

2011年8月30日

张江高科

业绩大幅下滑，明星团队促转型

持有

A

600895.SS - 人民币 9.59

目标价格: 人民币 10.21 (▼11.06)

田世欣*

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	9	(6)	(0)	(2)
相对新华富时A50指数(%)	17	(2)	6	5

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,549
流通股(%)	46
流通股市值(人民币 百万)	6,833
3个月日均交易额(人民币 百万)	78
11年预测净负债比率(%)	101
11年评估净资产值	13.61
主要股东(%)	
上海张江集团有限公司	54

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*袁豪为本报重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

公司 2011 年上半年主营业务收入同比下滑 40.5%至 5.15 亿元, 净利润下滑 93.2%至 2,057 万元, 合每股收益 0.013 元, 大幅低于我们的预期。我们出于谨慎考虑下调了盈利预测, 并将目标价由 11.06 元调降至 10.21 元, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- 上半年主营业务收入同比下滑 40.5%至 5.15 亿元, 净利润下滑 93.2%至 4.78 亿元, 合每股收益 0.013 元, 大幅低于我们的预期。
- 上半年投资收益达 2,749 亿元, 同比大幅下降 73%。但考虑到庞大的项目储备、明星团队的管理以及有望首批进入新三板扩容名单, 未来创投业务的盈利和 NAV 贡献将非常可观。
- 上半年财务费用和负债率进一步大幅提高, 处于行业较高水平。

评级面临的主要风险

- 房地产行业的宏观调控政策和公司以现房整售为主的销售方式导致我们预测的不确定性。

估值

- 公司 2011 年每股 NAV 为 13.61 元。我们将目标价由 11.06 元下调至 10.21 元, 相当于 24.1 倍的 2011 年市盈率和 25% 的 NAV 折价, 维持持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,159	1,362	1,915	2,566	3,204
变动(%)	-	(37)	41	34	25
净利润(人民币 百万)	717	776	654	940	1,402
全面摊薄每股收益(人民币)	0.463	0.501	0.423	0.607	0.905
变动(%)	-	8.2	(15.6)	43.6	49.2
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.469	0.637	0.919
调整幅度(%)	-	-	(9.9)	(4.7)	(1.5)
全面摊薄市盈率(倍)	20.7	19.1	22.7	15.8	10.6
每股现金流量(人民币)	(0.44)	(0.55)	(0.12)	(0.33)	0.28
价格/每股现金流量(倍)	(21.9)	(17.4)	(18.4)	(41.6)	15.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	24.1	18.1	13.6	9.8
每股股息(人民币)	0.300	0.100	0.148	0.243	0.407
股息率(%)	3.1	1.0	1.5	2.5	4.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

净利润同比大幅减少 93.2%

报告期内，公司实现营业收入 5.15 亿元，比上年同期减少 40.5%；实现归属于母公司所有者的净利润 2,057 万元，比上年同期减少 93.2%；合每股收益 0.013 元，比上年同期减少 93.2%，大幅低于我们的预期。

我们认为公司业绩大幅减少的主要原因是：（1）由于报告期内部分已签约销售物业尚未达到会计收入确认条件，园区物业销售收入同比减少 4.00 亿元；（2）受上半年度金融机构贷款利率上调的影响，本期计入财务费用的利息支出较上年同期增加了 0.60 亿元；（3）本期投资收益较上年同期有所减少，同比减少了 0.77 亿元。

图表 2. 半年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动%
营业收入	865	515	(40.50)
营业成本	(337)	(238)	(29.58)
营业税	(49)	(29)	(40.01)
毛利润	479	248	(48.25)
其他收入	0	(4)	(3456.68)
销售费用	(21)	(14)	(34.83)
管理费用	(36)	(31)	(15.27)
营业利润	422	199	(52.77)
投资收益	108	29	(72.98)
财务费用	(129)	(192)	48.70
营业外收支	1	0	(68.46)
税前利润	401	37	(90.84)
所得税	(67)	1	(101.91)
少数股东权益	(30)	(17)	(41.87)
归属上市公司股东净利润	304	21	(93.23)
主要比率(%)			
毛利率	55	48	
经营利润率	49	39	
净利率	35	4	

资料来源：公司数据，中银国际研究

租赁业务稳定增长，销售业务波动较大

物业销售业务未达预期。本期实现园区物业销售收入 1.78 亿元，同比减少 4.00 亿元，较上年同期大幅下降 69.24%。这主要是由于销售计划的实施、收入的确认在年内各季存在不均衡性所致。金秋大厦项目的整售将在下半年贡献约 4.3 亿元的销售收入，下半年物业销售业务收入将略有改观。

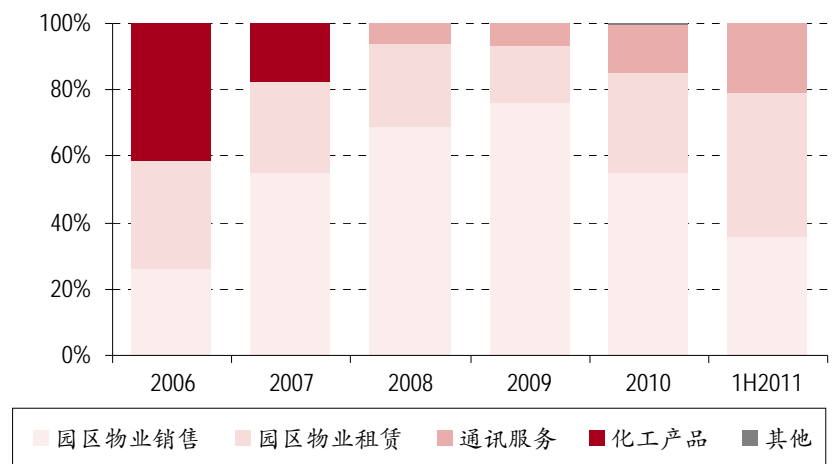
物业租赁业务保持稳定增长。本期实现园区物业租赁收入

2.12 亿元，较上年同期增加了 2,806 万元，同比上升了 15%。报告期内公司部分新建成物业投入营运，使物业租赁收入较上年同期有所增加，公司拥有的其他存量租赁物业继续保持较高的出租率。

通讯服务业务持续增长势头。本期实现通讯服务收入约 1.05 亿元，较上年同期增加了 1,911 万元，同比增长 22.62%。此项业务虽然占比较小，但同样受益于张江园区的产业氛围，依托于园区内庞大的客户群体，09 年、10 年收入连续两年同比增长 30% 以上。

总体来讲，公司的主营业务的构成近年来也逐渐成形，三大业务的比重也逐渐稳定，形成了物业租售并举、通讯服务辅助的模式。不过，由于公司现在物业开发的项目还较少，同时加上公司物业销售基本上为现房销售和商办楼的大宗销售，物业销售业务的波动性较大。

图表 3. 公司历年主营业务收入构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

明星团队引领战略转型，创投业务未来贡献可观

在继原上海通用总经理丁磊出任张江高科董事长之后，今年7月巨人网络集团董事长兼CEO史玉柱和云峰基金创始人虞锋也入主张江高科，成为公司独董，这支明星管理团队进一步壮大。史玉柱、虞锋两人都是创投高手，前者擅长网络游戏行业，后者熟悉文化创意产业，同时两者又都是云峰基金的组建者，此次变动很明确地显示了公司加码创投业务的意图。而公司也确实表示，新一届董事引进史玉柱和虞锋等成功的企业家和投资家，就是为了实现张江高科的战略转型，即从园区开发服务商进一步转变为科技引领、产业投资者。

在这万事俱备只欠东风之际，据悉近期新三板试点扩容方案和配套政策的框架已经悉数制定完毕，方案的推出已经进入了读秒阶段。作为有望首批进入新三板扩容名单的张江高科而言，园区如果与新三板成功对接，一方面，对于园区企业而言创造了一个极好的融资渠道，大量高新技术企业可能成为挂牌交易公司，这将有利于提高园区物业的租金水平和销售价格；另一方面，对于园区创投业务而言是造创了完善的退出机制，为公司向创投方向转型铺平了道路。

目前，公司依托张江高科技园区的高科技企业集聚优势，抓住园区内现有和新增企业的快速成长机遇，通过浩成创投和汉世纪基金等平台积极开展创投业务，获得了很高的投资回报。公司目前直接或者间接参股19家公司，其中上市公司包括复旦张江、中芯国际、川河集团、嘉事堂、微创医疗、超日太阳和展讯通讯共7家，按当前市值计算，这部分股权投资的每股NAV为1.3元。此外，数讯信息、鼎衡船务、康德莱和万得资讯等4家公司也都在筹备上市过程中。

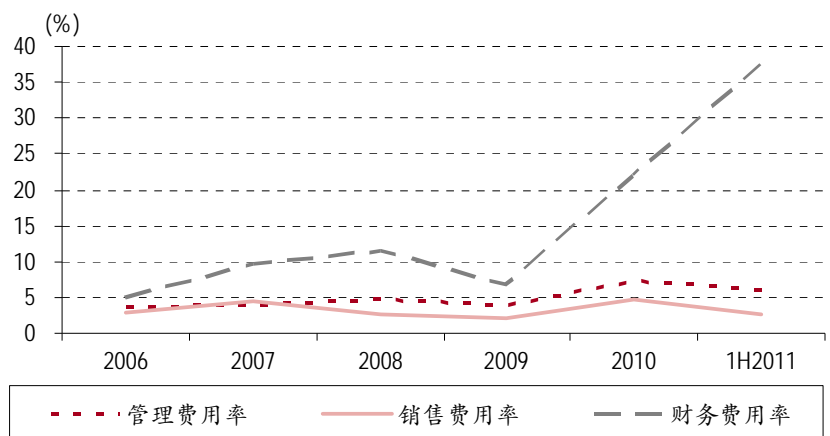
2011年上半年公司投资收益达2,749亿元，同比大幅下降73.64%。虽然上半年投资收益降幅较大，但考虑到公司创投业务的庞大的项目储备、明星团队的管理以及有望首批进入新三板扩容名单，长远来看公司的创投业务的盈利和NAV贡献将非常可观。

财务分析

2011年上半年公司的管理费用率和销售费用率分别较年初下降了1.42和1.96个百分点至5.96%、2.70%，而财务费用率则较年初上涨了15.44个百分点至37.27%。期间费用上升的主要原因是本期财务费用较上年同期增加了6,281万元，这主要是受上半年度金融机构贷款利率上调的影响，本期计入财务费用的利息支出较上年同期增加了5,958万元。

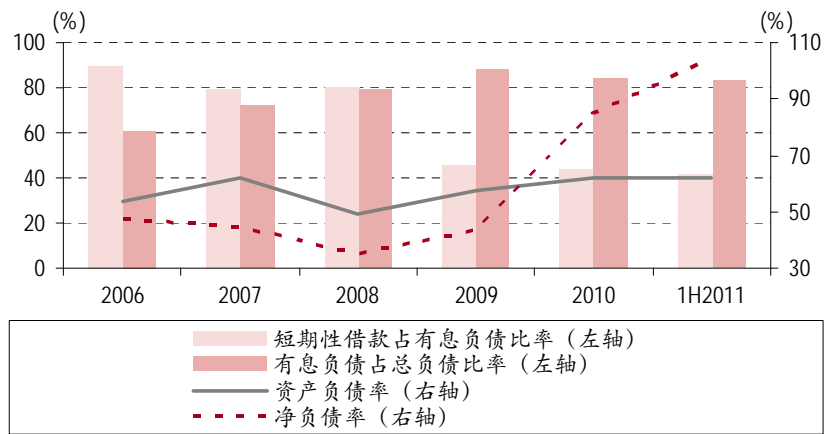
报告期末，公司的资产负债率较年初上升0.4个百分点至62.2%，净负债率较年初提高19.6个百分点至104.4%，处于行业较高水平。2010年、11年1季度以及11年2季度，公司每股经营性现金流出分别为0.55元、0.22元和0.24元，持续的销售放缓和现金流出对公司的资产负债表造成了压力。

图表 4. 三项费用率变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 负债结构和负债率变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

下调目标价格，维持持有评级

结合公司半年报情况，我们更新了张江高科的财务模型。出于谨慎性考虑，我们对公司 2011-12 年全面摊薄每股收益分别下调 9.9%和 4.7%至 0.423 元和 0.607 元。

我们按照假设开发法计算公司的持有物业价值，预计公司 2011 年每股 NAV 为 13.61 元，我们将目标价由 11.06 元下调至 10.21 元，相当于 24.1 倍的 2011 年市盈率和 25%的 NAV 折价，维持持有评级。

图表 6.评估净资产估值 (单位: 百万元, 百万股, 元)

	2011E
自持物业价值	21,475
开发物业价值	2,886
其它业务(主要为证券、股权投资)	2,007
总资产价值(GAV)	26,368
预计净负债	5,292
评估净资产价值(NAV)	21,075
总股本	1,549
每股评估净资产值	13.61

资料来源: 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,159	1,362	1,915	2,566	3,204
销售成本	(968)	(692)	(914)	(1,260)	(1,518)
经营费用	(108)	(141)	(196)	(212)	(222)
息税折旧前利润	1,083	530	805	1,094	1,465
折旧及摊销	(23)	(23)	(15)	(19)	(19)
经营利润 (息税前利润)	1,060	506	790	1,075	1,446
净利息收入(费用)	(142)	0	(292)	(327)	(327)
其他收益/(损失)	72	343	287	362	545
税前利润	990	849	785	1,110	1,665
所得税	(187)	(60)	(86)	(121)	(182)
少数股东权益	(86)	(13)	(45)	(49)	(81)
净利润	717	776	654	940	1,402
核心净利润	718	776	399	617	917
每股收益(人民币)	0.463	0.501	0.423	0.607	0.905
核心每股收益(人民币)	0.463	0.501	0.258	0.398	0.592
每股股息(人民币)	0.300	0.100	0.148	0.243	0.407
收入增长(%)	n.a.	(37)	41	34	25
息税前利润增长(%)	n.a.	(52)	56	36	35
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(51)	52	36	34
每股收益增长(%)	n.a.	8	(16)	44	49
核心每股收益增长(%)	n.a.	8	(49)	55	49

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3,586	3,323	3,830	3,849	4,186
应收帐款	1,100	1,065	1,525	1,655	1,746
库存	3,231	4,413	6,128	7,186	7,691
其他流动资产	334	60	76	79	67
流动资产总计	8,251	8,861	11,558	12,769	13,690
固定资产	170	201	187	169	152
无形资产	24	22	21	20	19
其他长期资产	5,835	8,102	8,339	7,986	7,902
长期资产总计	6,028	8,325	8,547	8,175	8,073
总资产	14,279	17,186	20,105	20,945	21,763
应付帐款	679	1,212	1,400	1,492	1,590
短期债务	2,298	3,940	5,833	5,936	5,656
其他流动负债	1,261	290	472	500	621
流动负债总计	4,238	5,442	7,705	7,928	7,868
长期借款	3,932	4,944	5,143	5,143	5,143
其他长期负债	59	240	206	156	156
股本	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549
储备	4,245	4,660	5,122	5,759	6,593
股东权益	5,794	6,209	6,670	7,308	8,141
少数股东权益	257	351	381	410	454
总负债及权益	14,279	17,186	20,105	20,945	21,763
每股帐面价值(人民币)	3.74	4.01	4.31	4.72	5.26
每股有形资产(人民币)	3.73	4.00	4.29	4.71	5.25
每股净负债(现金)	1.71	3.59	4.61	4.67	4.27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	990	849	785	1,110	1,665
折旧与摊销	23	23	15	19	19
净利息费用	142	0	292	327	327
运营资本变动	(1,597)	(1,352)	(1,902)	(1,096)	(389)
税金	(187)	(60)	(86)	(121)	(182)
其他经营现金流	(51)	(312)	89	(596)	(467)
经营活动产生的现金流	(679)	(852)	(807)	(357)	972
购买固定资产净值	(35)	(499)	34	31	29
投资减少/增加	18	148	0	0	0
其他投资现金流	(217)	(44)	(256)	412	164
投资活动产生的现金流	(234)	(395)	(222)	443	193
净增权益	2	112	0	0	0
净增债务	3,110	1,880	1,893	103	(279)
支付股息	(535)	(950)	(229)	(376)	(631)
其他融资现金流	(325)	(59)	(128)	206	82
融资活动产生的现金流	2,251	983	1,535	(66)	(829)
现金变动	1,338	(263)	507	20	336
期初现金	2,248	3,586	3,323	3,830	3,849
公司自由现金流	(913)	(1,247)	(1,029)	86	1,165
权益自由现金流	2,197	634	864	189	886

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	50.2	38.9	42.1	42.6	45.7
息税前利润率	49.1	37.2	41.3	41.9	45.1
税前利润率	45.9	62.3	41.0	43.3	52.0
净利率	33.2	57.0	34.2	36.6	43.8
流动性(倍)					
流动比率	1.9	1.6	1.5	1.6	1.7
利息覆盖倍数	6.1	n.a.	2.4	3.0	4.1
净权益负债率(%)	43.7	84.8	101.3	93.7	76.9
速动比率	1.2	0.8	0.7	0.7	0.8
估值(倍)					
市盈率	20.7	19.1	22.7	15.8	10.6
核心市盈率	20.7	19.1	37.2	24.1	16.2
目标价对应市盈率	23.0	21.2	41.3	26.7	18.0
市净率	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8
价格/现金流	(21.9)	(17.4)	(18.4)	(41.6)	15.3
企业价值/息税折旧前利润	11.1	24.1	18.1	13.6	9.8
周转率					
存货周转天数	1,218.	2,017.	2,104.7	1,927.9	1,788.
	0	0			9
应收帐款周转天数	185.9	290.1	246.8	226.1	193.7
应付帐款周转天数	114.7	253.4	249.0	205.7	175.5
回报率(%)					
股息支付率	64.8	20.0	35.0	40.0	45.0
净资产收益率	12.4	12.9	10.2	13.4	18.2
资产收益率	6.0	3.0	3.8	4.7	6.0
已运用资本收益率	8.9	3.7	4.9	6.0	7.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371