

张江高科 (600895.SH) REITs 落地利好存量资产盘活, 国资背景实力雄厚

2021年05月23日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

齐东 (分析师)

陈鹏 (分析师)

qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520060001

证书编号: S0790520100001

日期	2021/5/21
当前股价(元)	18.63
一年最高最低(元)	24.49/14.44
总市值(亿元)	288.52
流通市值(亿元)	288.52
总股本(亿股)	15.49
流通股本(亿股)	15.49
近3个月换手率(%)	42.0

● 国企背景, 实力雄厚, 定位科技投行, 维持“买入”评级。

张江高科正以科技投行作为战略发展方向, 着力打造新型产业地产运营商、面向未来高科技产业整合商和科技金融集成服务商。公司按照离岸创新、全球孵化、产业并购、张江整合的战略思想, 努力成为国内高科技园区开发运营的领跑者和新标杆。考虑到投资收益对业绩影响, 我们上调 2021-2022 年业绩预期(2021-2022 年前值 7.61、8.77 亿元), 新增 2023 年业绩预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 13.23、14.45、15.42 亿元, EPS 分别为 0.85、0.93、1.00 元, 当前股价对应 PE 分别为 21.8、20.0、18.7 倍, 维持“买入”评级。

● REITs 正式落地利于进一步盘活公司存量资产

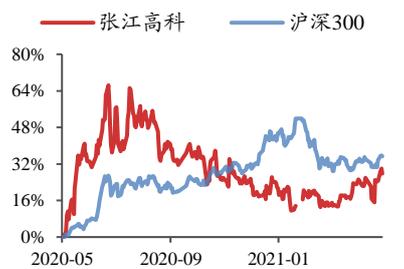
公司收到中国证监会出具的《关于准予华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金注册的批复》, 准予基金的募集份额总额为 5 亿份。子公司上海光全持有的基础设施项目“张江光大园”, 位于张江科学城的上海集成电路设计产业园内, 项目总建面 5.09 万平米。公募 REITs 项目落地有利于进一步盘活优质的存量基础设施资产, 为张江科学城建设打通新的资本市场通道。

● 持有的金融资产大幅增值, 增厚 2020 年业绩

2020 年, 公司实现营业收入 7.79 亿元, 同比减少 47%; 营收下滑主要源于本期基本无房地产销售收入, 同时对受疫情影响的非国有中小企业租赁客户减免部分租金, 导致房地产租赁业务收入下滑 5.9% 至 7.35 亿元。从收入结构看, 公司房地产租赁、开发业务、其他业务分别占比 94%、1%、5%; 公司最终实现归母净利润 18.22 亿元, 同比增长 213%, 业绩增长迅猛主要源于公司下属合营企业 Shanghai ZJ Hi-Tech Investment Corporation 持有的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值上升幅度较大, 使得按权益法确认的该合营企业长期股权投资收益增长较大, 影响归母净利润 16.21 亿元。

● **风险提示:** 行业销售波动; 政策调整导致经营风险; 产业投资经营持续恶化。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-践行“空间服务商+时间合伙人”理念, 打造科技投行》
-2020.7.24

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,477	779	1,728	2,076	2,468
YOY(%)	28.6	-47.2	121.8	20.1	18.9
归母净利润(百万元)	583	1,822	1,323	1,445	1,542
YOY(%)	7.1	212.6	-27.4	9.3	6.7
毛利率(%)	59.1	55.1	57.1	56.1	56.6
净利率(%)	39.5	233.8	76.6	69.6	62.5
ROE(%)	4.1	11.9	8.3	8.4	8.4
EPS(摊薄/元)	0.38	1.18	0.85	0.93	1.00
P/E(倍)	49.5	15.8	21.8	20.0	18.7
P/B(倍)	3.1	2.7	2.5	2.3	2.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 REITs 项目正式落地利于进一步盘活公司存量资产	3
2、 持有的金融资产大幅增值，增厚 2020 年业绩	3
3、 科技地产护航，开发与出租并举，稳健经营规模放缓	4
4、 盈利预测与投资建议	6
5、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 张江高科 2017 年后营收增速持续修复	3
图 2： 张江高科营收主要源自房地产开发及租赁业务	3
图 3： 张江高科 2020 年归母净利润增长靓丽	4
图 4： 张江高科综合毛利率维持高位	4
图 5： 张江高科 2020 年投资收益增长明显	4
图 6： 张江高科 2018 年后对外股权投资增长迅猛	4
图 7： 张江高科 2020 年房地产开发业务较少	5
图 8： 张江高科房地产出租、开发业务毛利率持续高位	5
图 9： 张江高科补土储效果明显	5
表 1： 2020 年张江高科待开发项目建面达 104 万平米	5
表 2： 2020 年张江高科在建项目建面达 166 万平米	6

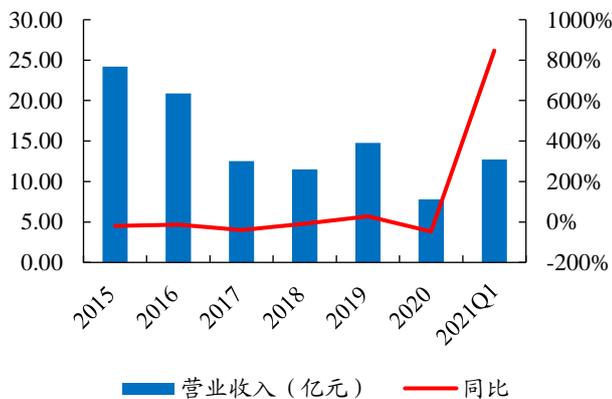
1、REITs 项目正式落地利于进一步盘活公司存量资产

公司收到中国证监会出具的《关于准予华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金注册的批复》，准予基金的募集份额总额为 5 亿份。子公司上海光全持有的基础设施项目“张江光大园”，位于张江科学城的上海集成电路设计产业园内，项目总建面 5.09 万平方米。公募 REITs 项目落地有利于进一步盘活优质的存量基础设施资产，为张江科学城建设打通新的资本市场通道。

2、持有的金融资产大幅增值，增厚 2020 年业绩

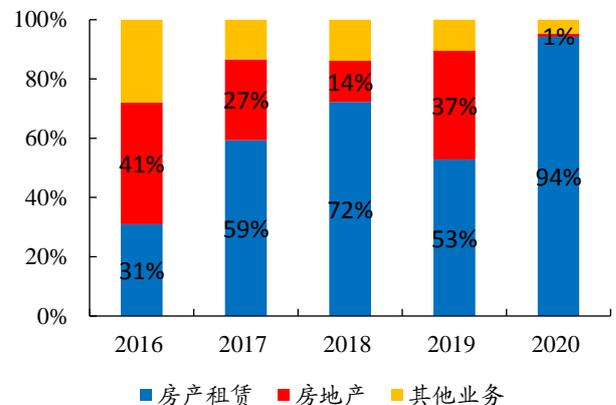
2020 年，公司实现营业收入 7.79 亿元，同比减少 47%；营收下滑主要源于本期基本无房地产销售收入，同时对受疫情影响的非国有中小企业租赁客户减免部分租金，导致房地产租赁业务收入下滑 5.9% 至 7.35 亿元。从收入结构看，公司房地产租赁、开发业务、其他业务分别占比 94%、1%、5%；公司最终实现归母净利润 18.22 亿元，同比增长 213%，业绩增长迅猛主要源于公司下属合营企业 Shanghai ZJ Hi-Tech Investment Corporation 持有的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值上升幅度较大，使得按权益法确认的该合营企业长期股权投资收益增长较大，影响归母净利润 16.21 亿元。

图1：张江高科 2017 年后营收增速持续修复

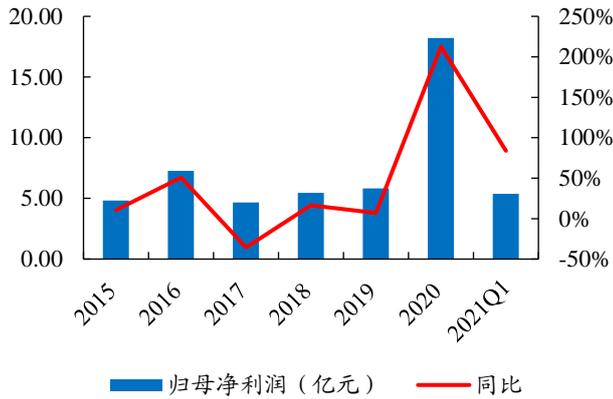


数据来源：公司公告、开源证券研究所

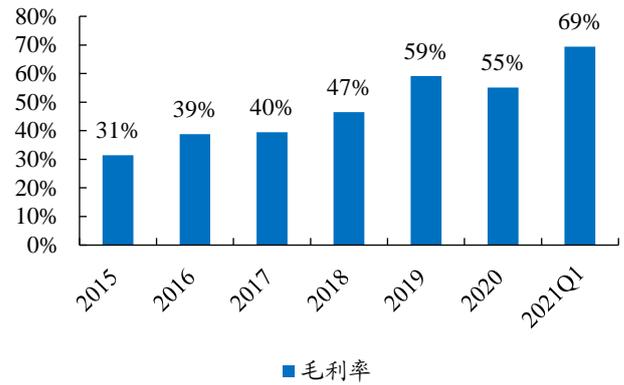
图2：张江高科营收主要源自房地产开发及租赁业务



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3: 张江高科 2020 年归母净利润增长靓丽


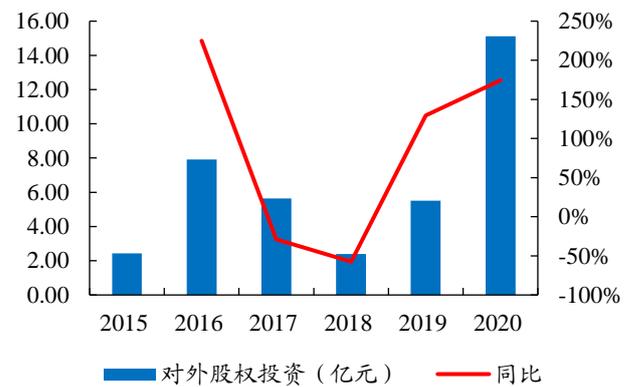
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 张江高科综合毛利率维持高位


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 张江高科 2020 年投资收益增长明显


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

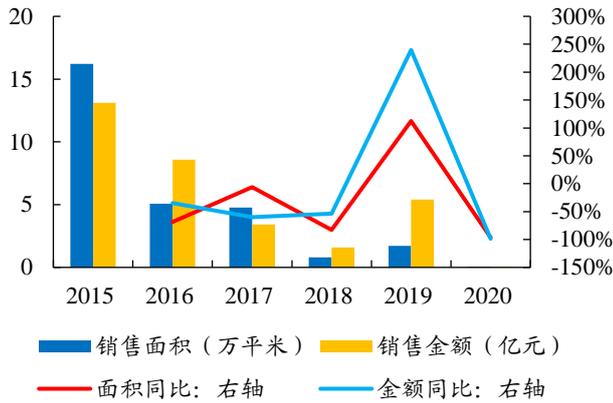
图6: 张江高科 2018 年后对外股权投资增长迅猛


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、科技地产护航，开发与出租并举，稳健经营规模放缓

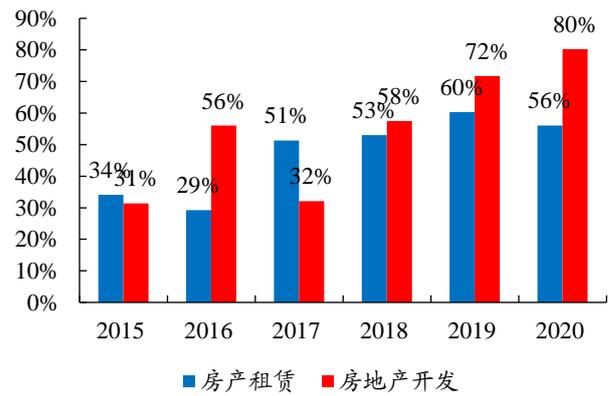
近年来张江高科从传统的产业地产开发商转变为科技地产商，打造了一批具有区域影响力的产品，形成了技创区、集电港、张江中区等多个特色产品区域集聚地。从房地产业务来看，2020 年房地产业务收入 7.42 亿元，占公司总营收的 95%；该业务收入采取租售结合、租赁为主的方式经营，出租、房地产开发两大部分分别占总营收的 94%、1%。整体来看，出于战略转型要求，公司开发业务定位小而精、随年份波动影响较大；出租物业逐渐贡献更为稳定的现金流。从毛利率水平看，开发、出租两大业务毛利率均在高位，2020 年房地产开发、租赁毛利率分别达 80%、56%，同比分别提升 8 个百分点、下降 4 个百分点。

图7: 张江高科 2020 年房地产开发业务较少



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

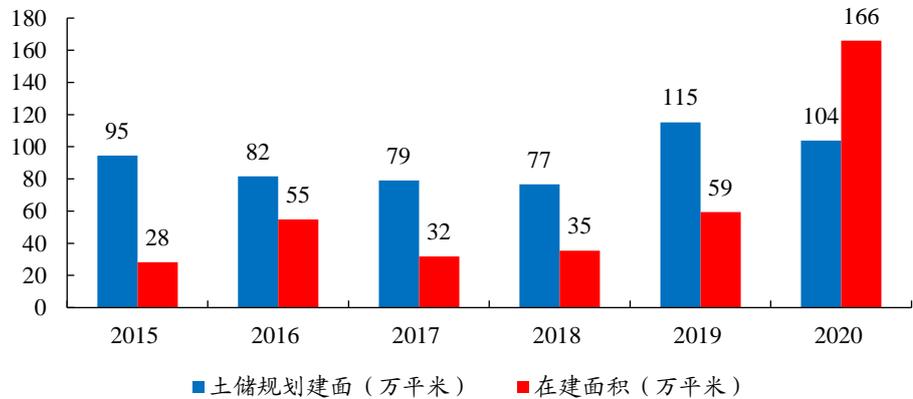
图8: 张江高科房地产出租、开发业务毛利率持续高位



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

截至 2020 年末, 公司待开发项目建面达 104 万平方米, 在建项目建面达 166 万平方米, 在建项目主要集中在张江集电港和张江中区。公司积极补充土储, 土地短板得到有效解决。

图9: 张江高科补土储效果明显



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表1: 2020 年张江高科待开发项目建面达 104 万平米

序号	待开发土储区域	权益比例	待开发土地面积 (万平方米)	计容建面(万平方米)
1	集电港	100%	25.50	85.87
2	欣凯元	100%	5.49	5.49
3	中区	100%	1.22	3.65
5	张江西北区	100%	3.51	8.90
合计			35.72	103.91

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表2: 2020年张江高科在建项目建面达166万平方米

序号	地区	项目	经营业态	状态	用地面积 (万平方米)	规划计容建 面(万平方米)	总建面 (万平方米)	在建建面 (万平方米)	总投资额 (亿元)
1	集电港	2-4 项目	商办	在建	5.77	17.31	26.46	26.46	24.89
2	集电港	集电港 B 区 3-7	绿地车库	在建	1.10	0.02	1.68	1.68	0.78
3	集电港	3-2 项目	研发楼	在建	3.81	15.19	23.87	23.87	28.43
4	集电港	3-4 项目	科研办公	新开	4.03	16.11	25.17	25.17	30.58
5	集电港	4-2 项目	科研办公	新开	3.51	14.04	22.01	22.01	24.49
6	西北区	07-03 项目	科研办公	新开	1.57	4.72	7.57	7.57	13.88
7	中区	58-01 地块项目	商办、文体	新开	2.48	22.29	30.46	30.46	89.23
8	中区	76-02 地块项目	商办、租赁 住宅、文体	新开	1.48	10.34	15.42	15.42	40.06
9	中区	77-02 地块项目	商办、文体	新开	1.87	9.90	13.37	13.37	39.19
合计					25.61	109.93	166.00	166.00	291.54

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

张江高科正以科技投行作为战略发展方向, 着力打造新型产业地产营运商、面向未来高科技产业整合商和科技金融集成服务商。公司按照离岸创新、全球孵化、产业并购、张江整合的战略思想, 努力成为国内高科技园区开发运营的领跑者和新标杆。考虑到投资收益对业绩影响, 我们上调 2021-2022 年业绩预期 (2021-2022 年前值 7.61、8.77 亿元), 新增 2023 年业绩预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 13.23、14.45、15.42 亿元, EPS 分别为 0.85、0.93、1.00 元, 当前股价对应 PE 分别为 21.8、20.0、18.7 倍, 维持“买入”评级。

5、风险提示

(1) 行业销售规模波动较大: 行业销售规模整体下滑, 房企销售回款将产生困难。

(2) 政策调整导致经营风险: 按揭贷款利率大幅上行, 购房者购房按揭还款金额将明显上升; 税收政策持续收紧, 房地产销售将承压, 带来销售规模下滑。

(3) 融资环境全面收紧: 银行贷款额度紧张, 债券发行利率上行, 加剧企业流动性压力。

(4) 企业运营风险: 企业高管及核心业务骨干人员变动, 推货节奏误判导致销售不达预期, 产业投资业务投资标的经营恶化。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	13654	11841	11938	11289	14782
现金	1624	2255	1765	1672	1510
应收票据及应收账款	189	43	130	147	182
其他应收款	186	170	620	329	799
预付账款	6	11	27	18	36
存货	11386	7829	7775	7409	10441
其他流动资产	262	1533	1621	1714	1813
非流动资产	11963	20979	23955	27241	30707
长期投资	3311	5286	7108	9176	11346
固定资产	76	71	165	243	345
无形资产	1	5	1	1	2
其他非流动资产	8575	15617	16680	17820	19014
资产总计	25617	32820	35892	38531	45489
流动负债	6221	10493	11482	12411	16238
短期借款	2670	2669	3203	3843	4612
应付票据及应付账款	252	576	907	915	1227
其他流动负债	3300	7249	7372	7652	10400
非流动负债	6294	7815	9199	9801	11761
长期借款	5701	6417	7596	7952	9617
其他非流动负债	593	1398	1603	1848	2143
负债合计	12516	18308	20680	22211	27999
少数股东权益	3796	3707	3642	3571	3495
股本	1549	1549	1549	1549	1549
资本公积	2636	2636	2636	2636	2636
留存收益	5096	6732	7600	8550	9563
归属母公司股东权益	9306	10805	11570	12749	13995
负债和股东权益	25617	32820	35892	38531	45489

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-6732	165	1855	968	-744
净利润	531	1733	1258	1374	1466
折旧摊销	9	14	22	27	37
财务费用	248	323	314	381	462
投资损失	-513	-2312	-1023	-1125	-1151
营运资金变动	-7144	-232	1313	348	-1555
其他经营现金流	137	639	-28	-38	-4
投资活动现金流	506	-2807	-1807	-1974	-2126
资本支出	12	542	24	-44	-75
长期投资	162	-2484	-1822	-1125	-2170
其他投资现金流	680	-4749	-3605	-3143	-4371
筹资活动现金流	5119	3284	-537	912	2708
短期借款	1876	-1	534	641	769
长期借款	120	716	1179	356	1665
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	3123	2568	-2250	-85	274
现金净增加额	-1100	633	-489	-93	-162

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1477	779	1728	2076	2468
营业成本	604	350	741	911	1071
营业税金及附加	149	13	28	34	40
营业费用	36	14	36	40	49
管理费用	63	85	131	197	247
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	248	323	314	381	462
资产减值损失	7	-1	16	11	14
其他收益	20	43	52	57	63
公允价值变动收益	-59	209	250	275	303
投资净收益	513	2312	1023	1125	1151
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	854	2558	1787	1959	2101
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	51	190	68	81	97
利润总额	803	2368	1719	1879	2004
所得税	272	636	461	504	538
净利润	531	1733	1258	1374	1466
少数股东损益	-51	-89	-65	-71	-76
归母净利润	583	1822	1323	1445	1542
EBITDA	1182	2769	2003	2225	2425
EPS(元)	0.38	1.18	0.85	0.93	1.00

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	28.6	-47.2	121.8	20.1	18.9
营业利润(%)	34.7	199.5	-30.2	9.7	7.3
归属于母公司净利润(%)	7.1	212.6	-27.4	9.3	6.7
获利能力					
毛利率(%)	59.1	55.1	57.1	56.1	56.6
净利率(%)	39.5	233.8	76.6	69.6	62.5
ROE(%)	4.1	11.9	8.3	8.4	8.4
ROIC(%)	4.3	8.7	6.0	5.9	5.5
偿债能力					
资产负债率(%)	48.9	55.8	57.6	57.6	61.6
净负债比率(%)	52.9	70.0	72.2	77.4	93.0
流动比率	2.2	1.1	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	7.0	6.7	20.0	15.0	15.0
应付账款周转率	2.3	0.8	1.0	1.0	1.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	1.18	0.85	0.93	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	-4.35	0.11	1.20	0.62	-0.48
每股净资产(最新摊薄)	6.01	6.98	7.47	8.23	9.04
估值比率					
P/E	49.5	15.8	21.8	20.0	18.7
P/B	3.1	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	33.4	15.0	21.0	19.6	19.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn