

公司研究 | 点评报告 | 保利发展（600048.SH）

转债定价彰显公司价值，估值仍有修复空间

报告要点

优异的转债定价表明公司内在价值正逐渐受到认可，在手土储充裕且不断盘活低效库存，投拓转积极加速公司资产优化速度。周期压力已经在业绩端有所兑现，后续大幅下行空间有限。重视股东回报与市值管理，持续巩固龙头地位引领行业发展，公司估值仍有较大修复空间。

分析师及联系人



刘义

SAC: S0490520040001

SFC: BUV416



袁佳楠

SAC: S0490520070001

2025-05-29

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

保利发展 (600048.SH)

转债定价彰显公司价值，估值仍有修复空间

事件描述

公司成功发行 85 亿元 6 年期可转换公司债券，首年票面利率 2.20%，之后每年固定增加 0.05%。

事件评论

- 转债定价优异彰显公司价值，龙头地位再次得以确认。**公司成功发行 85 亿元 6 年期可转债，扣除保荐承销费用后实际募资净额 84.79 亿元。本次发行采用阶梯式票面利率，首年票面利率仅 2.20%，之后每年固定增加 0.05% 即至第 6 年票面利率 2.45%，整体利率中枢 2.325%。参考公司本年度发债实践（5 月发行的 30 亿 3 年期中票票息 2.15%，4 月发行的 7 亿 5 年期公司债票息 2.39%，2 月发行的 20 亿 5 年期中票票息 2.60%），本次转债定价优异，彰显了投资人对于其含权价值的高度认可。从申购报价情况来看，26 个认购对象进行了有效申购，申购报价范围为 2.20%-3.15%，申购金额合计 356.70 亿元，高达 4.20X 的申购倍数进一步印证了投资人对公司资产重估与龙头地位的信心。最终 14 名投资者获得配售，单一主体最高获配 16.56 亿元，占比 19.48%。转股条件方面，持有人可在发行结束日满 6 个月后申请转股，初始转股价不得低于最新每股净资产即 16.09 元/股。长久期转债的成功发行进一步优化了公司债务结构，如果未来成功转股则可进一步提升公司的资本实力；此外通过置换募投项目前期自筹资金，公司有更多的灵活资金应对市场变化，可以在合适的时机主动拓展优质土储，进一步巩固公司的龙头地位。
- 销售稳居行业首位，投资拓展更加积极。**受行业需求整体承压与供货节奏影响，公司 2025 年前 4 月实现销售金额 876 亿元 (-8.7%)，面积 431 万平 (-22.2%)，均价 2.03 万元/平 (+17.3%)，参考第三方克而瑞榜单销售规模仍稳居行业首位。本年度政府供地更加聚焦核心区域，公司投资拓展更加积极，主动出手补充优质土储，前 4 月拿地金额 308 亿元 (+318.0%)，面积 146 万平 (+114.5%)，均价 2.12 万元/平 (+94.9%)；拿地面积强度 33.8% (+21.5pct)，金额强度 35.2% (+27.5pct)，拿地均价/销售均价 104.1% (+41.5pct)。截至 2024 年末公司在手土储达 6258 万平，客观来说其中存在部分低效存货，但公司持续推进土地置换与调规来改善土储质量（2024 年完成约 270 万方未开工土储盘活）；而本年度优质地块的获取则进一步优化土储结构，助力公司在市场热度较高的上海、北京、杭州等地提升规模与市占。随着存量土储的不断盘活和优质增量的有益补充，公司资产结构有望持续优化，本次转债发行的火热表现也映射了投资人对资产价值止跌回升的希冀。
- 重视市值管理彰显央企担当，创新融资模式、多元赛道表现亮眼引领行业发展。**重视股东回报与市值管理，2024 年初完成 10 亿元回购，也推动集团完成 2.5 亿元增持，此外公司明确表示将尝试中期分红。创新可转债融资模式，为同业提供了新的融资思路；旗下物业、商业、租赁、会展都有不错表现，公司有望持续引领行业发展。
- 内在价值逐渐受到认可，关注公司估值修复。**优异的转债定价表明公司内在价值正逐渐受到认可，在手土储充裕且不断盘活低效库存，投拓转积极加速公司资产优化速度。重视股东回报与市值管理，龙头地位长期稳固。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 49/48/56 亿，对应 PE 为 19.9/20.3/17.3X，周期下行阶段市盈率参考性不强，维持“买入”评级。

风险提示

1、毛利率何时触底存在不确定性；2、如若房价继续下行，公司仍有减值压力。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.08
总股本(万股)	1,197,044
流通A股/B股(万股)	1,197,044/0
每股净资产(元)	16.25
近12月最高/最低价(元)	12.13/7.30

注：股价为 2025 年 5 月 28 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《投资边际转积极，估值仍存修复空间——保利发展 2024 年报&2025 年一季报点评》2025-04-30
- 《周期压制业绩表现，估值仍有修复空间——保利发展 2024 年业绩快报点评》2025-01-21
- 《短期业绩依旧承压，Q3 投资强度明显提升——保利发展 2024 年三季报点评》2024-10-29



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、毛利率何时触底存在一定不确定性：近年结算毛利率持续下行成为压制房地产上市公司业绩的重要因素，考虑公司近年拿地质量较好，预计后续利润率大概率会有更好表现，但受结算节奏与结构影响，毛利率何时触底仍存在一定不确定性。
- 2、如若房价继续下行，公司仍存一定减值压力：近年公司业绩承压的重要原因之一为资产减值，如若房价持续承压，公司仍存一定减值压力。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	311666	295870	270147	264206	货币资金	134167	152173	191211	208053
营业成本	268260	255324	232111	225812	交易性金融资产	516	516	516	516
毛利	43407	40547	38036	38394	应收账款	4932	4053	3701	3619
%营业收入	14%	14%	14%	15%	存货	798559	760051	690950	672200
营业税金及附加	5904	5604	5117	5005	预付账款	24094	19149	17408	16936
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	204799	207553	198546	199149
销售费用	8893	8284	7564	7398	流动资产合计	1167068	1143494	1102332	1100473
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	101288	97978	94337	90333
管理费用	5081	4290	3917	3831	投资性房地产	35651	35651	35651	35651
%营业收入	2%	1%	1%	1%	固定资产合计	5586	6401	6706	7083
研发费用	56	53	49	48	无形资产	346	346	346	346
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	66	66	66	66
财务费用	4643	4124	4029	4090	递延所得税资产	17751	17751	17751	17751
%营业收入	1%	1%	1%	2%	其他非流动资产	7352	7364	7377	7389
加: 资产减值损失	-5056	5200	5000	4500	资产总计	1335108	1309052	1264566	1259092
信用减值损失	-667	27	27	27	短期贷款	4827	0	0	0
公允价值变动收益	76	15	15	15	应付款项	145838	138805	126185	122761
投资收益	1790	1183	1081	1057	预收账款	903	592	540	528
营业利润	15141	14375	13628	14764	应付职工薪酬	580	552	502	488
%营业收入	5%	5%	5%	6%	应交税费	13575	12887	11767	11508
营业外收支	440	487	536	589	其他流动负债	556875	535291	496560	486050
利润总额	15581	14862	14163	15353	流动负债合计	722599	688127	635554	621336
%营业收入	5%	5%	5%	6%	长期借款	208132	209132	210132	211132
所得税费用	5843	5499	5170	5373	应付债券	56073	56073	56073	56073
净利润	9738	9363	8994	9979	递延所得税负债	1497	1497	1497	1497
归属于母公司所有者的净利润	5001	4869	4767	5588	其他非流动负债	4277	4277	4277	4277
少数股东损益	4737	4494	4227	4391	负债合计	992578	959106	907534	894315
EPS (元)	0.42	0.41	0.40	0.47	归属于母公司所有者权益	197596	200518	203378	206731
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	144933	149428	153655	158045
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	342530	349945	357032	364776
经营活动现金流净额	6257	31680	47072	24940	负债及股东权益	1335108	1309052	1264566	1259092
取得投资收益收回现金	468	1183	1081	1057	基本指标				
长期股权投资	3009	3310	3641	4005		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	2804	-1000	-500	-583	每股收益	0.42	0.41	0.40	0.47
其他	-7611	567	609	661	每股经营现金流	0.52	2.65	3.93	2.08
投资活动现金流净额	-1331	4060	4830	5139	市盈率	19.34	19.87	20.29	17.31
债券融资	10808	0	0	0	市净率	0.49	0.48	0.48	0.47
股权融资	7728	0	0	0	EV/EBITDA	12.24	13.05	11.84	10.74
银行贷款增加 (减少)	-27505	-3827	1000	1000	总资产收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
筹资成本	-19877	-13907	-13863	-14237	净资产收益率	2.5%	2.4%	2.3%	2.7%
其他	9856	0	0	0	净利率	1.6%	1.6%	1.8%	2.1%
筹资活动现金流净额	-18990	-17735	-12863	-13237	资产负债率	74.3%	73.3%	71.8%	71.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-14063	18005	39038	16842	总资产周转率	0.23	0.23	0.21	0.21

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。