

华联股份 (000882.SZ)

转型大逻辑清晰，静待定增落地推进

核心观点:

● 物业处置增利，运营主业扭亏尚需时日

华联股份发布半年报，1H16 营收 5.25 亿元，同比下滑 17.5%；归属净利润 0.46 亿元，同比增长 29%，其中投资收益 2.93 亿；扣非后净亏损 1.18 亿元，略高于去年同期 1.09 亿扣非净亏损。

1) 公司购物运营主业核心盈利模式为自建/购买物业，运营成熟后出售回笼资金，并作为运营方继续运营物业（租赁物业则是公司整租与商户租金差），因而需承担培育期亏损；2) 1H16 营收下滑主要由于项目处置（15 年 5 个+上半年 2 个），投资收益亦主要由于处置利得；3) 考虑到处置项目多为成熟项目，扣非后亏损同比并未显著扩大，表明亏损尚属可控范围；但考虑到销售+管理费用同比上升 21.3% 至 2.23 亿元，反映出在线下消费整体低迷的大环境下，公司新项目培养压力较大（15 年净增 13 个项目），购物中心运营主业扭亏尚需时日。

● 转型大逻辑清晰，静待定增落地推进

公司大逻辑十分清晰，即物业处置回笼资金，定增引入中信产业基金（完成后持股 18.4%，成为公司第二大股东），对接产业基金旗下优质消费项目投资和孵化，转型购物中心运营+股权投资双轮驱动。除去年跟投的饿了么（9000 万美元）和唱吧（1.6 亿人民币）项目外，公司上半年完成万国公寓（2.3 亿）、昌平龙德广场（1.15 亿）等项目投资，同时完成资管子公司华联海融（横琴）（5 亿元）及深圳池杉（1 亿元）出资。

公司定增尚未过会（7 月初完成第一轮意见反馈），目前正积极配合推进定增项目完成。考虑后续物业处置及股权投资收益和购物中心运营主业减亏，暂不考虑定增影响，预计 16-18 年 EPS 分别为 0.15/0.20/0.26 元，维持“买入”评级

● 风险提示：定增未能过会；投资进程低于预期；线下消费持续低迷

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,499.73	1,191.75	1,070.07	1,124.86	1,198.20
增长率(%)	37.09%	-20.54%	-10.21%	5.12%	6.52%
EBITDA(百万元)	572.86	114.00	46.73	179.47	297.53
净利润(百万元)	74.32	220.89	323.75	451.22	570.05
增长率(%)	13.09%	197.22%	46.56%	39.37%	26.34%
EPS(元/股)	0.033	0.099	0.145	0.203	0.256
市盈率(P/E)	123.11	57.54	27.16	19.49	15.42
市净率(P/B)	1.54	2.09	1.37	1.28	1.18
EV/EBITDA	20.87	107.86	201.79	54.33	32.04

公司评级 **买入**

当前价格 3.93 元

前次评级 **买入**

报告日期 2016-08-12

相对市场表现



分析师: **洪涛** S0260514050005

021-60750633

hongtao@gf.com.cn

相关研究:

华联股份(000882.SZ): 出售物业轻资产化运营, 回笼资金助力转型 2016-06-15

华联股份(000882.SZ): 引入中信产业基金, 物业运营与股权投资双轮驱动 2016-04-11

华联股份(000882.SZ): 咨询业务季节性放缓, 拥抱模式转型业绩拐点 2014-10-30

联系人: **林伟强** 021-60750607

linweiqiang@gf.com.cn

图 1: 华联股份营收及增速 (百万元)

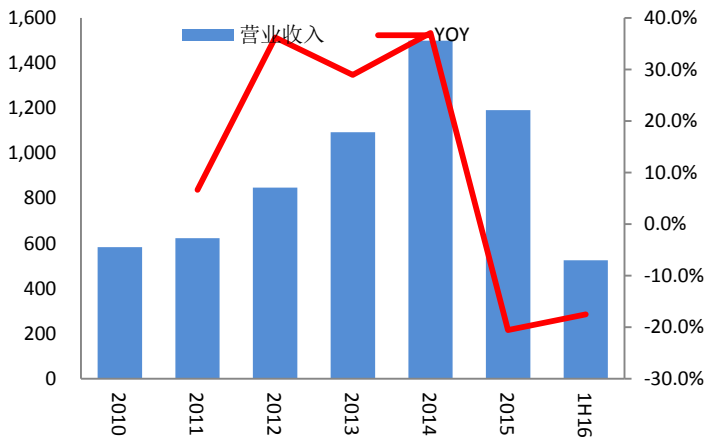
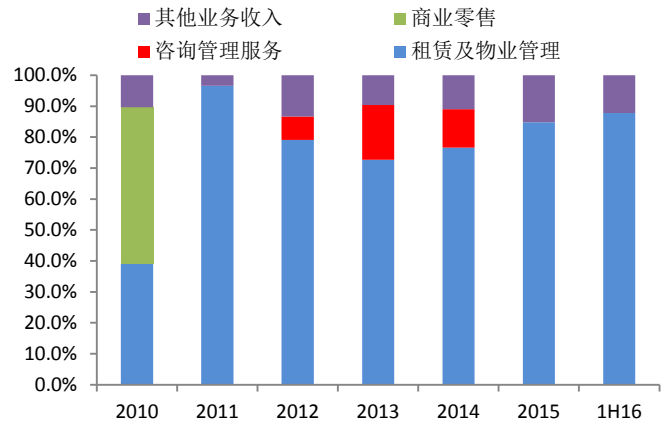


图 2: 华联股份营收构成



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 3: 华联股份毛利率 (百万元)

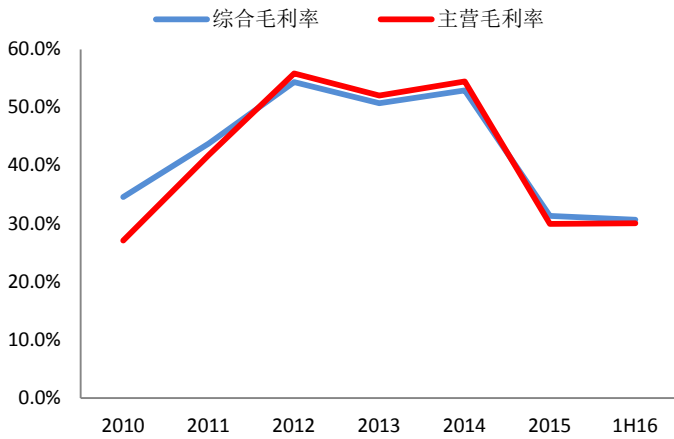
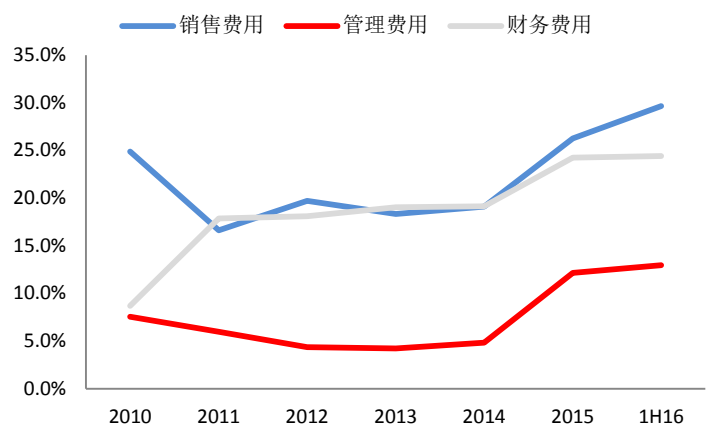


图 4: 华联股份费用率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 5: 华联股份利润情况 (百万元)

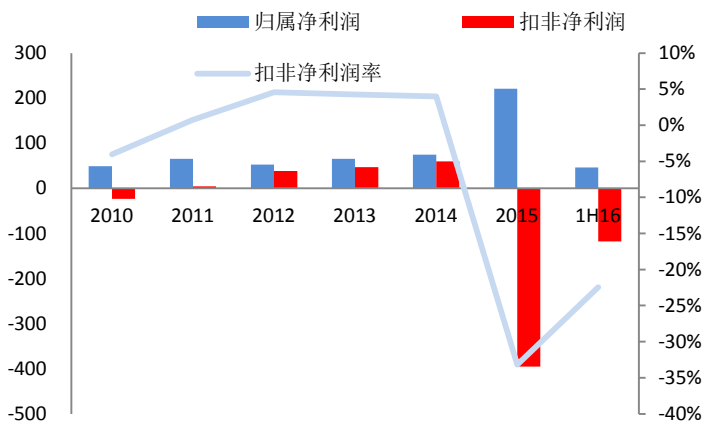
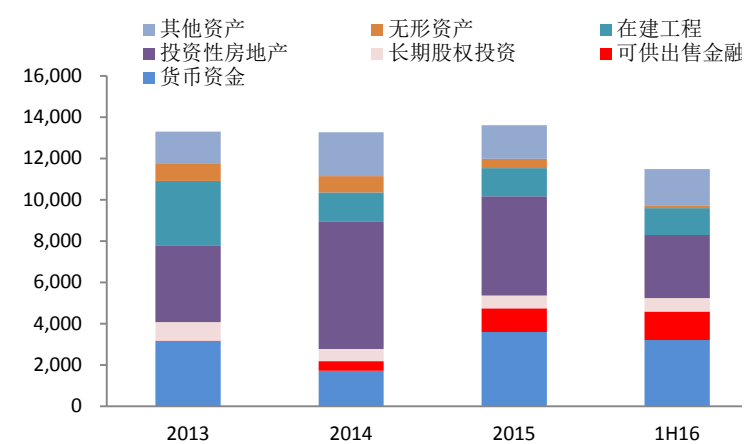


图 6: 华联股份自查构成 (百万元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2318	3855	2639	2300	2548
货币资金	1718	3598	2366	2045	2265
应收及预付	299	252	273	254	283
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	300	4	0	0	0
非流动资产	10949	9752	11274	12032	12441
长期股权投资	589	628	1828	2728	3428
固定资产	153	66	238	200	62
在建工程	1425	1372	1272	1188	1098
无形资产	2076	1464	1825	1749	1714
其他长期资产	6706	6222	6111	6166	6139
资产总计	13266	13607	13913	14331	14989
流动负债	4746	1709	1482	1441	1521
短期借款	640	490	490	490	490
应付及预收	1053	922	992	951	1031
其他流动负债	3053	297	0	0	0
非流动负债	1817	5236	5013	5013	5013
长期借款	1550	2513	2513	2513	2513
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	267	2723	2500	2500	2500
负债合计	6563	6946	6945	6905	6984
股本	2226	2226	2226	2226	2226
资本公积	3463	3463	3463	3463	3463
留存收益	249	407	731	1182	1752
归属母公司股东权	5952	6116	6420	6871	7441
少数股东权益	751	545	548	555	564
负债和股东权益	13266	13607	13913	14331	14989

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1500	1192	1070	1125	1198
营业成本	706	818	737	759	797
营业税金及附加	135	114	100	106	113
销售费用	287	313	249	236	246
管理费用	73	145	99	104	104
财务费用	287	289	183	191	191
资产减值损失	-5	46	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	70	1076	721	811	931
营业利润	87	543	424	541	679
营业外收入	11	9	10	9	10
营业外支出	9	339	50	25	20
利润总额	89	213	384	525	668
所得税	24	19	57	67	90
净利润	65	194	327	458	579
少数股东损益	-9	-26	3	7	9
归属母公司净利润	74	221	324	451	570
EBITDA	573	114	47	179	298
EPS (元)	0.03	0.10	0.15	0.20	0.26

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	561	110	-270	110	277
净利润	65	194	327	458	579
折旧摊销	274	312	161	259	358
营运资金变动	-5	72	-65	-22	50
其它	227	-469	-694	-585	-710
投资活动现金流	-1903	1062	-571	-221	152
资本支出	-1104	-351	-93	-133	-78
投资变动	-498	1114	-479	-89	231
其他	-300	300	0	0	0
筹资活动现金流	-111	701	-390	-210	-210
银行借款	1780	6240	0	0	0
债券融资	-1518	-5242	-180	0	0
股权融资	2	96	0	0	0
其他	-375	-393	-210	-210	-210
现金净增加额	-1453	1874	-1232	-321	219
期初现金余额	3171	1718	3598	2366	2045
期末现金余额	1718	3592	2366	2045	2265

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	37.1	-20.5	-10.2	5.1	6.5
营业利润增长	36.5	524.5	-21.9	27.6	25.6
归属母公司净利润增长	13.1	197.2	46.6	39.4	26.3
获利能力(%)					
毛利率	52.9	31.3	31.2	32.5	33.5
净利率	4.4	16.3	30.6	40.7	48.3
ROE	1.3	3.6	5.0	6.6	7.7
ROIC	8.6	156.8	61.2	24.9	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	51.1	48.2	46.5	44.9
净负债比率	0.4	-0.1	0.1	0.1	0.1
流动比率	0.49	2.25	1.78	1.60	1.68
速动比率	0.44	2.16	1.65	1.47	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.11	0.09	0.08	0.08	0.08
应收账款周转率	14.74	26.93	19.05	22.32	20.56
存货周转率	37.66	34.10	35.79	34.92	35.35
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.10	0.15	0.20	0.26
每股经营现金流	0.25	0.05	-0.12	0.05	0.12
每股净资产	2.67	2.74	2.88	3.09	3.34
估值比率					
P/E	123.1	57.5	27.2	19.5	15.4
P/B	1.5	2.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	20.9	107.9	201.8	54.3	32.0

广发零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；2014年度新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名；2012年度新财富批零行业第四名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第四名；2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 叶群：分析师，上海财经大学经济学硕士，2014年进入证券行业，2016年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。
- 倪华：研究助理，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名（团队），水晶球分析师第四名（团队），金牛分析师第四名（团队），第一财经分析师第三名（团队）；2014年度新财富批零行业第三名（团队），水晶球分析师第二名（团队），金牛分析师第三名（团队）。
- 林伟强：研究助理，上海财经大学金融硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。2015年度新财富批零行业第四名（团队），水晶球分析师第四名（团队），金牛分析师第四名（团队），第一财经分析师第三名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。