

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(2022) 100488】

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/2022 年 6 月 23 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2021 年 6 月 25 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	4.94	7.71	8.02	9.70
刚性债务	19.21	5.34	7.74	7.10
所有者权益	77.16	76.70	69.89	69.94
经营性现金净流入量	14.79	8.69	0.44	1.38
合并口径数据及指标:				
总资产	139.46	112.68	129.77	128.80
总负债	57.12	32.67	58.37	57.39
刚性债务	46.87	21.97	15.95	14.70
所有者权益	82.34	80.01	71.40	71.41
营业收入	12.54	8.90	12.18	3.69
净利润	0.40	0.14	-1.77	0.06
经营性现金净流入量	2.21	3.43	7.51	1.36
EBITDA	4.84	3.87	2.85	—
资产负债率[%]	40.96	28.99	44.98	44.56
权益资本与刚性债务 比率[%]	175.68	364.22	447.57	485.87
流动比率[%]	145.12	121.22	126.99	136.85
现金比率[%]	83.83	69.90	92.65	98.79
利息保障倍数[倍]	1.17	1.07	0.36	—
净资产收益率[%]	0.49	0.18	-2.34	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	6.36	12.13	35.84	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	27.70	62.85	22.68	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.78	2.01	0.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.11	0.15	—

注: 根据华联股份经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 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 2021 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,同时也反映了在疫情影响下,公司在主业盈利、在建项目、关联交易、运营管理及投资等方面继续面临压力或风险,同时需关注青岛项目相关土地被无偿收回事后情况。

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,随着主业运营改善,经营活动现金流保持净流入状态。
- **财务结构总体保持稳健。**跟踪期内,华联股份有息债务规模继续压缩,虽因新租赁准则影响账面债务规模及资产负债率上升,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:

- **主业盈利压力。**随着华联股份近年年轻化战略的推进,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,业务培育压力持续较大,公司整体盈利对非经常性损益的依赖程度持续较高。此外,疫情也对公司近年运营及主业盈利带来不确定性。2021 年以来,公司主业

经营有所恢复，但仍面临散发疫情的一定影响。

- **在建项目风险。**华联股份在建商业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一直较为缓慢，需关注相关项目后续推进情况及投资风险。
- **运营管理及投资风险。**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等，也需关注投资风险及收益情况。
- **关联交易及控制权变更风险。**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2022年3月末，华联集团持有公司27.39%股份，所持股份中69.98%已质押，质押率较高。

评级关注

- **关注土地使用权被无偿收回事项。**跟踪期内，华联股份青岛项目北区部分土地使用权被政府无偿收回，公司已依法向青岛市中级人民法院提起行政诉讼，关注相关事项后续进展及影响情况。出于谨慎性考虑，公司跟踪期内已对相关土地资产全部确认损失，涉及金额20,456.30万元，从而导致公司2021年净利润出现亏损。

➤ 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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。

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,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。

2021 年该公司在“18 华联 01”债券存续期第 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,“18 华联 01”本金余额为 2.00 亿元。此外,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。经投资者回售后,“18 华联 01”本金余额为 1.00 亿元。

2022 年 2 月,经债券持有人会议通过,“18 华联 01”可以提前分期偿付,分期偿付次数不超过 3 次,每期偿付总额不低于 0.20 亿元。经首次提前偿付后,目前“18 华联 01”本金余额为 0.80 亿元。

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)	发行利率(%)	到期时间	本息兑付情况
18 华联 01	7.70	0.80	7.00, 经调整后 8.00	2023-01-29	正常

资料来源:华联股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项

债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(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¹

2021年，得益于常态化疫情防控的推进，国内宏观经济不断复苏，消费市场亦出现较明显反弹。从零售各业态来看，受益于消费的复苏，各零售业态同比均呈现增长态势，但不同业态增速表现存在一定分化。其中线上零售得益于疫情期间消费者购买路径的转变及线上消费习惯的培养，继续保持了较好的增长态势；线下百货等业态反弹较为明显；超市业态由于2020年同期基数较高，增速明显弱于其他实体业态。零售行业内部继续呈现着激烈竞争态势。总体来看，国内消费市场长期发展的内在动力未发生根本性变化，但仍需关注疫情防控形势变化对零售行业复苏态势的影响。2022年一季度末以来受国内疫情反复影响，零售市场消费复苏面临压力。

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

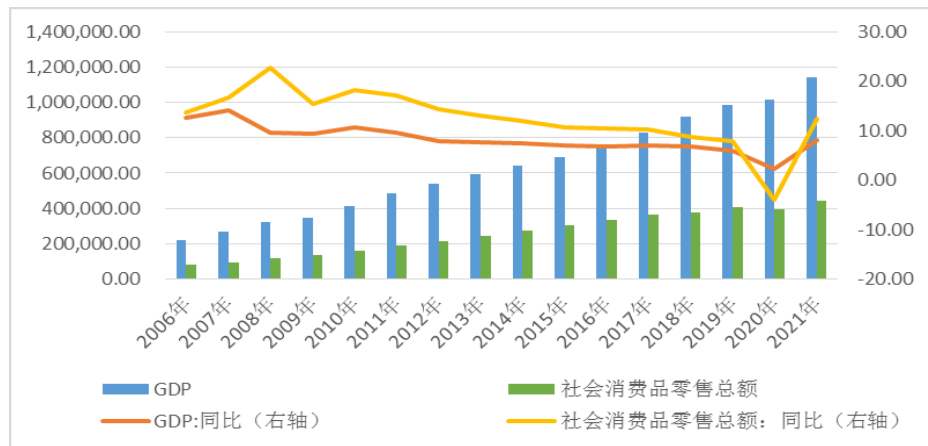
¹ 本节所涉及数据来源于国家统计局。

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，同时2021年以来政府加强对行业监管力度，有助于促进行业健康有序发展。

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，但同时受宏观经济波动、新冠疫情等因素影响，近年来增速有所波动。

2020年，新冠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，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。2021年，得益于常态化疫情防控成果显现，国民经济稳定恢复，消费市场持续复苏。根据国家统计局数据，经初步核算，2021年国内生产总值为114.37万亿元，比上年增长8.1%，两年平均增长5.1%。同期国内社会消费品零售总额为44.08万亿元，同比增长12.5%，比2019年增长8%；扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增长10.7%。消费继续是国内经济增长的核心动力，当期最终消费支出对经济增长的贡献率为65.4%，拉动GDP增长5.3个百分点。2022年一季度，国内生产总值27.02万亿元，按不变价格计算，同比增长4.8%；社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.3%，当期最终消费支出对经济增长贡献率为69.4%，拉动GDP增长3.3个百分点。一季度，消费市场总体保持平稳增长，但3月以来，国内疫情多发频发，部分地区发生聚集性疫情，居民出行和消费活动减少，又对消费市场产生较大冲击。

图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）

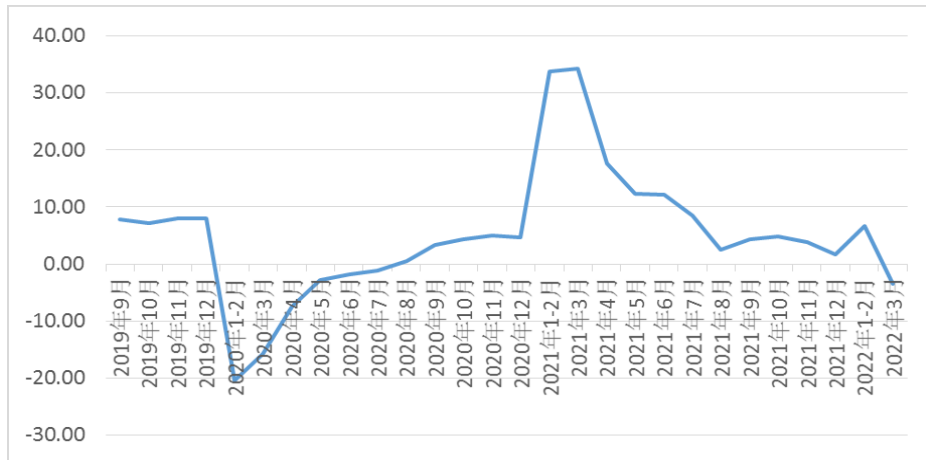


资料来源：Wind、国家统计局

从趋势上看，国内社会消费品零售总额在2020年1-2月达到20.5%的跌幅后，单月跌幅呈现逐步收窄趋势，至当年8月开始单月社会消费品零售总额增速开始恢复增长。2021年以来月度继续保持着恢复增长势头，但受基数逐渐上升，以及局部地区散发疫情、极端天气等因素影响，月度增速亦呈现放缓态势。2022年3月开始本土疫情呈现点多面广频发，又对消费市场产生较大影响，当月社会消费品零售总额同比下降3.5%。总体来看，2021年以来国内消

费市场呈现着复苏态势，但仍需关注疫情防控形势变化对零售行业持续复苏的影响。

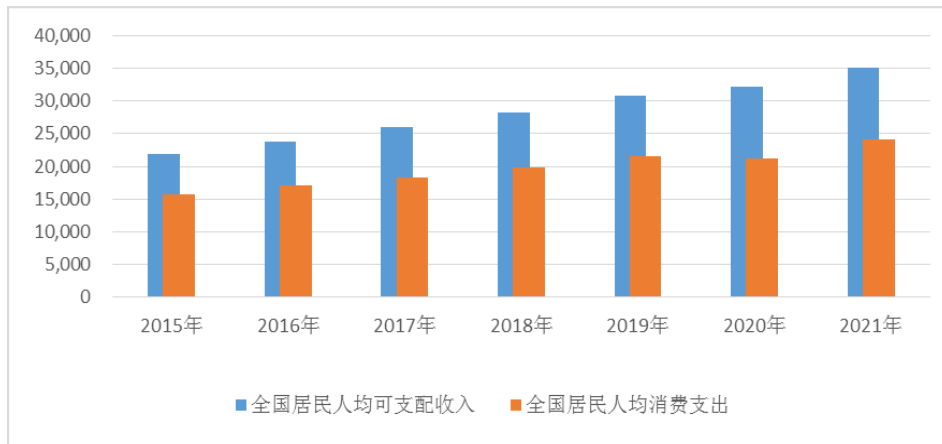
图表 3. 社会消费品零售总额月度变化数据（单位：%）



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。需求方面，根据 2021 年 5 月公布的第七次全国人口普查数据，我国人口数量已达 14.12 亿；截至年末达到 14.13 亿。人口基数的持续扩大、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的持续发展提供了良好支撑。收入方面，2021 年全国居民人均可支配收入 35,128 元，比上年名义增长 9.1%；扣除价格因素实际增长 8.1%。消费支出方面，同期全国居民人均消费支出 24,100 元，比上年名义增长 13.6%；扣除价格因素实际增长 12.6%。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 10,345 元，比上年名义增长 6.3%，扣除价格因素，实际增长 5.1%；全国居民人均消费支出 6,393 元，比上年名义增长 6.9%，扣除价格因素影响，实际增长 5.7%。随着居民收入持续增长以及疫情形势总体可控，居民消费需求逐步复苏，消费支出恢复增长。

图表 4. 全国居民人均收支情况（单位：元）

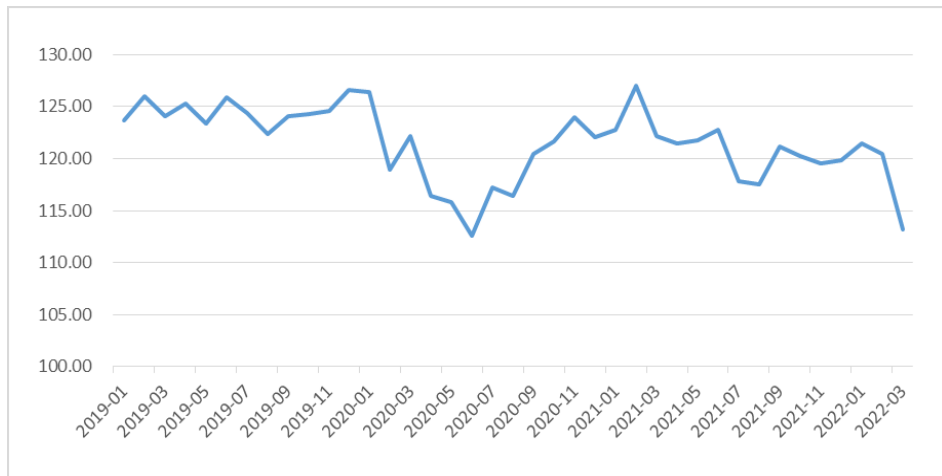


数据来源：Wind、国家统计局

从消费者信心指数来看，受疫情影响，2020 年疫情影响下消费者信心指数一度跌至 6 月的 112.6，至 2021 年 12 月消费者信心指数回升至 119.8，2022

年3月又降至113.2。

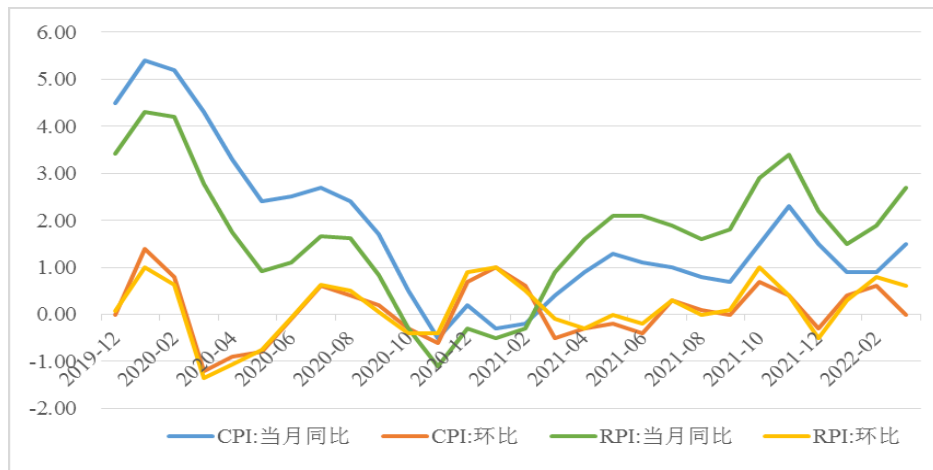
图表 5. 消费者信心指数



数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2021年消费市场供给相对充足，CPI总体上涨0.9%，涨幅比上年回落1.6个百分点，总体运行在合理区间，消费领域价格总体稳定。分月看，前两个月受上年同期基数较高影响，CPI同比下降；随着高基数效应逐渐减弱，3月开始同比由降转涨；6月起，在猪肉等价格下降带动下，涨幅逐月回落；10月，受特殊天气、上游价格持续上涨及低基期等因素叠加影响，CPI同比涨幅再次回升。2022年一季度居民消费价格温和上涨，CPI同比上涨1.1%。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

从政策方面来看，我国零售行业开放程度高。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，鼓励行业转型升级，零售行业面临的政策面较好。

2020年以来，在新冠疫情期间，零售行业承担着一定的居民生活物资供应

保障职能，国家出台专项政策在金融、商贸领域对企业给予扶持，还通过发放“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。同时，近年来政府不断鼓励零售行业线上线下融合，通过创新推进消费升级。2020年9月，国务院办公厅进一步发布《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。

在鼓励消费的同时，政府也在不断规范消费市场行为、促进行业有序发展。2021年以来，随着电子商务法制建设进一步深入，针对不正当竞争、税务、数据安全等方面的监管有所强化。年内国内陆续出台了《网络交易监督管理办法》《网络直播营销管理办法（试行）》等政策办法，压实平台主体责任；同时针对疫情以来发展迅猛的社区团购、直播电商等，政府也加大了在价格、市场竞争、税收环节的监管清查力度，以规范企业经营行为，维护公平、健康的零售市场环境。

图表 7. 近年来零售行业相关政策颁布情况

发布机关	政策名称	发布时间
全国人大常委会	《中华人民共和国电子商务法》	发布日期 2018 年 08 月 31 日；实施日期 2019 年 1 月 1 日
发改委、商务部等部门	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》	2019 年 1 月
国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	2019 年 8 月
商务部	《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》	2020 年 2 月
国家发展改革委等	《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》	2020 年 2 月
国务院办公厅	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	2020 年 9 月
国家市场监督管理总局	《网络交易监督管理办法》	2021 年 5 月 1 日起施行
国家互联网信息办公室、公安部、商务部等 7 部门	《网络直播营销管理办法（试行）》	2021 年 5 月 25 日起施行

注：新世纪评级整理

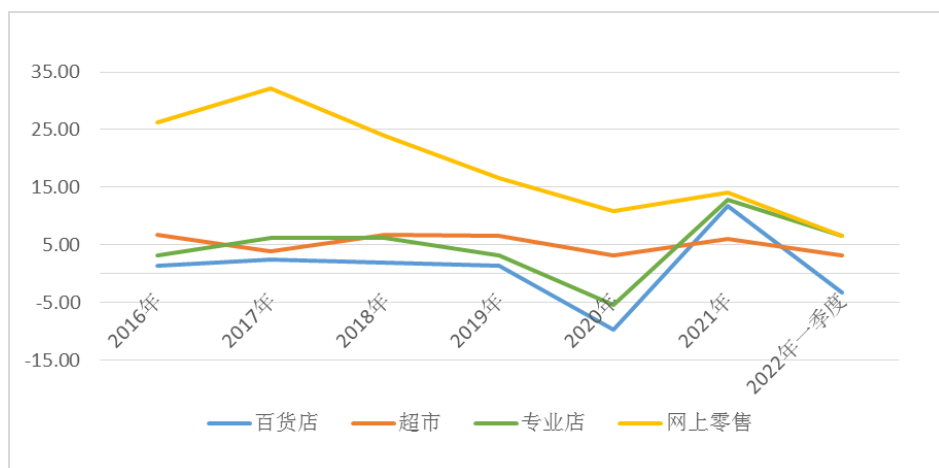
从市场竞争格局来看，零售行业市场化程度高，企业数量众多。同时，零售行业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国 2001 年加入 WTO，尤其是随着 2004 年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终处于相对较低水平。根据中国连锁经营协会数据，近年来国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足 10%；同时，近年来网上零售占比不断提升，但比重也仅在 25% 左右。

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，线上线下融合发展风潮下，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年新冠疫情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，疫情的影响存在分化。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。2021年以来，得益于消费的复苏，各零售业态同比均呈现增长态势，但不同业态表现继续存在一定分化。当年限额以上零售业单位中，超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长6.0%、11.7%、12.8%和12.0%，其中百货等业态增速反弹明显，超市业态由于上年基数较高，增速弱于其他实体业态。线上方面，同期网上零售额为130,884亿元，同比增长14.1%。其中，实物商品网上零售额108,042亿元，同比增长12.0%，占社会消费品零售总额的比重为24.5%，网上零售额继续保持快速增长。2022年一季度，限额以上零售业单位中，超市、专业店和专卖店零售额同比分别增长3.2%、6.6%和1.0%，百货店同比下降3.3%；网上零售额继续同比增长6.6%。总体来看，疫情影响之下，居民消费路径转变，线上消费需求增长以及消费习惯的进一步养成，带动线上零售规模增长。

图表 8. 零售行业各业态²近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

² 2016-2017年为商务部重点监测零售企业数据；2018-2021年数据为限额以上零售业单位数据。

图表 9. 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
王府井集团股份有限公司	百货、购物中心、奥特莱斯等	127.53	42.14	13.78	391.51	48.65	27.72
上海百联集团股份有限公司	超市、百货、购物中心、奥莱等	346.50	26.73	6.33	578.45	64.61	37.23
武汉商贸集团有限公司	购物中心、超市等	284.08	27.47	12.71	826.35	63.84	50.01
山东省商业集团有限公司	百货、超市、家电、购物中心等	298.96	31.29	2.84	1,327.59	81.13	38.56
华联股份	购物中心	12.18	52.01	-1.77	129.77	44.98	7.51

注：新世纪评级根据公开资料整理；此为 2021 年数据。

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，诸如新冠肺炎疫情等公共卫生事件也为行业发展带来不确定性因素。

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。同时，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。在零售行业变革及线上线下双向融合发展的趋势下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，持续增强运营实力及提升服务质量，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 年以来，新冠疫情对国内电影市场发展形成很大冲击影响，票房收入因疫情防控形势变化而存在较大波动，总体来看对行业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、银幕向三四线城市渗透，观众观影便利性提高等因素影响。2019年，全国电影总票房达到642.66亿元，同比增长5.40%。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年全国电影总票房为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，电影市场呈现复苏态势，但全年来看整体尚未恢复至疫情前的水平，市场对假日档依赖性较强。2021年全国电影票房472.58亿元，较2020年同比明显上升，但较2019年仍下降26%。疫情反复会对电影市场持续复苏产生影响。

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。2021年，国家电影局发布《“十四五”中国电影发展规划》，提出进一步提升国产影片创作质量，健全电影产业体系，增强电影科技实力，提高电影公共服务水平，扩大电影国际影响力，助力电影强国建设。

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%。2021 年电影银幕总数继续增至 82,248 块。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。新冠疫情等突发公共卫生事件等也对行业运行带来很大不确定性及运营业绩压力。

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。跟踪期内，随着国内疫情防控形势总体可控，公司主业运营情况有所好转，经营亏损持续收窄。公司后续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，但仍需关注国内疫情反复情况下公司后续主业盈利变化情况以及投资收益等非经常性损益对利润贡献情况。此外，公司主要在建项目受市场环境变化、规划调整、疫情等因素影响，进展一直较为缓慢，关注项目投资风险。2021 年受青岛项目部分土地被政府无偿收回确认大额损失影响，公司当年发生亏损，公司已依法向青岛市中级人民法院提起行政诉讼，关注该事项后续进展。

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，为加强业务协同，公司 2021 年控股北京华联第一太平商业物业管理有限公司（简称“华联第一太平”）³，新增物业管理服务。

图表 10. 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

2020-2021 年及 2022 年第一季度，该公司营业收入分别为 8.90 亿元、12.18 亿元和 3.69 亿元。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，加之新增物业管理服务业务收入，公司 2021 年和 2022 年一季度

³ 原为联营企业，公司 2021 年出资 550 万元进一步收购其 11% 股权后，持有其 51% 股权，纳入并表范围。其主业为商业项目提供物业管理服务、保洁服务等，客户主要为华联集团和公司旗下商业项目，2021 年营业收入及净利润分别为 3.32 亿元和 0.07 亿元。

营业收入同比分别增长 36.89%和 37.56%。

具体来看，2020-2021 年及 2022 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 7.29 亿元、8.46 亿元和 2.15 亿元。同期电影放映及卖品收入分别为 0.52 亿元、1.15 亿元和 0.32 亿元。跟踪期内总体较 2020 年均实现了恢复性增长。

上述业务收入以外，该公司 2021 年新增物业服务收入 1.39 亿元。此外，公司其他业务收入主要为水电费收入、杂费收入、耗材收入等。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计		12.54	8.90	12.18	3.69	2.68
其中：核心业务营业收入	金额	10.50	7.81	11.00	3.39	2.42
	占比	83.76	87.76	90.27	91.85	90.30
其中：（1）租赁及物业管理	金额	8.86	7.29	8.46	2.15	1.98
	占比	70.61	81.92	69.44	58.39	73.77
（2）电影放映及卖品	金额	1.65	0.52	1.15	0.32	0.44
	占比	13.15	5.84	9.41	8.70	16.53
（3）物业服务收入	金额	-	-	1.39	0.91	-
	占比	-	-	11.42	24.76	-

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。跟踪期内，公司购物中心主业经营总体呈现恢复态势，但北京地区不断存在散发疫情，同时外阜项目所在的兰州、包头等地亦存在散发病例，仍对公司门店正常经营产生一定影响。

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 5~7 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、JNBY、MO&Co.、丝芙兰、屈臣氏、播 broadcast 等品牌商建立了长期合作关系。公司租户相对分散，2021 年单一租户收入占比不超过 4%。

2021 年在加强门店防疫的同时，该公司实施一店一策的策略，针对不同类型门店采取不同的运管措施。公司通过提升门店软硬件条件、优化卖场动线、业态调整、提升品牌级次等方式，提升项目吸引力，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，同时继续加强空置与风险店铺的管理工作。营销方面，公司通过重要营销节点、品牌联动营销、社群营销等方式带动客流及销售。

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⁴。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，2020-2021 年和 2022 年第一季度相关收入合计分别为 0.16 亿元、0.21 亿元和 0.06 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，2020-2021 年和 2022 年第一季度相关委托物业管理收

⁴ 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。

⁵ 主要包括项目每年总收入的 2.0%及净物业收益的 2.5%。

入分别为 0.12 亿元、0.21 亿元和 0.03 亿元。

该公司近年来业务运营以加强门店调整、提质增效为主，跟踪期内仍无新开门店。截至 2022 年 3 月末，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 12. 截至 2022 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	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

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（简称“太原项目”）、青岛黄岛缤纷港购物广场项目（简称“青岛项目”）、安徽华联购物中心项目（简称“安徽项目”）。其中太原项目和青岛项目为 2016 年发行股份购买资产注入项目，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。跟踪期内，上述两个项目推进速度仍缓慢。其中，太原项目前期需将项目与地铁进行连通，同时受规划调整及疫情对施工进度影响，导致项目推迟。当前受疫情反复影响，该项目的竞争环境、顾客消费意愿以及品牌方开店信心均有较大改变，公司需要重新调整定位和招商计划，项目建设进度也需要配合做相应调整，导致项目开业时间会进一步推迟。青岛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。跟踪期内，公司青岛项目运作主体全资子公司青岛海融兴达商业管理有限公司（简称“青岛海融兴达”）收到青岛市黄岛区综合行政执法局下达的《收回国有建设用地使用权决定书》，青岛项目北区

面积为 34,368 平方米土地的使用权⁶被无偿收回，出于谨慎性考虑，公司已对此全额确认 20,456.30 万元损失，同时也已依法向青岛市中级人民法院提起行政诉讼，并已获得法院受理。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⁷，计划总投资 8.75 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 7.61 亿元，后续投入规划采用自有资金，该项目预计 2022 年开业。

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⁸。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回暖，华联文化传媒 2020-2021 年和 2022 年第一季度分别实现营业收入 0.61 亿元、1.25 亿元和 0.34 亿元。目前国内疫情仍存在反复，仍会对电影市场及影院经营带来压力。

跟踪期内，该公司影院及银幕数量无变化。截至 2022 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。2019-2021 年及 2022 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、263.52 万人次和 67.70 万人次；平均上座率分别为 15.11%、14.16%、9.89%和 9.95%。2021 年以来观影人次同比有所回升，同时受疫情防控需要，影院对于上座率进行了一定控制。

图表 13. 截至 2022 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

⁶ 2013 年青岛海融兴达通过山东省高级人民法院司法拍卖获得舒斯贝尔房地产开发公司名下，位于青岛市黄岛区长江东路南侧、滨海大道北侧，面积总计为 71,949 平方米的一宗土地使用权，并于 2014 年取得房地产权证，其中包括证书编号为青房地权市字第 201412962 号，面积 34,368 平方米的土地使用权（简称“项目北区”），和证书编号为青房地权市字第 201412394 号，面积 37,581 平方米的土地使用权（“项目南区”）。

⁷ 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% 股权、安徽华联 99% 股权；公司持有剩余 19.08% 和 1% 股权。2021 年，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。

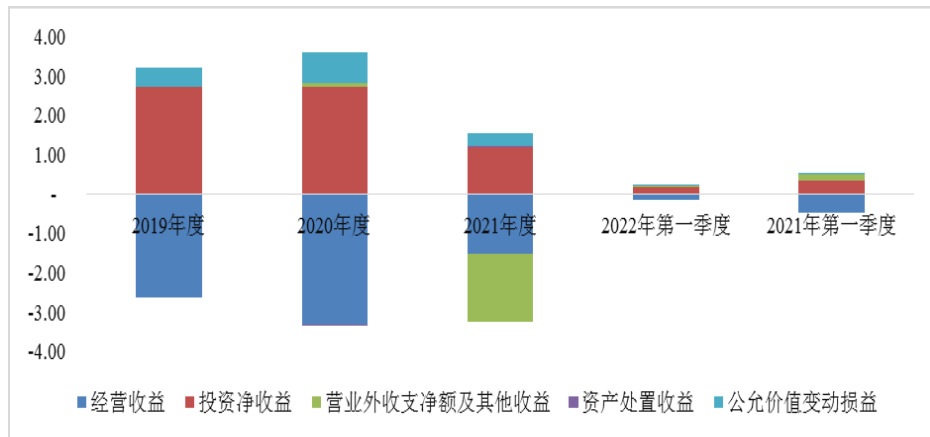
⁸ 一般而言影院总票房中扣除 5% 电影事业发展专项基金及 3.3% 税费后为可分账票房；在可分账票房中影院抽成约 50%。

序号	影院名称	物业性质	所处区位	开业时间	银幕数量 (块)
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	5
14	万柳影院	租赁	北京市海淀区	2020年01月	6

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，盈利持续主要依赖于投资收益等非经常性损益。跟踪期内，随着疫情影响总体减弱，公司主业盈利状况较 2020 年有所改善。但因为青岛项目部分土地被无偿收回确认大额损失，导致 2021 年净利润呈现亏损状态。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	12.54	8.90	12.18	3.69	2.68
毛利率 (%)	47.55	35.85	52.01	46.24	56.79
其中：租赁及物业管理 (%)	44.04	32.70	58.76	59.44	56.40
电影放映及卖品 (%)	52.59	53.20	60.63	60.43	64.28
物业服务 (%)	-	-	9.01	14.15	-
毛利 (亿元)	5.96	3.19	6.34	1.70	1.52
其中：租赁及物业管理 (亿元)	3.90	2.38	4.97	1.28	1.12

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
电影放映及卖品 (亿元)	0.87	0.28	0.70	0.19	0.28
物业服务 (亿元)	-	-	0.13	0.13	-
期间费用率 (%)	57.03	70.58	60.12	48.48	72.70
其中: 财务费用率 (%)	16.94	19.66	21.18	16.27	27.72
全年利息支出总额 (亿元)	2.71	1.93	2.89	-	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.10	0.15	0.15	-	-

资料来源: 根据华联股份所提供数据整理。

2020-2021 年及 2022 年第一季度, 该公司营业毛利分别为 3.19 亿元、6.34 亿元和 1.70 亿元; 综合毛利率分别为 35.85%、52.01%和 46.24%。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, 2020-2021 年及 2022 年第一季度, 该公司期间费用分别为 6.28 亿元、7.32 亿元和 1.79 亿元。2021 年以来随着门店恢复正常运营, 各项运营开支正常支出, 公司当年销售费用及管理费用同比分别增长 5.60%和 2.85%; 财务费用方面, 公司近年来有息债务规模不断压缩, 但受执行新租赁准则影响, 当年财务费用同比增长 47.49%至 2.58 亿元, 其中因准则变动新增确认未确认融资费用摊销金额 1.78 亿元。2020-2021 年及 2022 年第一季度, 公司期间费用率分别为 70.58%、60.12%和 48.48%, 跟踪期内有所下降, 但总体来看, 随着前期成熟门店的转让, 公司主业培育及成本费用控制压力仍较大。

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	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	2.72	2.74	1.21	0.19	0.36
营业外净收入及其他收益 (亿元)	0.02	0.10	-1.72	0.03	0.15
公允价值变动损益 (亿元)	0.47	0.76	0.32	0.001	0.002

资料来源: 根据华联股份所提供数据整理。

跟踪期内, 投资收益等非经常性损益继续对该公司利润形成较大贡献。2021 年及 2022 年第一季度, 公司投资收益分别为 1.21 亿元和 0.19 亿元。其中, 2021 年投资收益主要来自于权益法核算的长期股权投资收益 0.92 亿元, 仍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”) ⁹等; 以及处置交易性金融资产取得的投

⁹ 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。2021 年龙德置地营业收入及净利润分别为 3.70 亿元和 1.36 亿元; 公司当期获得股利 0.44 亿元。

资收益。2021 年及 2022 年第一季度，公司营业外收支净额及其他收益合计分别为-1.72 亿元和 0.03 亿元。其中，跟踪期内公司仍能获得一定政府补助，涉及疫情下税费减免、电影发展专项资金补助等；但同时 2021 年因青岛项目部分土地被政府无偿收回确认 20,456.30 万元损失，导致存在较大额营业外支出。此外，公司跟踪期内公允价值变动损益仍主要来源于交易性金融资产等的公允价值波动。

2020-2021 年及 2022 年第一季度，该公司净利润分别为 0.14 亿元、-1.77 亿元和 0.06 亿元。2021 年以来公司主业盈利有所改善，但受土地被无偿收回确认损失影响，公司 2021 年净利润出现亏损。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对利润贡献情况。

(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。因工作调整、退休等影响，公司董监高人员存在一定变动，公司已对人员进行增补。

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，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。

跟踪期内，该公司控股股东华联集团对公司进行了增持，所持公司股份由 25.39%增至 27.39%，其仍为公司控股股东，海南省文化交流促进会仍为公司实际控制人。截至 2022 年 3 月末，华联集团所持的公司股份中有 524,570,000 股进行了质押，质押股份占其持股的比例为 69.98%。

2021 年以来，因工作调整、退休等影响，该公司董监高人员存在一定变动，公司已对人员进行增补。其中，公司新聘副总经理李国平；原董事、财务总监崔燕萍女士因退休辞去公司职务，公司已聘任原财务副总监王欣荣女士担任新的财务总监。

关联交易方面，跟踪期内该公司将其下属购物中心门店的部分经营场地租赁给华联综超等关联方。同时公司原由联营企业华联第一太平提供物业服务而存在日常关联交易，随着公司将其纳入并表范围，因其还为华联集团、BHG Reit、华联（SKP）百货等关联方提供物业管理服务，导致公司新增相关关联交易。同时，因轻资产化后担任 BHG Reit 管理人、受托管理门店等，相应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《金融服务框架协议》，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 2021 年末，公司及子公司在华联财务存款余额 4.99 亿元，当年利息收入 0.11 亿元。同时 2021 年华联财务为公司提供授信 8 亿元，当年华联财务为公司开具商业承兑汇票 2.63 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。截至 2021 年末，公司对华联集团提供担保余额为 10 亿元，华联集团对公司提供的担保余额为 12.03 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。

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 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	2022.3.3、2022.1.5	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.5.22	无	正常	无
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	2022.5.22	无	无	无
工商	国家工商总局企业信息公示系统	2022.5.22	无	无	无
质量	华联股份	2022.5.22	无	无	无
安全	华联股份	2022.5.22	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

2021 年以来，该公司刚性债务规模进一步有所压缩，但受执行新租赁准则影响，公司账面债务规模及负债经营程度均存在上升。总体来看，跟踪期内公

司财务稳健度仍较高。公司经营活动能形成一定现金净流入，但主业在建项目等后续仍面临进一步投入需求。关注公司后续投资压力及融资能力。

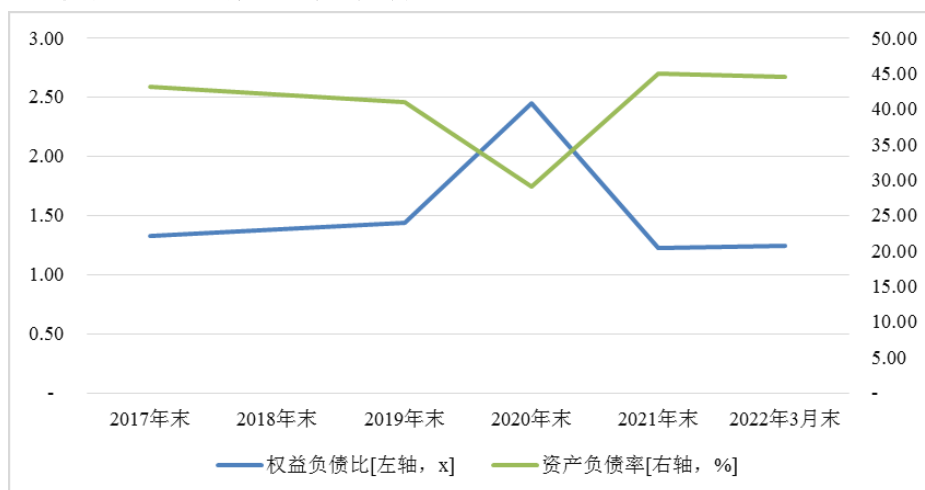
1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则、企业会计制度及其补充规定。公司 2021 年 1 月 1 日开始执行新租赁准则。公司 2022 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 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。

2020-2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司负债总额分别为 32.67 亿元、58.37 亿元和 57.39 亿元。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，年末负债总额同比增长 78.68%。

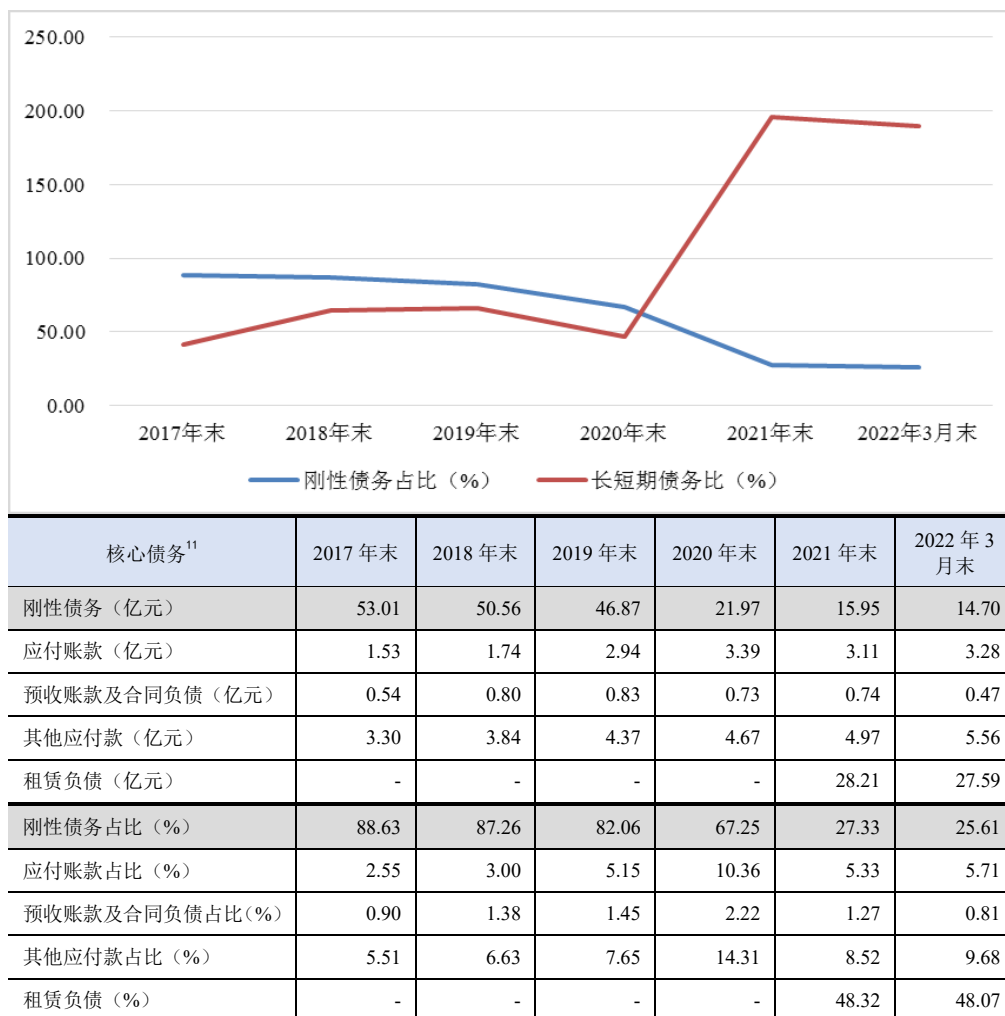
从权益来看，2020-2021 年末和 2022 年 3 月末该公司所有者权益分别为 80.01 亿元、71.40 亿元和 71.41 亿元。2021 年主要受执行新租赁准则一次性调整及当期亏损影响，公司未分配利润由上年末 4.02 亿元降至-4.41 亿元，导致公司年末所有者权益出现较明显下降。2021 年度公司不进行利润分配。

受上述因素综合影响，2020-2021 年末和 2022 年 3 月末该公司资产负债率分别为 28.99%、44.98%和 44.56%，跟踪期内账面负债经营程度明显上升，但公司实际财务稳健度仍较高¹⁰。

¹⁰ 经该公司测算，若假设按原租赁准则，2021 年末资产负债率为 26.14%。

(2) 债务结构

图表 19. 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，2020-2021 年末和 2022 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 47.12%、195.99%和 189.44%，波动较大，主要是 2021 年以来，由于新增确认租赁负债，导致长短期债务比大幅上升。

2021 年末，该公司负债主要体现为刚性债务、应付账款、其他应付款、租赁负债等。2021 年以来，随着公司本期债券回售及其它有息债务减少，公司年末刚性债务较上年末进一步压缩，同比减少 27.39%。同期末，公司应付账款为 3.11 亿元，主要为应付工程及设备款、房租及物业费、影片分成及影院卖品采购款。同期末，公司其他应付款为 4.97 亿元，主要为购物中心租户保证金、待付费用等，年末分别为 2.75 亿元和 1.28 亿元。此外，受执行新租赁准则影响，公司年末新增租赁负债 28.21 亿元。2022 年 3 月末，公司负债构成变化不大。

¹¹ 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。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	36.11	28.03	25.33	12.54	6.61	5.81
其中：短期借款	2.19	22.52	7.91	1.12	1.80	1.80
一年内到期的长期借款	7.22	1.90	2.20	1.56	2.92	2.77
应付短期融资券	-	-	7.47	-	-	-
应付票据	0.51	3.01	0.73	-	1.58	1.22
其他短期刚性债务	26.19	0.60	7.02	9.86	0.30	0.02
中长期刚性债务合计	16.90	22.53	21.54	9.43	9.34	8.88
其中：长期借款	5.24	4.18	7.78	6.23	7.31	6.85
应付债券	-	7.70	4.31	2.00	0.80	0.80
其他中长期刚性债务	11.66	10.65	9.45	1.20	1.23	1.23

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

该公司近年来刚性债务主要包括银行借款、债券及结构化融资等。跟踪期内，公司刚性债务规模继续有所压缩。

中长期刚性债务方面，2021 年末略减少至 9.34 亿元。其中，该公司年末长期借款为 7.31 亿元，以抵押并保证借款、质押并保证借款为主，担保方主要为华联集团；抵押物主要为投资性房地产、在建工程及存货等；质押物为公司所持长期股权投资。年末应付债券由于“18 华联 01”回售及部分转入短期刚性债务核算减少至 0.80 亿元。短期刚性债务方面，由于借款及结构化融资偿还等，2021 年末进一步减少至 6.61 亿元。

2022 年 3 月末，随着“18 华联 01”部分提前偿付等，该公司刚性债务进一步减少至 14.70 亿元。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	257.11	541.53	558.68	558.91	430.25	-
营业收入现金率（%）	108.58	110.47	125.56	127.22	108.50	86.88
业务现金收支净额（亿元）	0.69	3.29	6.82	4.96	8.10	1.61
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.19	-3.99	-4.60	-1.53	-0.58	-0.26
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.49	-0.70	2.21	3.43	7.51	1.36
EBITDA（亿元）	5.20	6.72	4.84	3.87	2.85	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.13	0.10	0.11	0.15	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.68	2.11	1.78	2.01	0.98	-

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。2020-2021年及2022年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为3.43亿元、7.51亿元和1.36亿元。其中，2021年以来，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（当年影响金额2.77亿元），导致当期经营活动现金净流入量同比增长118.94%。

2021年，该公司EBITDA为2.85亿元，同比减少26.35%，主要受当期利润总额亏损影响。同时，受刚性债务规模压缩影响，当年EBITDA对刚性债务的覆盖倍数小幅上升至0.15倍；受执行新租赁准则增加财务费用影响，对全部利息支出的覆盖倍数降至0.98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	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.86	0.10	1.07	3.21	-0.12	2.99
处置及取得子公司及其他营业单位收到的现金净额	-4.12	12.06	4.54	1.88	0.17	0.00
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	-2.58	-1.64	-0.11	-2.57	-0.26	-0.79
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-2.18	-11.53	8.22	22.27	3.02	-0.13
投资环节产生的现金流量净额	-9.74	-1.02	13.72	24.79	2.81	2.07

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。2021年及2022年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为2.81亿元和2.07亿元，均呈现一定净流入量，主要系受收回预付款、不良资产清收款、收回股票基金及理财产品、股权投资企业分红等因素综合影响。此外，公司近年来在建项目推进速度虽较慢，但后续预计仍存在进一步资金投入需求，需关注后续投融资压力。

(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	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
权益类净融资额	8.98	-0.01	0.12	-0.14	-0.08	-
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-	-

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
债务类净融资额	-7.98	-9.24	-17.43	-26.15	-10.20	-3.59
筹资环节产生的现金流量净额	1.00	-9.25	-17.31	-26.29	-10.28	-3.59

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2021年及2022年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-10.28亿元和-3.59亿元，均呈现净流出状态，主要系继续偿还有息债务及利息；以及受执行新租赁准则影响，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	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	38.19	56.68	49.89	26.92	25.04	27.13
	27.50	41.14	35.77	23.89	19.30	21.07
其中：货币资金（亿元）	21.63	22.16	12.26	10.82	11.18	10.96
应收账款（亿元）	1.99	4.37	1.95	0.21	0.60	0.84
预付款项（亿元）	3.19	3.96	3.11	2.77	0.12	0.58
存货（亿元）	8.40	8.53	8.29	7.80	5.59	5.59
其他应收款 ¹² （亿元）	2.46	6.44	0.22	0.31	0.18	0.22
交易性金融资产（亿元）	-	0.50	16.56	4.71	7.09	8.63
其他流动资产（亿元）	0.42	10.46	7.50	0.29	0.28	0.33
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	100.69	81.10	89.57	85.77	104.73	101.67
	72.50	58.86	64.23	76.11	80.70	78.93
其中：长期股权投资（亿元）	29.70	31.11	31.49	29.71	30.64	28.22
投资性房地产（亿元）	24.23	11.91	22.59	19.42	18.89	18.76
无形资产（亿元）	4.06	3.15	4.73	4.53	4.33	4.28
在建工程（亿元）	5.10	5.05	15.16	16.02	16.01	16.18
长期待摊费用（亿元）	8.94	7.99	7.89	7.17	6.54	6.31
使用权资产（亿元）	-	-	-	-	20.93	20.34

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2020-2021年末及2022年3月末，该公司资产总额分别为112.68亿元、129.77亿元和128.80亿元。2021年以来，受新租赁准则新增确认使用权资产等影响，公司资产规模有所扩大。

2021年末该公司流动资产为25.04亿元，较上年末小幅减少6.96%，年末流动资产主要体现为货币资金、存货、交易性金融资产等。公司年末货币资金为11.18亿元，其中受限货币资金为0.40亿元，主要为票据保证金等。同期末，公司存货为5.59亿元，仍主要为青岛项目的开发成本，当年受确认损失影响而有所减少。同期末，公司交易性金融资产为7.09亿元，其中债务

¹² 不含应收利息、应收股利。

工具投资为 2.43 亿元，系购买的银行不良债权；权益工具投资为 4.36 亿元，为公司投资的非上市公司股权和私募基金等；2021 年由于对长山兴（青岛）商业资产投资中心（有限合伙）重分类调整¹³，导致年末交易性金融资产较上年末增长 50.65%。此外，受收回预付房租款等影响，当年末预付款项同比明显减少。

2021 年末，该公司非流动资产为 104.73 亿元，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、租赁负债等构成。同期末，公司投资性房地产为 18.89 亿元，仍主要为公司持有的商业物业，以成本法计量；年末余额有所减少主要受折旧影响。同期末，公司长期股权投资为 30.64 亿元，年末余额仍主要系对龙德置地（17.51 亿元）、华联财务（11.59 亿元）等的投资；2021 年共计确认投资收益 0.92 亿元，发放现金股利或利润共计 0.49 亿元。同期末，公司在建工程 16.01 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，受执行新租赁准则影响，公司年末新增确认 20.93 亿元使用权资产，导致期末非流动资产同比增长 22.11%。

截至 2021 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产合计 57.39 亿元，占总资产的 44.23%，占比高。除受限的货币资金外，主要为 5.58 亿元存货、18.89 亿元投资性房地产、1.57 亿元无形资产和 13.45 亿元在建工程，用于借款抵押；17.51 亿元长期股权投资，主要系龙德置地的股权质押用于融资担保。

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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	90.13	160.70	145.12	121.22	126.99	136.85
速动比率 (%)	62.77	125.31	111.96	73.60	98.06	105.75
现金比率 (%)	51.03	64.23	83.83	69.90	92.65	98.79

资料来源：根据华联股份所提供数据整理。

2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 126.99%和 136.85%，跟踪期内，公司短期有息债务规模有所压缩，流动性指标有所上升。同期末，公司现金比率分别为 92.65%和 98.79%，对即期债务偿付能形成一定保障。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司对华联集团提供担保余额为 10 亿元，担保比率为 14.00%。华联集团及其关联方对公司提供担保余额 11.42 亿元。

¹³ 原计入其他非流动金融资产。2021 年末为 3.09 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

2021 年末，该公司本部资产总额为 131.65 亿元，其中货币资金为 8.02 亿元；同期末负债总额分 61.76 亿元，其中刚性债务为 7.74 亿元。同期末，公司本部资产负债率为 46.91%，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，2021 年本部实现营业收入 8.59 亿元、净利润为 0.51 亿元。

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

跟踪期内，该公司获得的金融机构授信额度有所增加，截至 2022 年 3 月末为 13.80 亿元¹⁴，剩余未使用额度 8.20 亿元，主要合作金融机构为南京银行、浙商银行以及华联财务公司¹⁵。

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。

2021 年该公司在“18 华联 01”债券存续期第 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，“18 华联 01”本金余额为 2.00 亿元。此外，经债券持有人会议通过，“18 华联 01”在 2021 年 11 月 30 日增

¹⁴ 上年同期为 9 亿元。

¹⁵ 给予该公司 8 亿元授信，期末均未使用。

加一次发行人赎回选择权和投资者回售选择权。经投资者回售后，“18 华联 01” 本金余额为 1.00 亿元。

2022 年 2 月，经债券持有人会议通过，“18 华联 01” 可以提前分期偿付，分期偿付次数不超过 3 次，每期偿付总额不低于 0.20 亿元。经首次提前偿付后，目前“18 华联 01” 本金余额为 0.80 亿元。

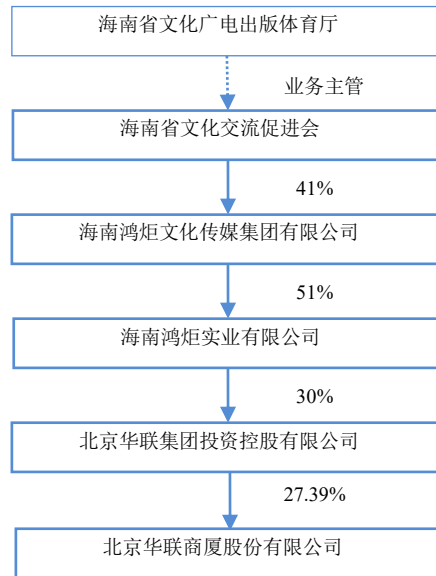
跟踪评级结论

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，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。跟踪期内，随着国内疫情防控形势总体可控，公司主业运营情况有所好转，经营亏损持续收窄。公司后续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，但仍需关注国内疫情反复情况下公司后续主业盈利变化情况以及投资收益等非经常性损益对利润贡献情况。此外，公司主要在建项目受市场环境变化、规划调整、疫情等因素影响，进展一直较为缓慢，关注项目投资风险。2021 年受青岛项目部分土地被政府无偿收回确认大额损失影响，公司当年发生亏损，公司已依法向青岛市中级人民法院提起行政诉讼，关注该事项后续进展。

2021 年以来，该公司刚性债务规模进一步有所压缩，但受执行新租赁准则影响，公司账面债务规模及负债经营程度均存在上升。总体来看，跟踪期内公司财务稳健度仍较高。公司经营活动能形成一定现金净流入，但主业在建项目等后续仍面临进一步投入需求。关注公司后续投资压力及融资能力。

附录一：

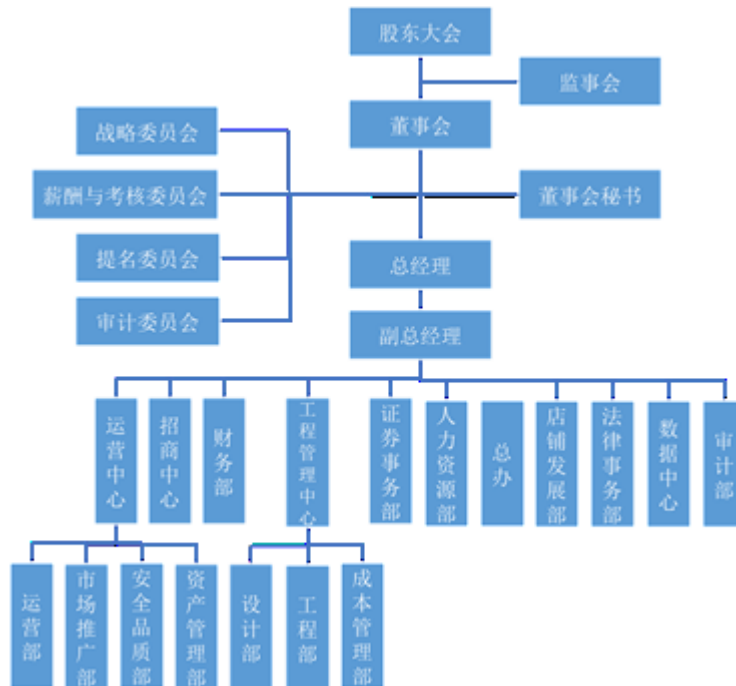
公司与实际控制人关系图



注：根据华联股份提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021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	
北京华联商厦股份有限公司	华联股份	本级	—	购物中心 运营管理	7.74	69.89	8.59	0.51	0.44	1.83	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	0.28	0.70	1.25	-0.22	0.23	0.17	合并口径

注：根据华联股份 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	139.46	112.68	129.77	128.80
货币资金 [亿元]	12.26	10.82	11.18	10.96
刚性债务[亿元]	46.87	21.97	15.95	14.70
所有者权益 [亿元]	82.34	80.01	71.40	71.41
营业收入[亿元]	12.54	8.90	12.18	3.69
净利润 [亿元]	0.40	0.14	-1.77	0.06
EBITDA[亿元]	4.84	3.87	2.85	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.21	3.43	7.51	1.36
投资性现金净流入量[亿元]	13.72	24.79	2.81	2.07
资产负债率[%]	40.96	28.99	44.98	44.56
权益资本与刚性债务比率[%]	175.68	364.22	447.57	485.87
流动比率[%]	145.12	121.22	126.99	136.85
现金比率[%]	83.83	69.90	92.65	98.79
利息保障倍数[倍]	1.17	1.07	0.36	—
担保比率[%]	1.21	16.25	14.01	14.00
营业周期[天]	558.68	558.91	430.25	—
毛利率[%]	47.55	35.85	52.01	46.24
营业利润率[%]	5.23	4.35	1.82	1.71
总资产报酬率[%]	2.30	1.63	0.87	—
净资产收益率[%]	0.49	0.18	-2.34	—
净资产收益率*[%]	0.60	0.28	-2.34	—
营业收入现金率[%]	125.56	127.22	108.50	86.88
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.36	12.13	35.84	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	27.70	62.85	22.68	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.78	2.01	0.98	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.11	0.15	—

注：表中数据依据华联股份经审计的2019~2021年度及未经审计的2022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	3
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	2
		流动性	3
	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	-	报告链接
	评级结果变化	2011年05月20日	AA/稳定	熊桦、朱侃	-	报告链接
		2014年07月28日	AA/稳定	熊桦、付婷	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业信用评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年6月25日	AA/稳定	熊桦、贾飞宇	新世纪评级方法总论（2012） 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型（零售）MX-GS009（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月23日	AA/稳定	熊桦、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2012） 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型（零售）MX-GS009（2019.8）	-
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	新世纪评级方法总论（2012） 零售行业信用评级方法（2014） 零售行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021年6月25日	AA	熊桦、贾飞宇	新世纪评级方法总论（2012） 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型（零售）MX-GS009（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月23日	AA	熊桦、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2012） 零售行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型（零售）MX-GS009（2019.8）	-

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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。