

2023-03-29

股票 | 香港 | 业绩覆盖 | 公司报告

华润万象生活(1209.HK) 2022 业绩覆盖

商管+物管龙头增收又增利

评级 强烈推荐(维持)

当前价 (14/3/2023)	39.00 港元
目标价 (下调)	50.40 港元
前目标价	50.83 港元
市值	944.96 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

	2022A	2023E	2024E	2025E
收入(百万 元)	12,016	16,586	21,323	26,126
增长(%)	35.39	38.03	28.56	22.52
每股盈利 (元)	0.97	1.22	1.49	1.81
增长(%)	27.90	25.94	22.55	21.49
ROE	15.66	15.63	15.37	17.14
市盈率 (倍)	35.39	28.11	22.93	18.88
市账率 (倍)	5.47	3.67	3.39	3.09

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



价格变动

公司/指数	变动
华润万象生活 (1209 HK)	7.44%
恒生物业管理及管理指数	-36.00%
恒生指数	-9.77%

数据来源: Bloomberg

恒大证券研究中心分析员

黄俊泓

Lolo Wong

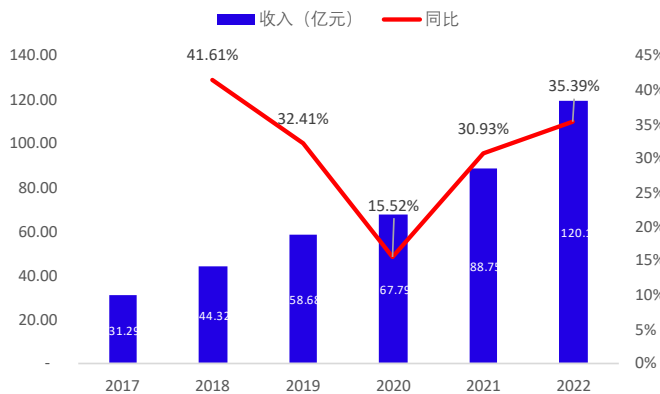
852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

- **事件:** 华润万象生活于 2023 年 3 月 28 日公布 2022 年 12 月 31 日止的业绩, 业绩覆盖如下:
- **业绩持续增长, 增收增利符合预期。** 公司 2022 收入为 120.16 亿元, 同比增长 35.39%; 归母净利润为 22.06 亿元, 同比增长 27.90%; 毛利率同比下降 1.03 个百分点至 30.05%, 派中期股息每股 0.312 元 (0.357 港元)。撇除小幅下行的毛利率, 公司 2022 年业绩整体上符合预期。在 2022 年房地产下行叠加疫情的背景之下, 公司收入盈利仍能达到中高速增长, 反映公司在行业中实属优秀。
- **商管扩大领先优势。** 商管板块实现收入 42.12 亿元, 同比增长 18.20%。其中, 公司购物中心业务布局达 67 个城市, 在营项目 86 个, 在管面积达 897 万平方米, 年内新开业购物中心 16 座, 并新增武汉、福州、海口三座重奢万象城, 旗下在营重奢万象城增至 11 座, 规模位列行业第一。另外, 公司新签约轻资产外拓项目 13 个, 其中 TOD 项目 11 个、核心城市项目 10 个, 外拓规模及素质行业第一。公司在疫情间力保各项核心指标逆市增长, 其中业主端经营利润率达 59.7%, 拉动实现购物中心业务收入达 24.82 亿元, 同比增长 16.53%; 写字楼出租率稳定在 80.7% 水平, 截至 2022 年布局 47 个城市, 在营项目 27 个, 实现收入 17.31 亿元, 同比增长 20.68%。
- **住宅物管规模续增, 第三方占比大升。** 住宅物管板块实现收入 78.02 亿元, 同比增长 46.93%。截至 2022 年公司住宅及其他物管业务覆盖全国 153 个城市, 合同、在管面积达 3.35、2.80 亿平方米, 其中母公司供应在管面积同比稳定增 20.61%, 同时公司年内完成行业最大规模并购(中南服务、禹洲物业、九洲物业), 第三方在管面积同比大增 222.06%, 面积占比首次超越母公司供应, 带动物管业务收入同比增长 47.73%。惟公司同日宣布终止收购诸暨祥生, 可能减慢未来在管规模增长; 另外, 公司持续提升基础物业服务质量, 社区增值服务收入同比大幅增长 73.29%, 占住宅物管收入占比提升至 16.10%。
- **投资建议:** 2022 年增收增利的业绩表现显示公司业务高度的稳定及成长性, 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, 房地产恢复稳定, 利好公司双赛道业务, 继续看好公司未来的业务发展。根据业绩调整并新增 2025 年盈利预测, 预计公司 2023/24/25 年 EPS 为 1.22/1.49/1.81 元 (前预测为 1.32/1.69/2.04 元), 当前股价对应 PE 为 28.11/22.93/18.88 倍, 根据 DCF 绝对估值模型, 调整目标价至 50.40 元(前目标价为 50.83 元), 对应 2023/24/25 年 PE 为 36.32/29.64/24.40 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。

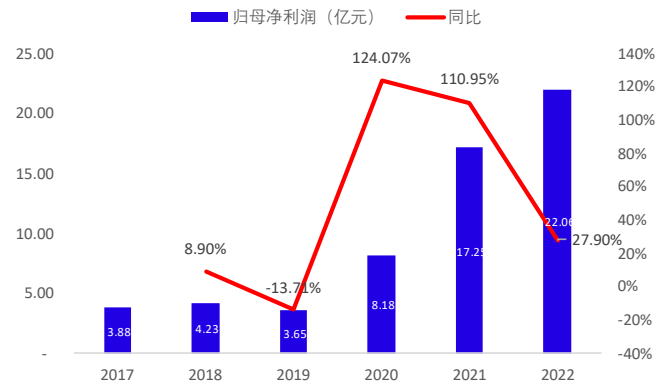
2023-03-29

图 1: 公司收入及同比



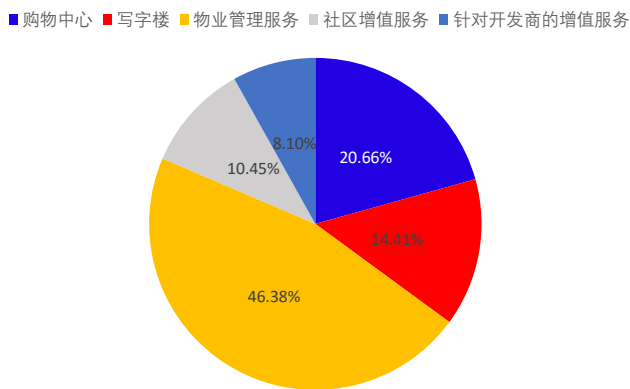
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 2: 公司归母净利润及同比



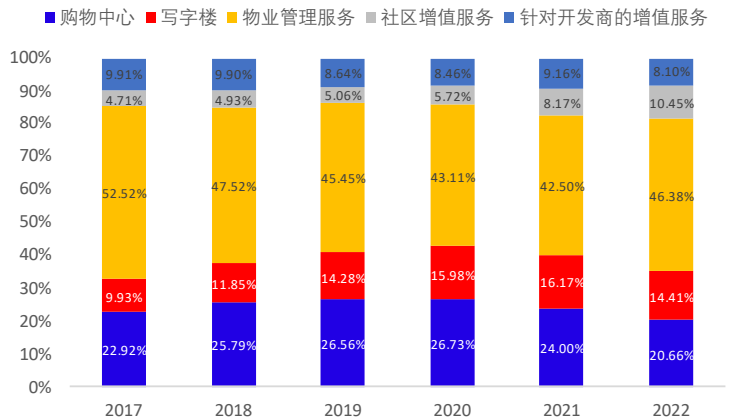
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 3: 2022 年公司收入结构



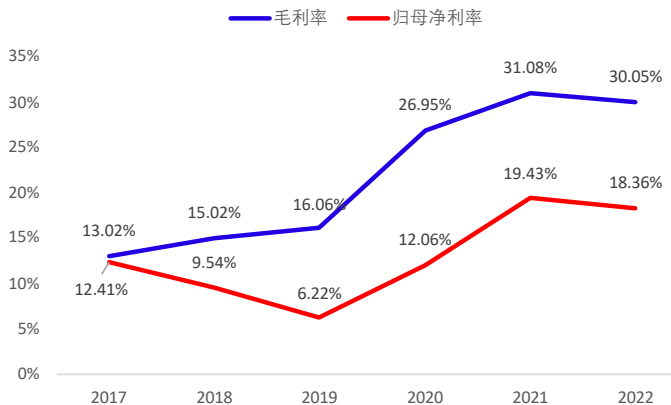
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 4: 公司历年收入结构



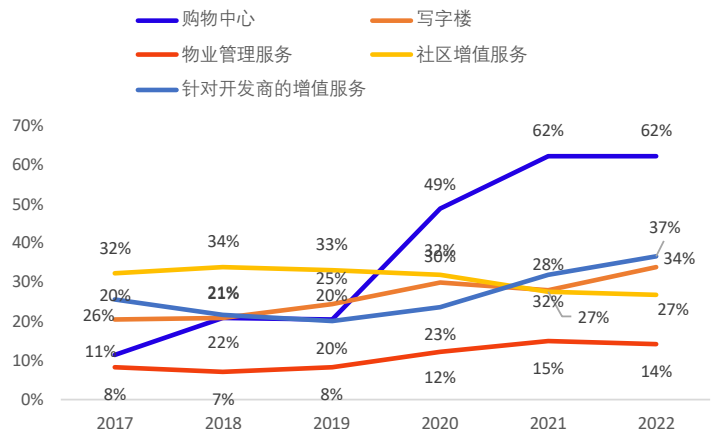
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 5: 公司毛利率及归母净利率



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

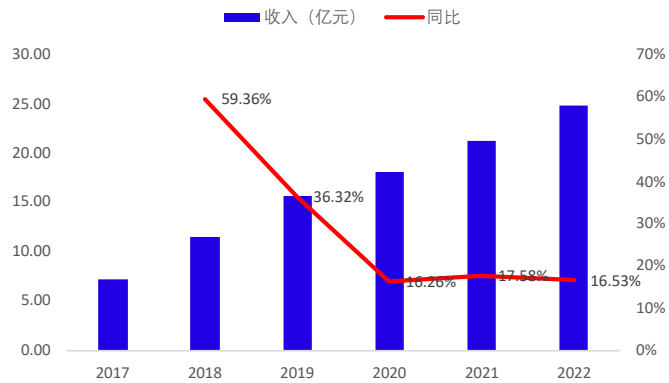
图 6: 分业务毛利率



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

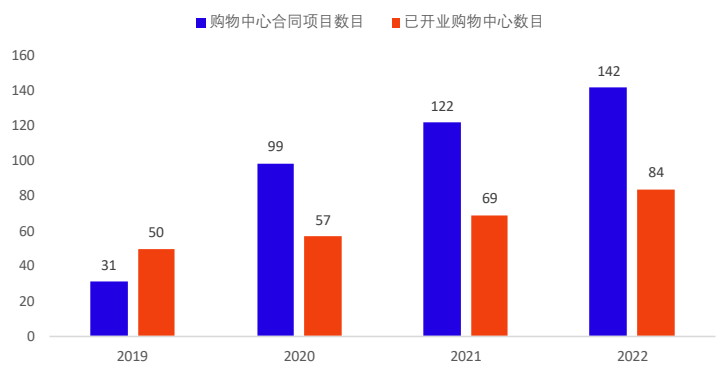
2023-03-29

图 7: 购物中心收入及同比



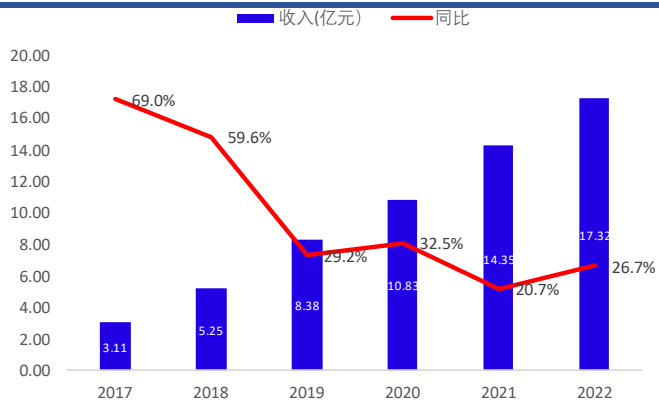
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 8: 购物中心项目数目



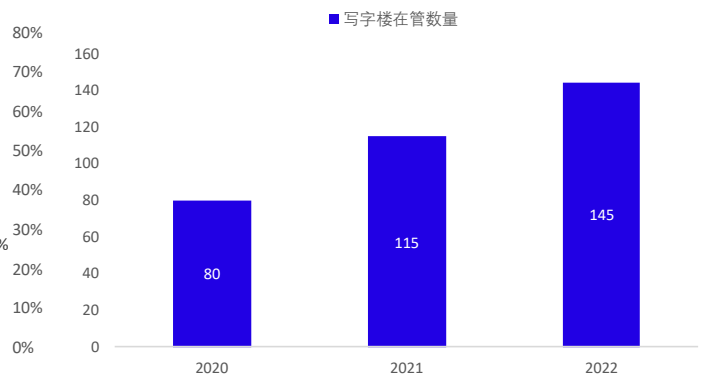
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 9: 写字楼收入及同比



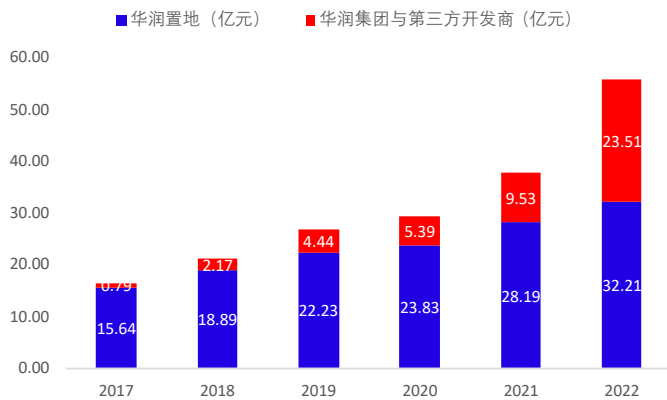
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 10: 写字楼项目数目



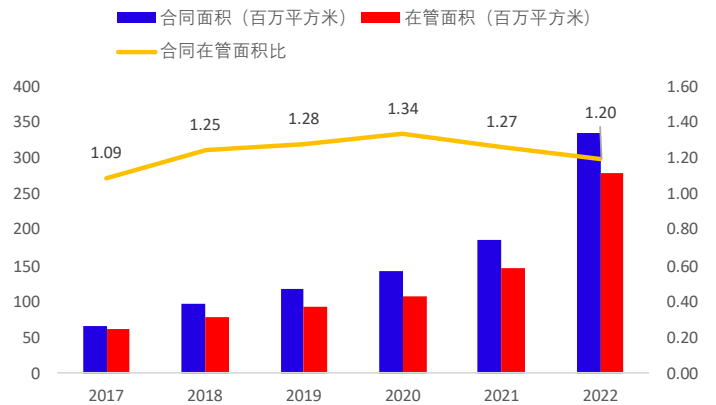
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 11: 基础物管收入结构



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

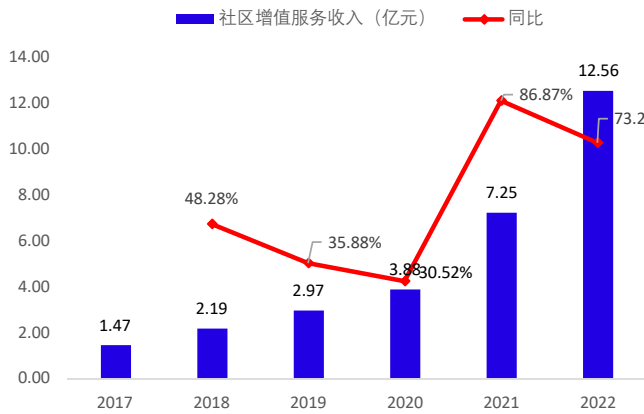
图 12: 合同、在管面积及合同在管比率



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

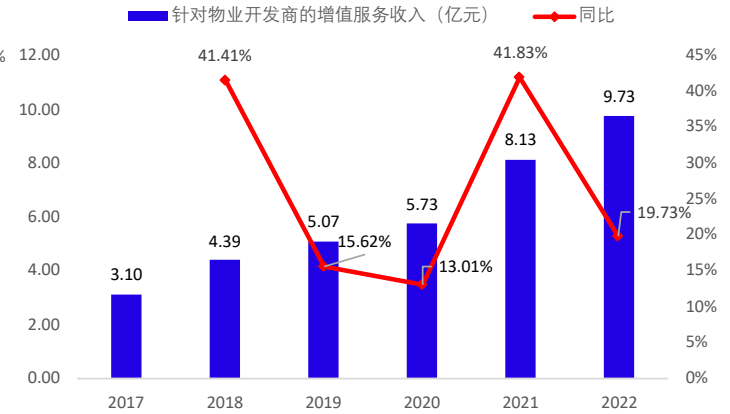
2023-03-29

图 13: 社区增值服务收入及同比



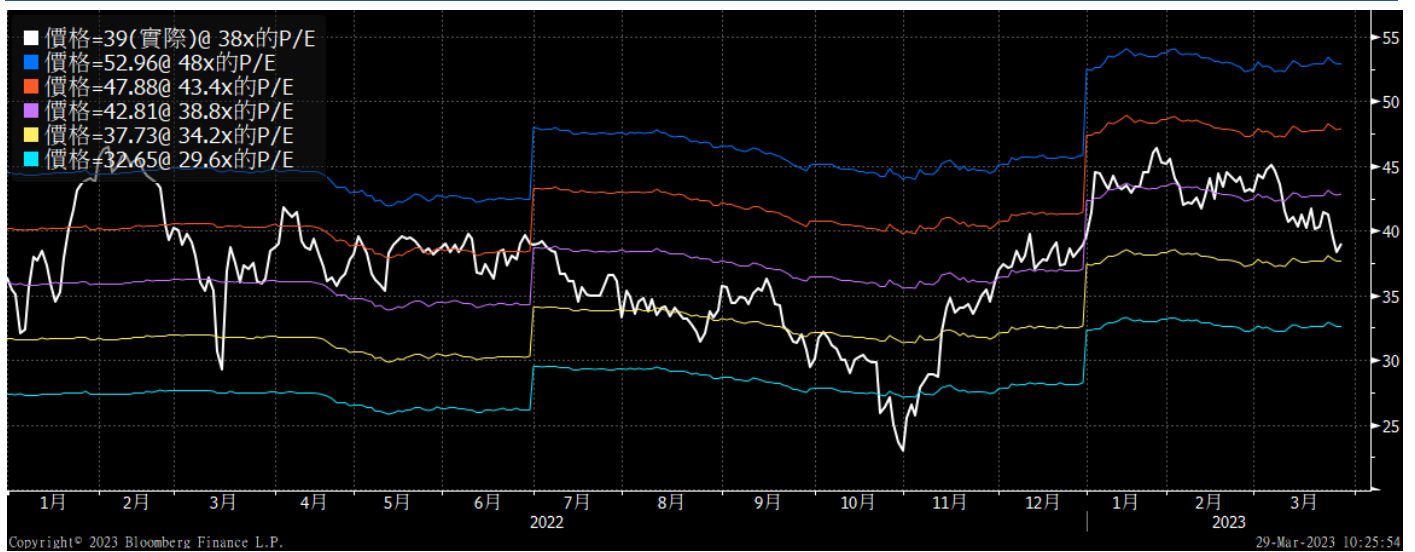
数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 14: 针对物业开发商的增值服务收入及同比



数据来源: 公司公告, 公司年报, 恒大证券研究中心

图 15: 华润万象生活 PE Band



数据来源: Bloomberg, 恒大证券研究中心

2023-03-29

表 1: 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			
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022E	2023E	2024E	2025E		
收益	12,016	16,586	21,323	26,126	經營活動現金流量	3,706	4,538	5,562	6,906		
销售成本	(8,405)	(11,751)	(15,209)	(18,762)	归母净利润	2,206	2,778	3,405	4,136		
毛利	3,611	4,835	6,114	7,364	非现金调整	(248)	(243)	(225)	(219)		
市场推广支出	(151)	(166)	(192)	(209)	运营资金变动	1,748	2,002	2,382	2,988		
行政支出	(1,053)	(1,410)	(1,812)	(2,090)	投資活動現金流量	212	147	166	144		
其他收入/(支出)	117	49	21	25	资本支出	(91)	(155)	(137)	(159)		
经营利润	2,524	3,308	4,131	5,090	其他	303	303	303	304		
财务收入/(支出)	337	309	311	316	融資活動現金流量	91	(1,150)	(1,371)	(1,638)		
投资物业之公允价值变动收益	43	43	43	43	銀行借貸						
应占于合营企业之溢利/(亏损)	1	0	0	0	已付股息	(805)	(1,014)	(1,243)	(1,510)		
应占于联营公司的投资之溢利/(亏损)	1	0	0	0	其他	896	(136)	(128)	(127)		
税前利润	2,906	3,660	4,485	5,449	现金及现金等价物增加净额	4,009	3,535	4,357	5,413		
所得税支出	(693)	(873)	(1,069)	(1,299)	年初现金及现金等价物	13,698	17,707	21,243	25,599		
非控股权益	(7)	(9)	(11)	(13)	外币汇率变动影响净额						
归母净利润	2,206	2,778	3,405	4,136	年末現金及現金等价物	17,707	21,243	25,599	31,012		
资产负债表					主要财务指标						
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		
非流动资产总值	9,999	10,134	10,239	10,366	增長率 (%)						
物业、厂房及设备	569	618	668	720	收入	35.39	38.03	28.56	22.52		
投资物业	3,366	3,409	3,453	3,496	毛利	30.90	33.91	26.45	20.44		
无形资产	1,470	1,455	1,411	1,378	经营利润	25.73	31.05	24.87	23.22		
使用权资产	103	146	171	190	净利润	27.90	25.94	22.55	21.49		
商誉	1,805	1,805	1,805	1,805	盈利能力 (%)						
其他非流动资产	2,686	2,702	2,732	2,778	毛利率	30.05	29.15	28.67	28.19		
流动资产总值	15,839	25,306	30,368	36,282	EBITDA	25.30	22.86	21.70	21.45		
现金及现金等价物	12,593	21,243	25,599	31,012	归母净利率	18.36	16.75	15.97	15.83		
贸易应收款项及应收票据	1,558	2,077	2,713	3,013	ROE	15.66	15.63	15.37	17.14		
存货	148	271	254	373	ROA	9.30	9.07	8.95	9.48		
其他流动资产	1,540	1,715	1,801	1,884	償債能力 (倍)						
资产总值	25,838	35,440	40,607	46,648	现金比率	1.57	1.95	1.82	1.76		
流动负债总值	8,040	10,881	14,069	17,654	负债比率(%)	72.68	55.96	57.85	59.00		
应付账款	1,339	1,719	2,281	2,705	流动比率	1.97	2.33	2.16	2.06		
合同负债	1,832	2,737	3,625	4,572	速动比率	1.76	2.14	2.01	1.93		
租赁负债	100	149	190	233	營運能力 (天)						
其他流动负债	4,769	6,276	7,973	10,144	总资产周转率(次)	0.51	0.54	0.56	0.60		
非流动负债总值	3,473	3,280	3,498	3,751	应收账款周转天数	39.50	40.00	41.00	40.00		
租赁负债	2,302	2,302	2,302	2,302	应付账款周转天数	47.30	47.50	48.00	48.50		
其他非流动负债	1,171	978	1,196	1,449	存货周转天数	6.21	6.50	6.30	6.10		
负债总值	11,512	14,161	17,567	21,405	每股指标 (人民币)						
权益总值	14,326	21,279	23,040	25,243	EPS	0.97	1.22	1.49	1.81		
母公司拥有人应占权益	14,280	21,270	23,029	25,230	每股净资产	6.26	9.32	10.09	11.05		
非控股权益	46	9	11	13							
负债及权益总值	25,838	35,440	40,607	46,648							

数据来源: 公司年报、恒大证券研究中心

2023-03-29

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。上述分析员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