

中国：房地产

2015年08月24日

投资建议：
买入（研究员变动）

 目标价隐含涨/跌幅：**26.7%**

 日期 **2015/08/21**

收盘价	RMB23.67
十二个月目标价	RMB30.00
前次目标价	RMB9.60
上海A股指数	3,674.7

信息更新：

- ▶ 研究员变动，给予买入评级。本中心目标价人民币 30 元隐含 27% 的上涨空间。
- ▶ 我们预计 2015/16/17 年每股收益分别为人民币 0.31/0.37/0.47 元，隐含同比增长率 11%/20%/27%。

本中心观点：

- ▶ 张江高科是“大众创业、万众创新”政策的受益者。
- ▶ 张江高科创投式商业模式将提升其股权投资收益，维持其长期增长态势。

公司简介： 上海张江高科在上海从事土地开发及物业租赁。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB36,657.5 百万元
六个月平均日成交量	RMB1,528.0 百万元
总股本股数 (百万股)	1,548.7
流通 A 股股数比例	100.0%
自由流通股数比例	48.5%
大股东：持股比例	上海张江 (集团) 有限公司, 50.6%
净负债比率	78.0%
每股净值 (2015F)	RMB4.82 元
市净率 (2015F)	4.91 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	3,002	2,240	2,903	3,363
营业利润 **	632	494	653	762
税后净利润 *	436	484	578	735
每股收益(元)	0.28	0.31	0.37	0.47
每股收益年增长率 (%)	17.0	11.0	19.6	27.0
每股股利(元)	0.09	0.09	0.11	0.14
市盈率 (倍)	84.1	75.8	63.4	49.9
股利收益率(%)	0.4	0.4	0.5	0.6
净资产收益率 (%)	5.9	6.3	7.2	8.7

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
苏育慧

+886 2 3518 7963

claire.su@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

郑妙仪

+886 2 3518 7930

hannah.cheng@yuanta.com

张江高科技园区 (600895 CH)

红色供应链中的创投式投资人

研究员变动，给予买入评级： 我们看好张江高科创投式商业模式，该模式创造了大量股权投资收益。搭上“大众创业、万众创新”的产业趋势，再加上在其核心房地产业务走稳以及资金成本降低的情况下，我们认为张江高科独特的商业模式将有助于公司维持长期增长态势。我们预计 2015/16/17 年每股收益分别同比增长

11%/20%/27%，本中心目标价为人民币 30 元，系基于 1 倍重估净资产价值预估值。

创投式商业模式推动股权投资收益增长： 我们认为张江高科的股权投资回报将日益增长，股权退出速度加快，系因 1) 公司专注于 IC、软件和生物医药产业，2) 公司享有新三板扩容和 IPO 制度放宽的政策红利。张江高科的在线创业孵化器平台“895 营”也将筛选出具有高投资价值的投资项目，促进提高公司利润率。我们预计 2015 年公司股权投资收益将达人民币 5.5 亿元，占税前净利润的 89%。

核心房地产业务转型正在进行中： 张江高科正将其核心业务重心由变动幅度较大的房地产销售转向营收贡献稳定的房地产租赁业务。由于入驻张江高科技园区的企业多数属于高增长性的产业，将有助张江高科的租金收益率提高，租赁面积不断扩大，房地产租赁业务前景明朗。这将推动租赁业务营收增长，并在一定程度上缓解房地产销售疲弱对营业收入带来的负面影响。

2015 年上半年股权投资收益强劲，为创投式商业模式提供支撑：

2015 年 2 季度股权投资收益同比增长 76%，这在一定程度上抵消了核心房地产业务，因仍处于商业模式转型期(营运重心由房地产销售转为房地产租赁)，因而营业收入表现疲弱的负面影响。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

投资摘要

研究员变动，给予买入评级。本中心目标价人民币 30 元系采用重估净资产价值方法计算得出，隐含 2015/16/17 年预期市盈率 96/80/63 倍。由于长期前景向好，我们建议投资人逢低买入该股。

投资理由

张江高科股价具有三大中长期利好：

- 1) 张江高科园内入驻企业的产业结构优于同业（主要为高增长的硬件/医药产业）使其房地产租赁业务前景明朗。租金上升和租赁面积扩大或将推动公司房地产租赁营收稳健增长。
- 2) 高增长投资项目的回报日益提高，将促进盈利增长和利润率扩张，另外鼓励“大众创业、万众创新”的政府政策、搭配公司对于高科技产业的精准洞察以及新建的在线创业孵化器平台“895 营”所创造的增值也将为盈利表现提供支持。
- 3) 受益于融资管道的多样化，资金成本得以下降，这将缓解公司的财务压力，有助于改善公司盈利情况。

租金上升和租赁面积扩大或将推动公司房地产租赁营收稳健增长

股票估值

将所有出租物业、土地储备、开发计划和股权投资项目考虑在内后，我们得出 2015 年重估净资产价值为人民币 466.66 亿元，相当于每股重估净资产价值为人民币 30.13 元（详见图 1）。本中心目标价系以 1 倍每股重估净资产价值人民币 30.13 元计算而得，隐含 2015/16/17 年预期市盈率 96/80/63 倍。

图 1：张江高科 - 重估净资产价值预估

重估净资产价值	
项目	人民币百万
核心业务部分	
可售租赁物业	12,768
土地储备（在建拟建土地储备）	9,250
股权投资部分	
上市公司	934
未上市子公司及其他投资项目	16,236
2015 年初的净资产价值	7,478
重估净资产价值总额	46,666
流通股数（百万股）	1,549
每股重估净资产价值（人民币）	30.13

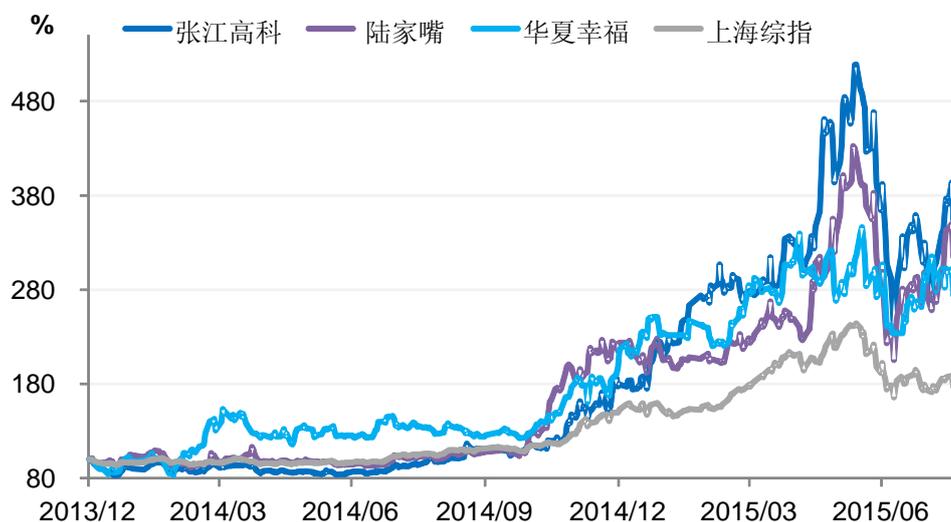
资料来源：元大

估值方面，因张江高科是少数具备多重利好的公司之一，张江高科股价表现一直优于同业，并且走势超越上证综指（图 2），利好具体包括：

- 1) 进驻张江高科的企业大多数为快速增长型企业，所涉产业包括拥有政府支持的硬件技术、高端制造和生物医药，而其他产业园区进驻的企业，多数为更成熟的产业（陆家嘴以金融机构为主；浦东金桥和外高桥则以汽车及工业为主，详见图 3）
- 2) 张江高科是受益新三板扩容政策的四大产业园之一。有意在新三板上市的企业必须位于这四大产业园（图 4），这确保了企业进驻张江高科的高需求。
- 3) 从地理位置来看，上海地区的增长性有机会超越北京地区，系因上海是中国发展最快的地区，而北京则因市场担心环境问题而可能有企业与资金外流的隐忧。张江高科坐落于范围扩大的上海自贸区，距上海迪斯尼度假区（预计于 2016 年初开业）仅 15 分钟车程。

上述多重利好以及在线创业孵化器平台使张江高科未来几年前景良好。因此，我们认为本中心 1 倍重估净资产价值的目标估值系属合理。

图 2：张江高科股价表现优于同业，且走势超越上证综指



资料来源：TEJ，元大

图 3：国内同业市盈率比较

公司	张江高科	陆家嘴	华夏幸福	浦东金桥	外高桥	中关村	市北高新	苏州高新	南京高科
代码	600895 CH	600663 CH	600340 CH	600639 CH	600648 CH	000931 CH	600604 CH	600736 CH	600064 CH
侧重产业	硬件技术、先进制造业、生物医药	金融服务	整车、电子产业	汽车、电子通信	汽车、设备制造	软件、IC	软件、节能环保	电子通信、机械制造	光电显示、LED
2014A	84	56	9	48	45	504	514	56	17
2015 估	76	48	8	41	38	46	24	36	15
2016 估	63	43	6	35	31	57	20	27	12

资料来源：TEJ，元大

图 4：可申请新三板上市的四大产业园区

园区	城市	侧重产业
中关村科技园	北京	软件、IC.
张江高科技园区	上海	硬件技术、IC、先进制造业、医药产业
武汉东湖新技术产业开发区	武汉	LED、光电子信息、节能环保
天津滨海高新区	天津	新能源、物流、航运、先进制造业

资料来源：元大

图 5：同业估值比较表

公司	代码	评级	股价	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率 (x)			每股收益增长率 (%)		
					2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
张江高科	600895 CH	买入 (研究员变动)	RMB23.67	5,737.7	0.31	0.37	0.47	75.8	63.4	49.9	11.0	19.6	27.0
本地同业													
陆家嘴	600663 CH	未评级	58.29	11,625.5	0.94	1.09	1.23	62.0	53.6	47.4	9.3	15.6	13.2
华夏幸福	600340 CH	未评级	29.94	10,213.4	1.89	2.54	2.89	15.8	11.8	10.3	-29.3	34.4	13.9
浦东金桥	600639 CH	未评级	27.70	3,391.1	0.50	0.58	0.46	56.0	47.8	60.2	7.6	17.2	-20.7
外高桥	600648 CH	未评级	36.66	4,496.9	1.10	0.91	1.10	33.3	40.3	33.3	71.9	-17.3	20.9
中关村	000931 CH	未评级	12.06	1,086.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
市北高新	600604 CH	未评级	16.87	1,186.0	0.55	-	-	30.7	-	-	1733.3	-	-
苏州高新	600736 CH	未评级	11.48	1,693.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
南京高科	600064 CH	未评级	24.97	2,424.3	0.93	1.11	1.21	27.0	22.5	20.6	-21.6	20.0	9.0
鲁信创投	600783 CH	未评级	32.35	2,854.8	0.58	0.75	1.08	56.3	43.2	30.0	40.2	30.1	44.4
力合股份	000532 CH	未评级	21.60	901.7	0.13	0.14	-	166.2	154.3	-	44.4	7.7	-
同业平均					0.83	1.02	1.33	55.9	53.4	33.6	232.0	15.4	13.5

资料来源：公司资料，元大，Bloomberg

图 6：同业估值比较表（续）

公司	代码	评级	股价	市值 (百万美元)	净资产收益率 (%)			EV/EBITDA			市净率 (倍)		
					2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
张江高科	600895 CH	买入 (研究员变动)	RMB23.67	5,737.7	6.3	7.2	8.7	81.5	63.0	54.9	4.9	4.7	4.4
本地同业													
陆家嘴	600663 CH	未评级	58.29	11,625.5	11.8	13.2	15.8	37.4	31.4	27.0	7.7	6.8	6.4
华夏幸福	600340 CH	未评级	29.94	10,213.4	37.5	35.6	34.3	15.2	11.9	9.6	4.5	3.2	3.1
浦东金桥	600639 CH	未评级	27.70	3,391.1	9.1	10.2	-	33.5	29.9	28.7	5.1	4.6	5.5
外高桥	600648 CH	未评级	36.66	4,496.9	-	-	-	29.0	25.3	21.7	4.6	4.4	4.3
中关村	000931 CH	未评级	12.06	1,086.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
市北高新	600604 CH	未评级	16.87	1,186.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
苏州高新	600736 CH	未评级	11.48	1,693.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
南京高科	600064 CH	未评级	24.97	2,424.3	10.4	11.9	9.0	13.5	10.9	14.7	2.6	2.4	1.9
鲁信创投	600783 CH	未评级	32.35	2,854.8	15.8	16.8	16.1	-	-	-	6.5	5.7	4.8
力合股份	000532 CH	未评级	21.60	901.7	6.9	7.1	-	73.3	66.7	-	10.4	10.0	-
同业平均					15.3	15.8	18.8	33.7	29.4	20.3	5.9	5.3	4.3

资料来源：公司资料，元大，Bloomberg

投资风险

张江高科主要下行风险包括：

- 1) 受不利政策影响，公司股权投资项目资本退出期拉长；
- 2) 总体经济恶化导致房市需求疲弱及租金收益率下滑。

财务表现

检视张江高科的损益表，投资收益的强劲增长及利息费用减少将可抵消，因运营模式转型导致营收下滑与毛利率缩减的负面影响。我们预估张江高科 2015 年每股收益有望显著同比增长 11%，2016/17 年预计同比增长 20%/27% (参见图 10)。

核心业务转型：物业租赁为增长动能

张江高科核心业务由房地产销售与房地产租赁两部份组成。有鉴于土地成本渐升，张江高科拟放缓其房地产销售业务，将焦点转移至物业租赁市场。因张江高科园内入驻企业的高科技产业结构，将使其房地产业务发展前景看俏。

进驻张江高科技园区的企业大多为增长快速的高科技产业，其主要的产业结构包含政府支持的硬件技术、先进制造业、生物制药等产业。我们认为，这些新兴产业的增长将带动租赁业务出租率扩张及租赁价格上扬，进而推动房地产租赁业务营收强劲增长。房地产租赁业务营收增长，将有助于抵消其房地产销售业务营收疲软的影响。

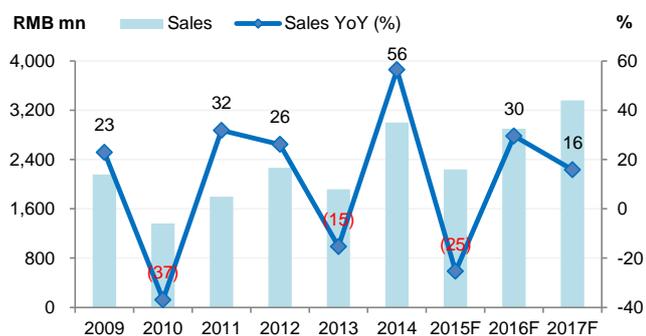
由于公司在 2014 年底方开始转型营运模式，房地产租赁业务可能尚需时日才能完全抵减房地产销售放缓的影响。考虑 1) 房地产销量减缓；2) 房地产租赁营收渐增；3) 2014 年营收基期高，我们预估 2015 年整体营收规模将同比下降 25%，2016/17 年则将逐步回升 (同比增长 30%/16%) (参见图 7-8)。

回顾 2014 年，张江高科调整后毛利率降至 25.6%，主要是因为一次性提列 22.1% 的历年一手房销售土地增值税准备金(参见图 9)。展望未来，我们预估房地产租赁业务毛利率有望显著增长，系因公司具有地利优势、租赁价格攀升、出租率增长支撑。然而，由于毛利率相对较高的房地产销售业务贡献减少，我们预估 2015/16/17 年公司公布毛利率将缩减至 38.5%/39.9%/40.1%，低于 2014 年的 47.8%。

张江高科拟放缓其房地产销售业务，将焦点转移至房地产租赁市场。

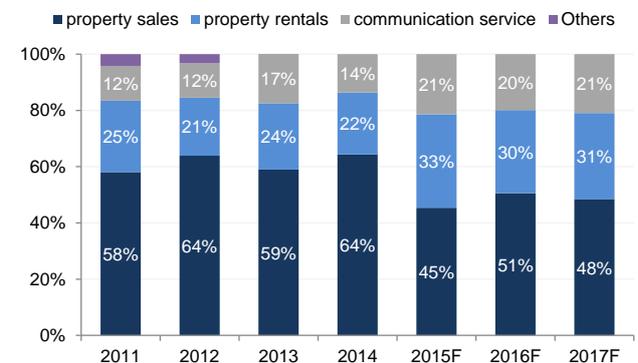
房地产租赁业务毛利率有望显著增长，系因公司具有地利优势、租赁价格攀升、出租率增长支撑。

图 7：2015 年营收增长减弱，系因房地产销售业务销量增长降低



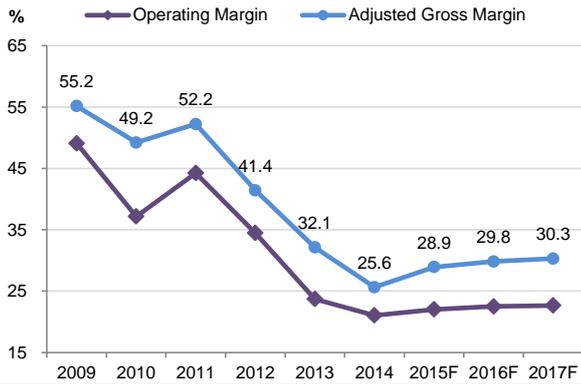
资料来源：TEJ、元大

图 8：未来几年房地产租赁业务营收贡献将提高



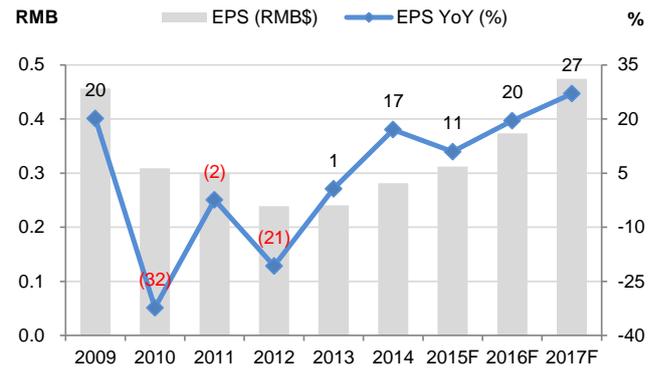
资料来源：TEJ、元大

图 9：2015-17 年预估调整后毛利率/营业利润率略为下滑



资料来源：TEJ、元大

图 10：未来几年盈利增长将提升



资料来源：TEJ、元大

创投式商业模式提升股权投资收益

本中心认为张江高科的股权投资收益有望持续增加、加快资本退出速度，系因公司 1)投资侧重 IC、软件、生药产业；2)享有新三板扩容、IPO 制度放宽的政策利好。在线创业孵化器平台“895 营”也可筛选高投资价值的投资计划，有助推升利润率。我们预估 2015/16/17 年的股权投资收益可达人民币 5.5/6.4/7.48 亿元，2015/16/17 年预估每股收益有望因此同比增长 11%/20%/27%。

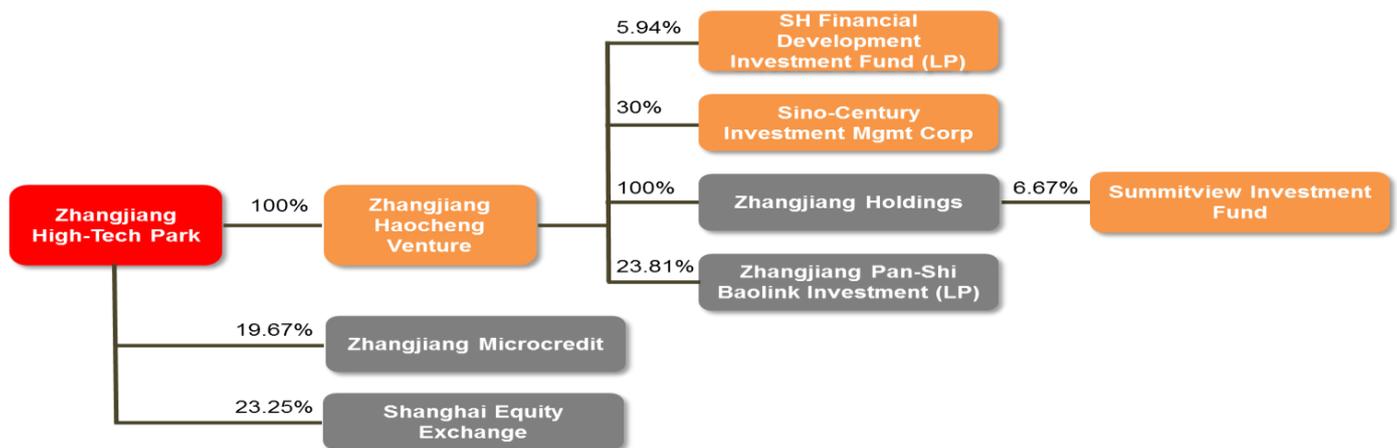
从传统园区地产开发商转型为创投企业

张江高科被称为中国的硅谷，系因 1)政府策略性支持；2)产业侧重先进的 IC 制造、软件、制药板块。张江高科占有地利优势，从传统的园区地产开发商转型为创投式商业模式，营运重心转移至股权投资收益。

张江高科将通过四大金融投资平台实现可观的投资收益。

展望未来，张江高科计划加强组织结构，并重新聚焦于四大投资平台，有望在未来数年获得更高的投资收益。我们认为公司可通过四大金融投资平台 1)张江浩成创投、2)张江汉世纪投资管理公司、3)上海金融发展投资基金、4)武岳峰集成电路股权投资基金(见图 11)实现可观的投资收益。

图 11：张江高科将聚焦于有望增加投资收益的四大投资平台



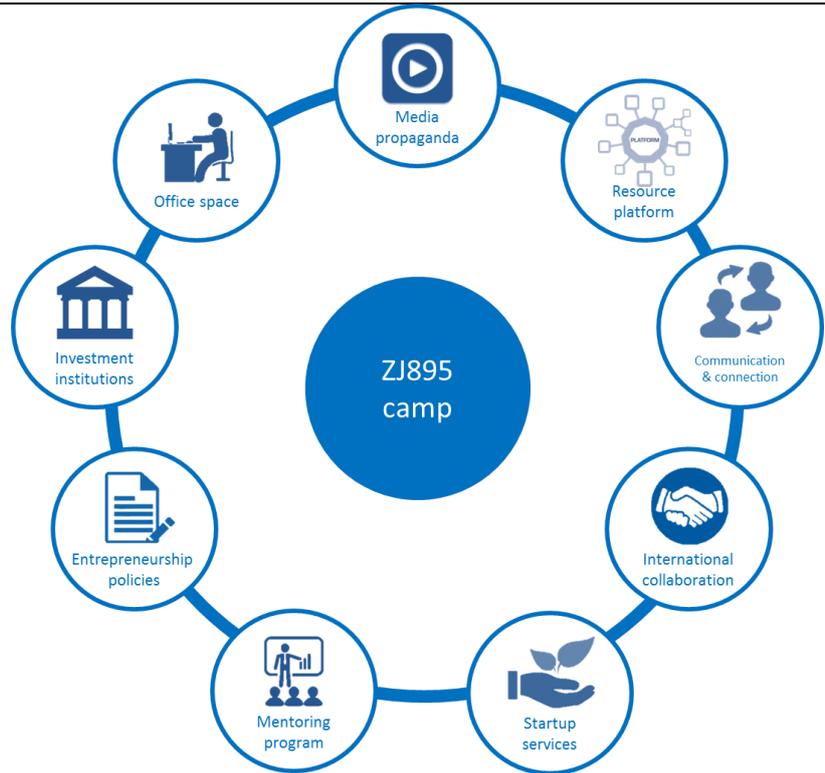
资料来源：公司资料、元大

在线创业孵化器平台“895 营”为近期亮点

张江高科于 2015 年 2 季度在张江高科园区成立在线创业孵化器平台“895 营”，试图通过提供创业金融服务、资源平台，与位于园区中的创业企业建立更紧密的连结(参见图 12)。

在企业属性方面，张江高科的创业平台专注投入培育信息科技、生药、文创、新能源板块的企业，皆属符合政策支持的具有高成长性的高科技产业趋势。开发孵化器平台 895 营有助强化张江高科对投资的各种产业/企业/项目的了解，确保股权投资事业长期稳健增长。

图 12：在线创业孵化器平台 895 营提供的服务



资料来源：895 营、元大

张江高科已投资数家前景看好的上市公司

张江高科目前总共投资五家上市公司，包括嘉事堂(002462 SZ)、微创医疗(00853 HK)、复旦张江(01349 HK)、川河集团(00281 HK)、以及在新三板上市的点点客(430177)(参见图 13)。张江高科在 2015 年上半年已处分 2.018% 的嘉事堂持股，投资收益达人民币 1.76 亿元。展望未来，我们预估点点客与嘉事堂的股票处分利益能在未来两年为张江高科带来令人满意的盈利。

点点客与嘉事堂的股票处分利益可在未来两年为公司带来令人满意的盈利。

图 13：张江高科对 5 家上市公司的持股

公司	代码	截至 2015 年上半年末持有股份	产业
嘉事堂	002462 SZ	3.17%	医材与生技
微创医疗	00853 HK	15.59%	医材与生技
复旦张江	01349 HK	0.19%	生物制药
川河集团	00281 HK	29.9%	商用房地产
点点客	430177 (新三板)	5.28%	软件与网络

资料来源：公司资料、元大

多项政策红利有望带动投资认列收益增长

张江高科持有上海金融发展投资基金 5.94% 股份，该基金为政府支持的私募股权基金之一，专门提供财务与营运协助予金融或高科技等多产业新创公司（投资目标参见图 14）。至 2015 年上半年止，该基金已成功扶植四家公司于上海证交所及新三板挂牌，分别为国泰君安证券（601211 CH）、今世缘（603369 CH）、维格娜丝（603518 CH）、及在重庆股权交易中心上柜的华宇园林（900012）。

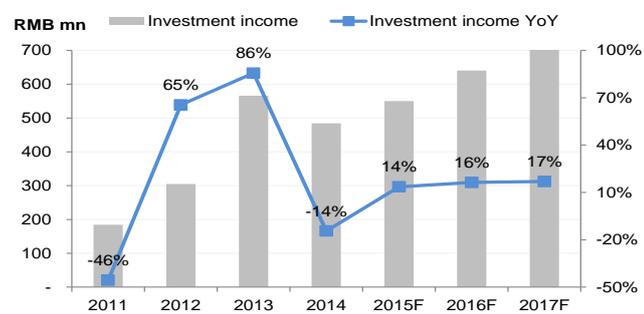
展望未来，我们预期将有更多投资项目/公司迈向 IPO，原因为 1) 注册制实施后 IPO 系统松绑；2) 新三板扩容，及 3) 战略新兴产业板设立。在公司股权退出渠道更为广泛、中国“创业热”提供更多良好投资机会等因素加持下，我们认为张江高科未来数年股权投资收益有望加快实现。

图 14：上海金融发展投资基金投资公司一览

公司	代码	业务
金融公司		
1 中国银联	未上市	银行卡发行
2 国泰君安证券	601211 SH	券商
3 兴业银行	601166 SH	银行
4 中银国际证券	未上市	券商
非金融公司		
5 贵州习酒	未上市	习酒
6 捷力新能源	未上市	研发新功能塑料薄膜及相关产品
7 梦网科技	未上市	软件设计及行动应用
8 弘信电子	未上市	研发生产软版
9 无锡华东可可食品	未上市	生产可可加工食品
10 华脉	未上市	生产销售蓝牙耳机
11 华宇园林	900012 (重庆股份转让中心)	园林规划设计
12 港海建设	未上市	港口与航道疏浚工程、造地工程
13 欢瑞世纪	未上市	演艺公司，制作发行电视连续剧
14 宝蓝物业	未上市	商用不动产经营
15 今世缘	603369 SH	白酒
16 华建铝业	未上市	国内建筑铝型材和工业铝型材重点生产科研企业
17 铁锚股份	未上市	专营汽车玻璃与特殊玻璃生产
18 天津力神电池	未上市	制造并销售各种电池
19 美克化工	未上市	天然气精细化工工业园
20 维格娜丝	603518 SH	高质量女装生产设计
21 鸣啸信息	未上市	智能交通全面解决方案
22 日精电子	未上市	接线端子与拨码开关研发

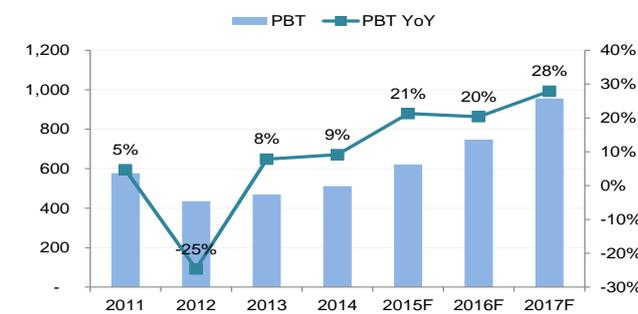
资料来源：上海金融发展投资基金、元大

图 15：预估 2015/16/17F 投资收益表现亮眼，同比增长率高达 14%/16%/17%



资料来源：TEJ、元大

图 16：税前净利润稳健增长，系受益于投资收益扩张与利息费用降低



资料来源：TEJ、元大

2015 年 2 季度财报回顾

2015 年上半年股权投资收益强劲，印证本中心主张的创投题材。

2015 年 2 季度每股收益人民币 0.05 元 (环比下降 67%，同比增长 55%) 较市场预估低 33%，主要系因房地产销售营运疲弱。然而，2015 年 2 季度股权投资收益同比增长 76%，部份抵消了房地产本业因转型而营收走弱的影响。2015 年上半年股权投资收益强劲，亦印证本中心主张的创投题材。

2015年2季度营收同比下降22%，系因房地产销售业务不佳（2015年2季度房地产业务营收同比下降88%），房地产租赁业务虽同比增长20%亦未能予以抵消。调整后毛利率由2015年1季度的35.2%降至2015年2季度的26.5%，系受商业模式转型所影响，（房地产销售转型为房地产租赁）。由于公司持续强化经营房地产租赁事业，亦使2015年2季度营业费用上升，导致2015年2季度营业利润率11.9%表现平淡，不及2015年1季度/2014年2季度的23.7%/14.6%。

尽管营运部分出现衰退，但税前净利润人民币1.11亿元却同比增长78%，系受益于1) 利息费用减少（2015年2季度同比下降33%），及2) 实现高额投资收益（2015年2季度同比增长76%）。公司2015年1季度/2015年2季度投资收益分别达人民币2.77亿/2.17亿，同比增长226%/76%，主要贡献来自处分嘉事堂（002462 CH）与唐银投资持股的收入。2015年2季度每股收益同比增长55%至人民币0.05元。

图 17：2015 年 2 季度财报回顾

人民币百万元	2Q15 实际值	1Q15 实际值	环比增长率	2Q14 实际值	同比增长率	2Q15 市场预估	实际值/市场预估
营业收入	253	253	0.3%	324	-21.8%	416	-39.1%
营业毛利 (公布值)	79	97	-17.8%	100	-20.3%	203	-60.9%
营业毛利 (扣除增值税)	67	89	-24.5%	82	-17.5%	216	-68.9%
营业利润 (调整后)	30	60	-49.5%	47	-35.9%	157	-80.8%
营业利润 (公布值)	110	248	-55.8%	58	88.6%	127	-13.8%
税前净利润	111	249	-55.3%	62	78.5%	139	-20.3%
税后净利润 - 总额	74	219	-66.1%	48	54.0%	-	-
税后净利润 - 归属母公司股东	71	214	-66.9%	46	54.6%	108	-34.4%
每股收益	0.05	0.14	-66.9%	0.03	54.6%	0.07	-32.9%
重要比率							
营业毛利率 (公布值)	31.3%	38.2%		30.7%		15.7%	
营业毛利率 (扣除增值税)	26.5%	35.2%		25.2%		51.9%	
营业利润率 (调整后)	11.9%	23.7%		14.6%		37.7%	
营业利润率 (公布值)	43.2%	98.0%		17.9%		30.5%	
税前净利润率	43.9%	98.4%		19.2%		33.5%	
税后净利润率 - 总值	29.2%	86.5%		14.9%		-	
税后净利润率 - 归属母公司股东	27.9%	84.5%		14.1%		25.9%	

资料来源：公司资料、元大

2015年下半年之后的趋势为何？

本中心对张江高科 2015 年下半年的股权投资收益预估相对保守。

由于张江高科的投资收益主要来自被投资企业上市，因此本中心认为，A 股暂停 IPO、且市场气氛不佳，恐让 2015 年下半年的股权投资收益短线出现疲软。举例来说，张江高科可能会将点点客的持股出脱计划从 2015 年下半年延后至 2016 年。因此，本中心对张江高科 2015 年下半年的股权投资收益预估相对保守。

A 股 IPO 制度改革脚步持续，有望让张江高科的股权投资事业持续稳健的投资收益。

不过，我们认为此为短期现象，公司的长线趋势不变，系因 IPO 往注册制改革的政策方向并未取消，而且仍在进行中，市场预估在明年初上路。此外，“战略新三板”的成立与新三板扩大规模等其他政策红利也按计划进行，A 股 IPO 制度改革脚步持续的情况下，张江高科股权投资事业有望维持长期的投资收益。

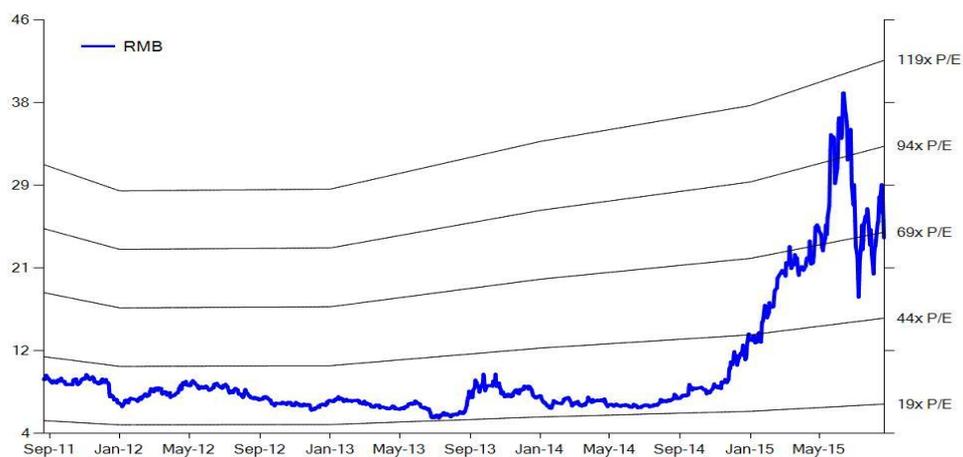
图 18：张江高科 - 季度与年度简明损益表 (合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	253	253	381	1,353	2,240	465	429	434	1,576	2,903
销货成本	(164)	(186)	(299)	(943)	(1,377)	(273)	(313)	(327)	(1,124)	(1,746)
营业毛利	89	67	82	410	648	192	116	107	451	866
营业费用	(29)	(37)	(32)	(57)	(155)	(42)	(52)	(37)	(82)	(212)
营业利润	60	30	50	353	494	150	64	70	369	653
业外利益	189	81	(36)	(106)	127	98	96	(5)	(95)	94
税前净利润	249	111	14	247	621	248	160	65	274	747
少数股东权益	(5)	(3)	(1)	(14)	(23)	(12)	(8)	(3)	(11)	(34)
所得税费用	(30)	(37)	(2)	(44)	(114)	(55)	(19)	(6)	(55)	(135)
归属母公司税后净利润	214	71	11	188	484	182	133	55	208	578
稀释每股收益(人民币)	0.14	0.05	0.01	0.12	0.31	0.12	0.09	0.04	0.13	0.37
加权平均股数	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549
重要比率 (%)										
营业毛利率	35.2%	26.5%	21.5%	30.3%	28.9%	41.3%	27.1%	24.6%	28.6%	29.8%
营业利润率	23.7%	11.9%	13.2%	26.1%	22.0%	32.3%	15.0%	16.1%	23.4%	22.5%
税前净利润率	98.4%	43.9%	3.7%	18.3%	27.7%	53.4%	37.4%	15.0%	17.4%	25.8%
有效所得税率	12.1%	33.3%	16.0%	18.0%	18.3%	22.0%	12.0%	10.0%	20.0%	18.1%
季增率 (%)										
营业收入	(86.6%)	0.3%	50.4%	255.0%	(25.4%)	(65.7%)	(7.8%)	1.2%	263.3%	29.6%
营业利润	(84.9%)	(49.5%)	66.2%	603.2%	(21.9%)	(57.5%)	(57.3%)	8.9%	428.9%	32.3%
税后净利润	(26.6%)	(66.9%)	(84.5%)	1,616.5%	11.0%	(3.5%)	(27.2%)	(58.2%)	276.1%	19.6%
稀释每股收益	(26.60%)	(66.92%)	(84.46%)	1,616.47%	10.96%	(3.47%)	(27.17%)	(58.16%)	276.06%	19.55%

资料来源：公司资料、元大预估

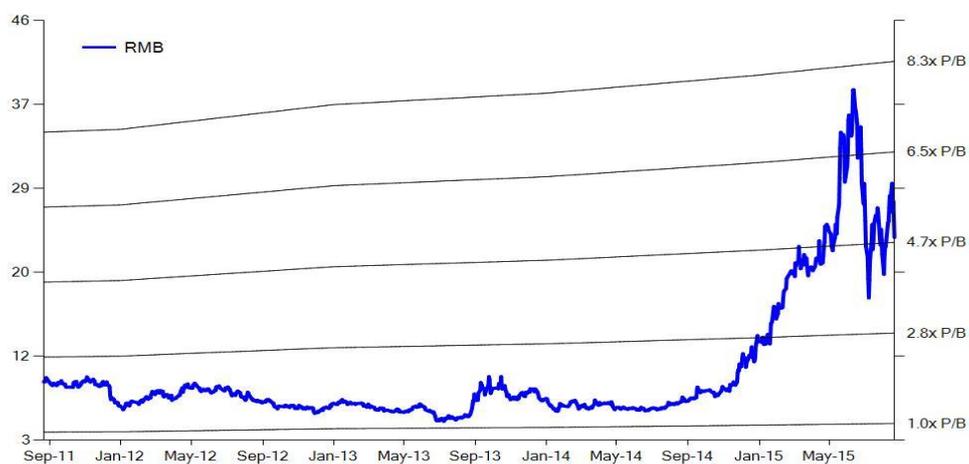
注：标“A”为元大汇整之历史数据

图 19: 张江高科 - 12 个月预期市盈率区间图



资料来源: 公司资料、元大

图 20: 张江高科 - 12 个月预期市净率区间图



资料来源: 公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	1,228	1,576	1,573	1,624	1,684
存货	5,529	5,151	4,812	4,944	5,659
应收帐款及票据	1,462	1,223	851	1,837	1,278
其他流动资产	118	160	98	173	177
流动资产	8,337	8,111	7,333	8,577	8,798
长期投资	9,499	8,904	9,754	10,604	11,573
固定资产	278	320	383	452	401
什项资产	179	363	180	180	180
其他资产	9,956	9,587	10,317	11,236	12,154
资产总额	18,293	17,698	17,651	19,813	20,952
应付帐款及票据	819	529	603	832	825
短期借款	3,900	3,711	4,218	4,272	4,553
什项负债	1,434	2,902	1,272	2,704	2,824
流动负债	6,153	7,143	6,093	7,808	8,202
长期借款	4,571	2,788	3,451	3,495	3,725
其他负债及准备	282	290	290	290	290
长期负债	4,854	3,077	3,741	3,785	4,015
负债总额	11,006	10,220	9,834	11,592	12,216
股本	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549
资本公积	2,647	2,647	2,647	2,647	2,647
保留盈余	2,356	2,668	3,007	3,412	3,926
换算调整数	357	260	260	260	260
归属母公司之权益	6,908	7,124	7,462	7,867	8,381
少数股权	379	354	354	354	354
股东权益总额	7,287	7,478	7,816	8,221	8,736

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	384	414	507	612	790
折旧及摊提	24	34	35	32	32
本期营运资金变动	725	1,753	(783)	468	(48)
其他营业资产	(566)	(485)	(550)	(640)	(748)
营运活动之现金流量	567	1,717	(790)	472	26
资本支出	(69)	(69)	(92)	(92)	23
本期长期投资变动	(670)	1,080	(300)	(210)	(220)
其他资产变动	(58)	(192)	177	(8)	(4)
投资活动之现金流量	(796)	820	(215)	(310)	(201)
股本变动	88	(224)	(169)	(207)	(276)
本期负债变动	(781)	(1,965)	1,171	97	511
其他调整数	0	0	0	0	0
融资活动之现金流量	(693)	(2,189)	1,002	(111)	236
本期产生现金流量	(922)	348	(4)	51	61
自由现金流量	(229)	2,537	(1,006)	162	(175)

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	1,919	3,002	2,240	2,903	3,363
销货成本	(1,302)	(2,232)	(1,377)	(1,746)	(2,016)
营业毛利	617	770	648	866	1,019
营业费用	(161)	(138)	(155)	(212)	(257)
营业利润	455	632	494	653	762
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	521	448	328	328	339
利息收入净额	521	448	328	328	339
投资利益(损失)净额	566	485	550	640	748
其他业外收入(支出)净额	(1,074)	(1,053)	(751)	(874)	(894)
非常项目净额	3	4	5	N.A.	N.A.
税前净利润	469	512	621	747	956
所得税费用	(85)	(98)	(114)	(135)	(166)
少数股权净利	(12)	22	(23)	(34)	(55)
归属母公司之净利	372	436	484	578	735
税前息前折旧摊销前净利	479	666	529	685	794
每股收益 (RMB)	0.24	0.28	0.31	0.37	0.47
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.24	0.28	0.31	0.37	0.474

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成长率 (%)					
营业收入	(15.3)	56.5	(25.4)	29.6	15.9
营业利润	(41.7)	38.8	(21.9)	32.3	16.7
税前息前折旧摊销前净	(40.5)	38.9	(20.6)	29.5	15.9
税后净利润	0.7	17.0	11.0	19.6	27.0
每股收益	0.66	17.04	10.96	19.55	27.02
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	32.1	25.6	28.9	29.8	30.3
营业利润率	23.7	21.0	22.0	22.5	22.7
税前息前 折旧摊销前净利率	25.0	22.2	23.6	23.6	23.6
税后净利润率	19.4	14.5	21.6	19.9	21.8
资产报酬率	2.1	2.3	2.9	3.3	3.9
净资产收益率	5.3	5.9	6.3	7.2	8.7
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	116.2	86.9	98.1	94.5	94.8
净现金(负债)权益比(%)	16.9	21.1	20.1	19.8	19.3
利息保障倍数 (倍)	0.1	(0.1)	(0.9)	(1.3)	(1.8)
利息及短期债	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	(1.1)	(3.8)	N.A.	(1.4)	(0.1)
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.2	0.5	N.A.	0.1	0.0
流动比率 (倍)	1.4	1.1	1.2	1.1	1.1
速动比率 (倍)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
净负债 (RMB 百万元)	7,243	4,923	6,097	6,143	6,593
每股净值 (RMB)	4.46	4.60	4.82	5.08	5.41
评价指标 (倍)					
市盈率	98.4	84.1	75.8	63.4	49.9
股价自由现金流量比	(160.0)	14.5	(36.5)	226.6	(209.5)
市净率	5.3	5.1	4.9	4.7	4.4
股价税前息前折旧摊销 前净利比	76.5	55.0	69.3	53.5	46.1
股价营收比	19.1	12.2	16.4	12.6	10.9

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

张江高科技园区 (600895 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	189	44%
持有-超越同业	104	24%
持有-落后同业	65	15%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	6	1%
总计：	431	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须通过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应通过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应通过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼