

中国：房地产

2016年02月01日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**71.5%**

 日期 **2016/01/29**

收盘价	RMB18.07
十二个月目标价	RMB31.00
前次目标价	RMB30.00
上海 A 股指数	2,864.8

信息更新：

- ▶ 重申买入评级，将目标价由人民币 30 元上调至 31 元。
- ▶ 我们将 2016/17 年每股收益预估分别上调 2%/5%，以反映上海科创板开板带来的投资收益增长。

本中心观点：

- ▶ 上海发展多层次资本市场将嘉惠上海本地创投类个股，如张江高科。
- ▶ 建议在 2016 年 2 季度战略新兴板开板前提前布局。

公司简介： 张江高科从事上海土地开发与不动产租赁。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB28,697.2 百万元
六个月平均日成交量	RMB946.2 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	49.2%
大股东；持股比例	上海张江 (集团) 有限公司, 50.8%
净负债比率	76.4%
每股净值 (2016F)	RMB5.10
市净率 (2016F)	3.55 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	569	653	762
税后净利润 *	436	507	591	774
每股收益(元)	0.28	0.33	0.38	0.50
每股收益同比增长率 (%)	17.0	16.3	16.5	31.0
每股股利(元)	0.09	0.10	0.11	0.15
市盈率 (倍)	64.2	55.2	47.4	36.2
股利收益率 (%)	0.5	0.5	0.6	0.8
净资产收益率 (%)	5.9	6.6	7.3	9.1

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
苏 育 意

+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)

创投新一年站上风口

调升目标价至人民币 31 元：我们认为关于科创板和战略新兴板开板的利好政策将推动优质创投类公司盈利加速增长和推升估值，如张江高科。战略新兴板或将于 2016 年 2 季度开板，我们建议投资者提前布局。

投资者投资科创板，张江高科亦能分食大饼：2015 年 12 月 28 日科创板在上海股交中心正式开板。由于张江高科持有上海股交中心 23.25% 的股份，因此一旦科创板成交额上升，张江高科将能够认列额外投资收益。根据张江高科的持股比例，我们预计 2016/17 年公司分别可认列人民币 1,000 万/2,500 万元的额外投资收益(参见图 4)。

上海发展多层次资本市场将利好本地创投类个股：入驻科创板的首批挂牌企业条件之一即是公司注册地应位于张江高科技园区。因此，张江高科将享有以下益处：1) 土地升值；2) 租金收益率上升；3) 更多优质企业客户进驻；以及 4) 公司创投业务股权投资退出渠道增加。因此，我们预计 2016/17 年新开板的科创板将贡献营业收入人民币 1,600 万/5,000 万元 (税前利润的 2%/5%)。

盈利及估值调整：我们将 2016/17 年每股收益预估分别上调 2%/5%，以反映上海科创板开板带来的投资收益增长。张江高科计划将于 4 月 9 日公布 2015 年 4 季度业绩。

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。

科创板开板的主要受益者

多层次资本体系由深圳向上海扩展

为方便中小型企业和新创企业融资，中国正着手建立多层次资本体系 (参见图 1)，深圳中小板和创业板的设立即是明证。现在多层次资本体系正从深圳向上海扩展，旨在 1) 为上海的新创企业提供更加良好的融资环境；2) 增强上海作为国际性金融中心的城市品牌定位。

上海与深圳和北京展开竞争

因此，上海致力于发展科创板和战略新兴板，前者于 2015 年 4 季度开板，后者计划于 2016 年 2 季度开板。预计这两个新建的资本市场将与深圳创业板和北京新三板直接展开竞争。

图 1：中国多层次资本市场比较

	市场类型	交易所	挂牌企业发展阶段	挂牌企业产业覆盖范围	个人投资者投资门槛	涨跌幅限制	开板年份
上海							
上海主板	交易所	上交所	盈利能力稳定的大型成熟公司	产业覆盖面较广，覆盖中国主要产业	无限制	10%	1990
战略新兴板	交易所	上交所	已度过初创阶段而增长至一定规模的公司	IT/ 新能源/ 高端设备/ 新材料/ 节能环保	待定	待定	或为 2016 年 2 季度
科创板	场外市场	上海股交中心	尚未度过初创阶段但具强劲增长潜力的公司	1. 机器人/ 智能制造 2. 大数据/ 云端平台 3. 互联网金融	个人资产超过人民币 50 万元	50%	2015
深圳							
深圳主板	交易所	深交所	盈利能力稳定的大型成熟公司	产业覆盖面较广，覆盖中国主要产业	无限制	10%	1990
中小板	交易所	深交所	相对成熟且盈利能力稳定的中小型企业	中小板 75% 的上市公司为制造业者，因此被视为中国制造业的衡量指针	无限制	10%	2004
创业板	交易所	深交所	增长型公司，达到一定的营收标准和增长要求	传媒/ 计算器/ 硬件/ 生物医学工程	无限制	10%	2009
北京							
新三板	场外市场	全国中小企业股份转让系统	尚未度过初创阶段但具强劲增长潜力的公司	高端设备/ 机械/ 制药/ 软件/ IT	个人资产超过人民币 500 万元	无限制	2008

资料来源：元大

何为科创板？

2015年12月28日科创板在上海股交中心正式开板，作为场外交易系统，科创板主要面向高科技和创新产业内的新兴公司。如图2所示，首批入驻科创板的来自高增长型产业，如软件、硬件、医药、医疗和高端制造设备产业。

2015年12月28日科创板在上海股交中心正式开板，作为场外交易系统，科创板主要面向高科技和创新产业内的新兴公司。

科创板上市标准较宽松，允许尚未盈利但具备强劲增长潜力的公司上市。这意味着科创板可以与深圳创业板直接竞争，创业板上市标准包含要求盈利。

从IPO机制来看，科创板新股发行将遵照新的IPO注册制，注册制要求更实时、更严格的信息披露。科创板每日的交易涨跌幅限制为50%，且个人投资者须拥有超过人民币50万元的金融资产才能购买/交易在科创板上市的股票。这意味着科创板投资门槛低于新三板所设的人民币500万元(参见图1)。

图2：科创板首批上市公司

	公司	产业	业务
1	运力股份	物流	建立首个集装箱远期交易平台
2	来谊金科	软件	提供身份认证服务和互联网金融营销解决方案
3	英佛曼	材料	专注于纳米材料的高级研发与应用，纳米材料在航天、医疗和石化产业具有重要作用
4	杰隆生工	生物工程	研发动物源性蛋白与活性肽产品
5	宝寰股份	物流	提供先进的物流平台和软件
6	政太纳米	材料	生产工业胶水和粘合剂
7	声通科技	软件、硬件	提供电子通讯产品，如语音信箱、传真和简讯
8	彩虹鱼	高端制造设备	专注于深海研究，研究项目成果被用于一般性海洋考察任务、深海工程、救援、海洋设备制造安装维修，如深海探索。
9	摩西海洋	机械	利用自动化技术，开发并制造机器人和电子通讯产品
10	联腾数据	安防	开发无线对讲机、防盗系统、智能对讲机和其他安保设备
11	利迪股份	软件	开发云计算平台(SaaS和BPaaS)，也为客户提供软件开发和咨询服务
12	贺普药业	医药	致力于乙肝药物治疗的创新与研发
13	光芯光学	硬件	开发、生产光纤分路器芯片
14	每天环保	材料	开发、生产石灰和混凝土
15	华龙测试	机械	开发、生产机械设备，如压力试验机
16	宇度医学	医疗	致力于妇产微创医学领域新技术、新产品的创新、研发、生产及市场推广
17	皓维电子	安防	开发、生产音频和视频监控产品
18	优华集成	节能	专攻能源管理系统，在系统优化及装置优化方面具备独创技术
19	佳易医疗	医疗	专注于发展互联网医疗业务
20	昂华股份	机械	提供装配自动化一体化解决方案，拥有专业的非标设备的设计、加工、制造能力，产品广泛应用于汽车动力总成，汽车零部件和新能源汽车
21	波宝仟赫	设备	侧重等离子、电磁热能电子产品等前沿技术的研发
22	三的部落	硬件	提供3D应用全套解决方案，包括3D扫描和3D打印
23	联讯科技	软件	侧重互联网服务、软件开发和互联网通信
24	星派股份	机械	开发高端智能机器人系统
25	昊客云台	电子商务	为工业企业提供在线供应链支持服务，包括IT技术、营销、物流和仓库监管
26	先越技术	材料	为材料和冶金产业提供全面解决方案，包括热处理、冶炼和铸造
27	唐工纺	纺织	专攻工业防护服生产

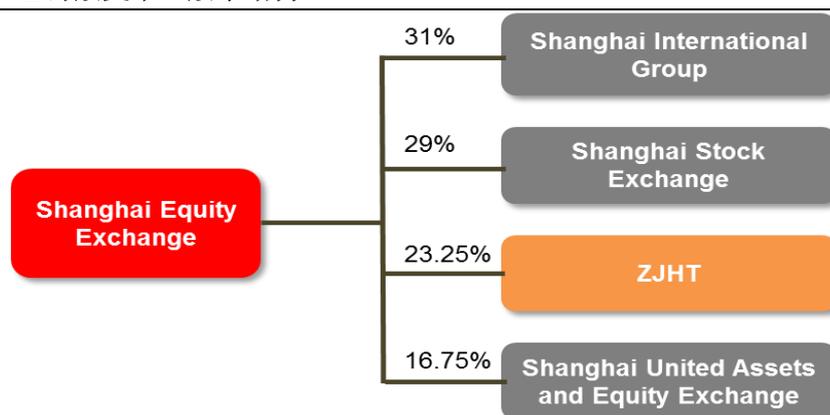
资料来源：上海股交中心、元大

科创板的发展为何对张江高科有重要影响？

我们认为张江高科是科创板推出的主要受益者，原因包括：

1. **投资者投资科创板，张江高科亦能分食大饼：**2015年12月28日科创板在上海股交中心正式开板。由于张江高科持有上海股交中心23.25%的股份，因此一旦科创板成交额上升，张江高科将能够认列额外投资收益。根据张江高科的持股比例，我们预计2016/17年公司分别可认列人民币1,000万/2,500万元的额外投资收益（参见图4）。
2. **上海发展多层次资本市场将利好本地创投类个股：**入驻科创板的首批挂牌企业条件之一即是公司注册地应位于张江高科技园区。因此，张江高科将享有以下益处：1)土地升值；2)租金收益率上升；3)更多企业客户入驻；以及4)公司创投业务股权投资退出渠道增加。因此，我们预计2016/17年新开板的科创板将贡献营收人民币1,600万/5,000万元(税前净利润的2%/5%)。
3. **随着中国资本市场体系不断扩张升级，张江高科创投业务的贡献将进一步提高：**除了核心业务具备盈利增长空间，科创板的设立也为张江高科创投业务提供更多退出渠道。作为上海重要的创投企业，我们预计张江高科将开展更多投资，与高增长的企业及产业建立更紧密的联系，这意味着未来几年张江高科股权投资收益将提高，税后净利润增长进一步加快。

图 3：上海股交中心股东结构



资料来源：公司资料、元大

图 4：科创板税后净利润贡献评估

项目 (单位：人民币百万)	2016F	2017F	2018F
首发上市费	8	28	84
上市年费	6	27	90
交易费	200	440	792
科创板总营收	215	495	966
科创板总税后净利润	43	109	222
张江高科在上海股交中心的持股比例	23.25%	23.25%	23.25%
归属于张江高科的科创板税后净利润	10	25	52

资料来源：元大

盈利预估与估值调整

2016/17 年预估每股收益调整

我们维持 2015 年预估每股收益不变，将 2016/17 年预估每股收益分别上调 2%/5%，以反映科创板推出后，来自上海股交中心的投资收益将提高。

图 5:2015/16/17 年盈利预估调整

	FY14A	FY15 估 调整前	FY15 估 调整后	FY16 估 调整前	FY16 估 调整后	FY17 估 调整前	FY17 估 调整后	FY15 估 差异	FY16 估 差异	FY17 估 差异
净营收	3,002	2,240	2,240	2,903	2,903	3,363	3,363	0%	0%	0%
营业毛利 (公布值)	1,434	959	959	1,157	1,157	1,347	1,347	0%	0%	0%
营业毛利 (扣除增值税)	770	724	724	866	866	1,019	1,019	0%	0%	0%
营业利润 (调整后)	632	569	569	653	653	762	762	0%	0%	0%
营业利润 (公布值)	565	692	692	865	881	1,074	1,124	0%	2%	5%
税前净利润	512	666	666	747	763	956	1,006	0%	2%	5%
税后净利润 - 合计	414	541	541	612	625	790	832	0%	2%	5%
每股收益	0.28	0.33	0.33	0.37	0.38	0.47	0.50	0%	2%	5%
重要比率										
营业毛利率 (公布值)	48%	43%	43%	40%	40%	40%	40%			
营业毛利率 (调整后)	26%	32%	32%	30%	30%	30%	30%			
营业利润率 (调整后)	21%	25%	25%	23%	23%	23%	23%			
营业利润率 (公布值)	19%	31%	31%	30%	30%	32%	33%			
税前净利润率	17%	30%	30%	26%	26%	28%	30%			
税后净利润率 - 合计	14%	24%	24%	21%	22%	23%	25%			

资料来源: 公司资料、元大预估

重估净资产价值调整

基于 1)2016 年张江高科园区房价预估涨幅 5%，及 2) 2016 年初净资产价值假设为人民币 78.33 亿元，我们得出 2016 年重估净资产价值为人民币 479.71 亿元，相当于每股重估净资产价值人民币 30.98 元 (详细计算过程参见图 6)。

图 6: 张江高科 - 重估净资产预估

重估净资产估值	
项目	人民币百万
核心业务	
可供出售的租赁物业	13,200
土地储备 (土地和在建项目)	9,640
股权投资业务	
上市公司	1,062
未上市子公司及其他投资	16,236
2016 年初净资产价值	7,833
重估净资产合计	47,971
发行在外股数 (百万股)	1,549
每股重估净资产价值 (人民币)	30.98

资料来源: 元大

股票估值与目标价

本中心目标价相当于 1 倍每股重估净资产价值人民币 31 元，隐含 2016/17 年预估市盈率 81 倍/62 倍。

从市盈率角度分析，张江高科目前股价相当于 2016 年预估市盈率 47 倍，高于产业园区同业的平均市盈率区间 9-45 倍，但与创投同业的市盈率区间 17-67 倍相当 (参见图 7-8)。考虑到推动科创板和战略新兴板推出的利好政策将提升创投业务前景，我们认为张江高科应能维持估值溢价。

图 7：国内产业园区同业市盈率比较

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	南京高新
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、高端制造、生物制药	金融服务	汽车、电子产业	汽车、电子通信	汽车，装备制造	软件、IC	软件、节能解决方案	电子通信、机械	显示器、LED
2014A	64	45	8	32	27	400	1,156	55	11
2015F	55	37	12	33	23	36	98	37	12
2016F	47	31	9	28	18	45	67	26	10
2017F	36	26	8	21	15	-	48	19	9

资料来源：Bloomberg、元大

图 8：创投同业市盈率比较

公司	张江高科	市北高新	鲁信创投	钱江水利	紫江企业	同方股份
代码	600895 CH	600604 CH	600783 CH	600283 CH	600210 CH	600100 CH
2014A	64	1,156	58	200	44	33
2015F	55	98	50	177	22	25
2016F	47	67	39	50	17	23
2017F	36	48	32	43	-	19

资料来源：Wind、元大

图 9：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(倍)			每股收益增长率(%)		
					2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
张江高科	600895 CH	买入 (维持评级)	RMB18.07	4,255.6	0.33	0.38	0.50	55.2	47.4	36.2	16.3	16.5	31.0
国内同业 - 工业园													
陆家嘴	600663 CH	未评级	38.61	9,670.6	1.04	1.25	1.50	37.3	31.0	25.8	20.9	20.2	20.3
华夏幸福	600340 CH	未评级	22.54	9,850.0	1.91	2.41	3.00	11.8	9.4	7.5	-28.7	26.2	24.6
浦东金桥	600639 CH	未评级	14.96	2,335.8	0.45	0.53	0.71	33.2	28.2	21.1	-2.7	17.8	34.0
外高桥	600648 CH	未评级	16.77	2,736.9	0.74	0.91	1.14	22.7	18.4	14.7	20.4	23.0	25.3
中关村	000931 CH	未评级	8.17	838.1	0.23	0.18	-	36.3	45.4	-	1,002.9	-20.0	-
市北高新	600604 CH	未评级	29.95	2,712.3	0.31	0.45	0.62	98.2	67.3	48.3	1,077.6	45.9	39.3
苏州高新	600736 CH	未评级	8.83	1,568.5	0.24	0.34	0.46	36.8	26.0	19.2	49.4	41.7	35.3
南京高科	600064 CH	未评级	13.17	1,538.2	1.15	1.30	1.50	11.5	10.1	8.8	-3.1	13.7	15.2
平均					0.76	0.92	1.28	36.0	29.5	20.8	267.1	21.1	27.7
国内同业 - 创投													
鲁信创投	600783 CH	未评级	23.58	2,602.3	0.47	0.60	0.74	49.8	39.3	31.9	16.8	26.8	23.3
力合股份	000532 CH	未评级	16.00	800.6	0.13	0.14	-	191.6	177.9	-	44.4	7.7	-
平均					0.67	0.81	1.22	61.5	52.9	28.0	30.6	17.3	23.3

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg
注：所有每股收益数字均以当地货币为单位

图 10：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(%)			企业价值/税前息前折旧摊销 前净利比			市净率(倍)		
					2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
张江高科	600895 CH	买入 (维持评级)	RMB18.07	4,255.6	6.6	7.3	9.1	56.8	50.5	43.8	3.7	3.5	3.3
国内同业 - 工业园													
陆家嘴	600663 CH	未评级	38.61	9,670.6	14.7	15.1	15.8	30.9	27.5	21.3	5.6	4.9	4.2
华夏幸福	600340 CH	未评级	22.54	9,850.0	35.8	34.6	34.7	13.0	10.3	8.6	3.5	2.8	2.2
浦东金桥	600639 CH	未评级	14.96	2,335.8	7.7	7.8	10.2	20.1	18.5	17.6	2.4	2.3	3.0
外高桥	600648 CH	未评级	16.77	2,736.9	9.3	10.2	11.3	-	-	-	--	--	--
中关村	000931 CH	未评级	8.17	838.1	26.6	13.7	-	-	-	-	--	--	--
市北高新	600604 CH	未评级	29.95	2,712.3	9.1	13.1	15.6	-	-	-	9.2	8.2	7.4
苏州高新	600736 CH	未评级	8.83	1,568.5	6.3	9.6	13.6	-	-	-	--	--	--
南京高科	600064 CH	未评级	13.17	1,538.2	15.8	14.6	13.8	12.3	9.6	8.8	1.5	1.3	1.1
平均					15.7	14.8	16.4	19.0	16.5	14.1	4.4	3.9	3.6
国内同业 - 创投													
鲁信创投	600783 CH	未评级	23.58	2,602.3	11.0	11.6	12.8	-	-	-	-	-	-
力合股份	000532 CH	未评级	16.00	800.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
平均					11.0	11.6	12.8	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

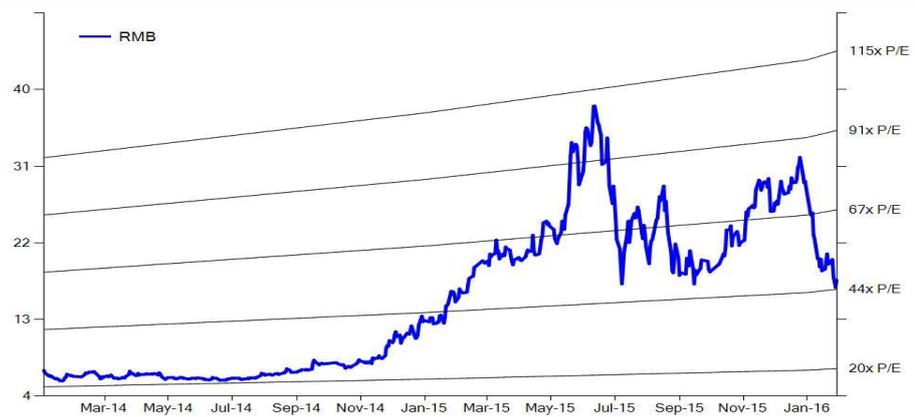
图 11：张江高科 - 季度与年度简明损益表 (合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	253	253	501	1,234	2,240	465	429	434	1,576	2,903
销货成本	(164)	(186)	(312)	(855)	(1,281)	(273)	(313)	(327)	(1,124)	(1,746)
营业毛利	89	67	189	379	724	192	116	107	451	866
营业费用	(29)	(37)	(37)	(52)	(155)	(42)	(52)	(37)	(82)	(212)
营业利润	60	30	152	327	569	150	64	70	369	653
业外利益	189	81	(67)	(106)	97	103	101	(2)	(92)	110
税前净利润	249	111	85	221	666	253	165	68	277	763
少数股东权益	(5)	(3)	(7)	(18)	(34)	(12)	(9)	(3)	(11)	(35)
所得税费用	(30)	(37)	(19)	(40)	(125)	(56)	(20)	(7)	(55)	(138)
归属母公司税后净利润	214	71	60	163	507	186	137	58	211	591
每股收益(依加权稀释股数)(人民币)	0.14	0.05	0.04	0.11	0.33	0.12	0.09	0.04	0.14	0.38
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%	37.7%	30.7%	32.3%	41.3%	27.1%	24.6%	28.6%	29.8%
营业利润率	23.7%	11.9%	30.4%	26.5%	25.4%	32.3%	15.0%	16.1%	23.4%	22.5%
税前净利润率	98.4%	43.9%	17.0%	17.9%	29.7%	54.5%	38.6%	15.6%	17.6%	26.3%
有效所得税率	12.1%	33.3%	21.8%	18.0%	18.8%	22.0%	12.0%	10.0%	20.0%	18.0%
季增率 (%)										
营业收入	(86.6%)	0.3%	97.5%	146.5%	(25.4%)	(62.3%)	(7.8%)	1.2%	263.3%	29.6%
营业利润	(84.9%)	(49.5%)	402.7%	115.5%	(9.9%)	(54.2%)	(57.3%)	8.9%	428.9%	14.7%
税后净利润	(26.6%)	(66.9%)	(15.3%)	171.9%	16.3%	14.0%	(26.4%)	(57.7%)	264.5%	16.5%
每股稀释盈余	(26.60%)	(66.92%)	(15.27%)	171.85%	16.29%	14.04%	(26.37%)	(57.74%)	264.48%	16.51%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史资料

图 12：12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 13：12 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	1,620	1,564	1,783
存货	5,529	5,151	4,676	5,175	5,428
应收帐款及票据	1,462	1,223	851	1,837	1,278
其他流动资产	118	160	85	185	165
流动资产	8,337	8,111	7,234	8,761	8,654
长期投资	9,499	8,904	9,754	10,620	11,639
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	11,252	12,219
资产总额	18,293	17,698	17,551	20,013	20,873
应付帐款及票据	819	529	524	911	746
短期借款	3,900	3,711	4,198	4,324	4,524
什项负债	1,434	2,902	1,272	2,704	2,824
流动负债	6,153	7,143	5,994	7,939	8,094
长期借款	4,571	2,788	3,435	3,538	3,702
其他负债及准备	282	290	290	290	290
长期负债	4,854	3,077	3,724	3,827	3,991
负债总额	11,006	10,220	9,718	11,766	12,085
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	3,023	3,436	3,978
换算调整数	357	260	260	260	260
归属母公司之权益	6,908	7,124	7,478	7,892	8,434
少数股权	379	354	354	354	354
股东权益总额	7,287	7,478	7,833	8,246	8,788

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	541	625	832
折旧及摊提	24	34	35	32	32
本期营运资金变动	725	1,753	(714)	236	280
其他营业资产	(566)	(485)	(550)	(656)	(799)
营运活动之现金流量	567	1,717	(688)	237	346
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)	(186)	(212)	(290)
本期负债变动	(781)	(1,965)	1,134	229	364
其他调整数	0	0	0	0	0
融资活动之现金流量	(693)	(2,189)	948	17	74
本期产生现金流量	(922)	348	44	(56)	219
自由现金流量	(229)	2,537	(904)	(73)	145

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)	(1,281)	(1,746)	(2,016)
营业毛利	617	770	724	866	1,019
营业费用	(161)	(138)	(155)	(212)	(257)
营业利润	455	632	569	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	656	799
其他业外收入(支出)净额	(1,074)	(1,053)	(782)	(874)	(894)
非常项目净额	3	4	5	N.A.	N.A.
税前净利润	469	512	666	763	1,006
所得税费用	(85)	(98)	(125)	(138)	(174)
少数股权净利	(12)	22	(34)	(35)	(58)
归属母公司之净利	372	436	507	591	774
税前息前折旧摊销前净利	479	666	605	685	794
每股收益 (RMB)	0.24	0.28	0.33	0.38	0.50
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.24	0.28	0.33	0.38	0.50

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
同比增长率 (%)					
营业收入	(15.3)	56.5	(25.4)	29.6	15.9
营业利润	(41.7)	38.8	(9.9)	14.7	16.7
税前息前折旧摊销前净	(40.5)	38.9	(9.2)	13.3	15.9
税后净利润	0.7	17.0	16.3	16.5	31.0
每股收益	0.66	17.04	16.29	16.51	31.02
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	32.1	25.6	32.3	29.8	30.3
营业利润率	23.7	21.0	25.4	22.5	22.7
税前息前 折旧摊销前净利率	25.0	22.2	27.0	23.6	23.6
税后净利润率	19.4	14.5	22.6	20.3	23.0
资产报酬率	2.1	2.3	3.1	3.3	4.1
净资产收益率	5.3	5.9	6.6	7.3	9.1
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	116.2	86.9	97.4	95.3	93.6
净负债比率 (%)	16.9	21.1	20.7	19.0	20.3
利息保障倍数 (倍)	0.1	(0.1)	(1.0)	(1.3)	(2.0)
利息及短期债	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	(1.1)	(3.8)	N.A.	(0.7)	(1.0)
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	0.2	0.5	N.A.	0.1	0.1
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	6,012	6,297	6,443
每股净值 (RMB)	4.46	4.60	4.83	5.10	5.45
估值指标 (倍)					
市盈率	75.1	64.2	55.2	47.4	36.2
股价自由现金流量比	(122.2)	11.0	(31.0)	(383.4)	193.4
市净率	4.1	3.9	3.7	3.5	3.3
股价税前息前折旧摊销 前净利比	58.4	42.0	46.3	40.8	35.2
股价营收比	14.6	9.3	12.5	9.6	8.3

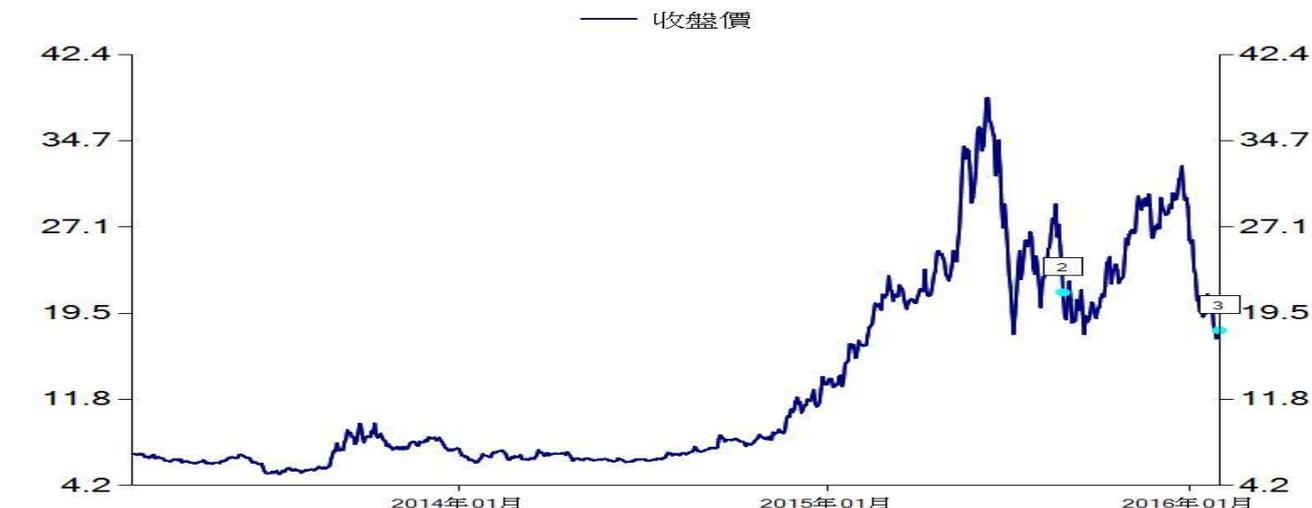
资料来源：公司资料、元大

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



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/10/26	7.99	9.60	9.60	买入	王佳卉
2	2015/08/24	23.67	30.00	30.00	买入	苏育慧

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	208	45%
持有-超越同业	117	25%
持有-落后同业	44	10%
卖出	12	3%
评估中	80	17%
限制评级	1	0%
总计:	462	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、利好题材、估值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、利好题材、估值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、利好题材、估值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、利好题材、估值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

© 2016 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，皆必须透过依照 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，应透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，应透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