

华润置地(1109.HK)

历久弥新应时势，万象峥嵘筑标杆

推荐（首次）

股价：25.15 港元

主要数据

行业	房地产
公司网址	www.crland.com.hk
大股东/持股	华润（集团）有限公司/59.55%
实际控制人	国务院国资委
总股本(百万股)	7130.94
流通A股(百万股)	0
流通B/H股(百万股)	7130.94
总市值(亿港元)	1793.43
流通A股市值(亿元)	0
每股净资产(元)	36.34
资产负债率(%)	67.51

行情走势图



证券分析师

杨侃	投资咨询资格编号 S1060514080002 BQV514 YANGKAN034@pingan.com.cn
郑茜文	投资咨询资格编号 S1060520090003 ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn



平安观点：

- **综合实力领先的城市投资开发运营商。**华润置地为华润集团旗下城市建设运营业务单元，1994年改组成立，1996年香港上市，2022年确立为国有企业公司治理示范企业。公司构建开发销售型业务、经营性不动产与资管业务、轻资产管理业务三大主营业务与生态圈要素型业务有机联动的“3+1”一体化业务模式，2024H1非开发业务核心净利润贡献51.4%。收入利润跑赢大市，融资成本维持低位，财务结构稳健合理。
- **产品、拿地及土储优势增强开发销售竞争力。**公司2024年销售金额2611亿元，排名升至行业第三，一二线销售稳定80%以上。公司产品、拿地、土储优势有助于更好把握住房品质升级、交易区域集中等行业趋势，增强竞争能力：1)产品端，公司明确产品线、配套优质服务、优化区位环境，产品溢价能力明显，配合高运营效率，品牌影响力不断扩大；2)拿地端，公司资金充足、杠杆可控、融资畅通加大核心区高总价地块获取可能，城市更新、收并购、综合体开发等多元化方式拓宽土地获取渠道；3)2024H1末公司开发土储面积4771万平米，一二线占比71%，22年及以后获取项目货值占比54%，土储总量充足结构合理，20-21年地市高点一线及二线主城拿地金额占比66%，历史包袱相对较轻。
- **定位、布局及丰富储备加深商业运营护城河。**公司持续打造高收益资产组合，2024H1末资管规模升至4491亿元，购物中心为重要资产，2024H1末在营购物中心82座、面积1045万平米。公司定位零售商业中高端市场，形成完善商业地产开发运营体系，打造万象城、万象汇、万象天地三条差异化产品线，成为内地唯一在重奢、中高端、非标项目均实现规模化布局企业。聚焦核心城市核心地段，2024H1末在营购物中心一二线占比80.7%，25城具有2个及以上购物中心。综合实力领先，2024H1零售额916亿元、租金收入94.8亿元，居主流商业地产商前列，实现规模与效率平衡。合作商业品牌、会员数量不断提升，商户客户粘性持续增强，购物中心储备丰富，清晰开业计划有望为后续发展提供有力支撑。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	207061	251137	277799	281554	271577
YOY(%)	-2.4	21.3	10.6	1.4	-3.5
净利润(百万元)	28092	31365	27294	28311	29860
YOY(%)	-13.3	11.7	-13.0	3.7	5.5
毛利率(%)	26.2	25.2	18.6	19.2	20.9
净利率(%)	15.6	14.9	11.4	11.7	12.8
ROE(%)	11.5	11.8	9.7	9.4	9.4
EPS(摊薄/元)	3.94	4.40	3.83	3.97	4.19
P/E(倍)	5.9	5.3	6.1	5.8	5.5
P/B(倍)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **投资建议：**公司作为央企地产领先者，全业态均衡布局，大资管持续精进，综合实力首屈一指，商业运营护城河深厚，开发销售精准匹配住房新趋势，有望持续受益行业发展，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 3.83 元、3.97 元、4.19 元，当前股价对应 PE 分别为 6.1 倍、5.8 倍、5.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 楼市修复不及预期风险：若后续政策呵护力度有限、购房者信心不足，楼市修复低于预期，将对公司发展产生负面影响；2) 消费修复不及预期风险：若居民消费恢复有限，消费市场延续承压，将对公司存量及新开商业形成冲击，对出租率、租金等产生不良影响；3) 项目进程不及预期风险：公司商业项目、综合体、城市更新等开发周期较长，存在开业计划放缓、推进进程不及预期风险；4) 盈利能力修复缓慢、持续减值等风险。

正文目录

一、	综合实力领先的城市投资开发运营商	7
1.1	央企背景，三十余载砥砺前行	7
1.2	构建“3+1”业务模式，2024H1 非开发利润贡献超 5 成	8
1.3	收入利润跑赢大市，财务结构稳健合理	11
二、	开发销售：产品、拿地及土储优势增强竞争力	14
2.1	销售聚焦一二线城市，规模稳居行业前列	14
2.2	高品质战略贯穿始终，产品具备溢价能力	15
2.3	逆周期拿地特征明显，多渠道投资锦上添花	17
2.4	土储总量充足结构合理，历史包袱相对较轻	19
三、	商业运营：定位、布局及丰富储备加深护城河	21
3.1	持续打造高收益资产组合，购物中心为核心业态	21
3.2	购物中心综合实力领先，储备资源丰富	23
3.3	购物中心全产品线覆盖，区域聚焦保障健康业绩	24
3.4	购物中心运营能力突出，持续提升商户、客户粘性	27
四、	盈利预测与投资建议	28
五、	风险提示	30

图表目录

图表 1	公司发展历程	7
图表 2	公司股权结构 (2024H1 末)	8
图表 3	公司资产、收入、利润占华润集团比重	8
图表 4	华润集团业务构成	8
图表 5	公司战略定位及业务构成	9
图表 6	公司 2024H1 末资产管理规模	9
图表 7	公司 2024H1 末各类资产管理规模	9
图表 8	公司大资管平台及能力稳步建立	10
图表 9	华润万象生活收入、利润规模靠前	10
图表 10	公司生态圈要素型业务发展情况	10
图表 11	公司收入结构	11
图表 12	公司核心净利润结构	11
图表 13	公司经常性业务收入结构	11
图表 14	公司经常性业务核心净利润结构	11
图表 15	公司历年收入及增速	12
图表 16	公司历年归母净利润及增速	12
图表 17	公司历年核心净利润及增速	12
图表 18	公司收入、利润增速处主流房企前列	12
图表 19	公司历年利润率、费用率情况	13
图表 20	公司分业务毛利率	13
图表 21	公司分业务核心净利率	13
图表 22	公司开发业务毛利率处主流开发企业中下水平	13
图表 23	公司三条红线维持绿档	14
图表 24	主流房企 ROE 对比	14
图表 25	主流房企融资成本对比	14
图表 26	公司 2024H1 末债务期限结构	14
图表 27	公司签约销售情况	15
图表 28	公司销售金额增速领先、排名靠前	15
图表 29	公司分城市签约销售占比	15
图表 30	公司销售权益比相对稳定	15
图表 31	公司四条产品线及标杆项目	16
图表 32	公司销售均价、累计涨幅与百强房企对比	16
图表 33	主流房企平均拿地-首开周期持续缩短	17
图表 34	公司 2024H1 20 个城市市占率排名前五	17
图表 35	主流房企 2024 年拿地金额对比	17
图表 36	公司历史拿地规模排名	17

图表 37	公司历史拿地强度	18
图表 38	公司拿地金额分布（权益口径）	18
图表 39	2023 年以来一线城市土地成交均价上台阶	18
图表 40	主流房企货币资金、净负债率、融资成本对比	18
图表 41	2024 年公司获取高总价地块明细	18
图表 42	公司多元化拿地方式	19
图表 43	公司历史多元化拿地项目占比	19
图表 44	2024H1 末总可售土储面积中一二线占比 71%	20
图表 45	2024H1 末总土储货值分布	20
图表 46	公司 2022 年及以后拿地金额占比靠前	20
图表 47	主流房企地市高点一线及二线主城拿地占比	20
图表 48	公司历史减值幅度、比例居主流房企前列	21
图表 49	公司经营性不动产业务收入及同比	21
图表 50	公司历史租金覆盖股息及利息倍数超过 1 倍	21
图表 51	公司购物中心、写字楼成本回报率	22
图表 52	公司购物中心租金收入及出租率	22
图表 53	公司写字楼租金收入及出租率	22
图表 54	公司酒店经营收入及入住率	23
图表 55	公司酒店平均房价	23
图表 56	公司经营性不动产项目情况（2024H1）	23
图表 57	主流商业地产商中国内地购物中心数据对比	23
图表 58	公司购物中心零售额	24
图表 59	公司购物中心租售比	24
图表 60	公司购物中心开业计划	24
图表 61	公司购物中心计划开业明细（座、万平米）	24
图表 62	公司购物中心主要分布在一二线城市	25
图表 63	公司购物中心主要分布在长三角等地	25
图表 64	公司实现“一城多汇”、“多城多汇”布局	25
图表 65	公司当地零售额排名前三购物中心逐年增加	25
图表 66	公司三大商业产品线	26
图表 67	2023 年重奢购物中心数量对比	26
图表 68	六大重奢品牌进驻各体系商业开设门店情况（2024.11）	26
图表 69	27 城主流购物中心品牌级次 VS 万象商业品牌级次（非重奢）	27
图表 70	公司零售额构成	27
图表 71	公司零售额增速与社零增速对比	27
图表 72	公司重奢及非重奢购物中心零售额同比	27
图表 73	公司具备完善商业地产开发运营体系	28
图表 74	公司合作品牌数量不断提升	28
图表 75	公司会员数量不断提升	28

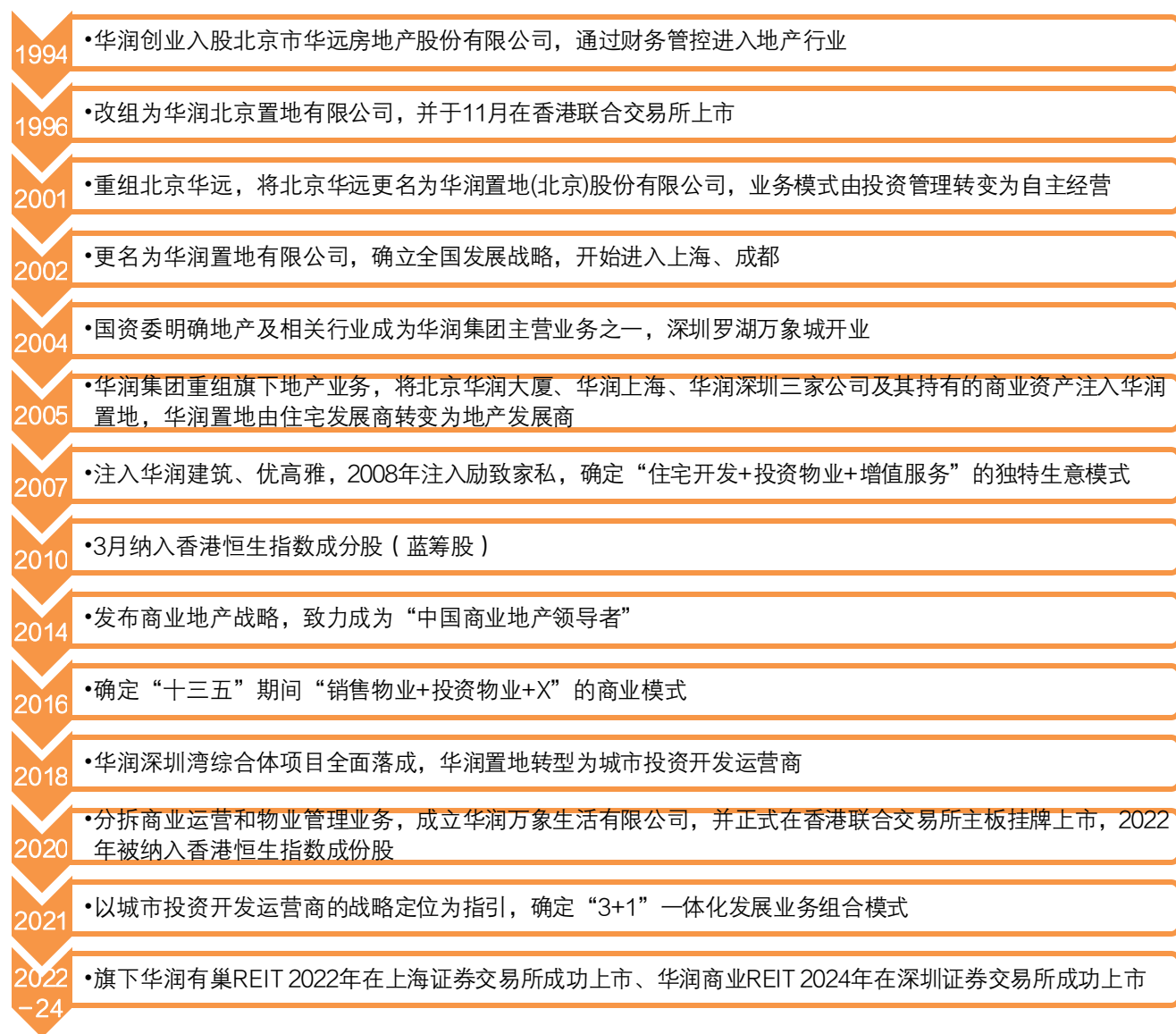
图表 76	以深圳万象城为例，公司持续焕新品牌、提升客流吸引	28
图表 77	公司盈利预测	29
图表 78	可比公司估值	30

一、综合实力领先的城市投资开发运营商

1.1 央企背景，三十余载砥砺前行

华润置地有限公司（简称：华润置地，股票代码：01109.HK）为华润（集团）有限公司旗下负责城市建设运营业务单元，1994年改组成立，1996年在香港联合交易所上市，2010年被纳入香港恒生指数成份股，2022年被国务院国资委确立为国有企业公司治理示范企业。历经三十余年发展，已布局内地及香港等境内外85座城市，成长为综合实力领先的城市投资开发运营商。

图表1 公司发展历程



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司控股股东为华润（集团）有限公司，2024H1末华润集团通过华润集团（置地）有限公司、合贸有限公司合计持有公司59.55%股份，股权结构集中且稳定。华润集团为国内规模最大综合性央企之一，归属国务院国资委直接监管，业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业6大领域，下设24个业务单元，两家直属机构，实

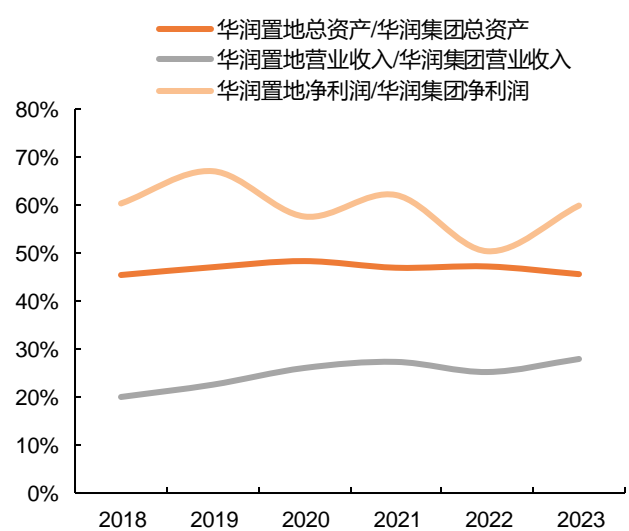
体企业 3077 家，在职员工 39.2 万人，位列 2024 年《财富》世界五百强第 72 位。2023 年公司总资产占华润集团 45.7%、营业收入占 28.1%、净利润占 60%，贡献重要比重。

图表2 公司股权结构 (2024H1 末)



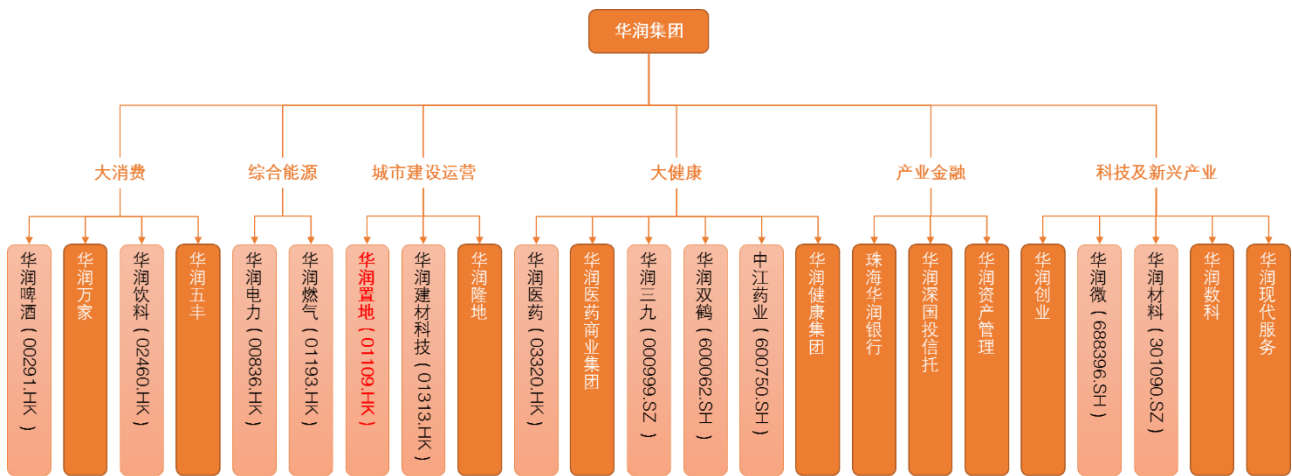
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司资产、收入、利润占华润集团比重



资料来源：公司公告，华润集团官网，平安证券研究所

图表4 华润集团业务构成



资料来源：华润集团官网，平安证券研究所

1.2 构建“3+1”业务模式，2024H1 非开发利润贡献超 5 成

面向“城市投资开发运营商”定位，构建“3+1”业务模式。公司以“城市投资开发运营商”战略定位为指引，构建开发销售型、经营性不动产与资管、轻资产管理三大主营业务与生态圈要素型业务有机联动的“3+1”一体化业务模式，涵盖住宅、公寓、购物中心、写字楼、酒店、商业运营、物业管理、长租公寓、城市代建、文体、城市更新、城市运营等领域，构建城市投资开发运营生态圈。

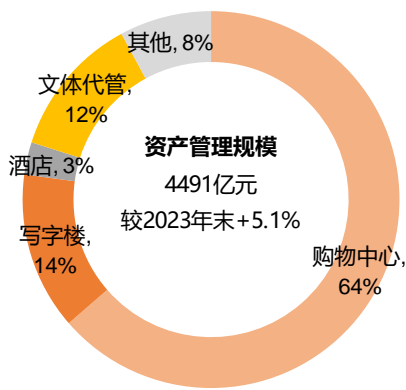
图表5 公司战略定位及业务构成



资料来源：公司官网，平安证券研究所

大资管模式持续强化，轻资产业务保持领先。2024H1 末公司资管规模达 4491 亿元，较 2023 年末增长 5.1%，规模贡献主要来自购物中心。2020 年公司分拆商业运营与物业管理业务，成立华润万象生活有限公司（轻资产管理业务核心）并于香港联合交易所上市；2022 年华夏基金华润有巢 REIT 在上海证券交易所上市；2024 年华夏华润商业 REIT 在深圳证券交易所上市。目前公司已搭建完成华润万象生活轻资产管理平台以及华夏华润商业 REIT、华夏基金华润有巢 REIT 两个公募 REITs 平台，打通资产价值释放通道，把握优质资产收并购整合机会，实现“投融资管退”资本闭环。

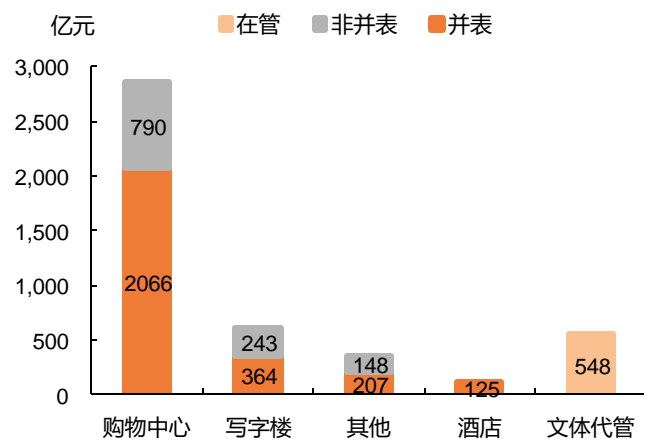
图表6 公司 2024H1 末资产管理规模



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：公司资产管理规模包含全口径投资物业评估值+在营酒店原值+文体在管项目建设总投资额

图表7 公司 2024H1 末各类资产管理规模



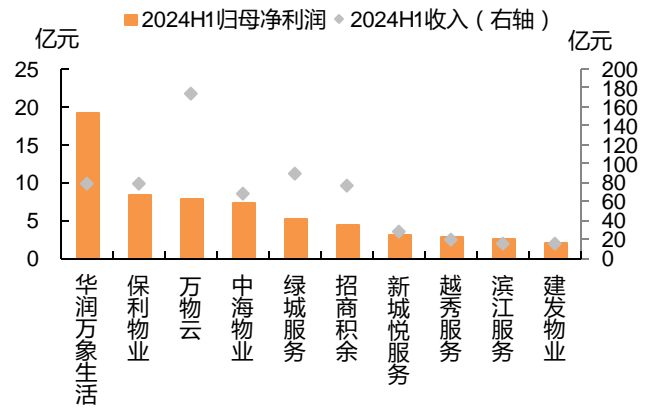
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司大资管平台及能力稳步建立



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表9 华润万象生活收入、利润规模靠前



资料来源：Wind，平安证券研究所

生态圈要素型业务多点开花，稳健发展。代建业务聚焦“6+2”赛道和深耕城市，2024H1 末在管项目 358 个，在管面积 6940 万平米，上半年政府代建新增签约面积位列行业第 2 名，价值创造和市场竞争能力持续提升。文体场馆运营业务 2024H1 实现营业收入 3 亿元，同比增长 64.4%，期末在管项目 17 个，管理资产价值 548 亿元，赛事全要素运营服务能力不断增强，发展质量稳步提高。租赁住房业务形成有巢公邸、有巢公馆、有巢公寓及有巢国际公寓社区 4 大产品线，打造基于 REITs 平台的轻重并举发展模式，上榜“2024 年中国 500 最具价值品牌”。

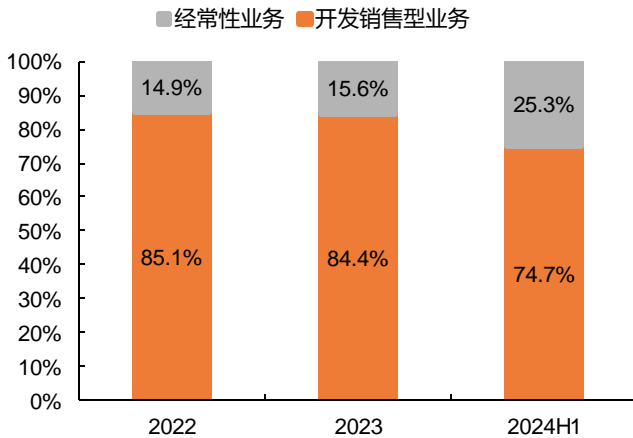
图表10 公司生态圈要素型业务发展情况

业务类别	具体情况
代建	重点布局大场馆、保障房、学校、产业园区、市政、医院 6 大主赛道和住宅、商办 2 大机会赛道，积极推动平急两用公共基础设施建设，参与打造华润置地新型城镇建设运营样板。2024H1 末在管项目 358 个，在管面积 6940 万平米，2024H1 新增签约面积 526 万平米，同比增长 37%，政府代建新增签约面积位列行业第 2 名
文体	2024H1 文体场馆运营业务营业额 3 亿元，同比增长 64.4%，期末在管项目 17 个，管理资产价值 548 亿元
租赁住房	2024H1 营业额 3.8 亿元，同比增长 18.9%，稳定期出租率 96%，期末在管项目 62 个，管理规模 5.6 万间，北上广深成占比 80%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

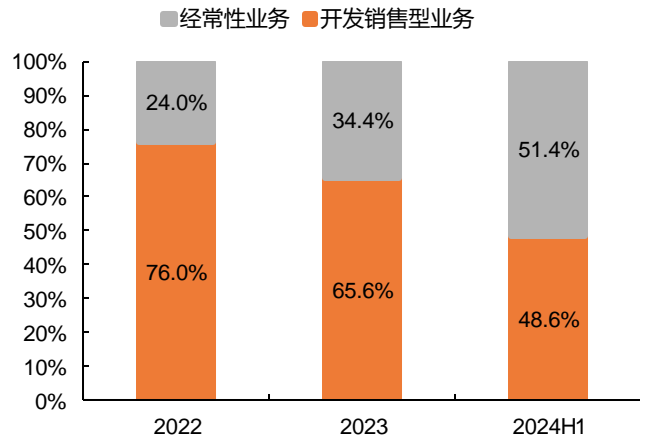
非开发业务利润贡献超 5 成，经营性不动产业务贡献大头。2024H1 公司开发销售型业务收入占比 74.7%，经常性业务（经营性不动产+轻资产管理+生态圈要素型业务）收入占比升至 25.3%，两类业务核心净利润占比分别为 48.6%、51.4%。经常性业务中经营性不动产业务为收入、利润贡献核心，2024H1 经营性不动产业务收入占经常性业务收入 57.4%、经营性不动产业务核心净利润占经常性业务核心净利润 81.6%，其中购物中心租金收入占经营性不动产业务收入 82.7%。

图表11 公司收入结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

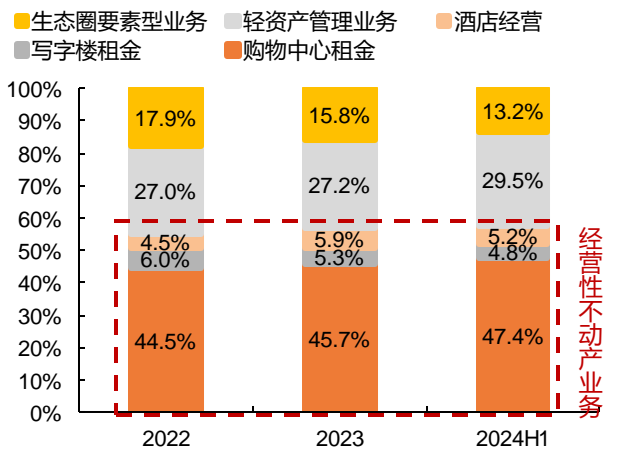
图表12 公司核心净利润结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

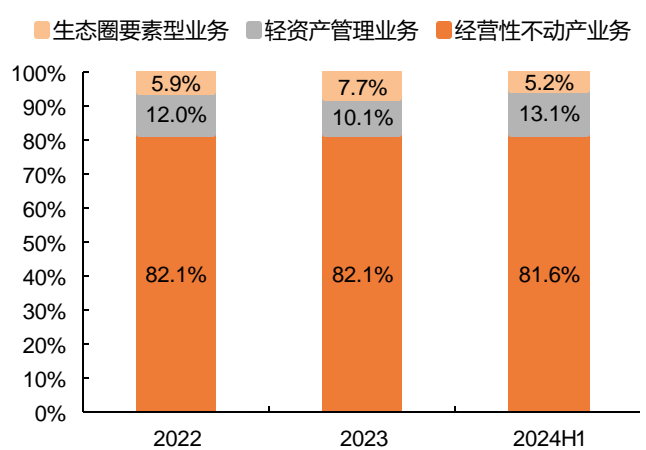
注：公司核心净利润计算方法为扣除本期投资物业评估增值及加回本期处置部份投资物业项目已实现累计评估增值，下同

图表13 公司经常性业务收入结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 公司经常性业务核心净利润结构

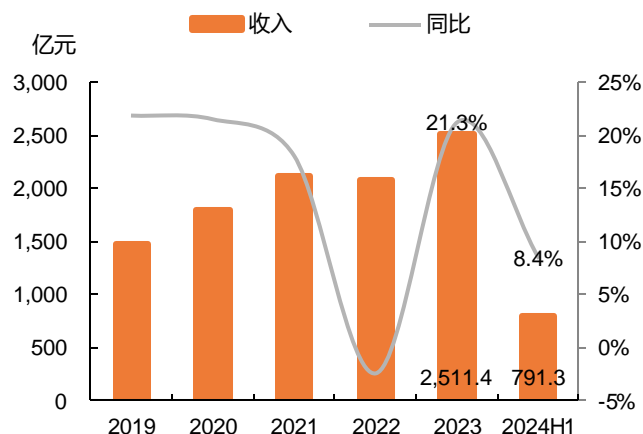


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 收入利润跑赢大市，财务结构稳健合理

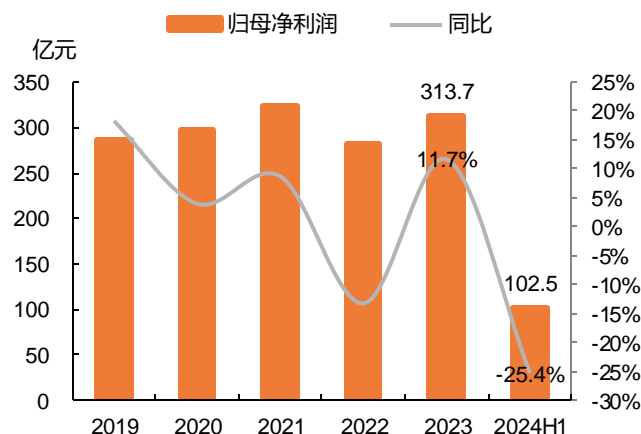
公司 2023 年收入、归母净利润、核心净利润升至 2511.4 亿元、313.7 亿元、277.7 亿元，同比分别增长 21.3%、11.7%、2.9%。2024H1 受大环境影响，收入同比增幅收窄，归母净利润同比下滑，但降幅相对可控，增速仍处主流房企靠前水平。

图表15 公司历年收入及增速



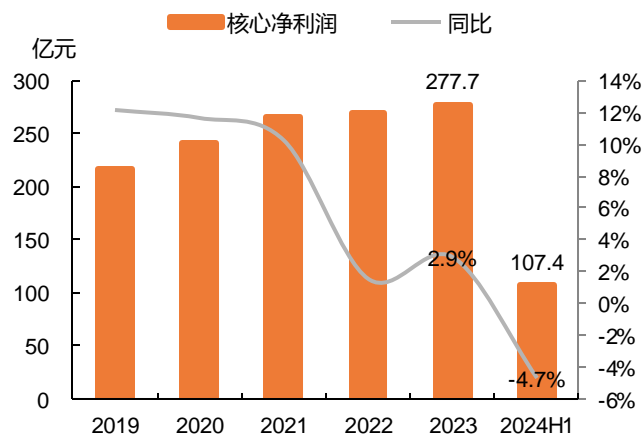
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16 公司历年归母净利润及增速



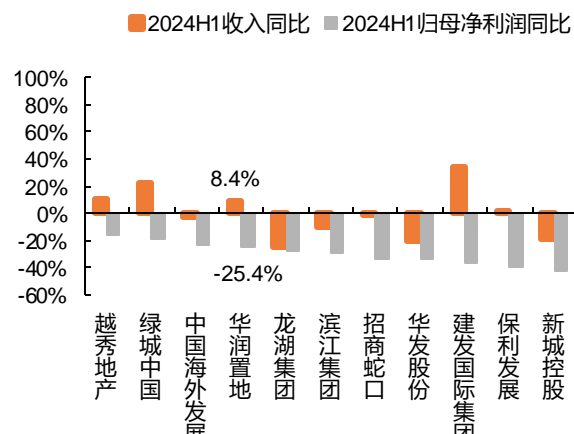
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表17 公司历年核心净利润及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

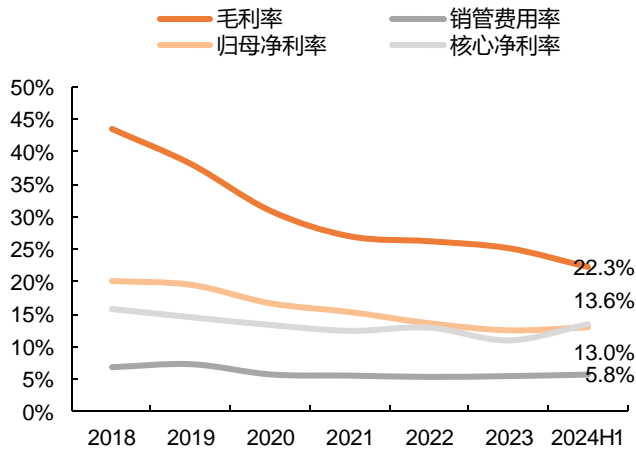
图表18 公司收入、利润增速处主流房企前列



资料来源：Wind，平安证券研究所

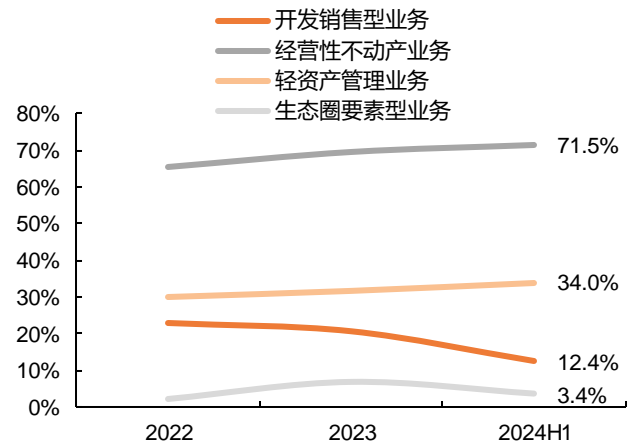
受高利润率非开发业务拉动，公司 2024H1 综合毛利率 22.3%、归母净利率 13%、核心净利率 13.6%，仍处相对高位。2024H1 销管费用率 5.8%，维持相对稳定。公司 2024H1 开发销售型业务毛利率降至 12.4%，随行业变化波动，绝对水平处主流开发企业中下区间，房价下行影响反映相对充分。

图表19 公司历年利润率、费用率情况



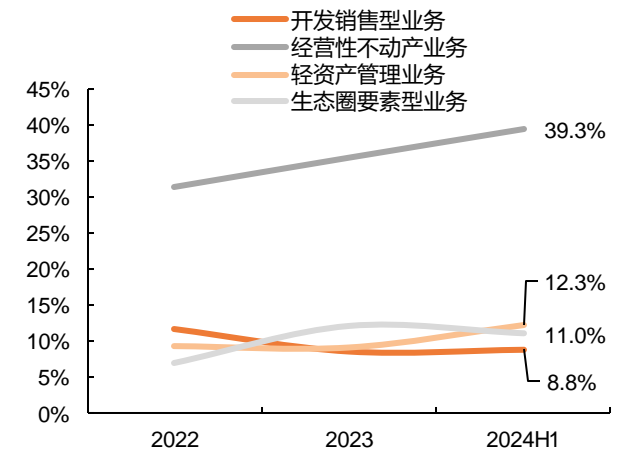
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 公司分业务毛利率



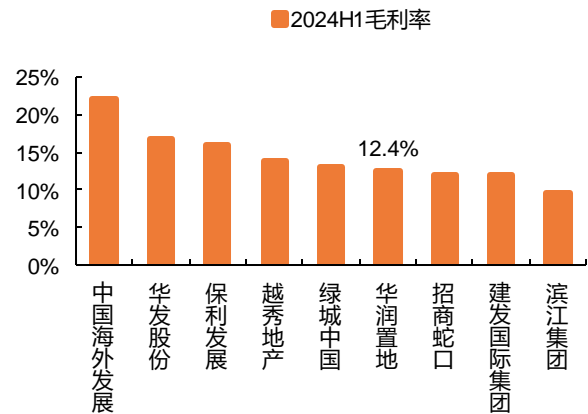
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 公司分业务核心净利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

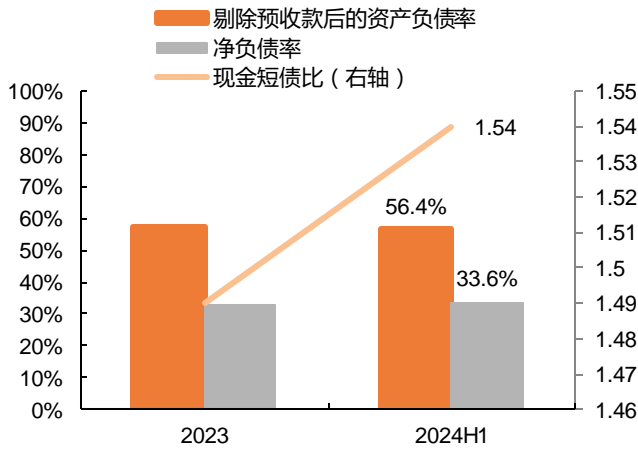
图表22 公司开发业务毛利率处主流开发企业中下水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

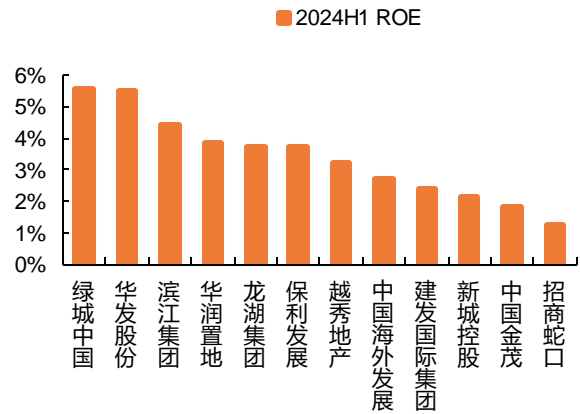
公司三条红线保持绿档，2024H1 末剔除预收款后的资产负债率 56.4%、净负债率 33.6%、现金短债比 1.54 倍；融资成本低廉渠道畅通，2024H1 末加权平均融资成本降至 3.24%，维持行业最低梯队。2024H1 末平均债务期限延长至 6.5 年，债务到期结构分布合理。

图表23 公司三条红线维持绿档



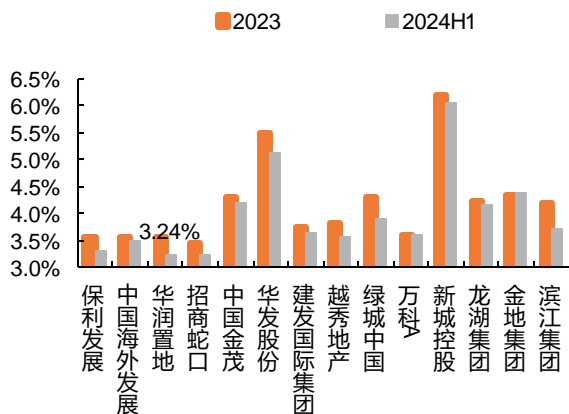
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 主流房企ROE对比



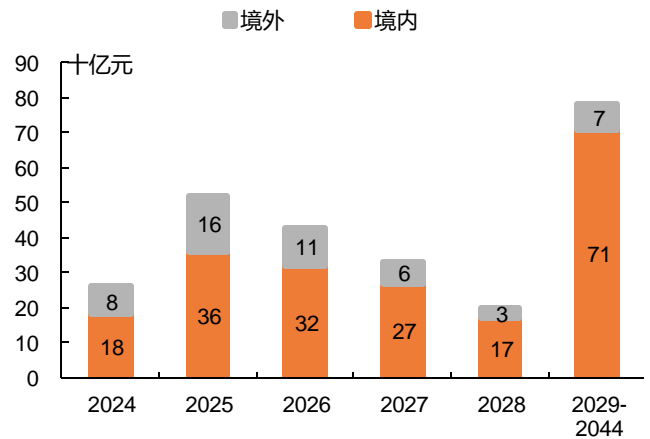
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表25 主流房企融资成本对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表26 公司 2024H1 末债务期限结构



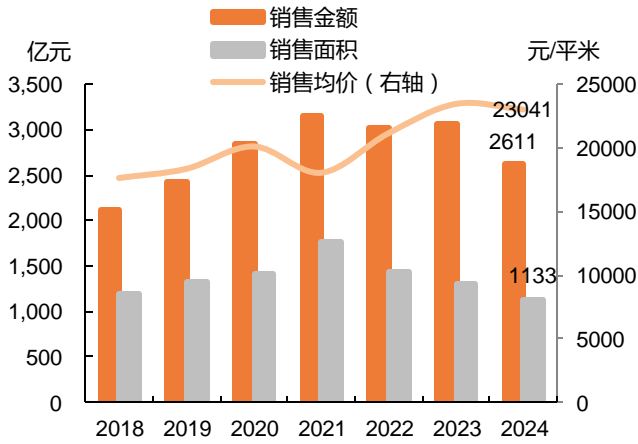
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 开发销售：产品、拿地及土储优势增强竞争力

2.1 销售聚焦一二线城市，规模稳居行业前列

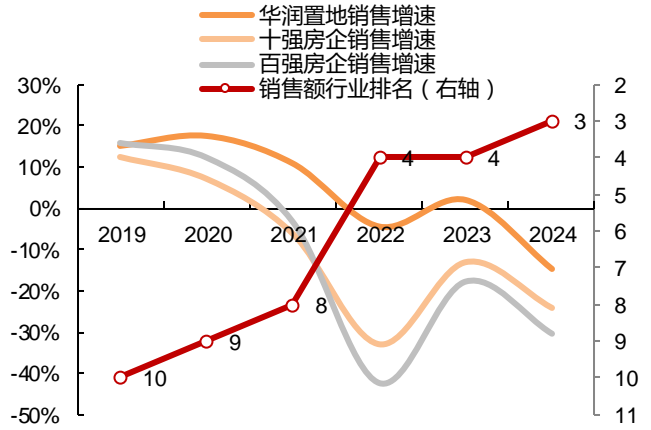
公司开发销售型业务聚焦高能级城市，一二线销售占比稳定 80%以上。2024 年销售金额 2611 亿元，同比下降 15%，降幅低于十强 (-24%) 及百强 (-30%) 房企，市占率 2.7%，规模稳居行业前列并进一步提升至第三名。住房品质升级、交易区域集中趋势下，对房企产品力、拿地能力提出更高要求，同时合理土储结构意味历史包袱较轻、更易轻装上阵。我们认为公司土储结构合理，产品打造、多元化拿地等优势有助于更好把握行业趋势，增强竞争能力。

图表27 公司签约销售情况



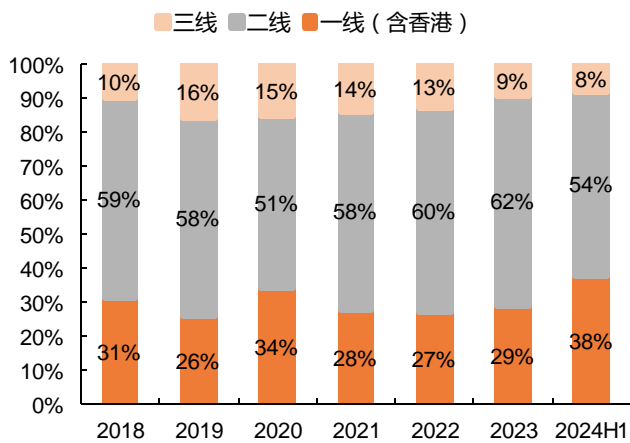
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表28 公司销售金额增速领先、排名靠前



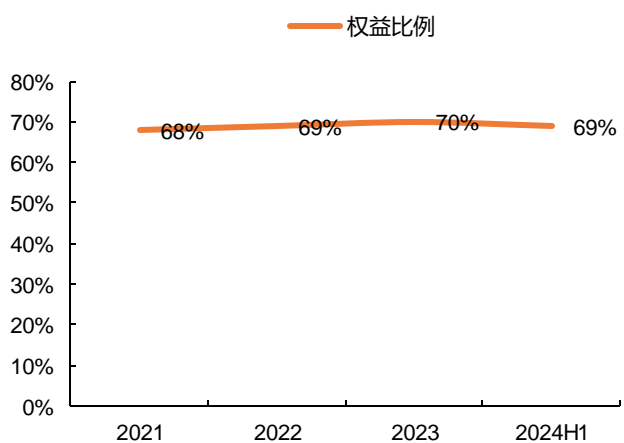
资料来源：公司公告，克而瑞，平安证券研究所

图表29 公司分城市签约销售占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表30 公司销售权益比相对稳定



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 高品质战略贯穿始终，产品具备溢价能力

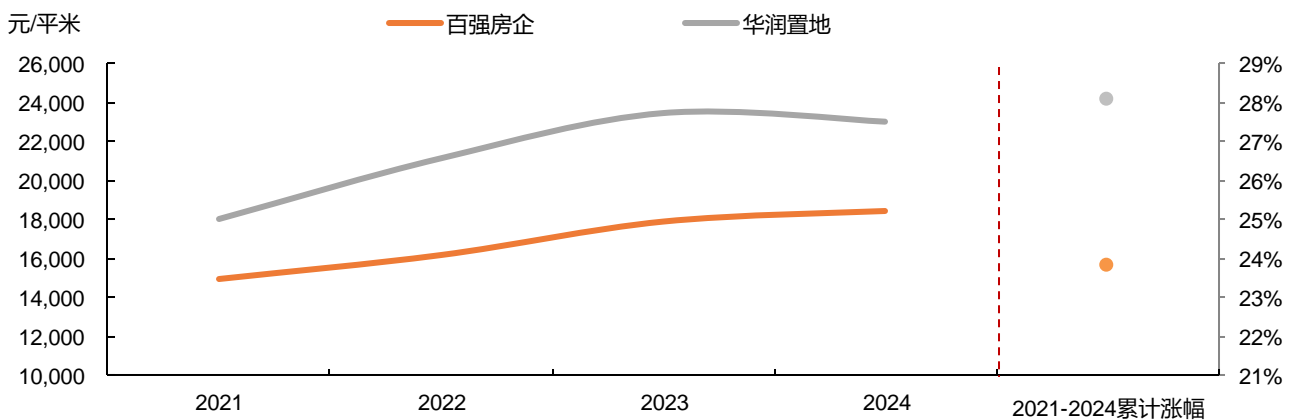
公司开发项目产品力主要体现在产品序列、服务内容两方面：1) 公司不断探索人居习惯及品质追求，沉淀出具有行业影响力的4大产品线——“瑞系”“悦系”“润系”“时光系”；2) 公司不仅注重产品设计与功能打造，在满足居住需求同时，还配套优质服务，同时借助商业开发、城市更新等能力优化区域环境、进一步推升居住品质。公司历史销售均价高于百强房企，产品溢价能力明显；且公司在2021-2024年行业调整阶段销售均价累计上涨28.1%，相对百强房企涨幅(23.8%)更高，一方面可能由于公司区域聚焦更为明显、带来更高比例高单价项目入市，另一方面也可能反映品质加持下公司存量项目以价换量压力更为可控。

图表31 公司四条产品线及标杆项目

产品线	特点	标杆项目	效果实景图
瑞系	TOP级产品系，以“先锋、极致、境界”为产品精神，研发重点关注定制户型、灵活结构、生态立面、天际会所等	武汉瑞府 荣获“2023年全国十大顶级豪宅产品系”	
悦系	以“雕刻、高定、仪式”为产品精神，研发产品硬核涵盖“经典立面”、“定制户型”、“智慧生活家等”	东莞悦府	
润系	以“温润、雅致、均衡”为产品精神，地域分布最广、项目数量最多	深圳超核中心润府 荣获“2023年全国十大轻奢精品”	
时光系	充满人文情怀与浪漫色彩的特色产品线，产品精神为“温情、人文、烟火”，包含“学府风”、“工业风”两类分支	沈阳时代之城	

资料来源：公司官网，平安证券研究所

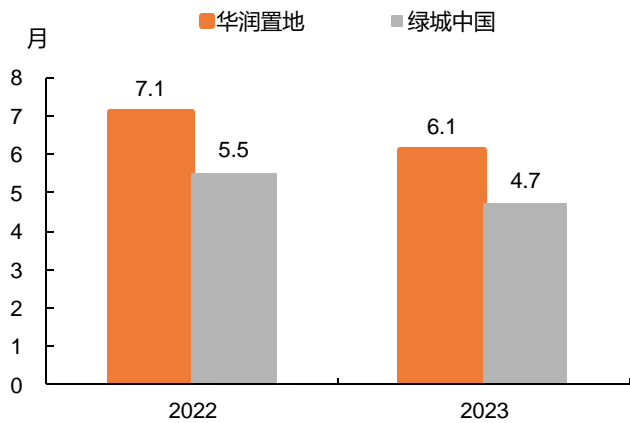
图表32 公司销售均价、累计涨幅与百强房企对比



资料来源：公司公告，克而瑞，平安证券研究所

同时公司运营效率持续提升，2023年首开项目64个，当年拿地当年开盘37个，平均首开周期6.1个月，较2022年提升1个月。产品优势配合高运营效率，公司竞争优势与品牌影响力不断扩大，2024H1 20个主要城市市占率排名当地前五。

图表33 主流房企平均拿地-首开周期持续缩短



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 公司 2024H1 20 个城市市占率排名前五

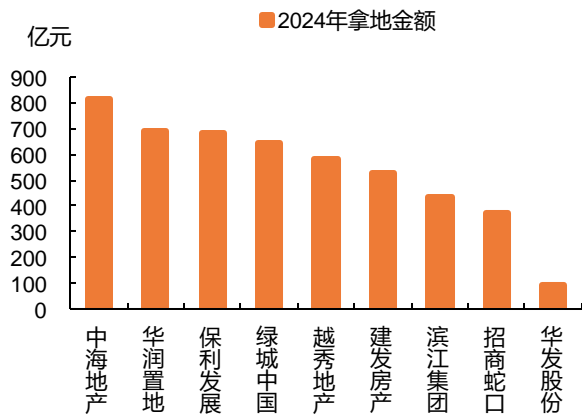


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 逆周期拿地特征明显，多渠道投资锦上添花

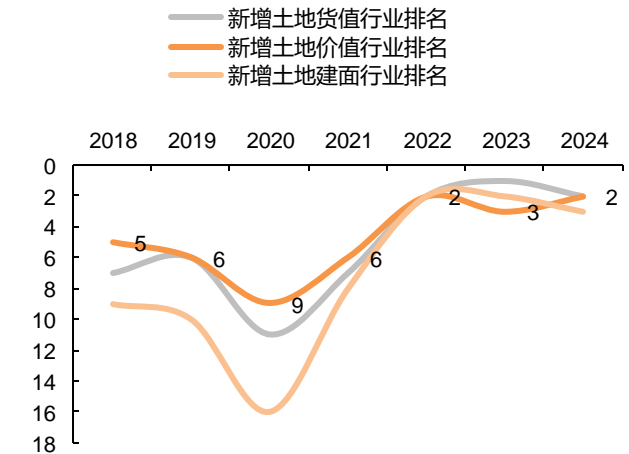
公司历史拿地呈现逆周期特征，2020-2021 年地市高点降低拿地强度，2022-2023 年地市降温后积极补货，2024 年受大环境影响拿地规模收缩，但与主流房企对比，2024 年拿地金额仍处靠前水平。拿地区域持续集中，2024H1 一二线权益投资占比 87%，其中一线占比 60%，货量补充持续向核心城市核心项目倾斜。

图表35 主流房企 2024 年拿地金额对比



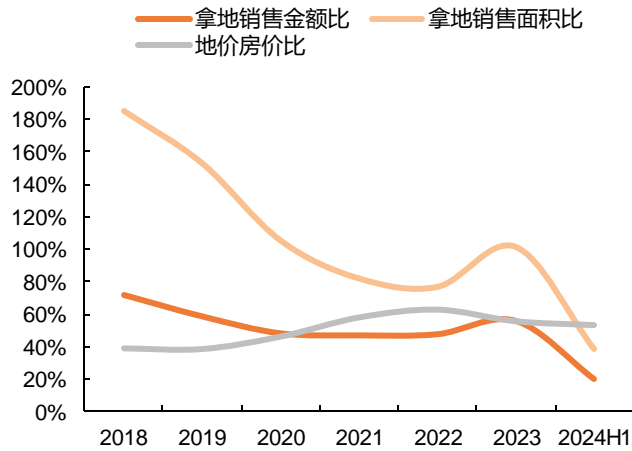
资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表36 公司历史拿地规模排名



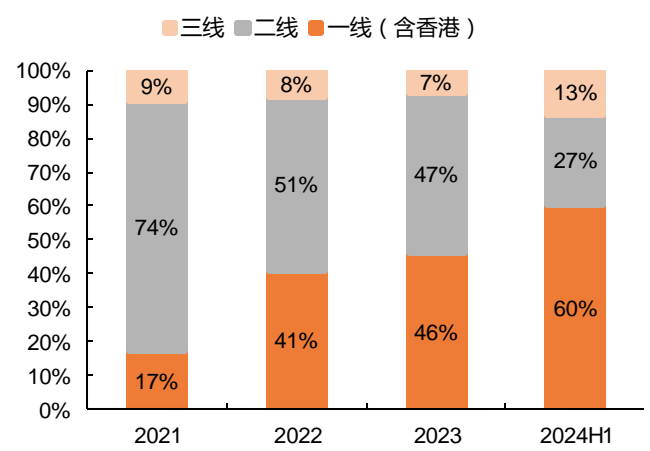
资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表37 公司历史拿地强度



资料来源：公司公告，平安证券研究所

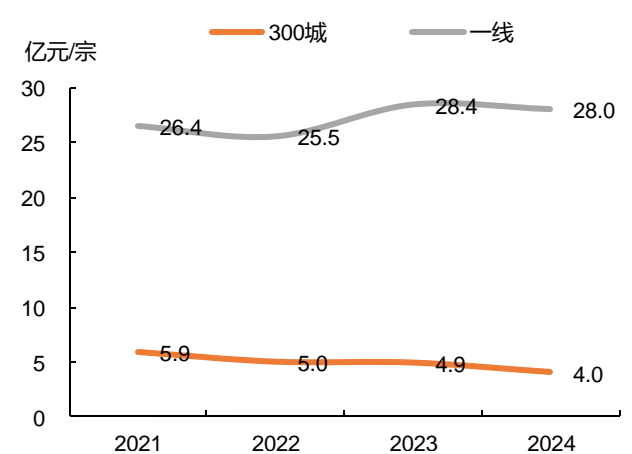
图表38 公司拿地金额分布 (权益口径)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

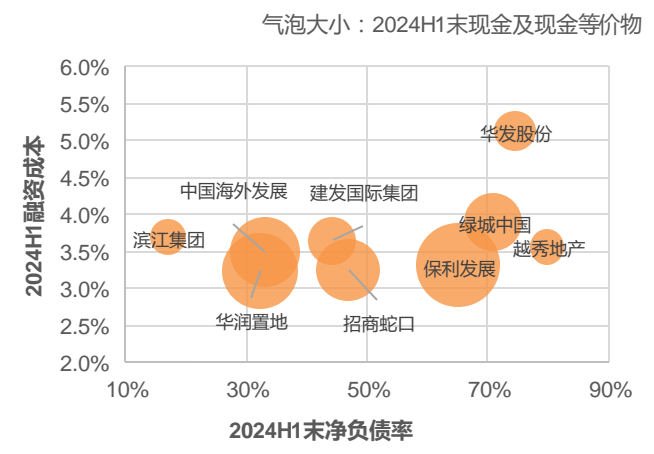
公司资金优势、多元化拿地能力有望加大核心区拿地可能。近年高总价地块频出，考验房企资金实力、开发效率、成本管控等能力。公司在手现金充裕，销售端规模领先保障充足现金回流，融资端渠道畅通且资金成本较低，均有望为核心城市高总价地块竞争提供助力，2024年公司已成功获取5宗总价50亿元以上地块。

图表39 2023年以来一线城市土地成交均价上台阶



资料来源：中指，平安证券研究所

图表40 主流房企货币资金、净负债率、融资成本对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表41 2024年公司获取高总价地块明细

城市	区县	地块编号	拿地权益	总价 (亿元)	成交日期	溢价率
深圳市	南山区	T107-0107	50%	185	2024-12-02	46.32%
北京市	海淀区	京土储挂(海)[2024]044号	65%	64	2024-11-28	15.00%
上海市	浦东新区	202410301	51%	79	2024-11-27	40.37%
上海市	虹口区	202410302	100%	51	2024-11-27	11.97%
北京市	大兴区	京土储挂(开)[2023]075号	100%	75	2024-02-01	0.51%

资料来源：中指，平安证券研究所

多元化拿地方面，公司拿地方式包括城市更新、集体用地开发、收并购、文体产业协同、商业综合体开发、TOD合作等。2021年、2022年公司多元化拿地项目数量占比44%、37%，近年亦持续通过多元化方式补充货源，拓宽核心城市货量获取

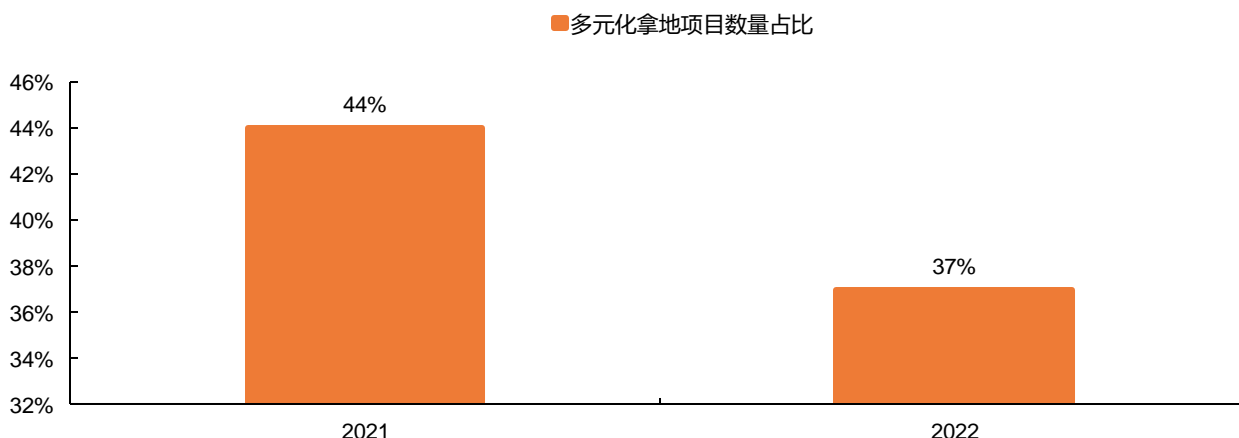
渠道。

图表42 公司多元化拿地方式



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表43 公司历史多元化拿地项目占比

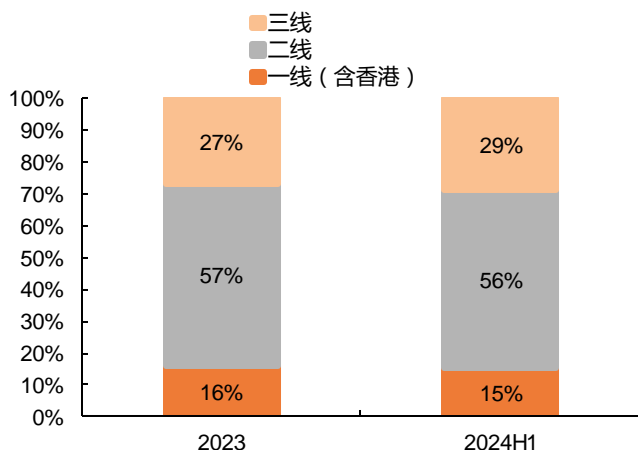


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.4 土储总量充足结构合理，历史包袱相对较轻

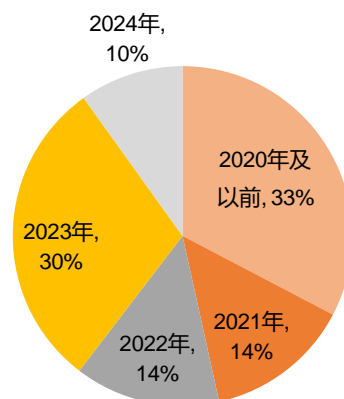
2024H1 末公司总土储面积 5699 万平米，其中开发销售型业务土储面积 4771 万平米，一二线占比 71%，2022 年及以后获取项目总货值占比 54%，总量充足结构合理。

图表44 2024H1末总可售土储面积中一二线占比71%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表45 2024H1末总土储货值分布

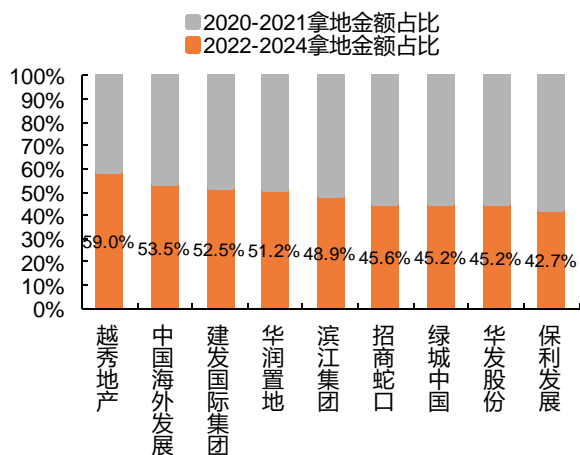


资料来源：公司公告，平安证券研究所

我们进一步从拿地时间、地市高点拿地分布观察公司存量土储情况。考虑房地产项目开发周期普遍3-4年，选取2020年以来各房企拿地情况推测各房企土储结构。相对而言2022年以来地市热度回落，土拍溢价率明显下滑，预计2022年以后新获取项目盈利能力大概率整体优于2020-2021年。根据中指统计，公司2022-2024年拿地金额占2020-2024年拿地金额比例51.2%，处主流房企靠前水平，表明地市热度下降后公司积极补货、持续优化土储结构，与前文分析逆周期拿地特征吻合。

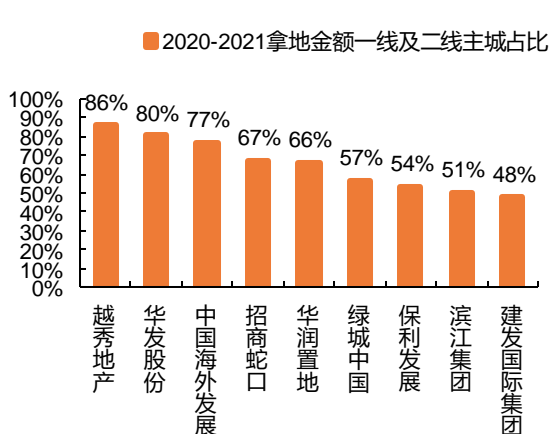
同时，公司在2020-2021年地市高点拿地项目集中，一线及二线主城拿地金额占比66%，处主流房企居中水平。核心城市核心区域项目更易去化，行业调整阶段即使打折销售对毛利率及减值等影响亦能逐步消化，不会持续侵蚀利润、占用现金流。从历史减值来看，公司2021-2024H1累计减值规模、减值幅度均处主流房企前列，亦一定程度释放存量项目压力。

图表46 公司2022年及以后拿地金额占比靠前



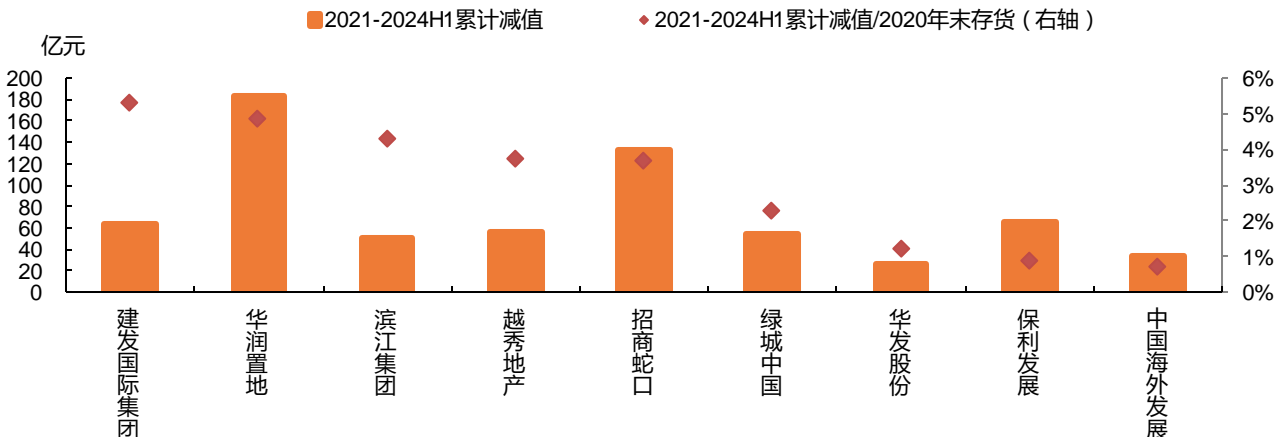
资料来源：中指，平安证券研究所

图表47 主流房企地市高点一线及二线主城拿地占比



资料来源：中指，平安证券研究所

图表48 公司历史减值幅度、比例居主流房企前列



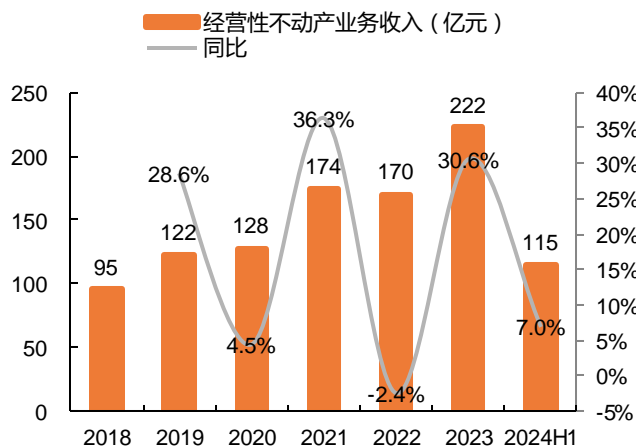
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、商业运营：定位、布局及丰富储备加深护城河

3.1 持续打造高收益资产组合，购物中心为核心业态

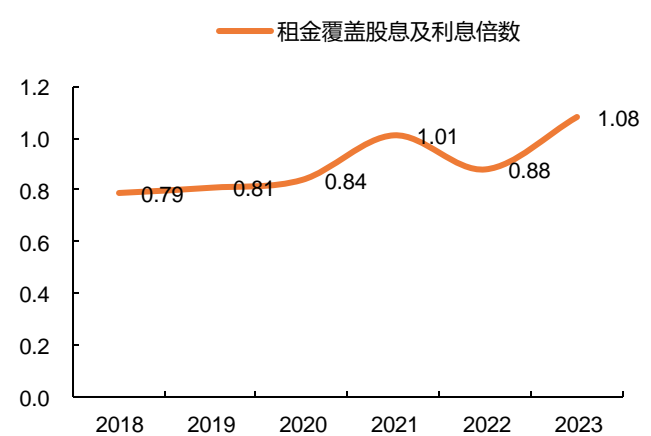
公司资管规模持续扩张,租赁及经营收入稳步增长,持有项目成本回报率维持高位,历史租金覆盖股息及利息倍数超过1倍,2024 中报预计全年经常性收入可两倍覆盖股息及利息。从业务协同及风险缓释角度,公司经营性不动产及相关轻资产管理业务开展,有助于开发销售型业务获取资源、平衡风险及对冲业绩下行压力,为公司整体业绩稳定、风险平衡重要力量。

图表49 公司经营性不动产业务收入及同比



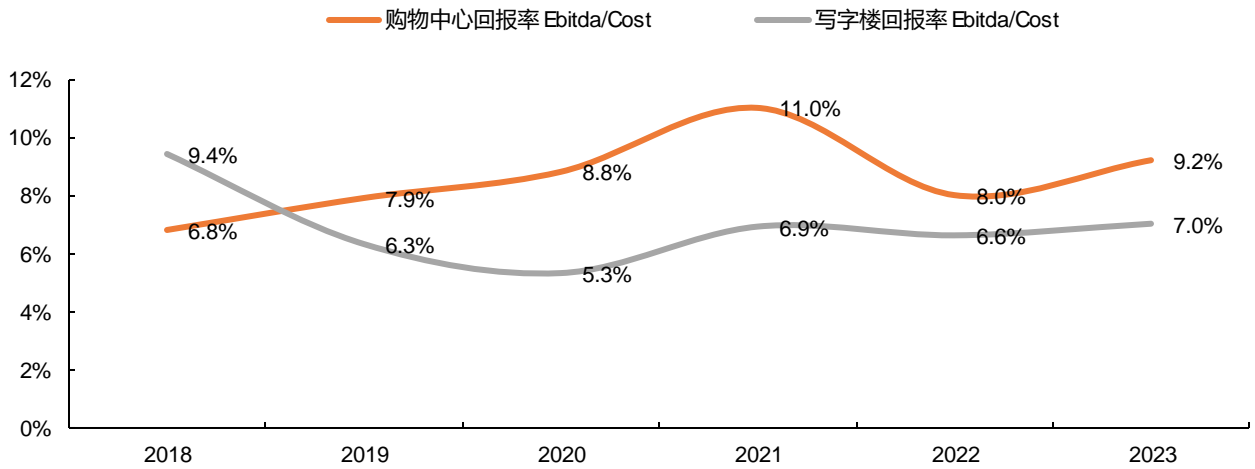
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表50 公司历史租金覆盖股息及利息倍数超过1倍



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

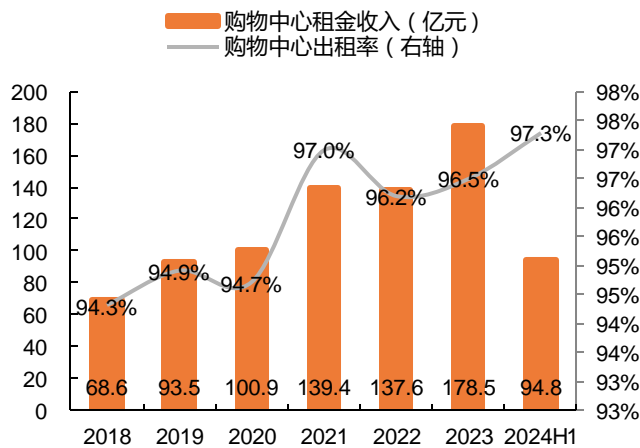
图表51 公司购物中心、写字楼成本回报率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

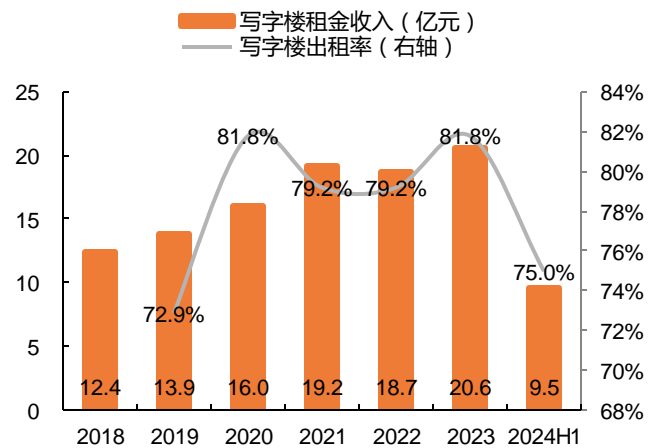
购物中心为公司重要资产。2024H1 末公司在营购物中心 82 座，高于写字楼（21 座）、酒店（17 座），在营面积 1045 万平方米，覆盖城市 48 座。业绩贡献角度，2024H1 购物中心租金收入 94.8 亿元，占经营性不动产业务收入 82.7%，占公司总收入 12%。

图表52 公司购物中心租金收入及出租率



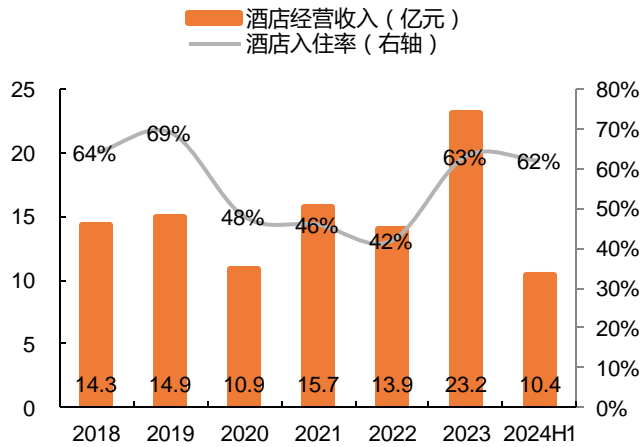
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表53 公司写字楼租金收入及出租率



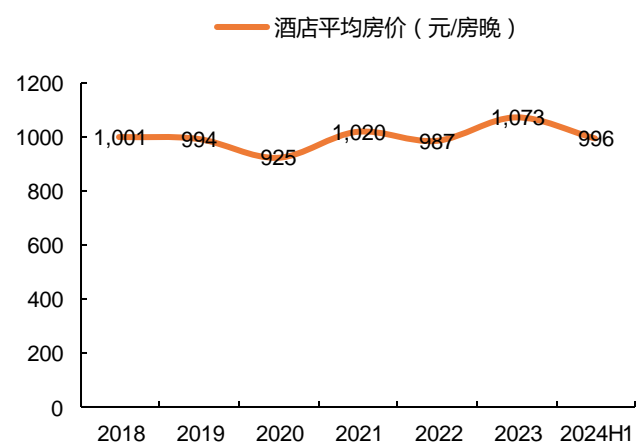
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表54 公司酒店经营收入及入住率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表55 公司酒店平均房价



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表56 公司经营性不动产项目情况 (2024H1)

	在营数量 (座)	在营面积 (万平方米)	覆盖城市 (座)	储备面积 (万平方米)	储备数量 (座)
购物中心	82	1045	48	679	46
写字楼	21	136	11	145	—
酒店	17	78	12	61	—

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注1：面积口径为总建面，在建及规划中购物中心46座；注2：写字楼含英国伦敦20GreshamStreet项目

3.2 购物中心综合实力领先，储备资源丰富

公司购物中心已在内地形成领先优势，具体体现为：

- 1) 购物中心零售额、租金收入居主流商业地产商前列；
- 2) 实现规模与效率平衡，与内资企业对比，公司购物中心数量、面积适中，但单场零售额、租金更优，与港资企业对比，公司单场租金较低，单项目盈利有待提高，但购物中心总量拉开量级差距，已实现规模化运营；
- 3) 租售比适中，与租户共享规模成长，构建良好租售生态。

图表57 主流商业地产商中国内地购物中心数据对比

	华润置地	龙湖集团	新城控股	恒隆地产	太古地产
零售额 (亿元)	1639、916	632、340	—	—	—
租售比	12.4%、12.5%	16.3%、15.6%	—	—	—
租金 (亿元)	179、95	103、53	113、62	50、24	38、21
出租率	97%	96%	97%	93%	98%
在营数量 (座)	76、82	88、91	161、166	10、10	7、7
总建面 (万平方米)	1045	829	1528	221	73
覆盖城市 (座)	48	20	137	8	4
单场零售额 (亿元/座/年)	22	7	—	—	—
单场租金 (亿元/座/年)	2.3	1.2	0.7	5.0	5.4

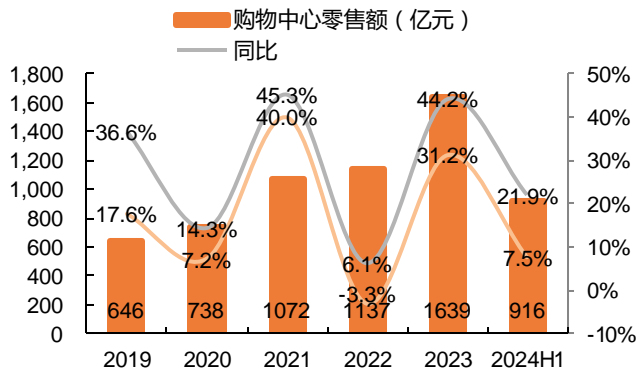
单场建面 (万平米/座)	12.7	9.1	9.2	22.1	10.4
--------------	------	-----	-----	------	------

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注 1: 零售额、租售比、租金、在营数量 2023 年数据在前, 2024H1 数据在后; 出租率、总建面、覆盖城市为 2024H1 末数据; 单场零售额为 2023 年零售/2023 年末在营数量, 单场租金为 2023 年租金/2023 年末在营数量, 单场建面积为 2024H1 末总建面/2024H1 末在营数量

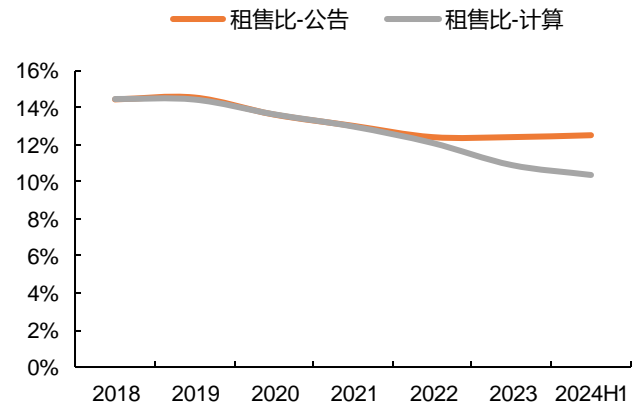
注 2: 新城控股覆盖城市包含开业及在建项目, 其余均为开业项目; 恒隆地产、太古地产出租率为各项目均值; 太古地产租金收入由港币换算为人民币、总建面由平方英尺换算为平方米

图表 58 公司购物中心零售额



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

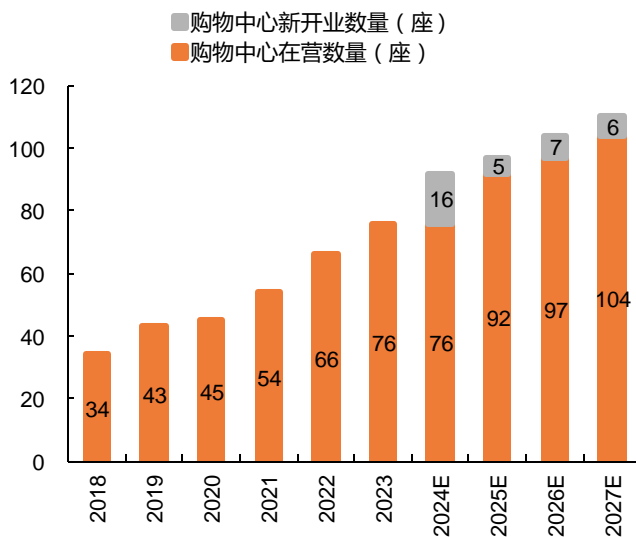
图表 59 公司购物中心租售比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

公司购物中心储备丰富, 奠定持续增长基础。2024H1 末公司开发中购物中心 46 座, 开业计划清晰, 预计 2027 年末在营购物中心将增至 110 座, 计划开业购物中心主要分布于一二线及核心三四线城市, 仅通过购物中心数量增长即有望为租金及运营收入提供有力支撑。

图表 60 公司购物中心开业计划



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 61 公司购物中心计划开业明细 (座、万平米)

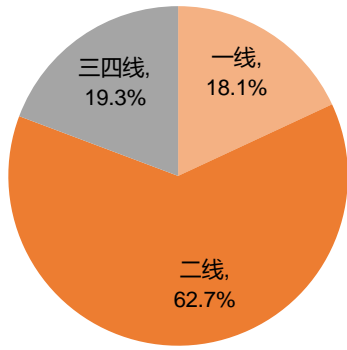
年份	数量	面积	具体项目
2024 H2	10	100.9	义乌天地、贵阳万象城、北京通州万象汇、济宁万象汇、绍兴更新场、长沙万象城、汕头万象汇、西安 CBD 万象城、深圳啤酒小镇、南京雨花万象天地
2025	5	71.6	呼和浩特万象城、郑州郑东万象城、佛山顺德万象汇、淮安经贸大厦、东莞滨海湾购物村
2026	7	106	杭州亚奥天地、南京金陵万象城、西安港务区万象汇、淮安万象汇、广州白鹅潭万象城、东莞万象城、重庆中环万象城
2027	6	89.9	北京朝阳万象城、上海华润中心、杭州未来科技城项目、杭州华丰项目、上海宝山万象汇、武汉光谷万象天地

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

3.3 购物中心全产品线覆盖, 区域聚焦保障健康业绩

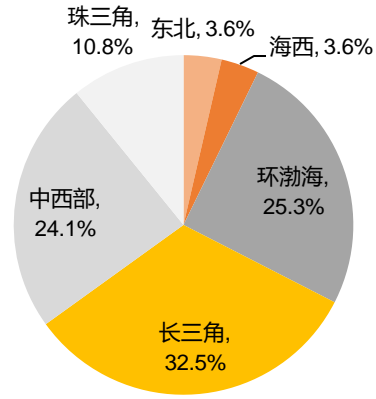
公司践行“一城多汇”、“多城多汇”策略，购物中心聚焦核心城市核心地段。2024H1 末公司在营购物中心一二线占比 80.7%，长三角、珠三角、环渤海占比 68.7%，开业项目多位于核心城市核心地段，整体资产质量较优。2024H1 末公司已有 25 个城市实现 2 个及以上购物中心，购物中心数量前五城市分别为北京、深圳、上海、杭州、南京，69 座在营购物中心位列当地零售额前三。

图表62 公司购物中心主要分布在一二线城市



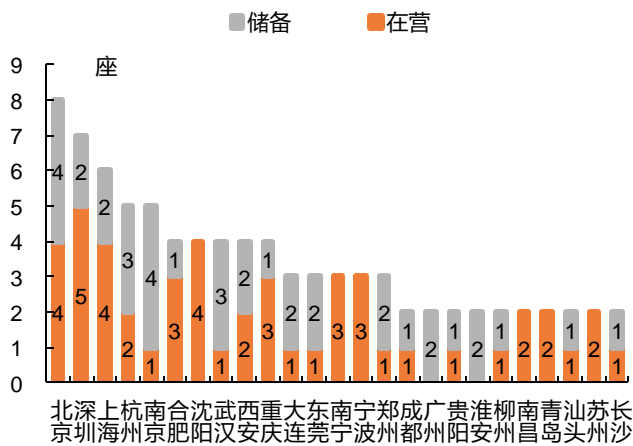
资料来源：公司公告，平安证券研究所
注：数据截至 2024H1

图表63 公司购物中心主要分布在长三角等地



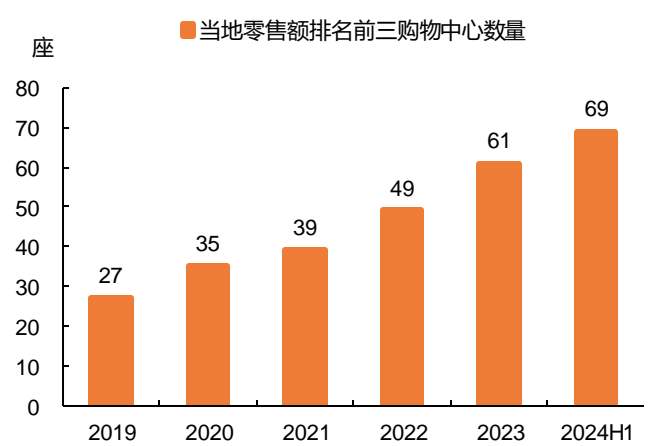
资料来源：公司公告，平安证券研究所
注：数据截至 2024H1

图表64 公司实现“一城多汇”、“多城多汇”布局



资料来源：公司公告，平安证券研究所
注：数据截至 2024H1




图表65 公司当地零售额排名前三购物中心逐年增加



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司购物中心产品线齐全，差异化定位增强品牌资源选择权。公司打造万象城、万象汇、万象天地三条差异化商业产品线，根据赢商网分析公司已成为中国内地唯一在重奢、中高端、非标项目均实现规模化布局的企业，成功构筑全产品线竞争壁垒。公司 2023 年重奢购物中心 13 座，行业排名第一，获国际奢侈品牌高度认可，合作重奢品牌超 120 家，6 大重奢品牌内地开店亦更倾向公司项目。公司中高端及非标项目定位亦明显高于普通购物中心，根据赢商网统计，万象商业非重奢场 S 级/A 级/B 级品牌占比 0.3%/26.8%/39.7%，显著优于全国购物中心均值 0.09%/15.2%/29%，意味万象商业优质品牌吸引力强，有助于捕捉市场变化与消费者需求，更好吸引客流。

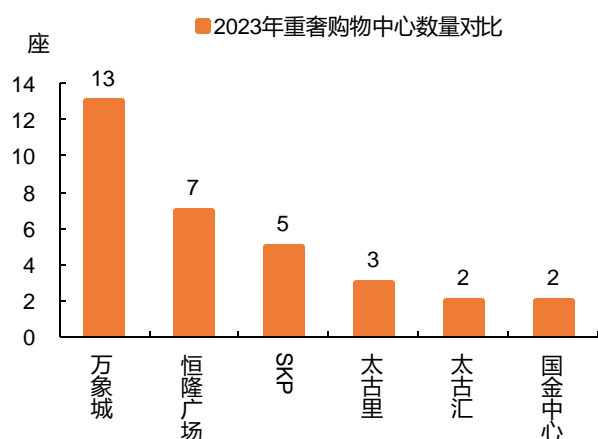
图表66 公司三大商业产品线

	定位	布局	目标客群	单体平均在营面积 (万平方米)	在营数量 (座)
	“引领高品质风尚标杆”	一二线城市核心或潜力地段	追求品位和风尚的消费者人群	16.4	37
	“感受活力与热爱的聚集地”	一二线城市区域中心或三线城市核心地段	年轻人和家庭消费者	7.6	33
	“融合城市精神文化的潮流策源地”，“街区+mall”概念	高能级城市核心地段	潮流青年和高端消费者	11.4	4

资料来源：公司官网，公司公告，平安证券研究所

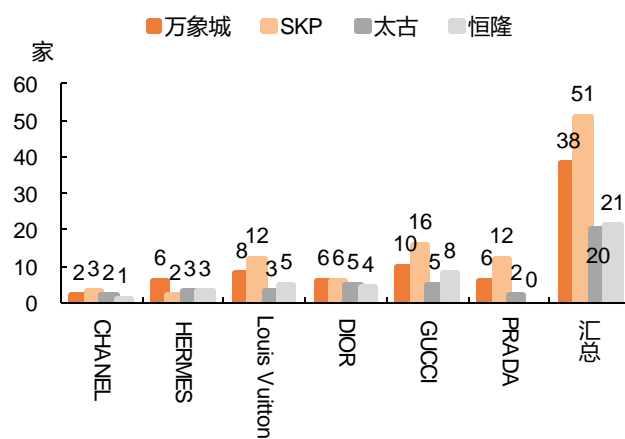
注：数据截至 2024H1，面积口径为总建面，其他为五彩城等

图表67 2023 年重奢购物中心数量对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

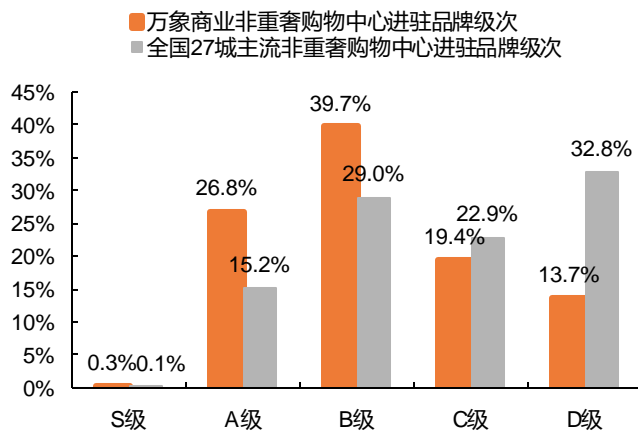
图表68 六大重奢品牌进驻各体系商业开设门店情况 (2024.11)



资料来源：赢商网，平安证券研究所

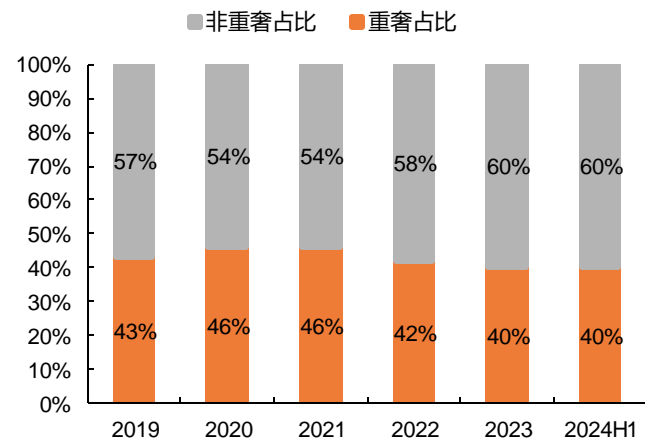
注：部分品牌在 SKP 呈现多家细分品类门店，在其他项目则是多业态精品店，造成门店统计口径差异，不含香水化妆品门店

图表69 27城主流购物中心品牌级次 VS 万象商业品牌级次（非重奢）



资料来源：赢商网，平安证券研究所

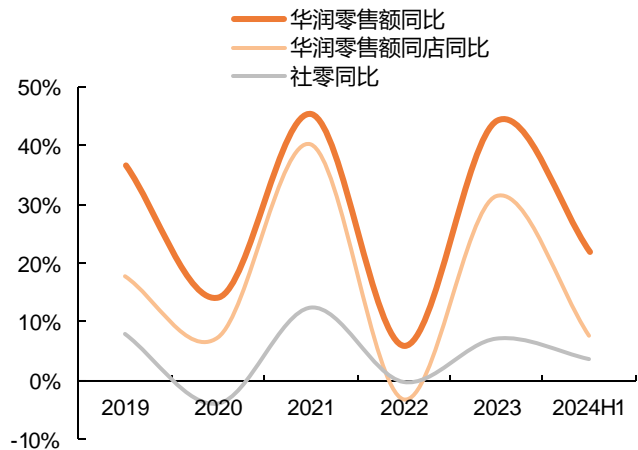
图表70 公司零售额构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

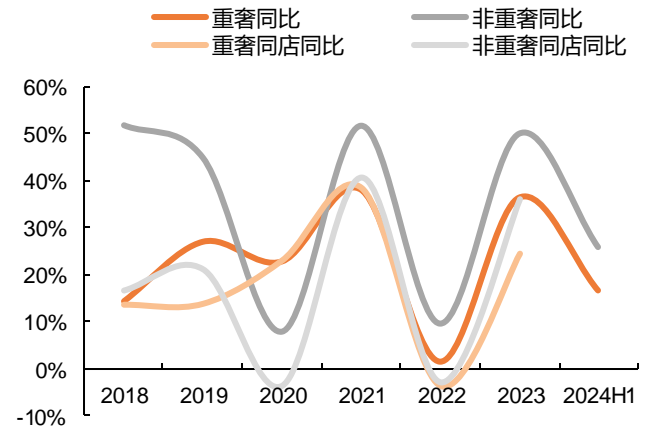
得益于全产品线及核心区域布局，公司购物中心零售额增速常年高于同期社零，购物中心持续保持健康盈利。

图表71 公司零售额增速与社零增速对比



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表72 公司重奢及非重奢购物中心零售额同比

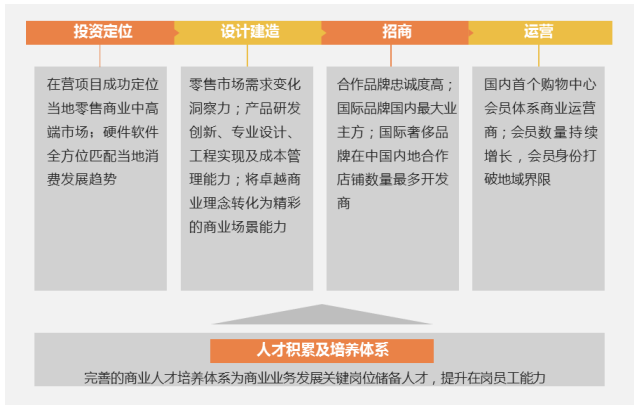


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.4 购物中心运营能力突出，持续提升商户、客户粘性

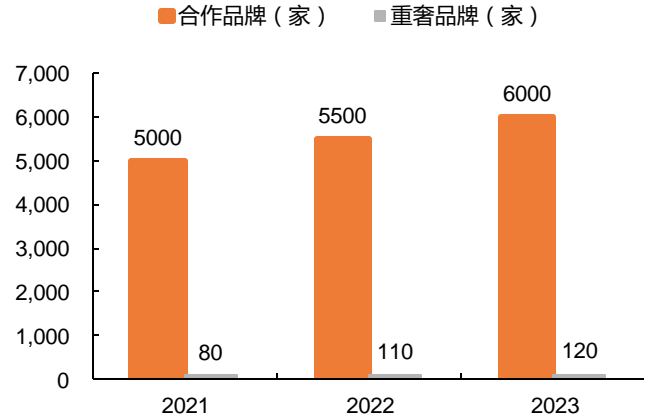
公司具备完善商业地产开发运营体系，在“投资定位—设计建造—招商—运营—人才培养”专业体系支持下，形成全价值链专业能力。公司商业地产合作品牌不断增加，可通过持续更新品牌组合焕新商业项目活力；同时公司持续优化客户体验，积极深挖会员需求，会员数量不断增加，客流与会员流量有效转化有助于单项目坪效提高，利于单场业绩与盈利潜力释放。

图表73 公司具备完善商业地产开发运营体系



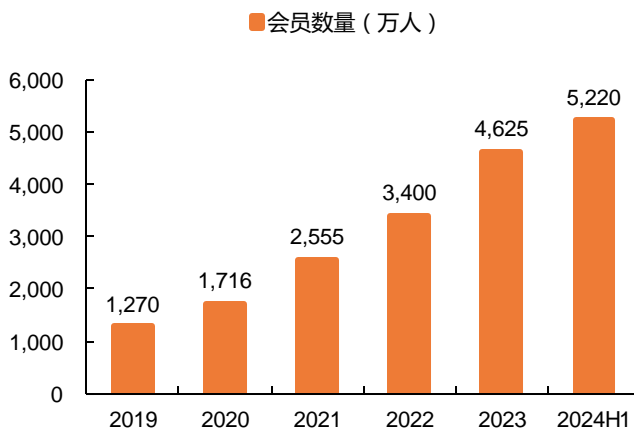
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表74 公司合作品牌数量不断提升



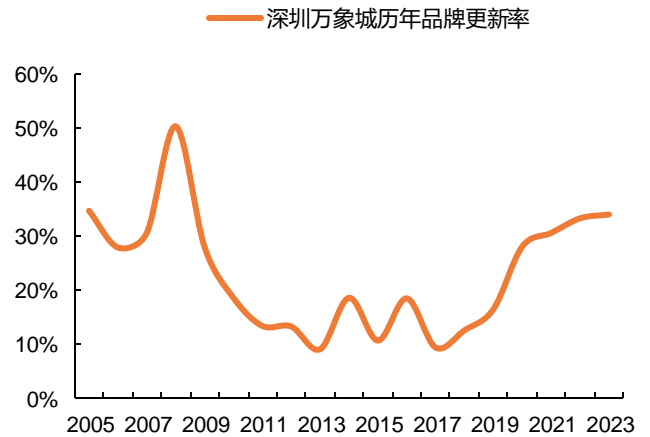
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表75 公司会员数量不断提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表76 以深圳万象城为例，公司持续焕新品牌、提升客流吸引



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：深圳万象城年均品牌更新率为23.08%，其中2008年-2009年、2021年-2023年，由于项目二、三期开业或调改原因，品牌更新率浮动较大

四、盈利预测与投资建议

关键盈利假设：

1) 开发销售型业务：

2024H1 末公司并表口径已签未结开发销售型业务营业额 3214 亿元，其中 1661 亿元计划于 2024H2 结算，同时考虑 3-4 年房地产开发周期、2-3 年预售竣工周期，结合公司过往销售，预计 2024-2026 年开发销售型业务收入同比增长 9.8%、下降 0.3%、6.5%。公司近年受行业变化影响结算毛利率呈现下滑，随着 2022 年以来新拿高毛利项目陆续结转，后续结算毛利率有望筑底企稳，预计 2024-2026 年开发销售型业务毛利率分别为 12.6%、12.8%、13.8%。

2) 经常性业务：

①**经营性不动产业务**：由于购物中心为经营性不动产业务业绩贡献核心（2023年收入占比80.3%、毛利润占比87.7%），重点预测购物中心情况。2024-2026年公司计划开业购物中心16座、5座、7座，假设开业计划顺利完成，2024年单场租金受新开业数量较大、整体零售市场相对承压影响小幅下滑，2025、2026年消费筑底修复下单场租金小幅提升，预计2024-2026年购物中心租金收入同比增长16.2%、6.5%、8.3%。写字楼、酒店经营平稳运行，预计2024-2026年写字楼租金收入同比增长3.6%、6.9%、5.3%，酒店经营收入同比增速维持5%。整体看，预计2024-2026年经营性不动产业务收入同比增长13.9%、6.4%、7.7%，毛利率随着消费市场修复、存量项目调改、管理效率提升趋势上行，2024-2026年分别为71.1%、71.3%、71.9%。

②**轻资产管理业务**：公司轻资产管理业务核心华润万象生活发展势头良好，伴随商业、开发项目逐期交付，市场化拓展持续加强，以及消费改善为运营成果赋能，预计2024-2026年轻资产管理业务收入同比增长19.6%、16%、14.5%，毛利率分别为32%、32.6%、32.9%。

③**生态圈要素型业务**：预计该类业务维持稳健发展态势，2024-2026年收入同比增速稳定于11.6%，毛利率同样相对稳定，2024-2026年分别为4.3%、5.4%、4.8%。

基于以上假设，预计公司2024-2026年营业收入分别为2778亿元、2815.5亿元、2715.8亿元，同比增长10.6%、1.4%、下降3.5%；归母净利润分别为272.9亿元、283.1亿元、298.6亿元，同比下降13%、增长3.7%、5.5%；EPS分别为3.83元、3.97元、4.19元。

图表77 公司盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	2511.4	2778.0	2815.5	2715.8
同比	21.3%	10.6%	1.4%	-3.5%
综合毛利率	25.2%	18.6%	19.2%	20.9%
归母净利润(亿元)	313.7	272.9	283.1	298.6
同比	11.7%	-13.0%	3.7%	5.5%
EPS(元/股)	4.40	3.83	3.97	4.19
各分项情况				
开发销售型业务收入(亿元)	2120.8	2328.6	2321.6	2170.7
同比	20.4%	9.8%	-0.3%	-6.5%
毛利率	20.7%	12.6%	12.8%	13.8%
经营性不动产业务收入(亿元)	222.3	253.1	269.2	290.0
同比	30.6%	13.9%	6.4%	7.7%
毛利率	69.6%	71.1%	71.3%	71.9%
轻资产管理业务收入(亿元)	106.4	127.2	147.6	169.0
同比	27.7%	19.6%	16.0%	14.5%
毛利率	31.8%	32.0%	32.6%	32.9%
生态圈要素型业务收入(亿元)	61.9	69.0	77.1	86.0
同比	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
毛利率	6.6%	4.3%	5.4%	4.8%

资料来源：同花顺，公司公告，平安证券研究所

公司作为央企地产领先者，全业态均衡布局，大资管持续精进，综合实力首屈一指，商业运营护城河深厚，开发销售精准匹配住房新趋势，有望持续受益行业发展，预计公司2024-2026年EPS分别为3.83元、3.97元、4.19元，当前股价对应PE分别为6.1倍、5.8倍、5.5倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表78 可比公司估值

证券简称	股票代码	PE(2024E)	PE(2025E)	PE(2026E)	PB
保利发展	600048.SH	21.1	10.1	9.3	0.52
招商蛇口	001979.SZ	14.6	13.2	11.4	0.88
中国海外发展	0688.HK	5.7	5.4	5.1	0.36
中国国贸	600007.SH	18.7	18.1	17.5	2.58
恒隆地产	0101.HK	13.8	10.2	10.7	0.23
开发为主可比公司平均		13.8	9.6	8.6	0.58
持有为主可比公司平均		16.3	14.2	14.1	1.40
可比公司整体平均		14.8	11.4	10.8	0.91
华润置地	1109.HK	6.1	5.8	5.5	0.63

资料来源：Wind，同花顺，公司公告，平安证券研究所

注1：估值按2025年2月18日收盘价计算

注2：除华润置地估值来自平安证券研究所预测外，其余公司估值均来自Wind一致预期；开发为主：保利发展、招商蛇口、中国海外发展；持有为主：中国国贸、恒隆地产。

五、风险提示

- 1) 楼市修复不及预期风险：若后续政策呵护力度有限、购房者信心不足，楼市修复低于预期，将对公司发展产生负面影响；
- 2) 消费修复不及预期风险：若居民消费恢复有限，消费市场延续承压，将对公司存量及新开商业形成冲击，对出租率、租金等产生不良影响；
- 3) 项目进程不及预期风险：公司商业项目、综合体、城市更新等开发周期较长，存在开业计划放缓、推进进程不及预期风险；
- 4) 盈利能力修复缓慢、持续减值等风险。

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	114340	166679	168932	162946
应收账款	3432	3726	3777	3643
预付款项、按金及其他应收款	88088	91733	92973	89678
其他应收款	25946	32747	33190	32014
存货	524740	619448	666666	694428
其他流动资产	27814	25023	25321	24530
流动资产总计	784361	939357	990859	1007239
长期股权投资	85645	88005	90365	92725
固定资产	15827	13347	10868	8388
在建工程	0	0	0	0
无形资产	6802	5669	4535	3401
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	298542	263626	228710	193794
非流动资产合计	406816	370647	334478	298308
资产总计	1191177	1310004	1325337	1305547
短期借款	64287	53601	41863	31176
应付账款	84243	127640	128383	121263
其他流动负债	435676	499978	503679	477831
流动负债合计	584206	681219	673925	630270
长期借款	167993	167993	167993	167993
其他非流动负债	54830	54830	54830	54830
非流动负债合计	222822	222822	222822	222822
负债合计	807028	904041	896747	853092
股本	674	674	674	674
储备	264193	264193	264193	264193
留存收益	0	17311	35266	54204
归属于母公司股东权益	264867	282178	300133	319071
归属于非控制股东权益	119282	123785	128457	133384
权益合计	384149	405963	428590	452455
负债和权益合计	1191177	1310004	1325337	1305547

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	251137	277799	281554	271577
销售成本	187975	226098	227414	214802
其他费用	0	0	0	0
销售费用	7302	7989	8097	7810
管理费用	6679	7434	7535	7268
财务费用	1744	1820	2037	2155
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2360	2360	2360	2360
公允价值变动损益	8001	6001	6001	6001
营业利润	57799	42818	44832	47902
其他非经营损益	8639	5399	5399	5399
税前利润	66438	48217	50231	53301
所得税	29134	16419	17249	18514
税后利润	37304	31798	32982	34787
归属于非控制股东利润	5938	4504	4671	4927
归属于母公司股东利润	31365	27294	28311	29860
EBITDA	69494	88566	90797	93986
NOPLAT	28940	26165	27476	29351
EPS(元)	4.40	3.83	3.97	4.19

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	26635	20262	21446	23252
折旧与摊销	1313	38529	38529	38529
财务费用	1744	1820	2037	2155
其他经营资金	17660	5042	-44805	-55334
经营性现金净流量	47352	65653	17207	8603
投资性现金净流量	-39302	9175	9175	9175
筹资性现金净流量	8971	-22489	-24129	-23764
现金流量净额	17021	52339	2253	-5986

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收额增长率	21.3%	10.6%	1.4%	-3.5%
EBIT 增长率	19.2%	-26.6%	4.5%	6.1%
EBITDA 增长率	18.7%	27.4%	2.5%	3.5%
税后利润增长率	15.2%	-14.8%	3.7%	5.5%
盈利能力				
毛利率	25.2%	18.6%	19.2%	20.9%
净利率	14.9%	11.4%	11.7%	12.8%
ROE	11.8%	9.7%	9.4%	9.4%
ROA	2.6%	2.1%	2.1%	2.3%
ROIC	5.2%	4.3%	4.4%	4.6%
估值倍数				
P/E	5.3	6.1	5.8	5.5
P/S	0.7	0.6	0.6	0.6
P/B	0.6	0.6	0.6	0.5
股息率	7.0%	6.0%	6.3%	6.6%

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层