资以

<sup>18</sup> 不含应收利息、应收股利。

及消耗货币资金用于偿债，处置股权资产等影响，当年末资产规模有所减少；2021年3月末，受新租赁准则新增确认使用权资产等影响，公司资产规模又有所扩大。

2020年末，该公司流动资产为26.92亿元，较上年末减少46.05%，年末流动资产主要体现为货币资金、存货、预付款项、交易性金融资产等。公司年末货币资金为10.82亿元，较上年末减少11.79%，主要由于偿还较多有息债务所致；年末受限货币资金为0.07亿元，为保证金。同期末，公司存货为7.80亿元，仍主要为青岛海融的开发成本；预付款项为2.77亿元，主要为预付的房屋租赁定金、预付房租等。同期末，公司交易性金融资产为4.71亿元，其中债务工具投资为3.20亿元，系购买的银行不良债权和二级市场债券；权益工具投资为1.35亿元，较上年末减少10.97亿元，主要是当年处置CCHL公司股权(2019年末为4.18亿元)、收回中融稳健基金1号集合信托计划(2019年末为5.20亿元)，深圳池杉收到分配款后冲减投资(2019年末为1.75亿元)；年末余额主要为华联汇垠稳健6号私募投资基金(0.78亿元)、陕西文投(影视)艺达投资有限公司(0.30亿元)等。此外，公司年末其他流动资产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降至0.29亿元，年末余额主要为待抵扣、待认证进项税等。随着保理业务的转让，公司年末应收账款也降至0.21亿元。2021年3月末，受偿还有息债务影响，期末货币资金降至5.32亿元，同时购买理财产品导致交易性金融资产增至6.04亿元，其他流动资产构成变化不大。

2020年末，该公司非流动资产为85.77亿元，仍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，公司投资性房地产为19.42亿元，仍主要为公司持有的商业物业，以成本法计量；受沈阳广盛鑫源转让影响，年末余额有所减少。同期末，公司长期股权投资为29.71亿元，同比有所减少主要是处置所持贝壳金宝股权，年末余额仍主要系对龙德置地(17.27亿元)、华联财务(11.30亿元)等的投资，2020年确认投资收益0.64亿元，发放现金股利或利润0.68亿元。同期末，公司在建工程16.02亿元，仍主要为在建商业项目。公司年末无形资产主要为土地使用权等；长期待摊费用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，同期末公司其他非流动金融资产为4.88亿元，仍主要为对长山兴(青岛)商业资产投资中心(有限合伙)(3.09亿元)、山南嘉实恒益创业投资合伙企业(有限合伙)(1.64亿元)、苏州嘉源智达创业投资合伙企业(有限合伙)(0.15亿元)的投资。2021年3月末，受执行新租赁准则影响，公司确认22.40亿元使用权资产，导致期末非流动资产增至110.32亿元。

截至2020年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产合计59.02亿元，占总资产的52.37%，占比高。除受限的货币资金外，主要为7.77亿元存货、19.42亿元投资性房地产、1.65亿元无形资产和12.84亿元在建工程，用于借款抵押；17.27亿元长期股权投资，系龙德置地的股权，用于对优先级合伙人收益权的远期回购义务提供质押担保。

## 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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	331.80	90.13	160.70	145.12	121.22	117.92
速动比率 (%)	315.00	62.77	125.31	111.96	73.60	64.04
现金比率 (%)	304.39	51.03	64.23	83.83	69.90	59.14

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 121.22% 和 117.92%，跟踪期内，公司消耗货币资金偿还较多有息债务，总体来看期末流动性指标有所下滑。同期末，公司现金比率分别为 69.90% 和 59.14%，即期债务偿付能形成一定保障。

## 6. 表外事项

截至 2020 年末和 2021 年 3 月末，该公司对华联集团提供担保余额分别为 13 亿元和 10 亿元，期末担保比率分别为 16.25% 和 13.76%。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

2020 年和 2021 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 112.45 亿元和 131.04 亿元，其中货币资金分别为 7.71 亿元和 3.69 亿元，交易性金融资产分别为 0.76 亿元和 0.76 亿元；同期末负债总额分别为 35.75 亿元和 61.76 亿元，3 月末增长主要系确认租赁负债 30.43 亿元；其中同期末刚性债务分别为 5.34 亿元和 4.02 亿元。同期末，公司本部资产负债率分别为 31.79% 和 47.13%，总体处于适中水平。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，对公司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，2020 年及 2021 年第一季度，本部实现营业收入分别为 7.50 亿元和 1.97 亿元。跟踪期内，受新冠疫情影响，公司本部的运营管理压力有所加大，收入出现减少，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，尤其股东华联集团所拥有的成熟商业零售网络体系有助于对公司运营形成一定支持。同时，公司在日常经营过程中与控股股东华联集团及华联财务等关联方也存在着担保、资金结算、借贷等方面的业务往来，公司信用质量也会受到关联方运营表现的一定传导影响。

## 2. 金融机构支持

截至 2021 年 3 月末，该公司获得的金融机构授信总额为 9 亿元，已使用 1 亿元，剩余未使用额度 8 亿元，主要合作金融机构为南京银行以及华联财务公司（其给予 8 亿元授信额度）。

## 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，完成此次回售后公司债券余额为 4.00 亿元。

跟踪期内，该公司在“18 华联 01”第 3 年末选择不行使赎回选择权、不调整票面利率；同时经投资者回售后，目前“18 华联 01”本金余额为 2.00 亿元。此外，跟踪期内经债券持有人会议通过，“18 华联 01”在 2021 年 11 月 30 日增加一次发行人赎回选择权和投资者回售选择权。

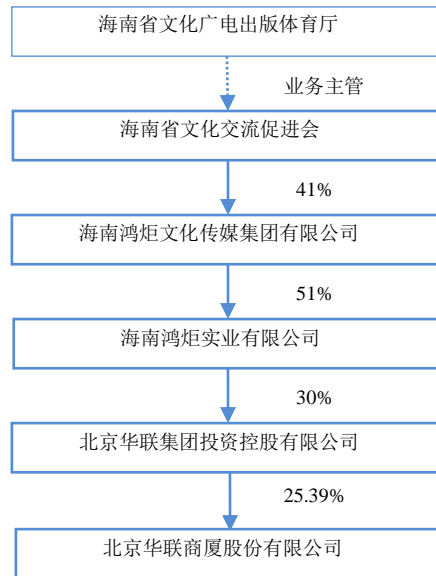
## 跟踪评级结论

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，但同时公司与股东等关联方往来较多，也需关注风险传导。公司致力于围绕社区型购物中心主业进行发展。近年来，随着前期轻资产化战略推进过程中成熟门店不断转让，公司主业培育压力总体较大。2020 年叠加疫情影响，公司旗下购物中心客流大幅下滑，影院暂停营业，导致当期主业经营业绩同比明显下滑，继续依靠投资收益等非经常性损益实现盈利。目前来看，随着国内疫情防控形势向好，公司主业运营情况有所好转，公司将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。仍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。

2020 年以来，该公司债务规模压缩，当年负债经营程度显著下降；2021 年受执行新租赁准则影响，公司确认大量租赁负债，导致资产负债率又有所推高，但总体来看公司财务稳健度仍较高。跟踪期内，公司偿债消耗较多货币资金，总体来看目前仍面临一定刚性债务偿付压力。公司经营活动能形成一定现金净流入，但主业在建项目等方面后续仍面临进一步投入需求，需关注后续投融资压力。

附录一：

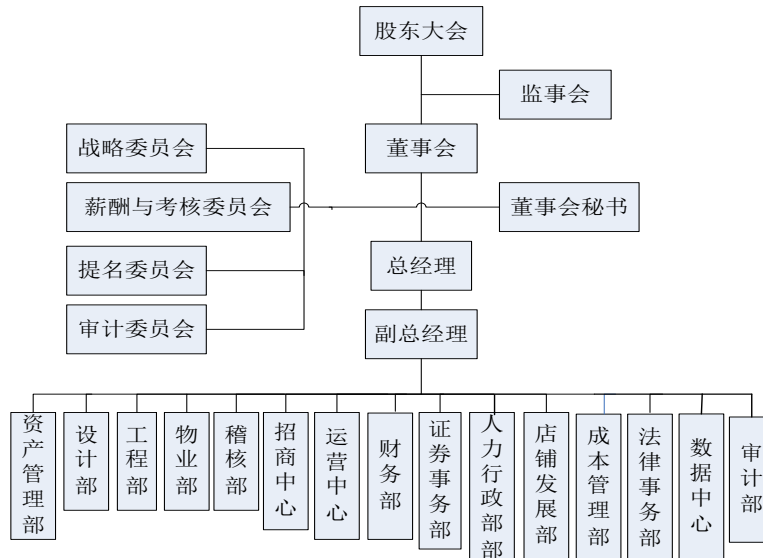
公司与实际控制人关系图



注：根据华联股份提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020 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	2019 年数据。
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	5.34	76.70	7.50	-0.33	8.69	2.66	母公司口径
北京华联文化传媒有限公司	华联文化传媒	子公司	100%	电影放映	0.12	0.55	0.61	-0.64	0.95	-0.51	合并口径

注：根据华联股份 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	137.78	139.46	112.68	132.97
货币资金 [亿元]	22.16	12.26	10.82	5.32
刚性债务[亿元]	50.56	46.87	21.97	19.05
所有者权益 [亿元]	79.84	82.34	80.01	72.67
营业收入[亿元]	12.53	12.54	8.90	2.68
净利润 [亿元]	0.29	0.40	0.14	0.03
EBITDA[亿元]	6.72	4.84	3.87	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.70	2.21	3.43	1.31
投资性现金净流入量[亿元]	-1.02	13.72	24.79	0.02
资产负债率[%]	42.05	40.96	28.99	45.35
权益资本与刚性债务比率[%]	157.93	175.68	364.22	381.46
流动比率[%]	160.70	145.12	121.22	117.92
现金比率[%]	64.23	83.83	69.90	59.14
利息保障倍数[倍]	1.48	1.17	1.07	—
担保比率[%]	3.76	1.21	16.25	13.76
营业周期[天]	541.53	558.68	558.91	—
毛利率[%]	45.07	47.55	35.85	56.79
营业利润率[%]	21.36	5.23	4.35	—
总资产报酬率[%]	3.41	2.30	1.63	—
净资产收益率[%]	0.36	0.49	0.18	—
净资产收益率*[%]	0.42	0.60	0.28	—
营业收入现金率[%]	110.47	125.56	127.22	90.83
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.80	6.36	12.13	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.92	27.70	62.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	1.78	2.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.10	0.11	—

注：表中数据依据华联股份经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	5
		盈利能力	9
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	3
		流动性	2
	个体风险状况		3
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2009年12月31日	AA/观望	陈晶晶、熊桦	-	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2011年05月20日	AA/稳定	熊桦、朱侃	-	<a href="#">报告链接</a>
		2014年07月28日	AA/稳定	熊桦、付婷	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业信用评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月28日	AA/稳定	熊桦、黄梦姣	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月25日	AA/稳定	熊桦、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	-
债项评级 (18华联01)	历史首次评级	2017年7月26日	AA	熊桦、翁斯喆	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2014)</a> <a href="#">零售行业评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年6月28日	AA	熊桦、黄梦姣	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月25日	AA	熊桦、贾飞宇	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">零售行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(零售)MX-GS009(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。