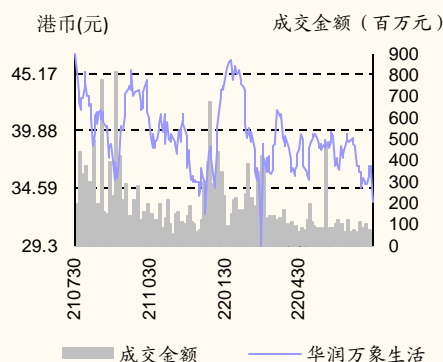


市价(港币): 33.30元
目标(港币): 42.50元

市场数据(港币)

收盘价(元)	33.300
流通港股(百万股)	2,282.50
总市值(百万元)	76,007.25
年内股价最高最低(元)	47.050/29.300
香港恒生指数	20156.51



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-12.71	-23.89	-29.22
相对香港红筹		-14.20	-32.25

相关报告

- 《外拓成效显著, 商管实力持续增强-华润万象生活业绩点评》, 2022.4.1
- 《2021 业绩超预期, 今年也有望稳健增长-华润万象生活业绩预告...》, 2022.2.20

杜昊昊 分析师 SAC 执业编号: S1130521090001
duhaomin@gjzq.com.cn

王祎馨 联系人
wangyixin@gjzq.com.cn

疫情之下稳健增长, 抗风险能力强

主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,779	8,875	11,949	15,437	19,696
营业收入增长率	15.5%	30.9%	34.6%	29.2%	27.6%
归母净利润(百万元)	818	1,725	2,246	2,841	3,421
归母净利润增长率	124.1%	110.9%	30.2%	26.5%	20.4%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.76	0.98	1.24	1.50
每股经营性现金流净额	0.48	0.87	1.93	2.04	2.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.6%	12.4%	14.1%	15.7%	16.5%
P/E	79.9	37.9	29.1	23.0	19.1
P/B	5.2	4.7	4.1	3.6	3.2

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022年7月29日, 华润万象生活发布2022年中期业绩预告, 预计公司2022年上半年归母净利润同比增速约+25%~+30%。

评论

- 业绩增长符合预期, 并购并表管理规模大增。**公司上半年业绩增速符合我们预期, 增长主要来自: ①收购公司并表叠加外拓, 管理规模大幅提升。公司上半年新增合约面积1.4亿方, 其中1.1亿方来自并购; 新增在管面积9500万方, 其中约7000万方来自并购; ②来自华润置地以及第三方的合约商业项目增加, 商业运营管理服务收入持续增长。
- 疫情之下商管仍实现增长, 公司抗风险能力强。**今年上半年全国各地疫情反复, 线下消费受损较大。根据国家统计局数据, 2022年5月消费者信心指数降至86.8, 是该数据有统计以来21年中的历史最低值。在此背景下, 公司在商管方面仍实现增长, 我们认为这体现了公司拥有很强的抗风险能力。公司上半年新开业6个购物中心, 包括三个重奢定位的项目: 武汉万象城、福州万象城以及海口万象城; 新获取7个第三方购物中心项目, 也延续了去年优秀的外拓表现。
- 华润置地销售好于百强, 积极拿地奠定公司成长基础。**2022年上半年, 华润置地实现合同销售金额1210亿元, 同比-26.6%; 合同销售面积587万方, 同比-39.0%。百强房企2022年上半年全口径销售金额同比下滑51%, 华润置地销售表现远好于百强。值得一提的是, 华润置地2022年6月单月销售金额同比增长2.5%, 是行业中少数几个在今年实现单月销售同比转正的房企之一。根据中指院数据, 2022年1-7月, 华润置地权益拿地金额为479亿元, 位列全国第一。我们认为今年上半年新增的土储流速好且利润率高, 华润置地有望在下半年销售复苏过程中抢占更大的市场份额, 这也为公司未来的成长奠定了坚实基础。

投资建议

- 我们维持盈利预测不变, 预计2022-24年归母净利润为22亿元、28亿元、34亿元, 同比增速为30%、26%、20%。考虑到地产行业整体下行带来的负面影响, 我们下调2023年PE至29x, 对应新的目标价为42.50港元/股(相较此前下调17%), 维持“买入”评级。

风险提示

- 外拓进度不及预期; 并购整合不及预期; 疫情反复影响购物中心销售表现

附录：三张报表预测摘要

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)							
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	5,868	6,779	8,875	11,949	15,437	19,696	货币资金	605	10,312	13,698	17,968	21,930	26,878	
增长率	32.2%	15.5%	30.9%	34.6%	29.2%	27.6%	应收款项	3,188	1,608	1,965	2,404	2,891	3,466	
主营业务成本	4,926	4,952	6,117	8,117	10,554	13,646	存货	106	196	138	232	271	317	
%销售收入	83.9%	73.0%	68.9%	67.9%	68.4%	69.3%	其他流动资产	724	4,215	229	358	463	591	
毛利	942	1,827	2,759	3,831	4,883	6,049	流动资产	4,623	16,332	16,030	20,963	25,555	31,252	
%销售收入	16.1%	27.0%	31.1%	32.1%	31.6%	30.7%	%总资产	65.1%	85.6%	74.2%	78.5%	81.3%	83.9%	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	2	0	0	0	0	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	203	260	527	602	661	709	
销售费用	71	50	58	72	93	118	%总资产	2.9%	1.4%	2.4%	2.3%	2.1%	1.9%	
%销售收入	1.2%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	48	116	215	336	398	453	
管理费用	432	747	819	1,075	1,358	1,694	非流动资产	2,478	2,744	5,562	5,757	5,878	5,981	
%销售收入	7.4%	11.0%	9.2%	9.0%	8.8%	8.6%	%总资产	34.9%	14.4%	25.8%	21.5%	18.7%	16.1%	
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	7,101	19,076	21,592	26,720	31,433	37,233	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	0	522	801	1,097	1,402	1,707	
息税前利润 (EBIT)	443	1,030	1,873	2,663	3,409	4,213	应付款项	449	700	839	1,082	1,389	1,772	
%销售收入	7.6%	15.2%	21.1%	22.3%	22.1%	21.4%	其他流动负债	4,189	3,833	4,439	6,930	8,954	11,423	
财务费用	56	57	-301	-185	-217	-170	流动负债	4,637	5,055	6,079	9,109	11,744	14,903	
%销售收入	1.0%	0.8%	-3.4%	-1.5%	-1.4%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,432	1,558	1,624	1,624	1,624	1,624	
	0	0	0	0	0	0	负债	6,070	6,613	7,703	10,733	13,368	16,527	
投资收益	109	161	137	151	166	182	普通股股东权益	1,032	12,463	13,888	15,984	18,059	20,697	
%税前利润	22.0%	14.2%	5.9%	5.0%	4.4%	4.0%	其中：股本	0	0	0	0	0	0	
营业利润	443	1,030	1,873	2,663	3,409	4,213	未分配利润	1,031	12,463	13,888	15,984	18,658	21,897	
营业利润率	7.6%	15.2%	21.1%	22.3%	22.1%	21.4%	少数股东权益	0	0	1	3	6	10	
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	7,101	19,076	21,592	26,720	31,433	37,233	
税前利润	497	1,135	2,337	2,998	3,791	4,565	比率分析		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润率	8.5%	16.7%	26.3%	25.1%	24.6%	23.2%	每股指标							
所得税	132	317	610	750	948	1,141	每股收益	0.16	0.36	0.76	0.98	1.24	1.50	
所得税率	26.5%	28.0%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%	每股净资产	0.45	5.46	6.08	7.00	7.91	9.07	
净利润	365	818	1,726	2,249	2,843	3,424	每股经营现金净流	0.20	0.48	0.87	1.93	2.04	2.47	
少数股东损益	0	0	1	2	3	3	每股股利	0.00	0.13	0.28	0.28	0.34	0.44	
归属于母公司的净利润	365	818	1,725	2,246	2,841	3,421	回报率							
净利率	6.2%	12.1%	19.4%	18.8%	18.4%	17.4%	净资产收益率	35.4%	6.6%	12.4%	14.1%	15.7%	16.5%	
							总资产收益率	5.1%	4.3%	8.0%	8.4%	9.0%	9.2%	
							投入资本收益率	13.2%	5.1%	8.5%	10.7%	12.1%	13.1%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	32.2%	15.5%	30.9%	34.6%	29.2%	27.6%	
							EBIT增长率	32.7%	132.3%	81.8%	42.2%	28.0%	23.6%	
							净利润增长率	-13.7%	124.1%	110.9%	30.2%	26.5%	20.4%	
							总资产增长率	23.7%	168.6%	13.2%	23.8%	17.6%	18.5%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	36.6	44.3	42.9	42.4	42.0	41.5	
							存货周转天数	7.8	14.5	8.2	10.4	9.4	8.5	
							应付账款周转天数	33.3	51.6	50.1	48.7	48.0	47.4	
							固定资产周转天数	12.6	14.0	21.7	18.4	15.6	13.1	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	80.2%	-96.9%	-81.2%	-95.4%	-104.6%	-113.7%	
							EBIT利息保障倍数	7.9	18.1	-6.2	-14.4	-15.7	-24.8	
							资产负债率	85.5%	34.7%	35.7%	40.2%	42.5%	44.4%	

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整, 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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402