

公司研究

租金减免影响有限，全年业绩有望稳健增长

——华润万象生活（1209.HK）跟踪报告

要点

事件：华润万象生活 2022 年中期归母净利润预增 25%-30%

2022 年 7 月 29 日，华润万象生活发布正面盈利预告，预计公司截至 2022 年 6 月 30 日止 6 个月未经审计的归母净利润较 2021 年同期增加 25%-30%，原因是 1) 因为收并购公司财务并表及市场化外拓，公司物业管理在管面积大幅增加带来显著的业绩增长；2) 来自华润置地及第三方业主的合约商业项目数量上升，令商业运营管理服务收入增加。

点评：规模扩张较快，关联方稳健发展，租金减免影响有限

1) 物管规模扩张较快，购物中心有序开业。截至 2021 年末，公司非商业物业在管面积 1.47 亿方，合约面积 1.86 亿方；公司 2022 年初落地禹洲物业（收购事项已完成，2021 年度净利润 7600 万元）和中南服务（有待完成，2021 年度净利润 1.76 亿元）并购项目，并购新增 7248 万方在管面积和 1.22 亿方合约面积，完成后合约面积将超越 3 亿方，经营规模与利润水平提升较快。

商管方面，2021 年末在管购物中心 69 个，公司 2022 年计划外拓 10 个第三方购物中心，新开业 18 个购物中心，2022 年上半年成功开业 6 个（对比 2021 全年 13 个），分别为：海口万象城、福州万象城、武汉万象城、沈阳皇姑万象汇、北京姚家园万象汇、南宁中山路万象汇，预计全年商管业务业绩稳定增长。

2) 关联方稳健发展，后续交付保障性较高。根据中指研究院数据，2022 年 1-7 月，华润置地拿地金额 479 亿元，位居行业第一位；1-7 月实现全口径销售金额 1490 亿元，排名行业第 5，累计销售面积 693 万方，排名行业第 8。关联方稳健发展，预计未来交付物业管理项目及商业运营项目保障性较高。

3) 租金减免影响有限。根据华润置地公告，2022 年 7 月 29 日，华润置地发布向经营困难租户提供租金减免计划，减免金额 22 亿元至 25 亿元，截至 2022 年 6 月末，华润置地已实现租金收入 80.9 亿元，已确认减免租金约 17.5 亿元；截至 2021 年末，华润万象生活商业运营服务购物中心开业 69 个，商业分租购物中心开业 2 个，商业分租收入 3.7 亿元，占购物中心业务收入比例为 17.3%，占总收入比重 4.2%，租金减免计划对华润万象生活收入和利润端影响有限。

盈利预测、估值与评级：公司在商管领域具备龙头地位，品牌美誉度高，规模扩张较快，在手现金充沛，关联方经营稳健，后续交付保障性较高；2022 年上半年业绩符合我们预期（我们预计全年归母净利润同比+33%），我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 23.0 亿元/28.2 亿元/33.7 亿元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 29 倍/24 倍/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：收并购项目整合可能不及预期，疫情反复对商管业务造成影响。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,779	8,875	13,338	17,249	21,407
营业收入增长率	15.5%	30.9%	50.3%	29.3%	24.1%
归母净利润（百万元）	818	1,725	2,297	2,815	3,367
归母净利润增长率	124.1%	110.9%	33.1%	22.6%	19.6%
EPS（元）	0.36	0.76	1.01	1.23	1.48
ROE（归母，摊薄）	6.6%	12.4%	15.0%	16.4%	17.5%
P/E	81.4	38.6	29.0	23.6	19.8
P/B	5.3	4.8	4.3	3.9	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-08；汇率：1 港元=0.8624 元人民币

买入（维持）

当前价：33.80 港元

作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemianan@ebsecn.com

联系人：韦勇强

021-52523810

weiyongqiang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.83
总市值(亿港元)	771.5
一年最低/最高(港元)	29.03/46.07
近 3 月换手率	6.20%

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

20220525 三产就业人数近半，物管开启独立发展——光大证券房地产行业（物业服务）2022 年中期投资策略

20220413 2021 年盈利能力提升明显，2022 年并购提升经营规模——华润万象生活（1209.HK）2021 年度业绩点评

20210624 商管龙头，扬帆起航——华润万象生活（1209.HK）首次覆盖报告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,779	8,875	13,338	17,249	21,407
营业成本	-4,952	-6,117	-9,453	-12,314	-15,357
毛利	1,827	2,759	3,886	4,935	6,050
管理费用	-747	-819	-1,231	-1,592	-1,975
市场推广开支	-50	-58	-87	-113	-140
折旧及摊销	-83	-105	-131	-150	-168
投资物业之公允价值变动	2	30	30	31	31
其他收入及收益净额	180	523	562	598	638
其他支出-经营	-5	-21	-10	-10	-10
EBITDA	1,290	2,519	3,281	3,999	4,762
营业利润 EBIT	1,207	2,414	3,150	3,849	4,594
财务费用	-72	-76	-82	-89	-95
税前利润	1,135	2,337	3,068	3,760	4,499
所得税	-317	-610	-767	-940	-1,125
净利润 (含少数股东权益)	818	1,726	2,301	2,820	3,374
净利润 (不含少数股东权益)	818	1,725	2,297	2,815	3,367
总股本	2,283	2,283	2,283	2,283	2,283
EPS(元, 人民币)	0.36	0.76	1.01	1.23	1.48

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	16,332	16,030	18,244	20,388	22,702
货币资金	10,312	13,698	15,068	16,575	18,232
应收款项-流动资产	822	1,043	1,669	2,154	2,668
按金,预付款项及其它应收款项-流动资产	786	923	1,077	1,182	1,278
受限制银行存款-流动资产	367	229	305	365	424
存货	196	138	124	112	101
非流动资产合计	2,744	5,562	6,880	7,918	9,321
固定资产-物业,厂房及设备	260	527	651	708	745
投资性房地产	2,234	2,264	2,294	2,325	2,356
无形资产	2	116	138	150	159
递延税项资产-非流动资产	45	77	115	149	185
有使用权资产-非流动资产	114	99	106	95	77
定期存款	-	2,475	3,570	4,485	5,792
资产总计	19,076	21,592	25,124	28,307	32,023
流动负债合计	5,055	6,079	7,827	9,001	10,375
应付账款	700	839	1,068	1,230	1,381
应计负债及其他应付款项	2,665	2,807	3,573	4,113	4,622
合同负债-流动负债	1,007	1,417	2,130	2,754	3,418
租赁-流动负债	63	81	89	97	107
应交税费	98	134	168	206	246
计息的银行借款-流动负债	522	801	800	600	600
非流动负债合计	1,558	1,624	1,947	2,166	2,367
租赁-非流动负债	1,319	1,278	1,510	1,663	1,800
递延税项负债-非流动	226	334	418	479	537
其他负债	13	12	19	24	31
负债总计	6,613	7,703	9,774	11,167	12,742
股本金 (万元)	15	15	15	15	15
储备	12,463	13,888	15,348	17,137	19,277
少数股东权益	-	1	3	3	4
股东权益合计	12,463	13,889	15,351	17,140	19,281

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,103	2,013	3,776	3,494	4,039
投资活动现金流	(1,933)	2,196	(977)	(351)	(756)
融资活动现金流	10,544	(823)	(1,430)	(1,637)	(1,625)
净现金流	9,714	3,386	1,370	1,507	1,657

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: EPS 按最新股本测算

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE