

华润万象生活(1209.HK) 2022 业绩前瞻

评级 **强烈推荐(维持)**

当前价 (14/3/2023)	40.35 港元
目标价 (维持)	50.83 港元
市值	920.99 亿港元
股数 (百万)	2,282.50
52 周价最高	46.35 港元
52 周价最低	23.00 港元

主要财务数据

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)	8,875	12,525	17,177	22,204
增长 (%)	30.93	41.12	37.14	29.27
每股盈利(元)	0.76	1.03	1.32	1.69
增长 (%)	110.95	35.87	28.36	27.99
ROE (%)	13.09	16.08	18.78	21.61
市盈率 (倍)	48.98	36.05	28.09	21.94
市账率 (倍)	6.08	5.54	5.04	4.48

数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

华润万象生活一年股价变化



公司/指数	价格变动
华润万象生活 (1209 HK)	-11.03%
恒生物业管理及管理指数	-53.18%
恒生指数	-20.97%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

央企背景凸显优势，商管+物管驱动业绩增长

- **事件:** 预计华润万象生活将会于 2023 年 3 月下旬公布 2022 年 12 月 31 日止的业绩，业绩前瞻如下:
- **预计公司 2022 年收入为 125.25 亿元，同比增长 41.12%。**虽然 2022 年房地产行业持续下行影响整体物管行业，预计公司仍然能够达到约 40%/30%的收入/利润增长，主要因为一方面身为央企的公司背靠经营稳健的华润置地，因此房地产下行的影响较其他民企物管公司小（例如房地产销售维持稳定），另一方面公司并不只是一般的物管公司，业绩由商管+物管 2 大业务板块驱动，商管业务维持较高毛利的特点，物管规模持续扩大，因此预计公司 2022 年仍然能够录得优于同业的业绩。

● **公司 2022 年主要业务预估详情:**

- **商业运营及物业管理服务:** 预计公司来至商管业务的收入为 44.18 亿元，同比增加 23.92%。其中，来自购物中心的收入占比为 60.37%，来自写字楼的占比为 39.63%。

i) 购物中心方面，预计 2022 年来至购物中心的收入为 26.67 亿元，同比增加 25.20%，购物中心规模主要受关联方华润置地以及轻资产市场外拓推动，1H22 公司新增 3 个重奢购物中心项目，分别为武汉、海口及福州万象城，新签约的第三方购物中心项目有 7 个，总建筑面积达 62 万平方米，截至 1H22 公司购物中心合同数目 133 个，已开业的购物中心达 72 个，在管面积 7.9 百万平方米。预计 2022 购物中心业务的毛利率为 61.50%;

ii) 写字楼方面，预计 2022 年来至写字楼的收入为 17.51 亿元，同比增加 22.02%，主要受运营规模持续增长，效率逆市提升推动。截至 1H22，公司写字楼的合约/在管面积达 11.3/8.7 百万平方米，在管项目达 128 个，其中为 24 个项目提供运营管理服务，而出租率在疫情期间逆市提升至 83.5%。预计 2022 写字楼业务的毛利率为 33.00%;

2023-03-15

- **住宅物业管理服务：**预计公司来住宅物管业务的收入为 81.06 亿元，同比增加 52.66%。其中，来自物业管理业务的收入占比为 72.32%，来自社区增值服务的占比为 15.65%，来自针对开发商的增值服务的占比为 12.04%。
 - i) **物业管理业务方面，**预计 2022 年来至物管业务的收入为 58.62 亿元，同比增加 55.41%。增长主要来源为公司第三方快速外拓，1H22 公司连续并购禹洲物业、中南服务、九洲物业，2H22 并购祥生物业，收并购公司财务并表推动公司在管面积快速上升。另一方面，母公司华润置地持续稳定供应项目，为业务稳重基石。截至 1H22，公司合同面积为 323 百万平方米，在管面积为 245 百万平方米，合同在管面积比率稳健上升至 1.32 倍。预计 2022 物管业务的毛利率为 16.00%；
 - ii) **社区增值服务方面，**预计 2022 年来至社区增值服务的收入为 12.68 亿元，同比增加 75.00%。增长主要来自公司在管规模上升以及提供的社区服务及资产运营和投资服务的增加。公司聚焦于社区增值服务五大业务板块（一米租售、懒人装修、一呼管家、润物直选、芝麻空间），其中 1H22 懒人装修、一呼管家、润物直选同比增长均超过 100%，支持业务快速增长。另外，在[华润万象生活\(1209.HK\)首次覆盖 - 商管物管万象生辉](#)也有提及，在行业横向对比下，公司社区增值服务收入占比位于行业中下游，与头部尚有一定的距离，具有较大提升空间。在房地产脱离高杠杆发展模式的背景下，物业管理发展由量向质转变，社区增值服务将继续为公司核心发展业务之一。预计 2022 社区增长服务的毛利率为 33.00%；
 - iii) **针对开发商的增值服务方面，**预计 2022 年来至针对开发商的增值服务的收入为 9.76 亿元，同比增加 20.00%。业务与房地产行业关联较大，2022 年房地产行业持续下行，行业来自业务的收入增速预计将会下降。然而，由于公司拥有央企的独特性质，母公司华润置地房地产销售在行业下行间维持稳健，2022 年合约销售金额只轻微下降 4.77%，因此预计公司针对开发商的增值服务的收入仍能维持一定增速，但后续业务对公司的收入占比预计逐渐下降。预计 2022 社区增长服务的毛利率为 38.00%。

2023-03-15

- **投资建议：**公司作为市场罕见的商管+物管双赛道龙头物企，配合央企性质使公司在房地产行业出清的背景之下更受市场追捧，预计2023年疫情过去，房地产逐渐恢复健康发展，均利好公司双赛道业务，继续看好公司未来的业务发展。维持此前预测，预计公司2022/2023/2024年EPS为1.03/1.32/1.69元，当前股价对应PE为36.05/28.09/21.94倍，维持目标价50.83港元，对应2022/2023/2024年PE为45.41/35.38/27.64倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险因素：**华润置地项目供应不及预期，公司商管拓展进展不及预期，物业管理外拓进度不及预期，并购项目商誉减值风险。

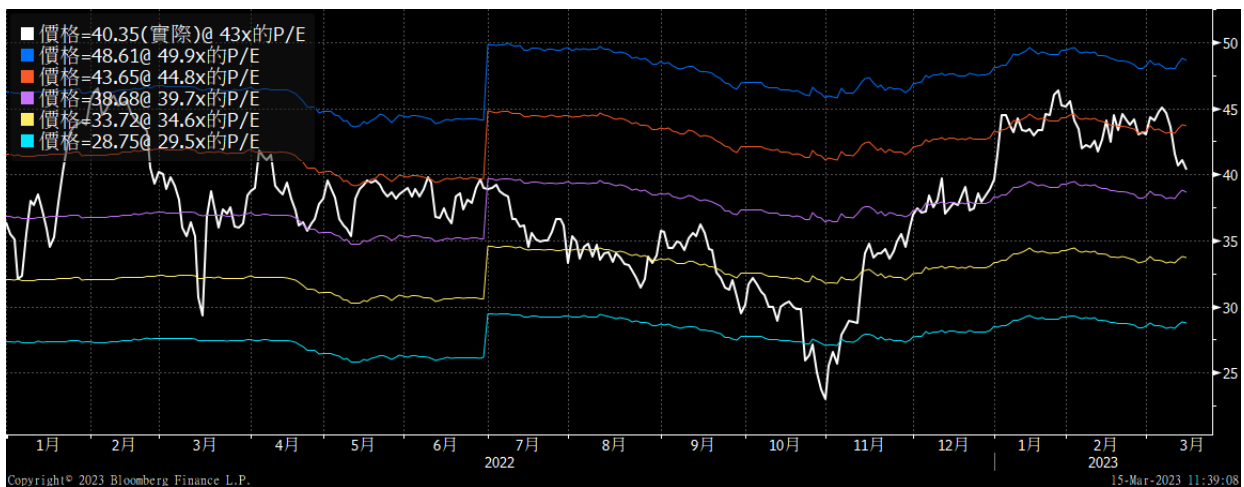
2023-03-15

表 1: 公司 2022 年业绩前瞻

(人民币亿元)	2020	2021	2022E	2022E 同比
收入	67.79	88.75	125.25	41.12%
商业运营及物业管理服务	28.95	35.65	44.18	23.92%
购物中心	18.12	21.30	26.67	25.20%
写字楼	10.83	14.35	17.51	22.02%
住宅物业管理服务	38.84	53.10	81.06	52.66%
物业管理服务	29.23	37.72	58.62	55.41%
社区增值服务	3.88	7.25	12.68	75.00%
针对开发商的增值服务	5.73	8.13	9.76	20.00%
毛利	18.27	27.59	39.45	43.03%
毛利率	26.95%	31.08%	31.50%	+0.42ppt

数据来源: 公司年报, 恒大证券研究中心

图 1: 华润万象生活 PE Band



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

风险因素

华润置地项目供应不及预期, 公司商管拓展进展不及预期, 物业管理外拓进度不及预期, 并购项目商誉减值风险

2023-03-15

表 2: 财务报表及盈利预测

损益表		人民币百万元				现金流量表		人民币百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		
收益	8,875	12,525	17,177	22,204	經營活動現金流量	2,290	3,210	4,661	5,548		
销售成本	(6,117)	(8,579)	(11,835)	(15,306)	归母净利润	1,725	2,344	3,008	3,850		
毛利	2,759	3,945	5,342	6,898	非现金调整	(255)	(326)	(279)	(235)		
市场推广支出	(58)	(82)	(120)	(167)	运营资金变动	820	1,192	1,931	1,933		
行政支出	(819)	(1,127)	(1,546)	(1,887)	投資活動現金流量	1,419	(154)	(242)	(282)		
其他收入/(支出)	126	138	110	95	资本支出	(371)	(457)	(545)	(585)		
经营利润	2,008	2,874	3,785	4,938	其他	1,790	303	303	303		
财务收入/(支出)	301	299	297	295	融資活動現金流量	(322)	(630)	(787)	(1,038)		
投资物业之公允价值变动收益	30	30	30	30	银行借贷	321	332	421	466		
应占于合营企业之亏损	(2)	0	0	0	已付股息	(300)	(856)	(1,098)	(1,406)		
税前利润	2,337	3,204	4,113	5,264	其他	(343)	(106)	(109)	(98)		
所得税支出	(610)	(859)	(1,102)	(1,411)	现金及现金等价物增加净额	3,387	2,427	3,632	4,228		
非控股权益	(1)	(2)	(2)	(3)	年初现金及现金等价物	10,312	13,698	16,125	19,757		
归母净利润	1,725	2,344	3,008	3,850	外币汇率变动影响净额	(2)	0	0	0		
					年末现金及现金等价物	13,698	16,125	19,757	23,986		
资产负债表		人民币百万元				主要财务指标		人民币百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		
非流动资产总值	5,562	6,040	6,613	7,153	增長率 (%)						
物业、厂房及设备	527	862	1,226	1,610	收入	30.93	41.12	37.14	29.27		
投资物业	2,264	2,294	2,324	2,354	毛利	50.98	43.03	35.39	29.13		
无形资产	116	167	241	298	经营利润	68.67	43.17	31.68	30.47		
使用权资产	99	151	206	247	净利润	110.95	35.87	28.36	27.99		
其他非流动资产	2,555	2,567	2,616	2,643	盈利能力 (%)						
流动资产总值	16,030	19,429	23,516	28,607	毛利率	31.08	31.50	31.10	31.06		
现金及现金等价物	13,698	16,125	19,757	23,986	EBITDA	27.70	26.23	24.64	24.44		
贸易应收款项及应收票据	1,043	1,600	2,033	2,675	归母净利润率	19.43	18.71	17.51	17.34		
存货	138	285	299	414	ROE	13.09	16.08	18.78	21.61		
其他流动资产	1,151	1,419	1,427	1,532	ROA	8.48	9.96	10.82	11.69		
资产总值	21,592	25,469	30,129	35,759	償債能力 (倍)						
流动负债总额	6,079	8,454	11,482	14,844	现金比率	2.25	1.91	1.72	1.62		
应付账款	839	1,323	1,692	2,250	负债比率(%)	48.05	52.51	56.81	59.03		
合同负债	1,417	2,004	2,834	3,775	流动比率	1.26	2.64	2.30	2.05		
租赁负债	81	113	155	198	速动比率	2.42	2.10	1.90	1.80		
其他流动负债	3,742	5,014	6,801	8,622	營運能力 (天)						
非流动负债总值	1,624	1,748	1,878	2,042	总资产周转率(次)	0.44	0.53	0.62	0.67		
租赁负债	1,278	1,278	1,278	1,278	应收账款周转天数	38.35	38.50	38.60	38.70		
其他非流动负债	346	470	600	764	应付账款周转天数	45.93	46.00	46.50	47.00		
负债总值	7,703	10,202	13,359	16,886	存货周转天数	9.97	9.00	9.00	8.50		
权益总值	13,889	15,267	16,769	18,874	每股指标 (人民币)						
母公司拥有人应占权益	13,888	15,265	16,767	18,871	EPS	0.76	1.03	1.32	1.69		
非控股权益	1	2	2	3	每股净资产	6.08	6.69	7.35	8.27		
负债及权益总值	21,592	25,469	30,129	35,759							

2023-03-15

免责声明

分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析师并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999