

上海张江高科
技园区开发股份有限公司
及其发行的 16 张江 01、16 张江 02、19 张江 01 与 20
张江 01
跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2020]100055】

评级对象: 上海张江高科技园区开发股份有限公司及其发行的 16 张江 01、16 张江 02、19 张江 01 与 20 张江 01

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
20 张江 01	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 22 日	-	AAA/稳定/AAA/2019 年 12 月 18 日
19 张江 01	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 22 日	-	AAA/稳定/AAA/2019 年 8 月 30 日
16 张江 02	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 9 月 22 日
16 张江 01	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 5 月 9 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	10.99	14.03	5.73	4.96
刚性债务	67.39	68.44	78.26	80.69
所有者权益	58.41	56.72	58.36	57.97
经营性现金净流入量	2.02	1.87	2.17	0.42
发行人合并数据及指标:				
总资产	189.83	196.60	256.17	268.85
总负债	103.48	107.24	125.16	134.52
刚性债务	73.66	75.08	92.98	101.65
所有者权益	86.35	89.37	131.02	134.32
营业收入	12.53	11.48	14.77	1.34
净利润	4.62	4.98	5.31	2.92
经营性现金净流入量	2.58	3.14	-67.32	-4.45
EBITDA	8.47	8.98	11.03	-
资产负债率[%]	54.51	54.54	48.86	50.04
长短期债务比[%]	71.72	130.49	101.17	127.12
营业利润率[%]	45.96	55.22	57.85	303.87
短期刚性债务现金覆盖率[%]	57.65	142.76	45.82	59.59
营业收入现金率[%]	97.07	100.63	108.84	106.39
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	7.68	12.95	-74.09	-
EBITDA/利息支出 [倍]	2.85	3.04	3.40	-
EBITDA/刚性债务 [倍]	0.11	0.12	0.13	-

注: 发行人数据根据张江高科经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

邵一静 syj@shxsj.com
周晓庆 zxq@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对上海张江高科技园区开发股份有限公司(简称“张江高科”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 张江 01、16 张江 02、19 张江 01 与 20 张江 01 的跟踪评级反映了 2019 以来张江高科在区域发展环境、资产变现能力、融资等方面保持优势, 同时也反映了公司在园区招商引资、资金平衡、资本市场波动及疫情影响等方面面临压力。

主要优势:

- **良好的外部发展环境。**张江高科技园区已发展较为成熟, 生物医药、通信信息、软件、集成电路等产业集群效应明显, 在“双自联动”、综合性国家科学中心建设、张江城市副中心建设的政策推动下, 张江高科各项业务仍有较好的发展空间。
- **优质资产变现能力强。**张江高科拥有大量低成本园区物业, 以原始价格入账, 升值空间较大, 可对债务偿付提供支撑。
- **融资渠道较通畅。**张江高科在资本市场拥有较好的直接融资能力, 同时拥有较多未使用银行授信额度, 融资渠道较为通畅。

主要风险:

- **来自周边园区竞争与分流压力。**商务成本的上升, 加之长三角地区其他城市类似科技产业园区后发优势的逐步显现将会对张江高科技园区的长期发展构成一定客户分流或转移压力。
- **资金平衡压力。**近年来张江高科加大物业持有力度, 且跟踪期内承建的重点项目资金需求量

大，同时对外投资也维持较大规模，公司面临的资金压力上升。

- **资本市场波动风险。**张江高科投资业务受资本市场波动影响较大，公司投资收益稳定性及其持有的已上市股权市值需持续关注。
- **疫情影响。**受 2020 年初新型冠状病毒肺炎疫情的影响，张江高科对受本次疫情影响的租赁客户实施部分租金减免等措施。预计此次新冠肺炎疫情及防控措施将对公司的经营造成一定的暂时性影响。

➤ 未来展望

通过对张江高科及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。



上海张江高科技园区开发股份有限公司
 及其发行的 16 张江 01、16 张江 02、19 张江 01 与 20 张江 01
跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海张江高科技园区开发股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）和（第二期）、2019 年公开发行公司债券（第一期）、2020 年公开发行公司债券（第一期）、（分别简称“16 张江 01”、“16 张江 02”、“19 张江 01”和“20 张江 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据张江高科提供的经审计的 2019 年和未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对张江高科的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。本次跟踪债券及募集资金使用情况如图表 1 所示。其中 2019 年 7 月“16 张江 01”回售金额为人民币 5.35 亿元，同时存续期后两年票面利率上调 68 个基点至 3.63%，并在存续期后两年（2019 年 7 月 26 日至 2021 年 7 月 25 日）固定不变；2019 年 10 月“16 张江 02”回售金额为 6.395 亿元，同时存续期后两年票面利率上调 47 个基点至 3.63%，并在存续期后两年（2019 年 10 月 24 日至 2021 年 10 月 23 日）固定不变。

图表 1. 本次跟踪债券及募集资金使用情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	发行期限	债券余额	票面利率（%）	募集资金用途	募集资金使用情况
20 张江 01	3.70	2020.01.10-2025.01.14	3.70	3.40	偿还有息债务	已按募集资金用途使用完毕
19 张江 01	7.65	2019.11.07-2024.11.11	7.65	3.60	偿还有息债务	
16 张江 02	9.00	2016.10.19-2021.10.24 (3+2)	2.605	3.36	全部用于补充营运资金	
16 张江 01	20.00	2016.07.21-2021.07.26 (3+2)	14.65	3.63	偿还银行借款及补充流动资金	

资料来源：张江高科

该公司外部融资以直接融资为主，截至 2020 年 5 月 6 日公司存续期债券本金余额 61.905 亿元，目前均已按期兑付本金或利息。

图表 2. 公司已发行存续债券概况（单位：亿元、年、%）

序号	债项名称	发行金额	期限	票面利率	发行日期	到期日期	待偿余额
1	20 张江高科 MTN001	10.00	3	2.55	2020-04-14	2023-04-16	10.00
2	20 张江高科 SCP001	8.30	0.4932	1.95	2020-03-12	2020-09-09	8.30
3	20 张江 01	3.70	5	3.40	2020-01-10	2025-01-14	3.70
4	19 张江 01	7.65	5	3.60	2019-11-07	2024-11-11	7.65
5	18 张江高科 PPN001	1.00	3	4.35	2018-12-28	2021-12-28	1.00

序号	债项名称	发行金额	期限	票面利率	发行日期	到期日期	待偿余额
6	18 张江高科 MTN002	3.00	3	4.03	2018-11-02	2021-11-06	3.00
7	18 张江高科 MTN001	10.00	3	4.57	2018-06-29	2021-07-05	10.00
8	17 张江高科自贸区 PPN001	1.00	3	4.80	2017-11-24	2020-11-28	1.00
9	16 张江 02	9.00	3+2	3.36	2016-10-19	2021-10-24	2.605
10	16 张江 01	20.00	3+2	3.63	2016-07-21	2021-07-26	14.65
合计		73.65	-	-	-	-	61.905

资料来源：Wind（截至 2020 年 5 月 6 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债

券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

跟踪期内，上海市持续深化房地产调控，楼市预期进一步回归理性，市场运行总体平稳。

上海作为一线城市，房地产市场总体呈良性发展态势，开发和建设保持较大规模且增速平稳，2019 完成房地产开发投资 4231.38 亿元，较上年增长 4.9%，从房屋类型看，住宅投资 2318.13 亿元，比上年增长 4.1%；办公楼投资 689.36 亿元，下降 0.5%；商业用房投资 457.23 亿元，下降 0.9%。同期房屋在建规模基本稳定，房屋施工面积为 14802.97 万平方米，比上年增长 0.9%，其中，住宅施工面积 7446.43 万平方米，下降 1.0%。在商办项目开工量低位回升的带动下，上海市房屋新开工面积较快增长。全部房屋新开工面积 3063.44 万平方米，比上年增长 14.0%。其中，住宅新开工面积 1572.90 万平方米，增长 6.8%；商办新开工面积 675.70 万平方米，增长 30.5%。

图表 3. 上海市主要房产开发销售指标及增速情况（单位：亿元、万平方米、%）

主要指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1-3 月	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产开发投资	3856.53	4.0	4033.18	4.6	4231.38	4.9	859.97	-8.2
商品房施工面积	15362.25	1.7	14672.37	-4.5	14802.97	0.9	12085.79	2.7

主要指标	2017年		2018年		2019年		2020年1-3月	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
商品房新开工面积	2618.00	-7.8	2687.17	2.6	3063.44	14.0	231.28	-44.3
商品房竣工面积	3387.56	32.8	3115.76	-8.0	2669.67	-14.3	427.48	-41.8
新建商品房销售面积	1691.60	-37.5	1767.01	4.5	1696.34	-4.0	230.38	-27.4
其中：住宅销售面积	1341.62	-33.6	1333.29	-0.6	1353.70	1.5	192.87	-28.3
新建商品房销售额	4026.67	-33.9	4751.5	18.0	5203.82	9.5	—	—
其中：住宅销售额	3336.09	-36.3	3864.03	15.8	4457.16	15.4	—	—

资料来源：上海市统计局

2019 年上海市在“房住不炒”的总基调下，按照“稳地价、稳房价、稳预期”要求，保持政策连续性和稳定性，落实“一城一策”、差别调控的综合措施，完善房地产长效管理机制，楼市预期进一步回归理性，市场运行总体平稳。2019 年新建商品房销售面积 1696.34 万平方米，比上年下降 4.0%，其中，住宅销售面积 1353.70 万平方米，增长 1.5%；办公楼销售面积 100.83 万平方米，下降 31.4%；商业营业用房销售面积 88.48 万平方米，下降 13.0%。从近十年数据看，新建商品房销售面积仍处于历史低位，为 2010 年以来的次低值，仅略高于 2017 年销售水平。

交易总额方面，2019 年，上海市实现新建商品房销售额 5203.82 亿元，同比增长 9.5%，增速较上年下滑 8.5 个百分点，其中，住宅销售额为 4457.16 亿元，同比增长 15.4%，仍处于较高的增长速度。当期新建住宅的销售均价为 32926 元/平方米，从区域均价看，内环线以内 110479 元/平方米，内外环线之间 56322 元/平方米，外环线以外 23988 元/平方米。

2020 年以来，受新型冠状病毒疫情爆发的影响，上海市房地产行业受到一定的冲击。一季度房地产开发投资同比下滑 8.2% 至 859.97 亿元，商品房新开工面积、商品房竣工面积和新建商品房销售面积均呈现较大幅度的下滑。随着疫情逐步控制，预计后续房地产市场将得到改善。

近年来，张江楼市受到多项利好政策影响。根据《上海市城市总体规划（2016—2040）草案》，新增张江为主城副中心，促进园区向城区转变。此外，《上海市浦东新区总体规划暨土地利用总体规划（2017-2035）》提出：张江城市副中心定位为以科创办公和公共服务为功能导向，以配套齐全、交通便捷、宜居宜业、活力开放为环境要求，以科技体验和水绿交融为地区特色的科创型副中心，主要承载科技特色综合公共服务功能。支持举措的出台将带动张江片区进一步完善配套设施及产业人口的导入，有利于该公司在持房地产价值、物业出租率的提升。

（3）区域经济环境

浦东新区作为上海建设国际金融中心、国际航运中心和贸易中心的核心功能区，在上海经济和社会发展中占有重要地位，2019 年经济总量稳定增长，仍位居上海市各区县首位。2020 年初受新冠疫情影响，主要经济指标有一定下滑。

浦东新区作为我国改革开放先行先试区、自主创新示范引领区和现代服务业核心集聚区，目前已经是上海建设国际金融中心、国际航运中心和贸易中心的核心功能区，经济总量多年来均位居上海市各区县首位。2019年，浦东新区实现地区生产总值12734.25亿元，同比增长7.0%；全社会固定资产投资总额2126.06亿元，同比增长6.1%；社会消费品零售总额2454.75亿元，同比增长6.2%；规模以上工业总产值10123.21亿元，同比减少0.3%；外贸进出口总额20514.73亿元，同比减少0.3%；外商直接投资实际到位金额87.68亿美元，同比增长8.2%。

2019年，浦东新区依照市政府要求落实国家战略任务，全面支持临港新片区启动建设，支持新片区推进规划建设、项目落地、功能培育和制度创新，保税区、陆家嘴、金桥、张江、世博等片区功能不断拓展。当年建设长三角资本市场服务基地，拓展股权投资、债券融资、上市培育等功能，对接企业超过2000家，服务科创企业的重要投融资平台初步形成，积极搭建长三角一体化发展功能平台。在全国率先启动“一业一证”改革，首家股份制外商投资性公司等12个全国首创性项目落地，服务业和制造业扩大开放措施新落地413个项目。浦东新区金融、贸易、航运、科技创新核心竞争力不断增强，“沪伦通”正式启动，沪深300股指期权、20号胶期货上市；数字贸易、技术贸易等加快发展，离岸转手买卖贸易结算实现常态化运作；浦东国际机场卫星厅开航启用，东海大桥“5G+自动驾驶”重卡项目示范运营；微软人工智能和物联网实验室、阿里巴巴上海研发中心、强生JLABS实现运营，PNP(Plug&Play)孵化器长三角总部正式启用。同时浦东新区加强城市建设管理，推进重要交通基建，基本形成垃圾分类处理，推进旧区改造，医疗服务完善等，推进建立更加有序、环保的城市环境。

2020年以来，受新型冠状病毒疫情的影响，上海市大部分企业停工停产，经济发展受到一定的冲击，浦东新区主要经济指标均呈现不同幅度的下滑，2020年1-2月，浦东新区实现全社会固定资产投资总额235.83亿元，同比减少4.0%，规模以上工业总产值1190.21亿元，同比减少13.9%，社会消费品零售总额385.04亿元，同比减少23.0%；外贸进出口总额为3038.52亿元，同比减少1.5%。目前国内疫情逐步控制，企业复工复产有序进行，相关负面影响有望减小。

跟踪期内，受电子信息产业和汽车产业景气度低迷影响，园区部分经济指标表现欠佳，但总体上入园企业保有较强的效益和技术竞争优势，且随着张江地标项目启动建设，将进一步提高其品牌影响力。

张江高科技园区是中国国家级高新技术园区，浦东新区四大核心园区（张江高科技园区、陆家嘴、金桥和外高桥开发区）之一，经过二十多年的发展，已逐步形成了集成电路、生物医药、软件及文化创意和新能源、新材料等战略性新兴产业集群。

按照浦东新区功能定位，张江高科技园区以集成电路、软件、生物医药为主导产业，集中体现创新、创业的主体功能。目前，园区内聚焦了富乐胶、微创医疗、沙特基础、蒂森克虏伯普瑞斯坦等跨国公司地区总部；并引进了益科博、林洋电子、中兴派能、中江能源、理想能源等一批具有系统知识产权和影响力的新能源与环保企业。此外，园区加速推进战略性新兴产业，促进集成电路产业转型升级，在吸引世界著名半导体企业尤其是世界级设计企业入驻的同时，促进园区设计企业并购重组。

从张江高科园区具体开发进度看，现阶段，张江北区完成开发并成熟运营多年，主要产业有集成电路、微电子芯片等。张江中区主要包括生物医药基地（药谷）、西部及东部区域，其中生物医药基地、西部区域均基本开发完毕；东部则将成为未来5年内最重要的开发区域，根据规划，东部定位为以生产性服务和城市公共服务为主导功能的市级城市副中心，该区域内将建设张江两座地标建筑。张江南区土地一级开发基本完成，该区域定位为大科学装置中心、大型研究所（中心）。张江核心区以外，主要包括康桥工业园，国际医学园区、张江总部经济园、银行卡产业园、张江东区，定位各有不同。具体情况如下表：

图表4. 张江高科技园区开发区域明细表（单位：平方公里）¹

片区名称	土地面积	主要运作主体	定位
张江北区	22.30	张江集团、张江高科	集成电路、微电子芯片
张江中区	4.70	张江集团、张江高科、医药基地公司、浦东软件园公司	生物医药、人工智能、软件信息、张江城市副中心
张江南区	7.10	张江集团、上海张江国信安地产有限公司	大型科学装置、大型研究所
康桥工业区	22.33	康桥集团	智能制造、工业2.0
国际医学园区	11.80	医学园集团	高端医疗、创新药研发
银行卡产业园	3.25	银行卡公司	数据中心
张江东区	3.04	医疗产业公司	医疗器械
张江总部经济园区	1.94	医药基地公司	生物医药
临港先进制造园区	0.96	上海张江临港投资开发有限公司	量产制造

资料来源：张江高科及公开信息整理

近年来，张江高科技园区主要经济与运营指标均在上海市各开发区中位于前列。2019年，园区企业营业收入7784.20亿元，同比增长7.2%，增速较上年下滑3.0个百分点，主要系第二产业经营收入下滑，当期第二产业实现经营总收入3513.19亿元，下降2.9%；第三产业经营收入4270.71亿元，增长17.2%，保持良好增长。当期企业利润总额和规上工业总产值均出现下滑，分别同比减少11.3%和5.4%，主要系受电子信息产业和汽车产业拖累。总体上入园企业保有较强的效益和技术竞争优势，企业利润总额与经营总收入之比超过9%，高技术产业产值占规模以上工业总产值的比重超过70%。

图表5. 2017年以来张江高科技园区经济发展主要指标及增速（单位：亿元、%）

	2017年		2018年		2019年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
经营总收入	6592.23	13.6	7263.06	10.2	7784.20	7.2

¹ 张江高科技园区的核心区域（北区、中区、南区）由该公司、股东张江集团及张江集团下属其他控股或参股子公司共同运营。园区集成电路产业载体由公司负责运营；张江集团及下属控股子公司上海张江生物医药基地开发有限公司（简称“医药基地公司”）、参股公司上海浦东软件园股份有限公司（简称“浦东软件园公司”）等则更偏重生物医药、软件信息等产业。此外，开发区域也有所不同，公司主要负责张江北区及少量中区的经营开发；张江集团及其他子公司主要负责张江中区及南区的经营开发。此外张江集团下属子公司上海浦东康桥（集团）有限公司（简称“康桥集团”）、上海国际医学园区集团有限公司（简称“医学园集团”）、上海市银行卡产业园开发有限公司（简称“银行卡公司”）、上海张江医疗器械产业发展有限公司（简称“医疗产业公司”）分别对康桥工业区、国际医学园区、银行卡产业园、张江东区等片区进行开发、建设和运营管理。

	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
其中：第二产业经营收入	3612.51	16.2	3618.73	0.2	3513.19	-2.9
第三产业经营收入	2979.72	10.7	3644.33	22.3	4270.71	17.2
企业利润总额	736.67	7.5	798.07	8.3	707.53	-11.3
固定资产投资	250.29	16.0	299.19	19.5	318.55	6.5
其中：工业投资额	133.97	13.4	176.61	31.8	211.21	19.6
规模以上工业总产值	2970.50	10.6	2954.92	-0.5	2796.16	-5.4
其中：高技术产业产值	2102.96	5.4	2103.20	0.00	2011.68	-4.4

资料来源：张江高科

2016 年 2 月，国家发改委、科技部同意上海以张江地区为核心承载区建设综合性国家科学中心，作为上海加快建设具有全球影响力的科技创新中心的关键举措和核心任务。2017 年 8 月，上海市政府正式批复原则同意《张江科学城建设规划》，明确要建设成为中国乃至全球新知识、新技术的创造之地和新产业的培育之地，现代新型宜居城区和市级公共中心，世界一流科学城。2018 年 11 月 28 日，上海集成电路设计产业园正式揭牌，未来将进一步提升张江在集成电路产业的集中度。2019 年底张江地标项目正式启动建设，以打造全上海市最高双子塔地标性建筑为核心，作为张江地区乃至全市的新高度，将极大的提高张江科学城的形象及品牌的显示度。未来，张江高科技园区将依托“双自联动”机制，加快建成具有强大原始创新能力的综合性国家科学中心，着力打造创新环境开放包容、创新主体高度集聚、创新要素自由流动、若干创新成果国际领先的科技城，成为代表中国参与国际高新技术产业竞争的特色品牌。

2. 业务运营

为顺应外部发展机遇，同时根据自身经营战略调整，总体上该公司加大园区物业的保有力度，在确保公司稳定运营的前提下，采取“以租为主，租售结合”的经营模式，2019 年公司物业销售收入有所增长，带动整体营业收入提升。此外，公司对外投资的高科技企业股权投资项目效益持续显现，投资收益对公司经营业绩保持较大贡献。目前公司积极推进张江科学城发展建设，资金需求量大，短期内公司有较大投融资压力。从长期来看，公司将聚焦“区域综合开发和战略新兴产业股权投资”两大主业，依托科技地产、产业投资和创新服务等协同效应的不断增强。

该公司主要从事张江高科技园区（受让地块范围内）的开发与经营业务，同时参与战略新兴产业投资以及园区产业技术支持服务等。2019 年公司加大园区物业的销售力度，同时保持物业租赁的稳定性，当年公司营业收入同比增长 28.60% 至 14.77 亿元。服务业主要是下属子公司形成的少量的基金管理费和资产管理费，总体规模较小；其他业务收入规模相对较小，主要系代收代付水电燃气费等。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 1.34 亿元，较上年同期减少 63.09%，当期收入主要来自园区综合开发（租赁）收入，减少主要系受疫情影响，对园区租户减免了

部分租金²，且当期无物业销售收入所致。

毛利率方面，2019 年该公司实现毛利率 59.12%，较上年同期提升了 14.2 个百分点，主要系毛利率较高的园区综合开发（销售）业务拉动，当期以结转盈利空间较大的张江中区综合物业为主；同时园区综合开发（租赁）业务毛利率随租金上升也稳步增加。2020 年第一季度，公司综合毛利率为 31.33%，较 2019 年下降幅度较大，主要系当期无毛利率较高的销售收入，且由于减免部分租金，园区综合开发（租赁）业务毛利率也有所下滑。

图表 6. 2017 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务收入	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	12.53	100.00	11.48	100.00	14.77	100.00	1.34	100.00
园区综合开发（销售）	3.43	27.34	1.59	13.82	5.40	36.59	—	—
园区综合开发（租赁）	7.43	59.28	8.30	72.27	7.81	52.88	1.06	79.21
服务业	0.07	0.57	0.05	0.43	0.04	0.26	0.01	0.58
其他	1.61	12.81	1.54	13.45	1.52	10.26	0.27	20.22
毛利率	39.50		46.51		59.12		31.33	
园区综合开发（销售）	32.07		57.51		71.71		—	
园区综合开发（租赁）	51.29		53.00		60.27		38.97	
服务业	57.78		43.47		86.43		100.00	
其他	0.03		0.36		7.57		-0.55	

资料来源：张江高科

（1）园区物业开发业务

该公司园区物业开发业务包括张江高科技园区内工业房产、研发楼、孵化楼以及配套商住用房的开发、经营。公司园区物业业务采取租售结合、租赁为主的方式经营，主要客户包括：国家鼓励发展的信息技术、软件、科技文化创意、金融信息服务等行业国际国内著名企业、快速发展的高科技企业、创业阶段的创新型企业等。尤其是诺华、辉瑞、罗氏、汉高等跨国企业研发中心以及天士力、汇仁等国内行业龙头企业研发中心入驻园区，园区产业集聚效应增强的同时，也带动了区域内企业的竞争力和创新水平。近年来，公司主要通过量身定制的方式，为客户提供能贴近其需求的特色物业产品，如 5A 级写字楼和甲级研发办公楼、标准实验室、生态居住区和人才公寓等。

➤ 物业销售

该公司一直专注于从事张江高科技园区内的各类物业开发。作为定制化产品，相关项目周期较长，加之体量较大，销售及交房时点在各年度间不均衡。近几年公司适当寻求区外项目³，涉及周转率相对较高的工业研发类厂房项目及普通商品房，开发项目类

² 受 2020 年初新型冠状病毒肺炎疫情爆发的影响，该公司积极响应上海市政府、浦东新区政府的号召，对受本次疫情影响的租赁客户实施部分租金减免等措施。预计此次新冠肺炎疫情及防控措施将对公司的经营造成一定的暂时性影响。

³ 截至目前，园区外物业已基本售罄，仅四川雅安项目剩余少量车库等未售。

型的多元化一定程度上分散了公司物业品种单一的风险。

为顺应张江科学城的开发建设机遇及该公司“科技投行”的战略转型发展方向，2016年起公司加大对园区物业的保有力度，控制园区物业销售⁴，实行物业资源以租为主，适度销售的策略，同时每年公司会根据实际的经营需要在适当空间调整租售比例。2019年公司房地产业务实现合同销售面积1.72万平方米，实现营业收入5.40亿元，较上年增加3.81亿元。2020年第一季度公司未实现物业销售收入。未来公司将紧紧围绕建设张江科学城的战略，继续加大核心区域物业的持有力度，对于符合张江科学城战略性产业落地客户，才会出售部分物业。园区房产出售放缓将有助于公司储备更多物业资源，但也影响了资金的及时回笼，造成后续融资压力上升。

图表7. 2019年末公司园区综合开发（销售）情况（单位：平方米）

序号	地区	项目	经营业态	可供出售面积	已销售面积
1	上海	集创路200号、银冬路491号3幢	科研	12525.30	12525.30
2	上海	祥科路268号201、202、203、204、205、206、207、208单元及一层104单元	办公商业	3860.42	3860.42
3	雅安	御景雅苑车位	车库	1392.67	128.20
4	雅安	山水豪庭一期车库	车库	10680.99	215.15
5	雅安	山水豪庭二期住宅	住宅	223.49	223.49
6	雅安	山水豪庭二期车库	车库	3060.53	260.87
合计	—	—	—	31743.40	17213.43

资料来源：张江高科

➤ 物业租赁

该公司可租赁资产均位于张江高科技园区内，主要分布在张江西北区、张江集成电路设计产业区和张江中区，物业类型包括工业厂房、科研研发、商业、办公、人才公寓等。2019年公司围绕主导产业和战略性新兴产业，加大招商引资力度，存量资产运营良好，新增跨国地区总部1家（英伟达）、外资研发机构2家（霍尼韦尔、津曼特）、引入1家龙头企业（紫光长存）、新增高成长性总部1家（普兰金融）、引进央企、民企500强、地方国企项目5个。

截至2020年3月末，该公司可供租赁房地产面积122.40万平方米，公司积极盘活存量资产，不断加大招商引资工作力度，并加强对入驻企业的增值服务，近年来处于非推广期的各类物业有效出租率保持80%以上。从承租客户看，公司前五大租户占总租赁收入比重均在3%以内，分散度较高。随着园区基础配套和软环境的日渐成熟，公司物业的附加值不断提升，且可变现能力较强。

➤ 项目开发建设

随着张江北区开发建设的基本完成，近年来该公司持续推进张江集电B区、张江中区等区域项目的开发建设，增加经营性物业存量。截至2020年3月末，公司在建的房产项目共6个，房产建筑面积（含地下面积）合计90.60万平方米，计划总投资151.97

⁴ 园区内物业一般都需要经过浦东新区区委、区政府及相关单位集体审议并在满足各项准入条件后方可完成销售。

亿元，已完成投资 57.83 亿元，后续仍需投入 94.14 亿元；其中张江双子塔项目（东侧）是公司近期的重点项目，由子公司上海灏集建设发展有限公司（简称“灏集建设”）⁵作为建设主体，张江双子塔项目位于张江城市副中心区域，是张江科学城建设的首个超高层项目，由两栋 320 米超高层组成，其中灏集建设负责项目东侧建设⁶，计划总投资 168.49 亿元，2019 年 10 月，灏集建设以 71.37 亿元竞得浦东新区张江中区 58-01、76-02、77-02 地块及 76-03 公共绿地、卓慧路（南段）地下空间地块。其中，58-01 地块即张江双子塔东侧之一，已于 2020 年 3 月份动工，已累计投资 37.99 亿元，主要是支付的土地款。项目建设周期约为 5 年，项目建成后的将兼具办公、酒店、商业等混合业态，成为城市公共活动中心区，由于项目建设尚在初期，后续将需要大量的资金投入。此外，公司目前正在筹划开发集电 B 区 4-2/3-4 项目和火炬园项目的研发楼以及双子塔东侧 76-02 地块、77-02 地块等项目，待开发建筑面积约 83.50 万平方米，计划总投资 135.92 亿元，计划在 2020 年陆续启动建设，上述项目建设资金缺口将主要通过自有资金、银行借款及发行债务融资工具等方式解决，建成后主要通过出租回收成本并获取收益，公司面临较大投融资压力。

图表 8. 2020 年 3 月末公司在建房产开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目开发主体	项目名称	物业类型	占地面积	总建筑面积	计划总投资	开发周期	已累计投资
张江集电	B 区 2-4 地块项目	商办	5.77	26.46	24.89	2017.04-2021.12	10.93
张江集电	B 区 3-7 地块项目	绿地车库	1.10	1.68	0.78	2017.12-2020.08	0.74
张江集电	B 区 3-2 地块项目	研发楼	3.81	23.87	28.43	2019.12-2022.12	3.89
德馨置业	中区 C-7-3 项目	商办	0.91	3.70	4.33	2017.09-2022.02	2.37
思锐	中区 C-7-2 项目	商办	0.84	3.60	4.31	2018.05-2020.06	1.91
灏集建设	中区 58-01 项目	商业/办公/文化	2.48	31.29	89.23	2020.03-2025.03	37.99
合计	—	—	14.91	90.60	151.97	—	57.83

资料来源：张江高科

图表 9. 2020 年 3 月末公司拟建房产开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目开发主体	项目名称	物业类型	占地面积	总建筑面积	计划总投资 ⁷	开发周期
张江集电	B 区 4-2 项目	研发楼	3.51	21.94	19.96	2020.12-2023.12
张江集电	B 区 3-4 项目	研发楼	4.03	25.17	27.97	2020.12-2024.06.
灏巨置业	火炬园项目	研发楼	1.57	7.21	8.74	2020.12-2022.12
灏集建设	中区 76-02 项目	商业/办公/文化/人才公寓	1.48	15.88	40.06	2020.04-2023.12
灏集建设	中区 77-02 项目	商业/办公/文化	1.86	13.30	39.19	2020.04-2023.12
合计	—	—	12.45	83.50	135.92	—

资料来源：张江高科

⁵ 灏集建设于 2019 年 7 月由公司与张江集团共同组建，注册资本 90 亿元人民币，公司与张江集团分别持股 51% 和 49%，截至本报告出具日，公司与张江集团分别按持股比例共同实缴资金 75 亿元，主要从事园区开发与建设运营业务。

⁶ 西侧项目地块由上海东翌置业有限公司（由上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司和上海陆家嘴(集团)有限公司分别持股 60% 和 40%）竞得，并于 2019 年 12 月 24 日已启动开工。

⁷ 其中中区 76-02 项目、77-02 项目已支付土地款约 33 亿元。

(2) 股权投资

该公司在从事园区相关物业开发经营的同时，还依托园区的信息优势，对落户园区有发展潜力的重点项目或企业进行战略性投资，充分分享优秀企业高速成长的收益。

该公司投资收益大部分来自股权转让形成的资本利得和权益法核算的长期股权投资收益。近年来，公司开始聚焦产业投资，专注于生物医药、集成电路、信息技术、金融和智能制造，覆盖张江科学城的主要产业集群。与此同时，重点强化对已投资项目的增值服务和持有管理，适时退出已进入收获期的投资项目，在投资体系中构建了一个良性循环。公司先后完成了对复旦张江、微创医疗、展讯通信的部分股权以及中芯国际、嘉事堂、百事通、点客信息、康莱德全部股权的抛售工作。2019年，公司将持有剩余的康莱德4863万股股票全部出售，获取收益4263万元（税后），退出喜马拉雅投资，获取收益款7303万元。新增投资方面，当年公司对上海浦东科技创新投资基金合伙企业（有限合伙）、杭州经天纬地投资合伙企业（有限合伙）、上海钛米机器人科技有限公司、上海查湃智能科技有限公司、上海科创中心一期股权投资基金合伙企业、华勤通讯技术有限公司、上海酷芯微电子有限公司出资或增资，合计新增投资5.51亿元。

2020年第一季度，该公司获得投资收益4.48亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益（公司下属合营企业Shanghai ZJ Hi-Tech Investment Corporation持有的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（微创医疗股票）本期公允价值上升幅度较大，使得公司按权益法确认的该合营企业长期股权投资收益较上年同期显著增加）；同时新增上海锐翌生物科技有限公司和杭州创徒股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资款0.20亿元和0.08亿元。

图表 10. 2017年以来公司投资收益明细（单位：万元）

类别	年份	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
权益法核算的长期股权投资收益		35356.97	29376.24	22037.00	44581.35
处置长期股权投资产生的投资收益		0.12	4963.57	—	—
其他非流动金融资产持有期间收益		—	—	18407.77	—
交易性金融资产持有期间收益		—	—	124.45	—
交易性金融资产处置收益		—	—	4582.72	—
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益		29.56	19.38	—	—
持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益		7721.89	13825.43	—	—
处置可供出售金融资产等取得的投资收益		12878.30	11296.56	—	—
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得		—	—	—	—
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益		—	12.23	—	—
理财产品的投资收益		2075.83	2413.96	5271.15	—
委托贷款利息收入		1444.57	733.41	898.44	238.31
合计		59507.23	62640.78	51321.53	44819.66

资料来源：张江高科

目前，该公司仍直接或间接持有复旦张江、川河集团、汉世纪创投等多家企业和股权投资基金的股份。公司一般以原始股形式认购，初始成本较低，一旦以市场公允价值实现股权转让，将给公司带来较好的投资回报。同时，此类投资的回报周期和收益受国内市场 IPO 进展及二级市场行情的影响较大。

图表 11. 公司主要股权投资情况（单位：万元、%）

项目	上市情况	初始投资成本	2019年末账面余额	2019年末持股比例	2019年投资收益	2020年3月末账面余额	2020年3月末持股比例	2020年第一季度投资收益	2020年3月末入账科目
上海复旦张江生物医药股份有限公司	是 (HK:01349)	HKD546.92	2414.29	0.74	-	2534.36	0.74	-	交易性金融资产
上海浦东新区张江科技小额贷款股份有限公司	否	12,225	12,597.74	15.00	981.04	12,597.74	15.00	-	其他非流动金融资产
上海科创中心一期股权投资基金合伙企业（有限合伙）	不适用	30,000	50,003.00	7.67	931.22	50,003.00	7.67	-	其他非流动金融资产
上海金融发展投资基金（有限合伙）	不适用	19,454	15,982.44	5.94	2,660.11	15,674.40	5.94	-	其他非流动金融资产
上海金融发展投资基金二期(壹)(有限合伙)	不适用	9,510	10,377.50	6.67	1,385.86	10,377.50	6.67	-	其他非流动金融资产
上海武岳峰集成电路股权投资合伙企业（有限合伙）	不适用	20,533	23,288.00	3.70	2.41	23,458.49	3.70	-	其他非流动金融资产
上海微电子装备（集团）股份有限公司	否	22,345	18,353.26	10.78	-	18,353.26	10.78	-	其他非流动金融资产
上海源星胤石股权投资合伙企业（有限合伙）	不适用	20,000	20,422.47	14.89	241.84	16,498.97	14.89	-	其他非流动金融资产
上海张江微电子港有限公司	否	69,582	102,102.59	49.50	4,417.03	102,102.59	49.50	-	长期股权投资
川河集团有限公司	是 (00281.HK)	HKD18158.43	65,476.35	29.90	2,923.42	66,735.18	29.90	-50.52	长期股权投资
张江汉世纪创业投资有限公司	否	19,320	5,027.12	30.00	-454.29	5,044.24	30.00	17.13	长期股权投资
Shanghai ZJ Hi-Tech Investment Corporation	否	HKD29737.93	95,423.83	50.00	15,793.72	141,955.32	50.00	44,184.96	长期股权投资
上海数讯信息技术有限公司	否	1,899	21,054.73	28.96	2,241.81	21,591.68	28.96	536.95	长期股权投资
上海光全投资中心（有限合伙）	不适用	23,360	14,067.43	40.00	-1,367.50	14,067.43	40.00	-	长期股权投资

资料来源：张江高科

为保持可持续发展，该公司一方面不断梳理存量股权，持续变现已上市金融资产，增强资金实力；另一方面，依托园区产业背景，整合孵化资源，逐步进入高科技产业运营，支持园区企业创新成果走向产业化，同时与社会资本、专业投资团队合作，参与行业基金，扩大投资能级。

（3）服务业

该公司服务业收入主要是少量的基金管理费、物业管理费等收入，2019年及2020年第一季度分别获得0.04亿元和0.01亿元的服务业收入。

在国家“双创”政策的驱动下，该公司不断升级运营服务理念，2015年5月推出创业服务平台“895创业营”，在全国范围内征集优质创业项目，重点关注智能硬件、生物医药大健康等领域，对接和服务初创企业，提供包括投贷联动、创业陪练等创业服务。2019年895创业营定位为集成电路专场，专注服务于集成电路产业上下游各环节的优质创业项目。当年完成天之骄子B栋孵化器的改造、客户安置和回迁工作，并落实政府孵化减税政策、孵化器成本补贴全覆盖，为孵化企业举办多场小微企业政策宣讲会。目前公司已获得科技部认定的国家级科技企业孵化器资质，895孵化器能级获进一步提升。虽然该项服务目前未能直接产生收入，但在打造创新创业生态圈、完善公司自身投资链、引导战略性客户入住园区等方面具有重要意义。

此外，该公司积极探索与园区高校、行业协会、专业产业机构、金融机构等合作，建立产业服务联盟，如：上科大、复旦大学、北大微电子学院、伯克利张江创新中心、上海集成电路行业协会、集微网、芯谋研究、银行、投资基金等。同时提升园区整体配套。通过天之骄子商业品质提升和去化、集电港一期商业招租、园区食堂更新、园区班车采用免费上车模式并优化路线班次等，进一步优化园区配套环境。

管理

跟踪期内，该公司产权状况保持稳定，治理结构、组织架构和管理制度等未发生重大变化。

跟踪期内，该公司仍由上海张江（集团）有限公司（简称“张江集团”）控股，截至2020年3月末，张江集团持股比例为50.75%，公司实际控制人仍为上海市浦东新区国有资产监督管理委员会。

根据该公司本部2020年4月1日《企业信用报告》所载，公司本部不存在不良信贷情况。根据子公司张江集电2020年4月1日的《企业信用报告》，张江集电未结清贷款中不存在不良信贷，已结清信贷中含有6笔关注类记录，包括5笔信贷和1笔票据贴现，均已正常收回或结清。此外，2020年5月7日根据国家企业信用信息系统、全国法院失信被执行名单及国家税务总局等网站查询，公司本部于2014年12月8日因排放的污水水质超标被浦东新区城管执法局处行政处罚；张江集电因2015年未及时披露年报列入经营异常，补报后移出经营异常名录，此外无其他不良情况。

财务

跟踪期内，得益于吸收外部投资和经营积累，该公司权益资本明显增厚，财务杠杆仍稳定在合理水平；随着承建项目量加大，公司外部融资需求快速上升，负债规模持续攀升，以租赁为主的经营模式将进一步加大其资金及业绩压力。公司资产质量较好，拥有大量园区物业、优质股权、短期理财产品等可变现资产，加之公司作为A股上市公司，具备一定财务弹性。此外，公司营业毛利虽波动明显，但得益于大额投资收益，经营业绩总体保持良好。

1. 公司财务质量

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

该公司 2019 年度财务报表采用《关于修订 2019 年度一般企业财务报表决式的通知》（财会[2019]6 号）和《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会[2019]16 号）相关规定，公司自 2019 年 1 月 1 日采用《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会[2017]7 号）、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》（财会[2017]8 号）、《企业会计准则第 24 号——套期会计》（财会[2017]9 号）以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会[2017]14 号）相关规定，自 2019 年 6 月 10 日采用《企业会计准则第 7 号——非货币性资产交换》（财会[2019]8 号）相关规定，自 2019 年 6 月 17 日采用《企业会计准则第 12 号——债务重组》（财会[2019]9 号）相关规定，公司根据上述规定，将审计报告做相应调整。

2019 年，该公司为推进浦东康桥区域产业转型升级，设立全资子公司上海张江智芯城市建设有限公司（简称“张江智芯”），注册资本 5.00 亿元，从事区域用地开发建设和运营、收购区域存量物业；为推进张江城市副中心建设，公司与张江集团共同出资组建灏集建设，主要从事园区开发与建设运营业务。2019 年末合并范围子公司较上年末增加 2 家。2020 年第一季度，公司合并报表范围未发生变动。

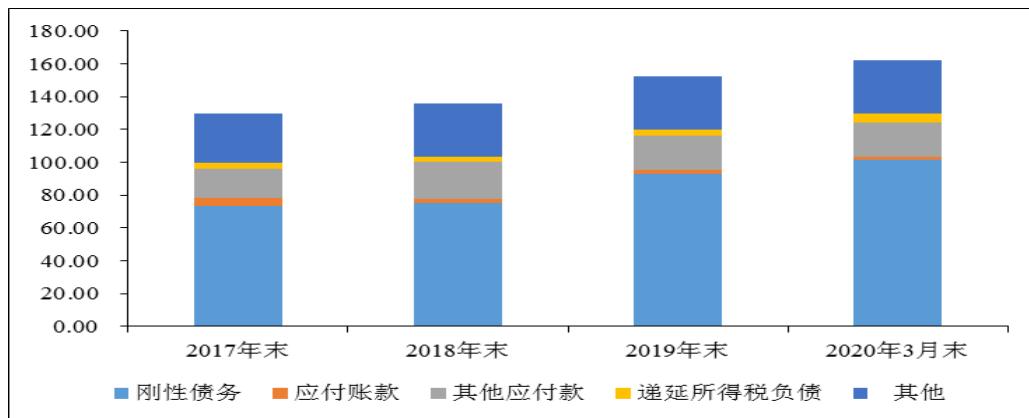
2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，随着张江科技园区重点项目的开建，该公司负债规模进一步加大，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 125.16 亿元和 134.52 亿元，其中非流动负债占比分别为 50.29% 和 55.97%，同期末资产负债率分别为 48.86% 和 50.04%，财务杠杆控制较好。

从负债结构看，2019 年末该公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和递延所得税负债构成，占比分别为 74.29%、2.01%、16.40% 和 3.16%。当年末刚性债务达 92.98 亿元，较上年末增长 23.85%，其中短期债务明显增大，占刚性债务的比重较上年末增加 13.02 个百分点至 38.69%，主要系融入短期借款以支付土地款，后期公司计划通过发债予以置换。应付账款主要是未结算的工程款项，2019 年末为 2.52 亿元，规模较上年末基本持平；其他应付款形成于预提土地增值税、往来款和押金保证金等，2019 年末较上年末减少 8.43% 至 20.52 亿元，其中预提土地增值税 12.89 亿元，占其他应付款的比例为 62.82%，此外还包括关联方往来 3.38 亿元、押金保证金 2.30 亿元等；递延所得税负债形成于公司采用估值法后金融资产的公允价值变动和境外投资收益增加预提的所得税，2019 年末为 3.96 亿元，较上年末增长 16.25%。

图表 12. 2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司负债结构情况（单位：亿元）



注：根据张江高科提供的数据整理、绘制

2020 年 3 月末，该公司加大融资力度，期末负债总额较上年末增长 7.49% 至 134.52 亿元，其中，刚性债务进一步增长至 101.65 亿元（短期刚性债务 33.40 亿元）。随着工程款的结算，应付账款较上年末减少 20.21% 至 2.01 亿元；递延所得税负债较上年末增长 27.99% 至 5.06 亿元，主要是公司合营企业持有的微创医疗股票价格上升计提的所得税增加所致；其他科目较上年末变动不大。

A. 刚性债务

该公司融资渠道主要为银行借款和发行债券，承债主体主要为公司本部和子公司张江集电。近年来公司偏重于债券市场融资，2020 年 3 月末，公司刚性债务合计 101.65 亿元，其中，银行借款和发行债券分别为 40.69 亿元和 60.93 亿元。银行借款包括信用借款和张江集电的项目贷款，分别为 33.75 亿元和 6.94 亿元，银行借款利率集中在 4% 左右；截至 2020 年 5 月 6 日，公司存续债券待偿余额为 61.905 亿元，主要是中期票据、公司债及 PPN 等债券，发行利率集中在 3%-5% 之间，到期时间集中于 2021 年。从债务偿还时间来看，自 2020 年 3 月末起，未来 1-3 年内需要偿还的债务金额分别为 33.40 亿元、37.87 亿元和 29.21 亿元，存在一定集中偿付压力。

B. 或有负债

上海育华投资集团有限公司（简称“育华公司”）与该公司子公司上海张江创业源科技发展有限公司（简称“创业源公司”）于 2008 年签订《商品房预售合同》，后由于创业源公司无法办理涉案房屋的房产证，育华公司诉讼创业源公司违约，截至本报告出具日，该案件一审尚未判决。

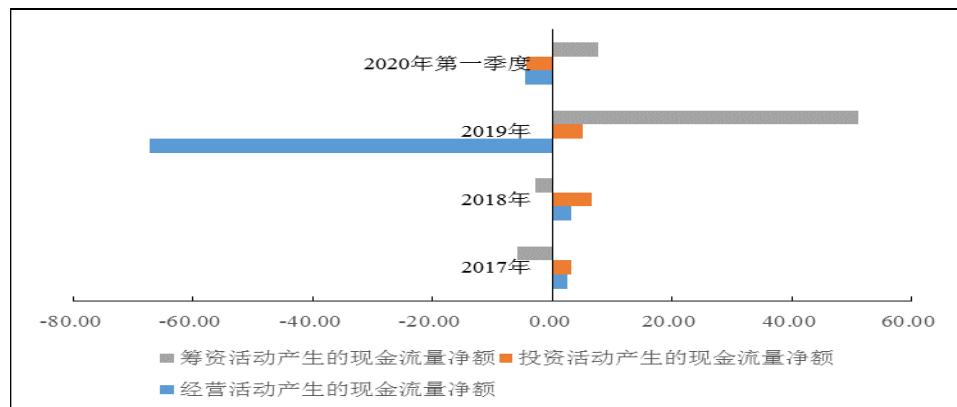
（2）现金流分析

跟踪期内，该公司主业资金回笼较为及时，2019 年营业收入现金率为 108.84%，较上年提升了 8.21 个百分点，当年公司下属子公司灏集建设启动张江双子塔项目购入地块支出 71.37 亿元资金，致使当年经营性现金净流出规模较大，当期经营性现金净流出 67.32 亿元；投资活动方面，当期公司取得投资收益收到的现金有所减少，导致投资活动产生的现金流量净额减少 21.98% 至 5.06 亿元；筹资活动方面，因公司与张江集团共同组建灏集建设从而吸收少数股东投资 36.75 亿元，且张江西北区、集电港区域、中区、

张江城市副中心多区域共同推进，外部融资力度加大，致使当期筹资性现金表现为较大额度的净流入 51.19 亿元。

2020 年第一季度，因疫情爆发带动的租售现金流流入同比减少 58.14% 至 1.43 亿元，且随着项目建设投入较多，带动经营性现金净流出 4.45 亿元；当期投资活动主要表现为投资支出 4.88 亿元，主要系购买的短期理财产品，当期投资活动产生的现金流量金额为 -4.45 亿元；筹资活动由于取得较多借款仍表现为净流入状态，当期筹资活动产生的现金流量净额为 7.67 亿元。

图表 13. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：张江高科

2019 年，该公司 EBITDA 为 11.03 亿元，对利息支出的覆盖程度尚可，对刚性债务的覆盖程度略低；公司具有一定盈利能力，经营现金回笼较好，但由于 2019 年项目建设支出较大，造成公司经营性现金流可对债务偿付能力有所减弱，对外部融资的依赖性增强。

图表 14. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年末	2018 年末	2019 年末
EBITDA/利息支出(倍)	2.85	3.04	3.40
EBITDA/刚性债务(倍)	0.11	0.12	0.13
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	4.85	5.88	-123.81
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	3.50	4.22	-80.11
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	10.64	18.04	-114.50
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	7.68	12.95	-74.09

资料来源：张江高科

(3) 资产质量分析

跟踪期内，受益于吸收投资和自身经营积累，该公司自有资本实力持续增强，2019 年末公司所有权益较上年末增长 46.60% 至 131.02 亿元，主要是公司与张江集团共同组建灏集建设而吸收投资 36.75 亿元所致；公司其他综合收益同比减少 93.98% 至 0.24 亿元，主要系 2019 年 1 月 1 日起，公司施行新金融工具准则，原计入其他综合收益的金融资产公允价值变动金额，计入期初未分配利润；同期末公司未分配利润增长 24.44% 至 45.03 亿元。2020 年 3 月末，随着公司经营积累，所有者权益较上年末增长 2.52% 至 134.32 亿元，期末实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别为 15.48 亿元、

26.36亿元、47.94亿元和37.96亿元，占所有者权益的比重分别为11.82%、20.12%、34.37%和28.97%，权益资本稳定性一般。

2019年末该公司资产总额为256.17亿元，同比增长30.30%，主要系存货规模大幅增加所致。从资产结构看，公司流动资产仍主要由货币资金和存货构成，2019年末分别占流动资产总额的6.34%和44.45%。当年末货币资金存量有所下降，主要系项目建设投入加大所致，期末扣除受限货币资金后的可动用货币资金余额为16.19亿元。存货以物业开发成本和开发产品为主，2019年末较上年末增长162.30%至113.86亿元，主要是灏集建设拍下张江双子塔项目(东侧)土地支出71.37亿元所致，当年末存货包括15.15亿元已完工开发产品和98.86亿元在建开发产品。其他流动资产主要系理财产品，期限基本在3个月之内，年化收益率集中在3%-4%区间，2019年处置较多的理财产品，期末其他流动资产较上年末减少61.71%至2.38亿元。此外，随着回收力度加大，应收账款继续减少，2019年末为1.89亿元。公司其他应收款主要系项目前期开发暂付款、关联方往来款、备用金、押金保证金等，2019年末为1.86亿元，规模基本与上年持平。

该公司非流动资产集中于可供出售的金融资产（其他非流动金融资产）、长期股权投资和投资性房地产。2019年根据新金融工具准则，可供出售金融资产调整至其他非流动金融产品科目，当期末其他非流动金融资产较2018年末的可供出售金融资产增加4.55亿元，主要系当期新增对科创投资基金、钛米机器人、酷芯微电、华勤通讯等投资额5.16亿元及期末非流动金融资产估值调减0.71亿元，年末其他非流动金融资产包括权益工具投资8.03亿元和基金投资14.66亿元；长期股权投资均系对张江高科技园区内合营及联营企业的投资，近年来公司加大对外投资管理力度，注重对外投资的质量，并对以前年度形成的部分不良投资进行了集中清理，长期股权投资的潜在损失风险较小，规模较为稳定，2019年末长期股权投资为33.11亿元。2019年末投资性房地产为56.97亿元，全部为已出租的建筑物原始成本扣除折旧后的净值，该部分资产以原始成本计价，相对于目前的房产市场价格，资产升值空间较大，且具有较强的变现能力。

图表 15. 2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司资产构成情况（单位：亿元）

业务类型	2017年末		2018年末		2019年末		2020年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资产合计	189.83	100.00	196.60	100.00	256.17	100.00	268.82	100.00
流动资产合计	81.23	42.79	82.57	42.00	136.54	53.30	145.07	53.96
货币资金	20.22	10.65	27.28	13.88	16.24	6.34	15.05	5.60
存货	51.12	26.93	43.41	22.08	113.86	44.45	118.54	44.10
非流动资产合计	108.60	57.21	114.03	58.00	119.63	46.70	123.75	46.04
可供出售金融资产/其他非流动金融资产	20.82	10.97	18.14	9.23	22.69	8.86	22.58	8.40
长期股权投资	33.97	17.90	34.71	17.66	33.11	12.93	37.93	14.11
投资性房地产	46.52	24.51	54.30	27.62	56.97	22.24	56.35	20.96

资料来源：张江高科

2020年3月末，该公司资产规模较上年末增长4.95%至268.85亿元，其中交易性金融资产较上年末增加4.61亿元，主要是增加短期理财产品。长期股权投资较上年末

增长 14.57% 至 37.93 亿元，主要是下属合营企业 Shanghai ZJ Hi-Tech Investment Corporation 持有的微创医疗股票价格升值所致。其他科目较上年末变动不大。

(4) 流动性/短期因素

该公司流动资产对流动负债的覆盖能力较好，但大量资金沉淀于项目建设，且项目建设周期偏长，存货周转速度较慢，速动比率偏弱。公司资产质量总体较好，拥有较大规模低成本的园区物业，能对债务的偿付形成支撑。

图表 16. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	134.80	177.48	219.47	244.97
现金比率（%）	34.00	59.14	26.50	33.60
短期刚性债务现金覆盖率（%）	57.65	142.76	45.82	59.59

资料来源：张江高科

截至 2020 年 3 月末，该公司受限资产合计 19.65 亿元，占总资产的比重为 7.31%，受限资产主要是保证金 485.70 万元和存货-开发成本及投资性房地产抵押贷款 19.60 亿元。

图表 17. 截至 2020 年 3 月末公司受限资产情况（单位：万元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	485.70	0.32	保证金
存货	109326.40	9.22	抵押贷款
投资性房地产	86698.24	15.39	抵押贷款
合计	196510.34	-	-

资料来源：张江高科

3. 公司盈利能力

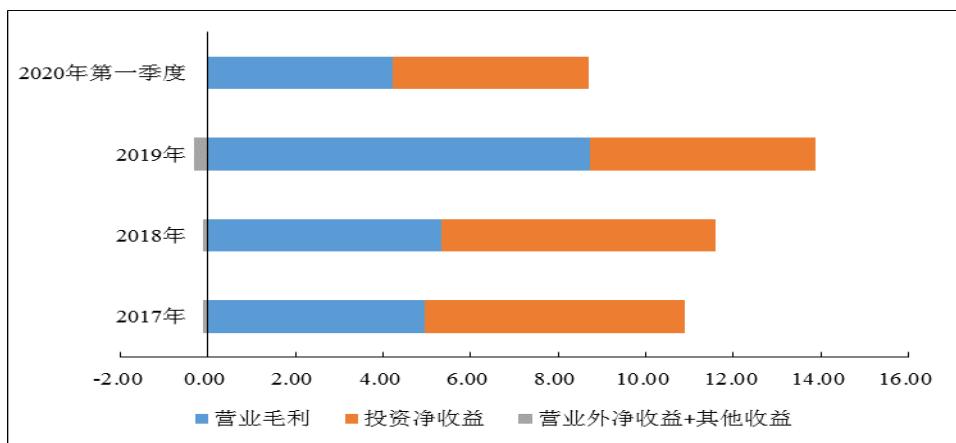
2019 年在园区综合开发（销售）收入拉动下，该公司营业收入增加较多，且当年业务综合毛利率也有所提升，当年实现营业毛利 8.73 亿元，较上年提升了 3.39 亿元。

期间费用方面，该公司通过实行全面预算管理制度，对各项期间费用实施严格管理，然而“以租为主，租售结合”的经营模式延长了公司的现金回笼期，大量项目建设资金缺口依赖外部融资弥补，形成较大的财务费用，2019 年财务费用为 2.48 亿元，期间费用为 3.47 亿元，当期期间费用率为 23.47%，仍处于较高水平，对营业收入形成一定的侵蚀。此外，公司金融资产投资产生的投资收益仍对净利润形成重要的补充，当期实现投资收益 5.13 亿元；公司公允价值变动损益形成于持有的上市公司股票价格波动及非流动金融资产估值调整，2019 年为 -0.59 亿元。同期公司实现净利润 5.83 亿元，同比增长 6.72%。从资产的获利能力看，相对于较大的资产规模，公司报酬率较低，当期总资产报酬率和净资产报酬率分别为 4.83% 和 4.82%。

2020 年第一季度，受新型冠状病毒疫情爆发的影响，该公司响应国家政策减免部分企业的租金，造成营收规模下滑较多，当期仅实现 0.42 亿元的毛利，期间费用为 0.83

亿元，占营业收入的比例为 61.60%；但当期实现投资收益 4.48 亿元，为公司利润提供了重要的补充，同期实现净利润 2.92 亿元，同比增长 79.49%。

图表 18. 公司 2017 年以来收益贡献构成情况（单位：万元）



资料来源：张江高科

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司定位于园区开发，积极拓展相关业务，并构建了一条完整的产业链，形成园区开发为主体、战略新兴产业投资为两翼的产业布局。跟踪期内，公司经营业绩总体保持良好。且受益于吸收投资和经营积累，公司权益资本明显增厚，财务杠杆仍维持在合理水平。

2. 外部支持因素

该公司作为 A 股上市公司，具有一定的资本市场融资能力。同时，公司与多家商业银行间合作关系良好，信贷融资渠道较为通畅。截至 2020 年 3 月末，公司已获得各银行授信总额度为 234.90 亿元，尚未使用的授信额度为 196.21 亿元。

跟踪评级结论

2019 年浦东新区经济保持增长，张江科技园区作为浦东新区核心区域之一，继续得到政府的大力支持。该公司定位于园区综合开发，积极拓展相关业务，并构建了一条完整的产业链，形成园区综合开发为主体、高科技投资及服务为两翼的产业布局。园区核心区域经过多年开发基本成熟，吸引了一大批国内外知名企业入驻，产业聚集效应明显。

为顺应外部发展机遇，同时根据自身经营战略调整，总体上该公司加大园区物业的保有力度，在确保公司稳定运营的前提下，采取“以租为主，租售结合”的经营模式，2019 年公司物业销售收入有所增长，带动整体营业收入提升。此外，公司对外投资的高科技企业股权投资项目效益持续显现，投资收益对公司经营业绩保持较大贡献。目前公

司积极推进张江科学城发展建设，资金需求量大，短期内公司有较大投融资压力。从长期来看，公司将聚焦“区域综合开发和战略新兴产业股权投资”两大主业，依托科技地产、产业投资和创新服务等协同效应的不断增强。

跟踪期内，得益于吸收外部投资和经营积累，该公司权益资本明显增厚，财务杠杆仍稳定在合理水平；随着承建项目量加大，公司外部融资需求快速上升，负债规模持续攀升，以租赁为主的经营模式将进一步加大其资金及业绩压力。公司资产质量较好，拥有大量园区物业、优质股权、短期理财产品等可变现资产，加之公司作为A股上市企业，具备一定财务弹性。此外，公司营业毛利虽波动明显，但得益于大额投资收益，经营业绩总体保持良好。

同时，我们仍将持续关注（1）长三角地区其他城市类似科技产业园区后发优势对张江高科技园区构成的客户分流或转移压力；（2）宏观经济政策、房产市场供需的变化对该公司园区物业销售部分的收益水平带来的风险；（3）公司加大物业收储和持有力度对整体资金链造成的影响；（4）可供出售金融资产的市场价格波动对公司盈利的影响；（5）公司重点项目双子塔东侧项目后续投融资需求以及其资金回笼情况；（6）新冠疫情对公司业务开展的影响情况。

附录一：

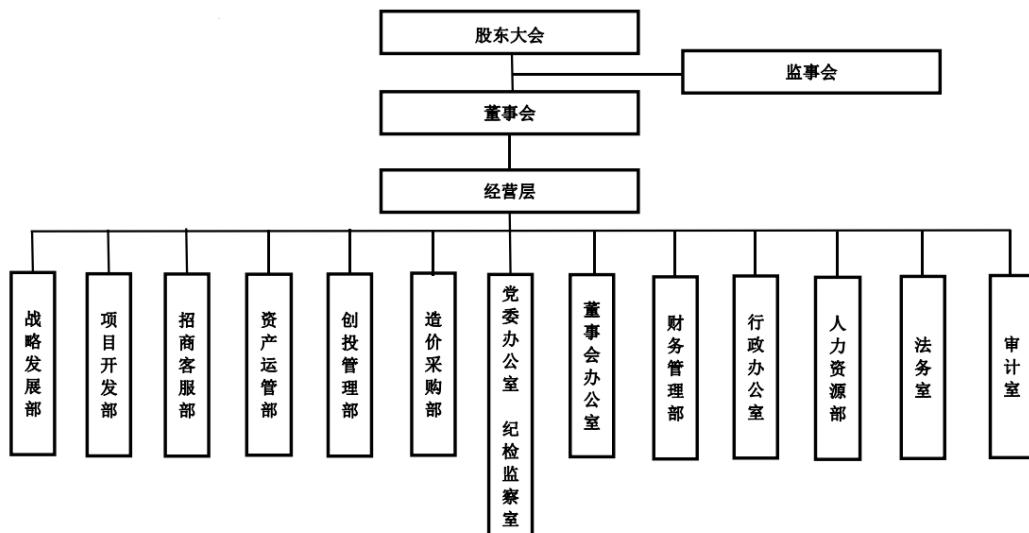
公司股权结构图



注：根据张江高科提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据张江高科提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	189.83	196.60	256.17	268.85
货币资金 [亿元]	20.22	27.28	16.24	15.05
刚性债务[亿元]	73.66	75.08	92.98	101.65
所有者权益 [亿元]	86.35	89.37	131.02	134.32
营业收入[亿元]	12.53	11.48	14.77	1.34
净利润 [亿元]	4.62	4.98	5.31	2.92
EBITDA[亿元]	8.47	8.98	11.03	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.58	3.14	-67.32	-4.45
投资性现金净流入量[亿元]	3.08	6.49	5.06	-4.45
资产负债率[%]	54.51	54.54	48.86	50.04
长短期债务比[%]	71.72	130.49	101.17	127.12
权益资本与刚性债务比率[%]	117.23	119.04	140.90	132.15
流动比率[%]	134.80	177.48	219.47	244.97
速动比率[%]	49.85	84.03	36.35	44.75
现金比率[%]	34.00	59.14	26.50	33.60
短期刚性债务现金覆盖率[%]	57.65	142.76	45.82	59.59
利息保障倍数[倍]	2.82	3.01	3.37	—
有形净值债务率[%]	120.12	120.23	95.68	100.31
担保比率[%]	—	—	—	—
毛利率[%]	39.50	46.51	59.12	31.33
营业利润率[%]	45.96	55.22	57.85	303.87
总资产报酬率[%]	4.41	4.61	4.83	—
净资产收益率[%]	5.40	5.67	4.82	—
净资产收益率*[%]	5.61	6.34	6.45	—
营业收入现金率[%]	97.07	100.63	108.84	106.39
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.85	5.88	-123.81	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.50	4.22	-80.11	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.64	18.04	-114.50	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	7.68	12.95	-74.09	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.85	3.04	3.40	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.12	0.13	—

注：表中数据依据张江高科经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计)×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

- 注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准
- 注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他长期债务
- 注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。