



转型科技投行，勇立创新潮头

——张江高科（600895）2017年半年报点评

2017年08月31日

强烈推荐/维持

张江高科

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件:

公司日前公布 2017 年半年报。报告期内，公司实现营业收入人民币 4.96 亿元，较 2016 年上半年的人民币 11.778 亿元下降 57.89%；实现归母净利润人民币 3.10 亿元，较 2016 年上半年的 2.91 亿元同比上升 6.82%；EPS 为每股 0.20 元，同期上升 5.26%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	1412.5	806.8	281.65	226.86	592.25	280.02	206.24
增长率（%）	24.07%	254.85%	11.14%	24.70%	59.77%	67.67%	26.74%
毛利率（%）	24.18%	52.81%	22.62%	22.02%	22.70%	58.78%	42.06%
期间费用率（%）	16.81%	11.28%	22.20%	20.15%	18.21%	20.40%	14.10%
营业利润率（%）	11.10%	22.56%	28.74%	24.21%	67.52%	07.07%	42.15%
净利润（百万元）	120.42	225.25	62.62	101.74	227.51	220.24	66.14
增长率（%）	40.60%	07.60%	15.51%	52.60%	151.11%	01.70%	05.61%
每股盈利（季度，元）	0.00	0.15	0.04	0.06	0.22	0.16	0.04
资产负债率（%）	57.25%	54.04%	54.04%	54.20%	55.18%	54.75%	55.02%
净资产收益率（%）	1.65%	2.02%	0.70%	1.24%	2.86%	2.76%	0.78%
总资产收益率（%）	0.70%	1.22%	0.26%	0.57%	1.72%	1.25%	0.25%

观点:

- **营业收入与净利润同向出现下降。**2017 年上半年，公司实现营业收入人民币 4.96 亿元，较 2016 年上半年的人民币 11.78 亿元下降 57.89%，营业收入下降主要系原合并范围子公司上年末出售部分股权后本期不再列入合并范围所致；实现净利润 3.05 亿元，较去年同期上升 2.35%，实现归母净利润 3.10 亿元，同比上升 6.82%，净利润出现上升主要归因于出售亏损资产而形成的投资收益。

表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析

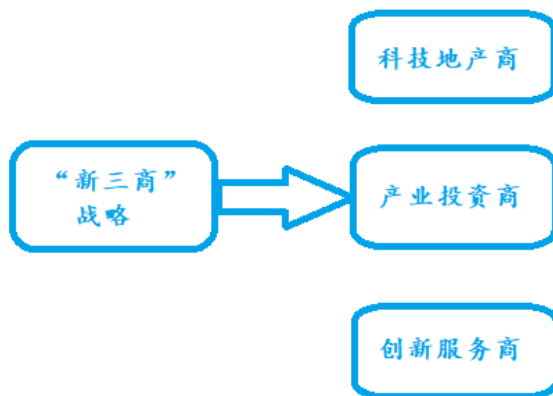
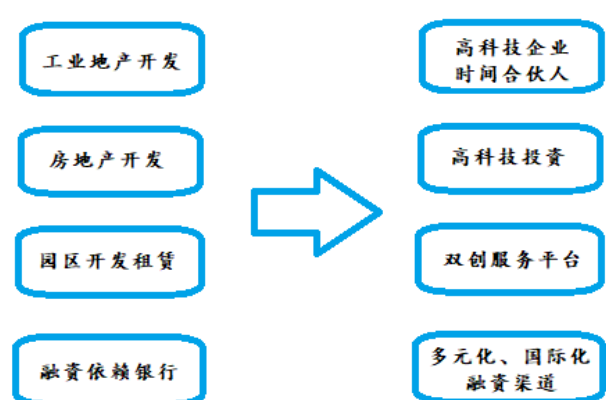
(单位：亿元、百分比)

项目	2017 年	2016 年	同比变动	原因分析
净利润	3.05	2.99	2.35%	出售资产形成的投资收益大增
营业收入	4.96	11.78	-57.89%	原合并范围子公司上年末出售部分股权后本期不再列入合并范围
资产负债率	55.03%	54.01%	0.18 %	变化不大
加权 ROE	3.70%	3.79%	-2.37%	变化不大
总资产	189.40	171.19	10.64%	资产规模保持快速增长
货币资金	17.23	19.26	-10.54%	销售回款大幅降低
预收账款	2.77	3.59	-22.84%	销售回款大幅降低
经营活动净现金流	-1.32	0.20	-	公司本期房产销售收现较上年同期大幅减少，而房产建设投入支出较上年同期有所增加
稀释 EPS	0.20	0.19	5.26%	利润小幅增长

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- 创新地产经营模式，产业投资加大布局。**公司作为科技投行的领军企业，2017年上半年，参与发起设立上海市科技创新股权投资基金，基金总规模为300亿元，首期募集65.2亿元，公司出资5亿元，服务国家战略新兴产业发展。报告期内与深圳星河控股联合设立张江星河基金，首募规模达1亿元，并委托子公司上海张江浩成创业投资有限公司管理，实现从以往的投资基金参与者转变为投资基金管理者的跨越。

单击此处输入文字。
- “新三商”助推公司升级转型，“四个转型”初见成效。**公司明确了围绕科技投行的发展方向，着力打造科技地产商、产业投资商和创新服务商的“新三商”战略，谋求“新三商”的有机融合、协同发展，公司业务发展“四个转型”的思路和举措已经初见成效：从工业地产开发商向高科技企业时间合伙人转型；从房地产开发公司向高科技投资公司转型；从园区开发租赁业务向创新创业服务平台转型；从融资渠道单一依赖银行向多元化、国际化融资转型。作为上海国资改革的桥头堡，中国创新的试验台，公司的转型探索为中国地产公司提供了新思路，也为公司未来发展奠定了坚实的基础。报告期内，公司 895 创业营海选项目约1100个，入营项目162个，获风险投资68个，获信贷授信38个，项目总估值100亿元，陪练阵容超过100位，为公司三商联动战略的实施提供优质项目储备。

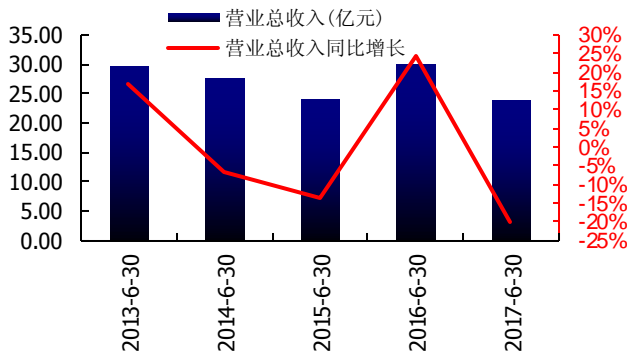
图 1：“新三商”战略

图 2：“四个转型”


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

资料来源: 公司 2017 年半年报, 东兴证券研究所

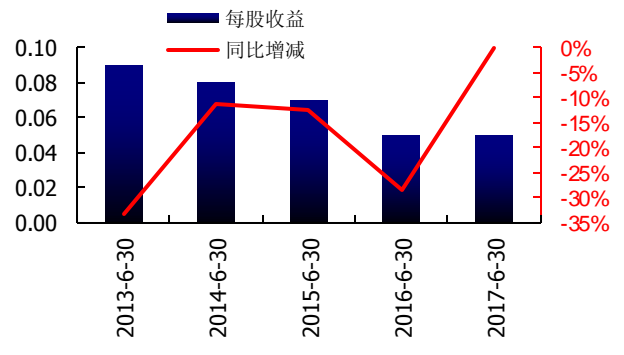
- **享有政策优势，创新融资方式。**公司作为双创支持企业，享受相关政策红利。报告期内，公司与中国银行间市场交易商协会共同探索融资产品创新，目前双创专项债务融资工具20亿元已被协会接受注册，该双创专项债务融资工具**可突破传统融资工具募集资金的用途限制**，部分资金可用于以股权投资或委托贷款的形式投入园区内的科技型、创新型企业。

图 6：营业收入情况



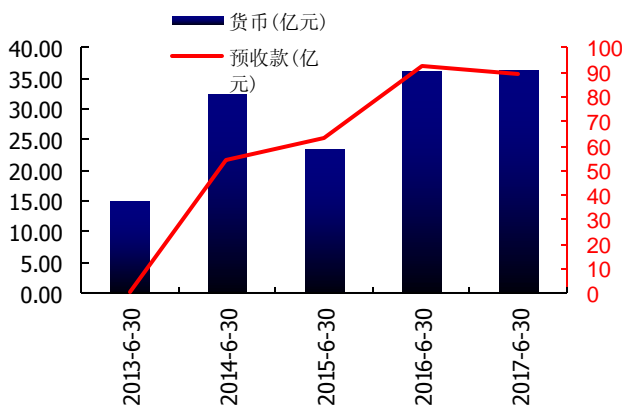
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7：每股收益情况



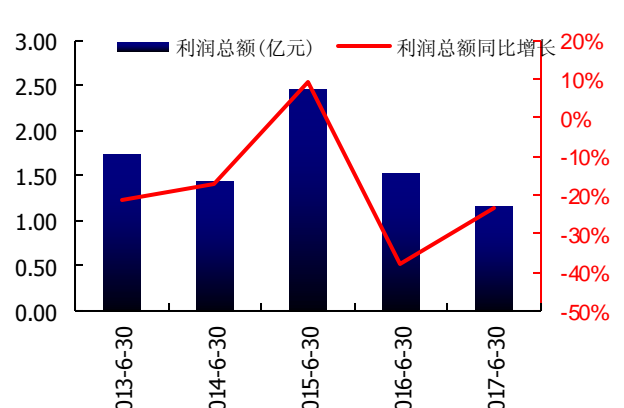
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8：货币和预收款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9：净利润情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10：销售毛利率情况

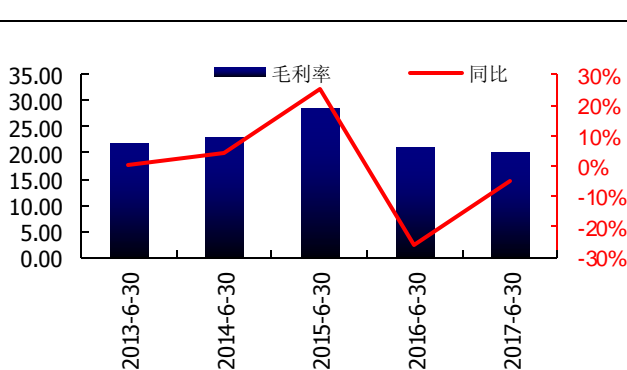
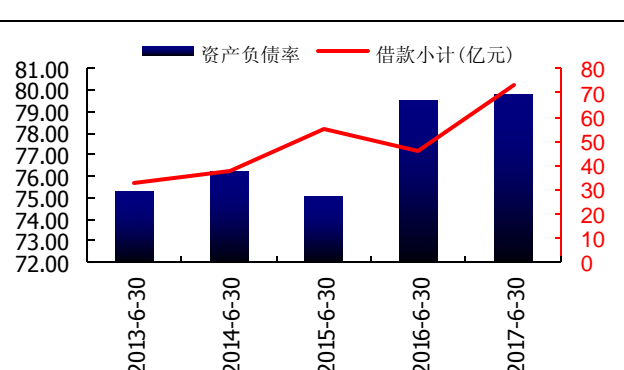
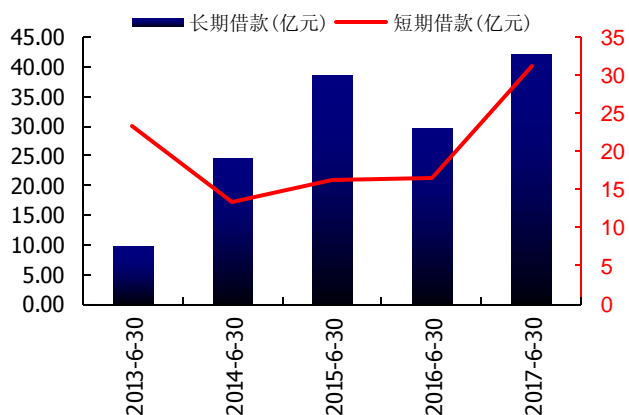


图 11：资产负债率情况

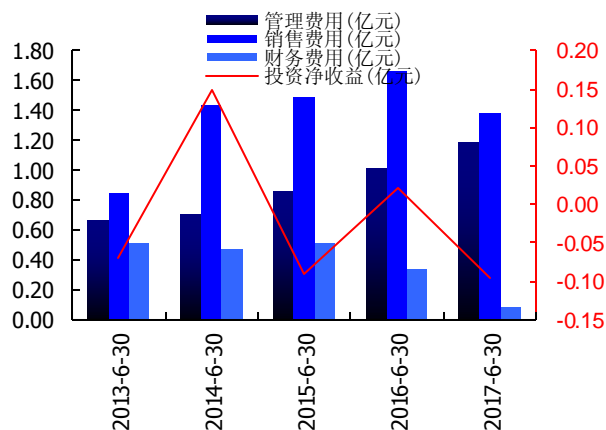


资料来源：公司公告、东兴证券

图 12：贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

资料来源：公司公告、东兴证券

图 13：销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源：公司公告、东兴证券

结论：

公司 2017 年上半年按照“新三商”的战略规划，积极实践“四个转型”，从传统的产业地产房企蜕变为新型的科技投行，同时公司的“时间合伙人”理念也经受了时间的考验，展现出 6 大特殊优势，为公司的发展助力添彩。我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 25 亿元、30 亿元和 37 亿元，每股收益分别为 0.61 元、0.7 元和 0.83 元，对应 PE 分别为 28.63、24.75 和 20.87，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：销售不及预期、行业调控政策趋严、股权投资项目风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	8662	8315	7276	8588	10436	营业收入	2419	2088	2491	3019	3695
货币资金	1882	2072	2491	3019	3695	营业成本	1658	1277	1428	1595	1877
应收账款	515	283	341	414	506	营业税金及附加	385	282	336	408	499
其他应收款	432	78	93	113	138	营业费用	62	71	75	91	111
预付款项	30	12	26	42	61	管理费用	107	105	112	136	166
存货	4892	5220	3520	3932	4629	财务费用	394	220	161	235	246
其他流动资产	856	604	805	1069	1407	资产减值损失	-103.80	31.53	50.00	50.00	50.00
非流动资产合计	9869	10725	10479	10424	10370	公允价值变动收益	10.16	-10.94	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2417	3315	3315	3315	3315	投资净收益	672.06	797.24	800.00	800.00	800.00
固定资产	384.05	455.72	401.60	347.49	293.37	营业利润	599	887	1129	1305	1545
无形资产	6	3	3	3	2	营业外收入	5.54	3.53	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	89	238	0	0	0	营业外支出	37.23	14.93	15.00	15.00	15.00
资产总计	18531	19041	17755	19012	20806	利润总额	567	876	1119	1295	1535
流动负债合计	6574	4616	9062	11318	13853	所得税	77	148	179	207	246
短期借款	1640	872	3933	5668	7533	净利润	490	727	940	1087	1290
应付账款	665	686	587	655	772	少数股东损益	8	1	1	1	1
预收款项	781	274	647	1100	1654	归属母公司净利润	482	727	939	1087	1289
一年内到期的非流	422	982	2500	2500	2500	EBITDA	1036	1152	1344	1594	1846
非流动负债合计	4035	5948	63	-1154	-2154	BPS (元)	0.31	0.47	0.61	0.70	0.83
长期借款	732	567	-434	-1434	-2434	主要财务比率					
应付债券	2942	4956	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	10608	10564	9125	10164	11700	成长能力					
少数股东权益	360	225	225	226	227	营业收入增长	-19.42%	-13.70%	19.30%	21.20%	22.41%
实收资本(或股本)	1549	1549	1549	1549	1549	营业利润增长	6.00%	48.06%	27.30%	15.54%	18.45%
资本公积	2647	2636	2636	2636	2636	归属于母公司净利润	29.29%	15.68%	29.29%	15.68%	18.59%
未分配利润	2511	3038	2925	2795	2640	获利能力					
归属母公司股东权	7562	8252	7924	8142	8399	毛利率(%)	31.47%	38.84%	42.68%	47.17%	49.19%
负债和所有者权益	18531	19041	17274	18532	20326	净利率(%)	20.25%	34.83%	37.74%	36.02%	34.90%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	1469	446	1595	148	339	偿债能力					
净利润	490	727	940	1087	1290	资产负债率(%)	57%	55%	53%	55%	58%
折旧摊销	42.99	45.27	0.00	54.43	54.43	流动比率	1.32	1.80	0.80	0.76	0.75
财务费用	394	220	161	235	246	速动比率	0.57	0.67	0.41	0.41	0.42
应收账款减少	0	0	-58	-72	-93	营运能力					
预收帐款增加	0	0	374	453	554	总资产周转率	0.13	0.11	0.14	0.17	0.19
投资活动现金流	78	-404	1034	750	750	应收账款周转率	3	5	8	8	8
公允价值变动收益	10	-11	0	0	0	应付账款周转率	4.05	3.09	3.91	4.86	5.18
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	672	797	800	800	800	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.47	0.61	0.70	0.83
筹资活动现金流	-1239	119	-2211	-370	-412	每股净现金流(最新)	0.20	0.10	0.27	0.34	0.44
应付债券增加	0	0	-4956	0	0	每股净资产(最新摊)	4.88	5.33	5.12	5.26	5.42
长期借款增加	0	0	-1000	-1000	-1000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	55.86	37.02	28.63	24.75	20.87
资本公积增加	0	-10	0	0	0	P/B	3.56	3.26	3.39	3.30	3.20
现金净增加额	308	161	418	528	676	EV/EBITDA	29.70	27.96	22.62	19.20	16.69

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

博士。2015年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。