

张江高科 (600895)

推荐

行业：园区开发

费用控制渐入佳境，盈利能力大幅提升

公司前三季度实现营业收入 15.1 亿元(+49.5%)，归母净利润 3.9 亿元(+12.7%)，归母扣非净利润 3.7 亿元(+404.9%)。

投资要点：

◇ **营收稳健增长，费用控制渐入佳境，盈利能力大幅提升。**公司前三季度实现营业收入 15.1 亿元(+49.5%)，归母净利润 3.9 亿元(+12.7%)，归母扣非净利润 3.7 亿元(+404.9% 主要由于去年同期非经常性投资收益达 2.7 亿元导致归母扣非净利润基数较小仅为 0.7 亿元)；综合毛利率 44.7%，较 15 年末提升 13.2 个百分点；净利率 25.8%，较 15 年末提升 5.9 个百分点。截至上半年末，预收账款 5.3 亿元，较去年同期增 1.5 亿元；由于上半年发行 20 亿元公司债，净负债率同比增 5 个百分点至 64%；三费率 19.3%，同比降 13 个百分点。综合融资成本由年初 4.9%降 0.4 个百分点至 4.5%。

◇ 前三季度公司取得租金总收入 4.5 亿元，同比增 11.3 %。因收购上海檀溪置业 100%股权，前三季度新增土地面积 1.9 万方，竣工面积 13.2 万方；销售面积 3.8 万方；销售金额 6.4 亿元，同比增 165.2%；截至上半年末，拥有土地储备建面 94.6 万方，租赁建面 86.1 万方。

◇ **加大产业投资布局，培育打造具有全球影响力的本土科技引擎企业，间接参股蚂蚁金服。**15 年公司全资子公司张江浩成向上海金融发展投资基金二期(有限合伙)投资 1 亿元，上海金融发展投资基金二期规模 12 亿元，为蚂蚁金服股东，持股比例约 0.47%。上半年公司投资了微电子装备公司、七牛控股、嗨修汽车、数饮公司，并通过参股枫逸基金投资天天果园，投资总额超 3 亿。近期全资子公司张江浩成拟作为 LP 投资源星胤石基金 2 亿元，约占基金总规模的 13.33%，主投健康医疗、物联网、人工智能等领域。

◇ **公司依托于张江园区在创新要素和资源集聚的领先优势，精耕产业培育，坚定转型科技投行，尝试以基金操盘带动传统销售，不断创新商业模式，保持业绩稳步增长。**RNAV 25.3 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 EPS 为 0.38、0.48、0.59 元，三年复合增长 23.7%，对应当前股价 PE52、41、33 倍，6 个月目标价 21 元，对应 16 年 PE55 倍，“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	589	746	911
净利润同比(%)	10%	22%	27%	22%
毛利率(%)	31.5%	33.8%	34.7%	35.0%
ROE(%)	6.4%	7.4%	8.8%	10.0%
每股收益(元)	0.31	0.38	0.48	0.59
P/E	59.01	48.22	38.09	31.18
P/B	3.76	3.57	3.34	3.10
EV/EBITDA	23	22	18	16

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： 21

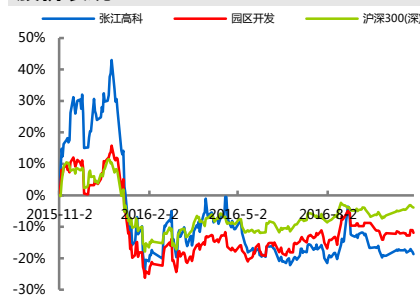
当前股价： 18.41

评级调整： 下调

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)	285
流通市值(亿元)	285
成交量(百万股)	5.18
成交额(百万元)	95.53

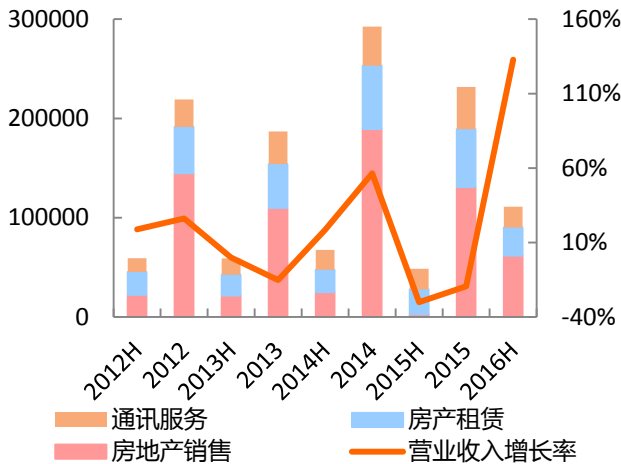
股价表现



相关报告

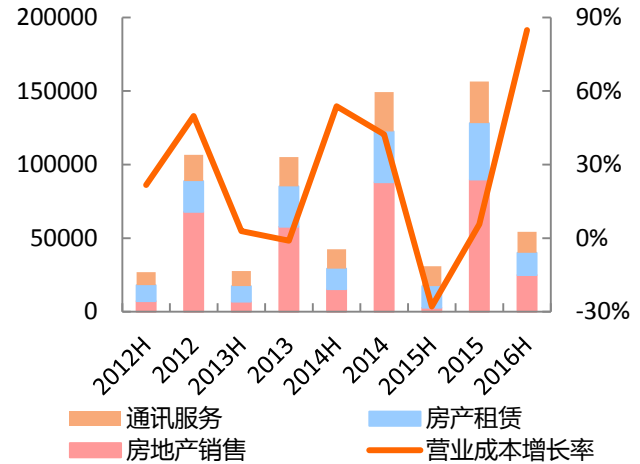
《张江高科-畅享国改红利，转型科技投行》2016-04-11

图 1 各业务营业收入历年变化



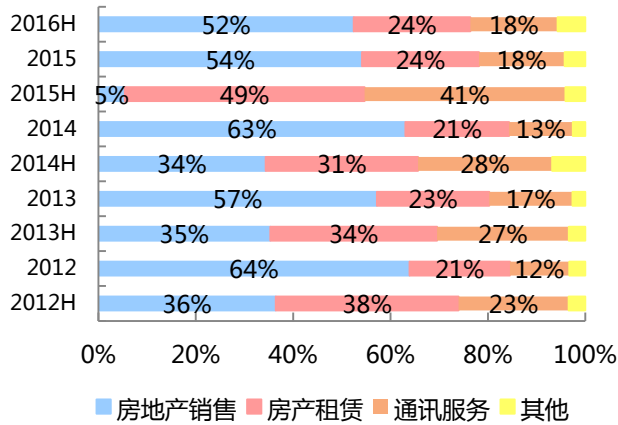
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 各业务营业成本历年变化



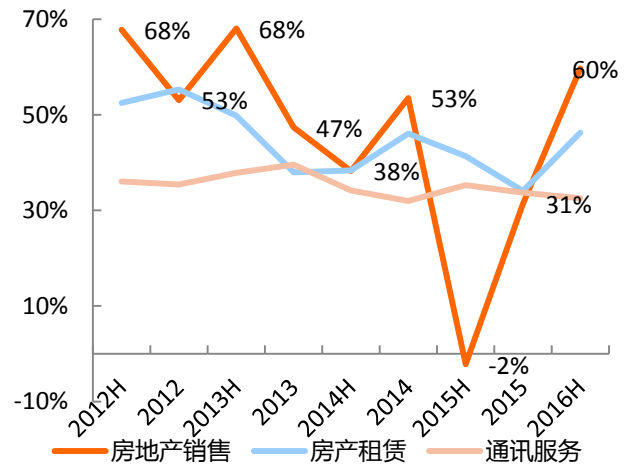
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 3 各业务占比变化



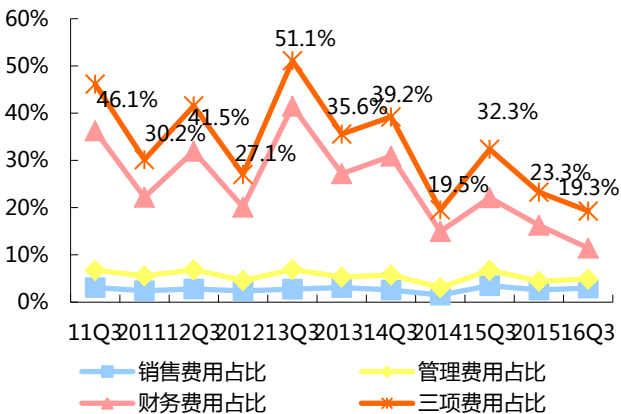
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 4 各业务毛利率变化



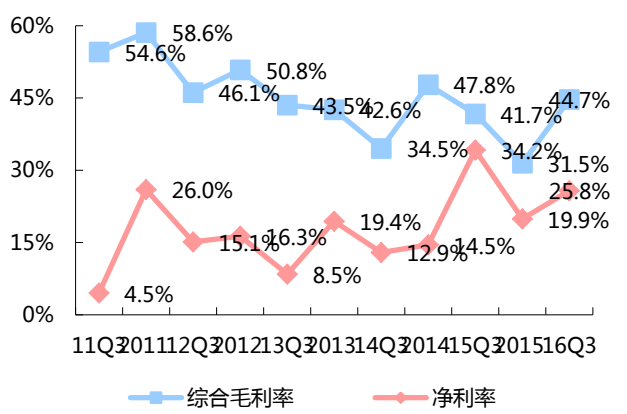
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

图 5 三费水平



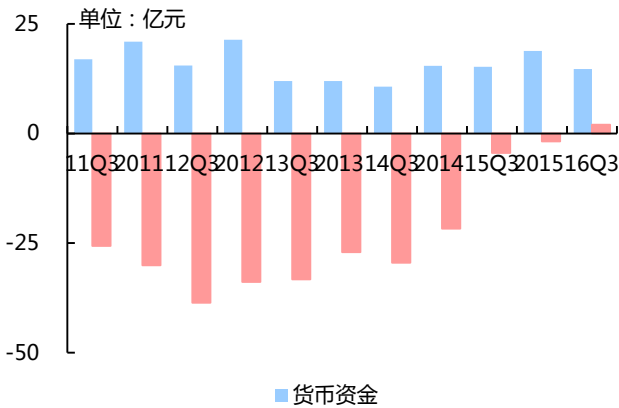
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 综合毛利率和净利率



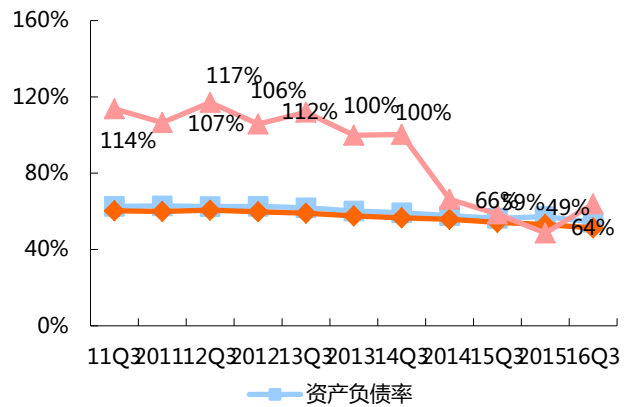
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 货币资金和短期负债



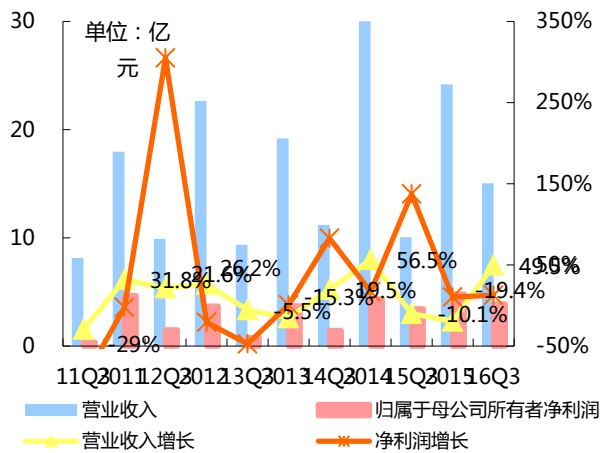
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 负债水平



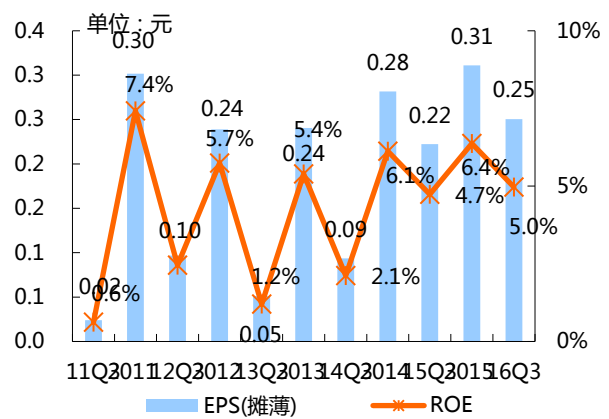
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

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	8046	9213	9730
现金	1882	1597	2981	3650
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	18153	19566	20335
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	3770	4312	4962
归属母公司股东权益	7562	7965	8508	9157
负债和股东权益	18531	18153	19566	20335

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1469	888	1026	1109
净利润	490	599	759	927
折旧摊销	43	55	61	67
财务费用	394	312	307	299
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	-1567	-51	-865
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	-1517	-1	-815
现金净增加额	338	-284	1384	668

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	307	299
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	911	1105
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	37	37	37	37
利润总额	567	694	879	1074
所得税	77	95	120	147
净利润	490	599	759	927
少数股东损益	8	10	13	16
归属母公司净利润	482	589	746	911
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%	21.2%	25.4%	21.4%
归属于母公司净利润	10.5%	22.4%	26.6%	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%	7.4%	8.8%	10.0%
ROIC	33.5%	47.9%	84.6%	181.3%
偿债能力				
资产负债率	57.2%	54.1%	54.6%	53.0%
净负债比率	26.34%	27.95%	25.24%	24.53%
流动比率	1.32	1.16	1.26	1.26
速动比率	0.57	0.54	0.74	0.84
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	5.14	5.49	5.91
估值比率				
P/E	59.01	48.22	38.09	31.18
P/B	3.76	3.57	3.34	3.10
EV/EBITDA	23	22	18	16

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
2016-04-11	《张江高科-畅享国改红利，转型科技投行》

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、嘉宝集团、世联行、上实发展、天健集团、陆家嘴、城投控股、福星股份、中航地产、新城控股、金科股份、荣盛发展、外高桥、张江高科、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,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

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