

张江高科积极转型科技投行

投资要点：

- 作为传统的产业地产运营商，张江高科确定了全面市场化的转型原则，并提出3年后产业投资占比提升至50%的目标，为此公司首先进行了组织变革，如成立三个事业部：分别负责产业地产导入企业，产业投资兑现收益，资产经营搭建平台（即利用孵化器业务发掘全球优质科创企业）。
- 公司产业地产的增长空间来自产业园区扩容以及过去存量资产的盘活及高效利用，如公司清理了过去低收益的资产，并将资金和资源投入可用于承载更为前沿的高新技术和战略性新兴产业基地。
- 公司产业投资今年开始明显发力，未来有利于公司产业投资规模继续扩大的因素包括：公司作为上海推进全球科创中心建设的平台，有望借助汇率、利率、税率“三率”之差的政策优势，获得更多可投资的优质标的机会；公司拥有银企合作、投贷联动的金融资源优势，以及对接多层次资本市场的通道优势，这都有利于公司快速培育投资项目，实现产业投资的高效退出；公司产业投资的激励机制也正在形成。
- 公司确立了“时间合伙人”的重要战略性定位，以“时间合伙人”定位来创新公司客户关系理念，并成立了专门的资产经营事业部，该部门拟整合更多的资源，以期望通过多种创新性的产业服务来帮助企业更好的经营和成长，公司提供这些创新型的产业服务不仅促进了产业发展服务的收入增长，还可以与产业投资及产业地产运营业务产生积极的协同作用。
- 因此虽然公司估值偏高，但考虑到公司转型科技投行的方向明确，并且在组织上进行了积极的调整，业务上也开始了积极的布局，未来还有望受益于上海国企改革以及科创中心政策推动，公司随着转型的深入，将享受更高的估值体系，市值提升空间较大。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	2,265	1,919	3,002	2,702
增长率(%)	26.15%	-15.29%	56.47%	-10.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	370.04	372.50	435.98	549.55
增长率(%)	-20.76%	0.66%	17.04%	26.05%
毛利率%	50.82%	42.56%	47.75%	48.00%
净资产收益率(%)	5.74%	5.39%	6.12%	7.29%
EPS(元)	0.24	0.24	0.28	0.35
P/E(倍)	18.00	38.00	47.00	98.01
P/B(倍)	8.36	7.80	7.56	7.15

数据来源：民族证券

张江高科 (600895.SH)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	45

市场数据

市价(元)	34.78
上市的流通 A 股(亿股)	15.49
总股本(亿股)	15.49
52 周股价最高最低(元)	41.97-6.31
上证指数/深证成指	4690.15/ 16312.31
2014 年股息率	0%

52 周相对市场表现

14-6 14-8 14-10 14-12 15-2 15-4

相关研究

正文目录

公司主业增长有空间	3
公司投资业务将大幅增长.....	3
产业发展服务收入增长空间大.....	3
财务预测.....	5

图表目录

图 1:公司 895 营孵化创新平台	4
--------------------------	---

事件：张江高科 2014 年换届后公司管理层确定了全面市场化的转型原则，并提出 3 年后产业投资占比提升至 50% 的目标；公司今年 5 月正式开始经营 895 营孵化创新平台。

公司主业增长有空间

张江高科作为张江高科园区唯一上市开发主体，已有 121.8 万平米建成的租赁性物业，目前在建和待建项目还有 130 万平方米左右。而目前公司主要开发的领域还仅局限于面积只有 40 平方公里的张江核心区，随着张江高新区的扩园，如 2014 年 12 月自贸区扩区至张江片区，面积新增 37.2 平方公里；张江国家自主创新示范区推进将原来的一区扩张至二十二园，总面积已达 531 平方公里，几乎涵盖上海市绝大部分园区，公司未来可以开拓的区域空间十分巨大。当然，随着土地开发成本的激增，公司也更多采取联合 PE 共同开发、以股权合作方式引入专业品牌运营商等轻资产运作的方式去拿地开发，由此降低资金占用压力，提高资产经营效率。

此外，公司未来的增长空间还在于过去存量资产的盘活及高效利用。如公司逐渐开始清理那些低收益的功能性资产，如人才公寓，过去与集团共同投资的低收益的少数房地产项目股权也将退出；公司年初终止了 1999 年签署的《张江技术创新区建设与租用协议》，将原新区发改委租赁范围内土地房屋资产（包括 0.6 平方公里土地和 16 万平的孵化用房等建筑设施）收回，未来将用于承载更为前沿的高新技术和战略性新兴产业基地；公司拟与租赁等金融机构合作，将相关物业资产通过售后回租方式实现资产变现，并将资金投向更高效能的领域。

公司投资业务将大幅增长

公司 2014 年物业租售业务占到 81%，产业投资收入占比（按照最宽口径计算）也只有 18%，公司未来三年要实现产业投资收入一定会超过地产租售收入的目标，就一定要加大产业投资的力度。

而公司已经成立了产业投资事业部，并在今年开始明显发力，如去年公司对外投资额只有 1000 万，今年以来仅公告投资的规模就超过 13 亿，包括：公司全资孙公司：上海张江控股有限公司拟向上海武岳峰集成电路股权投资合伙企业出资额等值于人民币 20,000 万元的美元；作为公司创投平台的上海张江浩成参与上海金融发展投资基金二期（壹），投资额人民币一亿元等。

未来有利于公司产业投资规模继续扩大的因素包括以下方面：张江核心园作为中国开放度最高、政策叠加优势明显、优势产业集聚十分突出的地区将会成为创新创业以及海外资本落地的热土，公司作为上海推进全球科创中心建设的平台，有望借助汇率、利率、税率“三率”之差的政策优势，获得更多可投资的优质标的机会；公司已经具备较强的投资融资优势，如公司建立了滚动发展投融资机制，到目前为止累计产业投资 40 亿元，36 个项目，其中已上市 13 家，已退出 4 家，预披露 9 家，拟报会 12 家，正在股改 1 家；公司拥有银企合作、投贷联动的金融资源优势，以及对接多层次资本市场的通道优势，如即将推出的战略新兴板和科创板，这都有利于公司快速培育投资项目，实现产业投资的高效退出；公司产业投资的激励机制也正在形成，如最近公司谋划试行投融资团队增量项目跟投机制，这将大大提高投资团队的积极性。

产业发展服务收入增长空间大

过去公司主要依赖房地产租售实现收入，与客户的关系很弱，在未来地产增量空间已有限，市场竞争环境恶化情况下，2014 年，公司确立了“时间合伙人”的重要战略性定位，以“时间合伙人”定位来创新公司客户关系理念，并成立了专门的资产经营事业部，该部门拟整合更多的资源，以期通过多种创新性的产业服务来帮助企业更好的经营和成长。

如公司旗下的通讯公司可为园区企业提供服务器托管、数据存储等信息服务，14 年收入已经接近 4 亿；公

司进行了包括微信营销、“私董会”等一系列营销服务的创新，以强化客户关系，提供更多增值服务；公司园区内共有 3000 多家经营企业，公司在掌握这些企业数据基础上，拟成立类似“彩生活”的电商平台，以期望为园区企业提供更多社区增值服务，如联合采购，引入优质的商业服务等。

再如，公司还充分利用自身资源优势，拟为创业企业提供住所出租-创业辅导-金融扶持等一条龙服务。以公司今年 5 月已正式开始经营的 895 营孵化创新平台为例，公司首次以自身拥有的 20 年资源储备为孵化企业提供全方位服务，包括 10 万平方米物业免费承接优秀项目；30 位“陪练”一对一全程助力；海量第三方企业支持等力量，以“创业陪练”的方式，为更多的创业企业“扶上马、送一程”；公司还筹划与券商或金融机构合作建立股权众筹平台，以引入更多创投基金充分解决创新创业企业的融资。目前已经有 40 多家企业入营。

公司通过提供这些创新型的产业服务不仅促进了产业发展服务的收入增长，还可以与产业投资及产业地产运营业务产生积极的协同作用，如公司提供优质的产业服务有利于强化客户关系，增强客户粘性，从而维持租金收益的稳定增长；公司提供的系列产业孵化服务有利于创新型企业的成长，而这又为公司扩大产业投资创造了条件。这也为公司形成业务发展的闭环，创造更大的园区产业价值创造了条件。

图 1:公司 895 营孵化创新平台



资料来源：民族证券

因此虽然公司估值偏高，但考虑到公司转型科技投行的方向明确，并且在组织上进行了积极的调整，业务上也开始了积极的布局，未来还有望受益于上海国企改革以及科创中心政策推动，公司随着转型的深入，将享受更高的估值体系，市值提升空间较大。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	933,604	798,542	786,246	783,163	营业收入	2,265	1,919	3,002	2,702
现金	185,699	85,072	130,068	2,702	营业成本	1,114	1,102	1,569	1,405
应收账款	124,862	146,206	122,342	147,858	营业税金及附	213	200	664	597
其它应收款	7,134	9,837	11,342	13,222	营业费用	54	59	45	43
预付账款	1,163	1,228	3,913	5,454	管理费用	104	102	93	76
存货	613,480	552,884	515,101	608,927	财务费用	455	521	448	348
其他	1,266	3,314	3,481	5,000	资产减值损失	204	41	105	20
非流动资产	851,120	979,451	931,882	993,797	公允价值变动	5	21	2	20
长期投资	370,898	382,111	266,237	361,237	投资净收益	305	566	485	350
固定资产	14,752	14,246	23,253	25,695	营业利润	432	481	565	583
无形资产	1,569	1,209	861	519	营业外收支	4	-12	-53	-10
其他	463,900	581,885	641,531	606,346					
资产总计	1,784,724	1,777,993	1,718,128	1,776,960	利润总额	435	469	512	573
流动负债	719,854	590,152	687,583	707,986	所得税	48	85	98	51
短期借款	411,100	312,960	296,500	355,270	净利润	387	384	414	522
应付账款	59,544	81,913	52,907	51,170	少数股东损益	17	12	-22	-27
其他	249,211	195,280	338,176	301,546	归属母公司净	370	372	436	550
非流动负债	383,374	459,108	282,767	282,767	EBITDA	909	995	992	1,600
长期借款	382,163	457,132	278,766	278,766	EPS (元)	0.24	0.24	0.28	0.35
其他	1,211	1,976	4,001	4,001	主要财务比				
负债合计	1,103,229	1,049,260	970,350	990,754	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	36,905	37,891	35,421	32,694	成长能力				
股本	154,869	154,869	154,869	154,869	营业收入	26.15%	-15.29%	56.47%	-10.00%
资本公积金	288,211	311,483	264,697	264,697	营业利润		11.43%	17.49%	3.18%
留存收益	195,475	201,510	224,490	292,791	归属母公司净	-20.76%	0.66%	17.04%	26.05%
归属母公司股东权益	644,590	690,841	712,357	753,512	获利能力				
负债和股东权益	1,784,724	1,777,993	1,718,128	1,776,960	毛利率	50.8%	42.6%	47.8%	48.0%
现金流量表					净利率	17.1%	20.0%	13.8%	19.3%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	5.7%	5.4%	6.1%	7.3%
经营活动现金流	867	167	1466	-405	ROIC	6.0%	6.0%	5.8%	7.2%
净利润	387	384	414	522	偿债能力				
折旧摊销	2,463	2,419	3,420	68,005	资产负债率	61.82%	59.01%	56.48%	55.76%
财务费用	47,548	53,640	46,114	34,760	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	20,416	4,076	10,470	2,000	流动比率	1.30	1.35	1.14	1.11
营运资金净变动(增加为负)	60,362	-5,267	-170,266	160,831	速动比率	0.44	0.42	0.39	0.25
其它	-130,309	-55,085	111,314	-266,523	营运能力				
投资活动现金流	-109	475	681	-972	总资产周转率	0.13	0.11	0.17	0.15
资本支出	8,286	7,238	7,003	15,000	应收帐款周转	1.81	1.31	2.45	1.83
长期投资	19,864	23,230	129,467	60,000	存货周转率	0.18	0.20	0.30	0.23
其他	-28,259	-29,993	-135,790	-75,972	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-676	-1,556	-1,799	103	每股收益	0.24	0.24	0.28	0.35
短期借款	57,700	-98,140	-16,460	58,770	每股经营现金	0.56	0.11	0.95	-0.26
长期借款	-23,318	74,310	-68,747	0	每股净资产	4.16	4.46	4.60	4.87
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	9,073	23,272	-46,785	0	P/E	18.00	38.00	47.00	98.01
其他	-44,132	-998	130,193	-58,667	P/B	8.36	7.80	7.56	7.15
现金净增加额	81	-914	348	-1,274	EV/EBITDA	65.87	60.75	57.83	37.00

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)