

“一区十二园”给予公司无限空间

——张江高科（600895）调研快报

2012年7月21日

推荐/维持

张江高科

调研快报

房地产行业分析师

郑闵钢

电话：010-66554031

zhengmg@dxzq.net.cn

执业资格证号：S1480510120012

张鹏

电话：010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

执业资格证号：S1480512060003

事件：

近期我们与张江高科的高管进行了会面，交流了公司的经营情况。

关注 1：公司是产业结构调整的受益者

张江高科技园区是国家批准的四个“国家自主创新示范区”之一，是“十二五”期间国家重点建设的内容。张江集团是张江高科技园区的管理者，而公司是张江集团旗下唯一的上市公司，也是负责园区开发和运营的重点公司。

公司目前主要有四大业务板块：园区物业销售、园区物业租赁、通讯服务和投资业务。公司的园区物业销售和园区物业租赁目前主要依托的是张江高科技园区，以销售或者园区内的物业获取收益。公司的产品形式主要是研发办公楼，属于科技园区内相对高端的物业，公司“十一五”期间的发展主要依靠的是出售和租赁物业的模式。因此公司的发展模式较一般房地产开发企业有所不同，更多的是与园区景气度相关联。

公司目前主要的开发区域是 25 平方公里的张江高科技园区，未来如果“一区十二园”的“大张江”方案获得批准，公司的区域拓展面积将扩大至 290 平方公里，公司的发展空间较目前有很大提升。

关注 2：公司的投资业务将拓展至产业投资领域

公司未来的战略是在传统业务的基础上，大力拓展房地产开发和产业投资服务。“十二五”期间，公司除了在发展传统业务的基础之上，将依靠自身“近水楼台先得月”的优势，加大对园区内中小企业的投资，不同于创业投资的是，这类投资并不以退出为目的，而是直接参股企业并获得长期、稳定的投资收益。

关注 3：公司租赁业务稳健发展

公司目前项目储备约 150 万方，其中 100 万方在建，50 万方为土地储备。公司另外有 100 万方的租赁物业面积，其中 70 万方产生收益，在租物业的出租率可达 90%以上。公司预计未来的租赁物业面积将以每年 20-30 万方的速度增长。公司的物业租金一般是 4 元/平方米/天，最高端的可以达到 6 元/平方米/天。由于公司物业处于科技园区，还带有一定的扶持产业目的，因此公司的物业租金调整较难，免租期的时间也较一般的物业长一些。

关注 4：公司园区开发主要集中在集电港

上海张江集成电路产业区（简称“集电港”），是公司目前在开发物业最集中的地区，也是公司未来 2 年营业收入的主要来源地。该地块分 A、B 两个区，其中 A 区分四期，一期最早开发，形式是办公楼、酒店等；

二期是别墅化的办公楼；三期是人才公寓；四期是商业、办公用房。目前一期、二期已经结算了一半。三期以出租为主，四期可租可售；B区目前也正在建设。公司在建的100万方大部分集中在集电港。

关注 5: 新三板将使公司受益

新三板的推出和政策将使公司极大受益。1、公司目前旗下有上海张江浩成创业投资有限公司，主要进行创投业务。新三板的推出将使公司的创投业务有了新的退出渠道。2、公司的长远战略要向产业资本发展，参股园区内的优质企业，分享企业的成长收益，新三板的推出将使公司未来的产业资本业务有了退出机制。3、新三板的推出将吸引更多的优质企业进入园区，提升园区整体的实力。

结论:

公司依托大股东资源，在资源获取方面可以获得较大的支持，因此公司在园区开发方面具有独特的竞争力。未来张江科技园将在现有规模的基础上继续扩张，“十二五”期间公司将迎来新的发展机遇。公司未来将大力发展投资业务，在现有创业投资的基础上大力发展产业投资，目前园区内的多数企业将进入高速成长期，公司的产业投资业务将面临较好的发展契机。我们预计公司2012-2014年的营业收入分别为20.22亿元、23.39亿元和27.05亿元，归属于上市公司股东净利润分别为5.53亿元、6.22亿元和7.36亿元，每股收益分别为0.36元、0.4元和0.48元，对应PE分别为23、20、17，维持公司“推荐”评级。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	9176	10730	12392	14323	营业收入	1796	2022	2339	2705
货币资金	2093	2629	3040	3517	营业成本	744	869	1009	1172
应收账款	1414	1551	1794	2075	营业税金及附加	114	101	117	135
其他应收款	25	28	32	37	营业费用	43	55	63	73
预付款项	119	92	62	27	管理费用	100	81	94	108
存货	5511	6430	7464	8666	财务费用	399	313	406	463
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1.69	7.00	7.00	7.00
非流动资产合计	8645	7348	7329	7310	公允价值变动收益	-1.80	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3393	3393	3393	3393	投资净收益	184.37	200.00	240.00	288.00
固定资产	143.93	129.42	111.97	94.53	营业利润	577	797	883	1036
无形资产	18	16	14	13	营业外收入	1.48	5.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外支出	0.82	3.00	3.00	3.00
资产总计	17822	18078	19721	21633	利润总额	577	799	890	1043
流动负债合计	6952	7034	7319	7815	所得税	107	200	223	261
短期借款	3534	5031	5403	5531	净利润	470	599	668	782
应付账款	662	762	415	481	少数股东损益	3	46	46	46
预收款项	520	742	1000	1297	归属母公司净利润	467	553	622	736
非流动负债合计	4248	3129	4130	5132	EBITDA	1014	1128	1308	1518
长期借款	2061	3061	4061	5061	BPS (元)	0.30	0.36	0.40	0.48
其他非流动负债	2	3	4	6	主要财务比率				
负债合计	11199	10163	11450	12947		2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	327	373	419	465	成长能力				
实收资本(或股本)	1549	1549	1549	1549	营业收入增长	31.8%	12.61%	15.66%	15.68%
资本公积	2791	3669	3669	3669	营业利润增长	385.7%	38.12%	10.91%	17.21%
未分配利润	1648	1869	2118	2413	归属于母公司净利润增长	244.7%	18.41%	12.46%	18.34%
归属母公司股东权益合计	6295	7541	7852	8220	获利能力				
负债和所有者权益	17822	18078	19721	21633	毛利率(%)	59%	57%	57%	57%
现金流量表					净利率(%)	26%	30%	29%	29%
					总资产净利润(%)	3%	3%	3%	3%
					ROE(%)	7%	7%	8%	9%
经营活动现金流	-31	-312	-478	-103	偿债能力				
净利润	470	599	668	782	资产负债率(%)	63%	56%	58%	60%
折旧摊销	38.50	0.00	19.25	19.25	流动比率	1.32	1.53	1.69	1.83
财务费用	399	313	406	463	速动比率	0.53	0.61	0.67	0.72
应付帐款的变化	0	100	-347	67	营运能力				
预收帐款的变化	0	222	257	298	总资产周转率	0.10	0.11	0.12	0.13
投资活动现金流	0	1450	233	281	应收账款周转率	1.47	1.36	1.40	1.40
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	2.90	2.84	3.97	6.04
长期投资	3393	3393	3393	3393	每股指标(元)				
投资收益	184	200	240	288	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.36	0.40	0.48
筹资活动现金流	0	-603	657	299	每股净现金流(最新摊薄)	-0.82	0.35	0.27	0.31
短期借款	3534	5031	5403	5531	每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.87	5.07	5.31
长期借款	2061	3061	4061	5061	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	27.50	23.11	20.55	17.36
资本公积增加	-194	878	0	0	P/B	2.03	1.69	1.63	1.55
财务费用	0.00	-313	-406	-463	EV/EBITDA	19.56	16.24	14.74	13.14
现金净增加额	-31	535	412	477					

分析师简介

郑闲钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。之前在中国东方资产管理公司负责股权资产的管理和运作工作。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜房地产行业第四名

张 鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起在证券业从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。