

张江高科 (600895)

强烈推荐

行业：园区开发

畅享国改红利，转型科技投行

公司公布15年年报，营业收入24.2亿元(-19%)，归母净利润4.8亿元(+10%)。

投资要点：

◇ 张江园区拥有良好的产业生态，集聚大量创新创业人才，全力推出的“895营”，致力打造两大产业集群：“医”与“E”产业群。两大产业集群拥有国内最完整、最强大的产业链和创新链，引领张江参与上海打造具有全球影响力的科技创新中心的建设。

◇ 国企改革注入新动力，“双自”联动提供新空间。公司迎来上海科创中心建设、“双自”联动、张江科技城建设等带来的重大机遇，同时被列为浦东新区第二批国资国企改革单位之一。15年公司破解历史遗留问题，排除了转型发展瓶颈，加大产业投资力度，拓展了科技投行布局。公司将以科技投行为主导，打造全产业链的科技金融投资商、培育创新创业引擎企业的集成服务商、“股权化、证券化、品牌化”的科技城新型运营商。公司积累了创新助力、产业培育、区域开发经验，践行企业客户“时间合伙人”的理念，形成了科技投资的良性循环，拥有多渠道、低成本的融资优势，为实现从单一的产业地产开发商向与高科技产业共同成长的产业发展商的角色转型打下了坚实基础。

◇ **房地产销售：15年聚焦“存量变现，增量探索”，通过股权转让等多元销售方式，实际完成房地产销售收入16.9亿元(剔除檀溪销售退回调减影响)，同比降10.9%，毛利率31%。房产租赁：15年完善租金价格体系，提高综合配套水平，实现房产租赁收入5.8亿元，同比降8.9%，毛利率34%。目前公司拥有园区土地储备计容建面94.6万方，持有投资性房地产总建面约114万方。基金管理：转型新型产业地产运营商，设立江浩矩鼎投资管理公司，将作为股权化基金管理平台，实现项目经营与资本经营相融合，推动股权化的物业规模扩张，布局上海一区二十三园物理范围内的核心资产。通讯服务：15年实现营业收入4.3亿元，同比增8%，毛利率34%。**

◇ 公司依托于张江园区在创新要素和资源集聚的领先优势，多年精耕产业培育，现迎来国企改革、“双自”联动等重大机遇，公司将以科技投行为方向，贯彻“新三商”战略，融合科技地产与产业投资。目前RNAV 27.9元/股，预计16-18年营业收入为30、38、46亿元，同比增速分别为24%、26%、22%，三年复合增速为24.2%；16-18年最新摊薄EPS为0.38、0.48、0.59元，三年复合增长23.8%，对应当前股价PE55、44、36倍，6个月目标价28元，对应16年PE74倍，给予“强烈推荐”评级。

◇ 风险提示：市场波动剧烈、转型遇阻、园区开发进展不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2419	3006	3788	4636
收入同比(%)	-19%	24%	26%	22%
归属母公司净利润	482	590	747	913
净利润同比(%)	10%	22%	27%	22%
毛利率(%)	31.5%	33.8%	34.7%	35.0%
ROE(%)	6.4%	7.2%	8.5%	9.6%
每股收益(元)	0.31	0.38	0.48	0.59
P/E	67.50	55.12	43.51	35.61
P/B	4.30	3.99	3.71	3.40
EV/EBITDA	27	25	22	19

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：郭泰

S0960116030003

010-63222915

guotai@china-invs.cn

6-12个月目标价：28

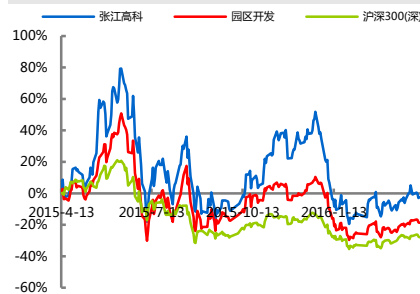
当前股价：21.02

评级调整：首次

基本资料

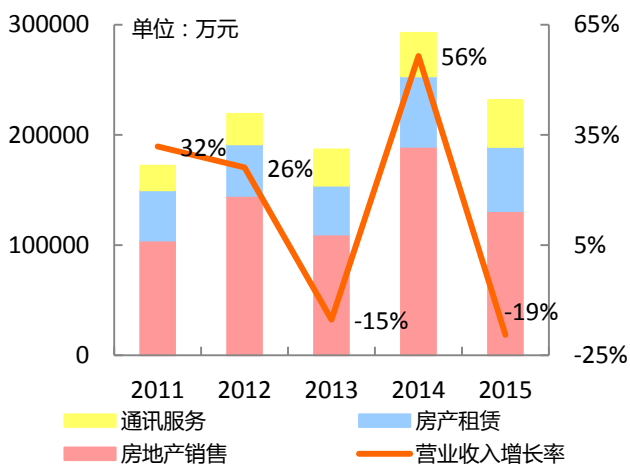
总股本(百万股)	1,549
流通股本(百万股)	1,549
总市值(亿元)	326
流通市值(亿元)	326
成交量(百万股)	24.67
成交额(百万元)	519.49

股价表现



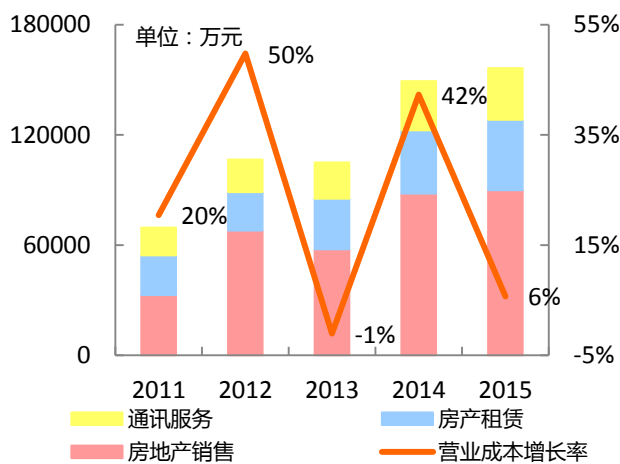
相关报告

图 1 各业务营业收入历年变化



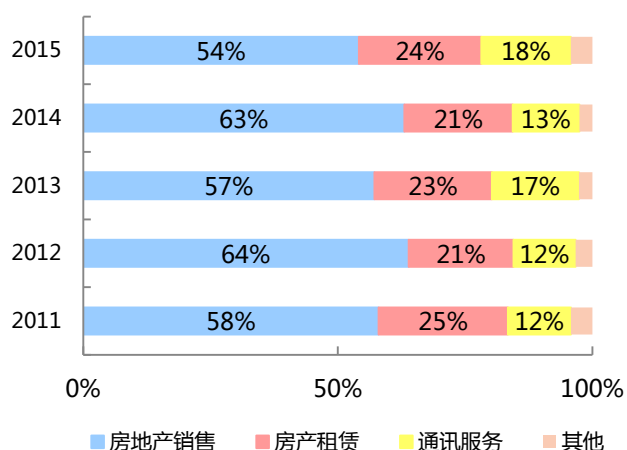
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化



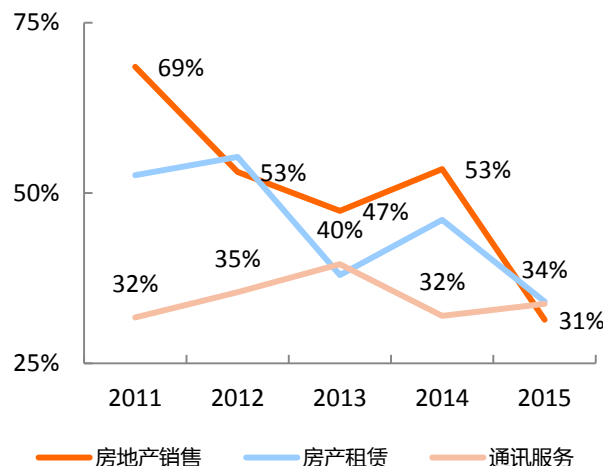
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 3 各业务占比变化



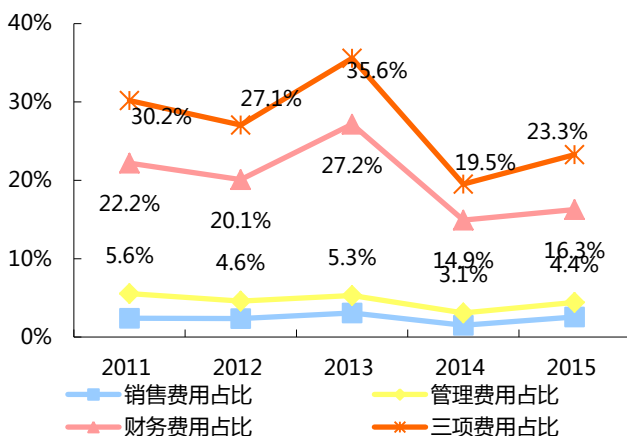
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 4 各业务毛利率变化



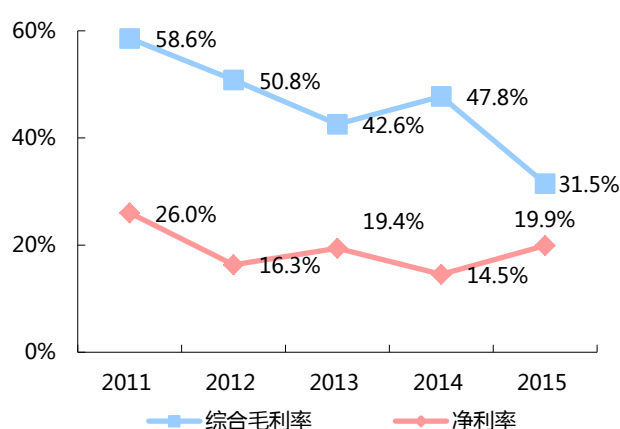
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 三费水平



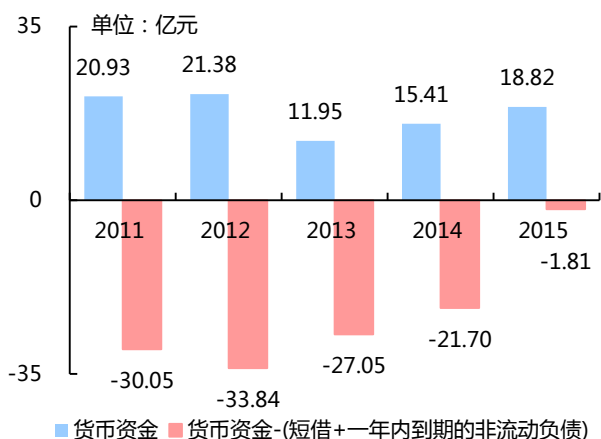
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 综合毛利率和净利率



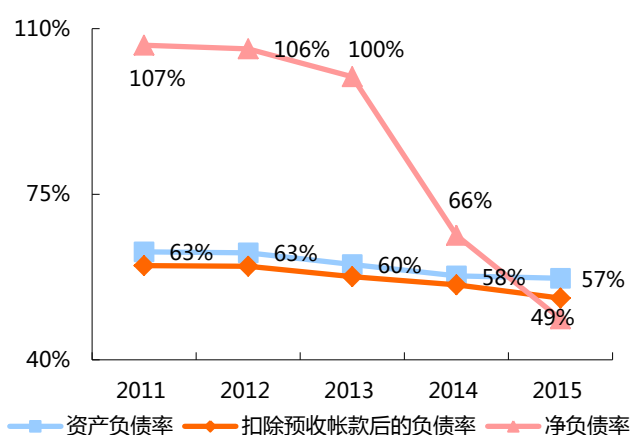
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 货币资金和短期负债



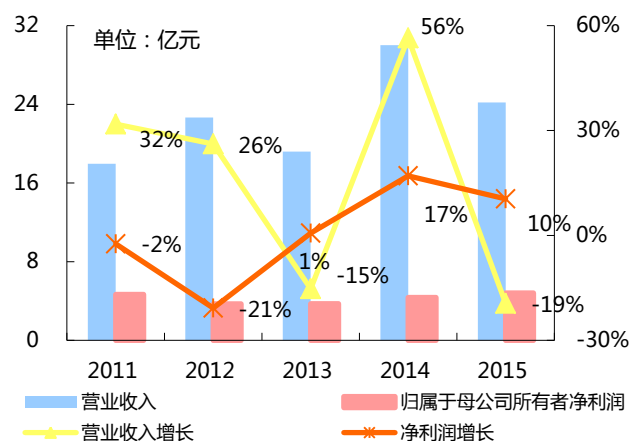
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 负债水平



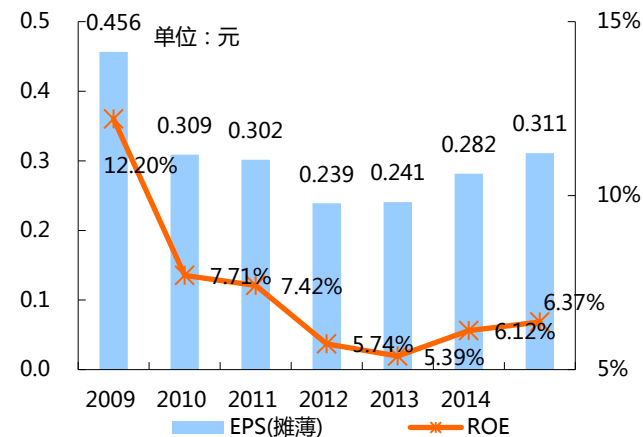
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9 经营情况



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 10 EPS 和 ROE



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	8662	8233	9476	10122
现金	1882	1783	3244	4042
应收账款	515	640	807	987
其它应收款	432	537	677	829
预付账款	30	37	47	57
存货	4892	4324	3790	3296
其他	911	911	911	911
非流动资产	9869	10107	10352	10605
长期投资	2417	2417	2417	2417
固定资产	384	385	380	370
无形资产	6	-1	-7	-14
其他	7061	7305	7562	7832
资产总计	18531	18340	19829	20727
流动负债	6574	6915	7305	7700
短期借款	1640	1640	1640	1640
应付账款	665	826	1041	1275
其他	4268	4449	4623	4785
非流动负债	4035	2902	3370	3078
长期借款	732	682	632	582
其他	3303	2221	2738	2497
负债合计	10608	9818	10675	10779
少数股东权益	360	370	383	399
股本	1549	1549	1549	1549
资本公积	2647	2647	2647	2647
留存收益	3010	3956	4575	5354
归属母公司股东权益	7562	8152	8770	9550
负债和股东权益	18531	18340	19829	20727

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1469	888	1026	1108
净利润	490	600	760	928
折旧摊销	43	55	61	67
财务费用	394	312	306	297
投资损失	-672	-692	-720	-749
营运资金变动	1417	653	579	516
其它	-203	-39	41	49
投资活动现金流	78	394	409	425
资本支出	21	50	50	50
长期投资	-238	249	261	274
其他	-138	693	720	749
筹资活动现金流	-1239	-1380	26	-736
短期借款	-1325	0	0	0
长期借款	-1152	-50	-50	-50
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	1237	-1330	76	-686
现金净增加额	338	-98	1461	798

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2419	3006	3788	4636
营业成本	1658	1990	2472	3012
营业税金及附加	385	466	568	672
营业费用	62	75	91	107
管理费用	107	129	159	190
财务费用	394	312	306	297
资产减值损失	-104	0	0	0
公允价值变动收益	10	0	0	0
投资净收益	672	692	720	749
营业利润	599	726	912	1107
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	37	37	37	37
利润总额	567	695	880	1075
所得税	77	95	120	147
净利润	490	600	760	928
少数股东损益	8	10	13	16
归属母公司净利润	482	590	747	913
EBITDA	1036	1093	1278	1471
EPS (元)	0.31	0.38	0.48	0.59

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-19.4%	24.2%	26.0%	22.4%
营业利润	6.0%	21.3%	25.5%	21.4%
归属于母公司净利润	10.5%	22.5%	26.7%	22.2%
获利能力				
毛利率	31.5%	33.8%	34.7%	35.0%
净利率	19.9%	19.6%	19.7%	19.7%
ROE	6.4%	7.2%	8.5%	9.6%
ROIC	33.5%	47.9%	84.6%	181.3%
偿债能力				
资产负债率	57.2%	53.5%	53.8%	52.0%
净负债比率	26.34%	27.95%	25.24%	24.53%
流动比率	1.32	1.19	1.30	1.31
速动比率	0.57	0.57	0.78	0.89
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.16	0.20	0.23
应收账款周转率	3	4	4	4
应付账款周转率	2.78	2.67	2.65	2.60
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.38	0.48	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.57	0.66	0.72
每股净资产(最新摊薄)	4.88	5.26	5.66	6.17
估值比率				
P/E	67.50	55.12	43.51	35.61
P/B	4.30	3.99	3.71	3.40
EV/EBITDA	27	25	22	19

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,毕业于中国人民大学,经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业实习生,毕业于伦敦城市大学卡斯商学院,理学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434