

张江高科 (600895.SH) 背靠国资优势明显，打造科创中心载体

2022年09月06日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

日期	2022/9/5
当前股价(元)	11.63
一年最高最低(元)	18.28/10.45
总市值(亿元)	180.11
流通市值(亿元)	180.11
总股本(亿股)	15.49
流通股本(亿股)	15.49
近3个月换手率(%)	30.68

● 背靠国资优势明显，打造科创中心核心载体，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。受上海疫情及投资净收益下滑影响，我们将公司2022-2023年预测归母净利润由14.45和15.42亿元调整至5.23和11.67亿元，并新增2024年公司预测归母净利润为12.14亿元，对应2022-2024年EPS为0.34、0.75、0.78元，当前股价对应PE为34.5、15.5、14.9倍，鉴于公司国资背景及多重优势助力营收增长，维持“买入”评级。

● 践行“空间服务商+时间合伙人”理念，新三商战略助力转型升级

公司长期践行作为产业客户“空间服务商+时间合伙人”理念，以科技投行为发展方向，着力打造“新三商”战略。(1) 2021年房地产业务收入20.79亿元，占公司总营收的99.1%，房地产开发、出租服务分别占总营收的57.4%、41.7%；其中开发业务定位小而精、波动较大，出租物业可贡献稳定现金流。(2) 产业投资是“新三商”战略核心所在，公司可充分享受园区高新企业发展红利；主要方式有直投、参股基金和管理基金投资，近5年投资收益占总营业利润比重超70%，但投资收益波动较大。(3) 创新服务可对园区客户价值进行二次开发，挖掘有成长潜力的优质企业，提升园区口碑，形成良性循环。

● 产业链、政策、融资、管理、合作研发多重优势迸发

(1) 产业链：集聚效应显著。张江高科专注于生物医药、集成电路、信息技术等领域，在园区内打造了一批完整的产业链，形成了产业集聚效应。(2) 政策优惠：1999年开始实施“聚焦张江”战略，优惠政策持续发力，人才纷至沓来。(3) 融资：渠道畅通，股权、债券并行，银行授信充沛；同时成本低位，2021年仅3.59%。(4) 管理：管理层经验丰富，经营理念先进；人才储备优质，学历结构不断优化。(5) 合作研发：与上汽集团及阿里巴巴联手打造智己汽车品牌，首款旗舰车型顺利交付，多款车研发工作按计划有序推进。

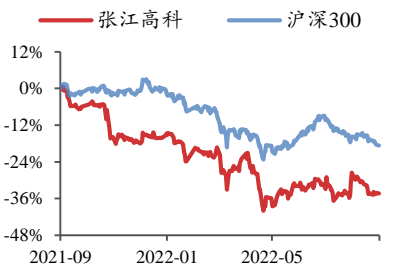
● **风险提示：**地产行业销售下行风险，政策调整导致经营风险，企业运营风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	779	2,097	2,310	2,532	2,763
YOY(%)	-47.2	169.1	10.2	9.6	9.1
归母净利润(百万元)	1,822	741	523	1,167	1,214
YOY(%)	212.6	-59.4	-29.4	123.1	4.0
毛利率(%)	55.1	69.3	62.2	62.8	63.0
净利率(%)	233.8	35.3	22.6	46.1	43.9
ROE(%)	11.9	4.5	3.2	6.9	6.8
EPS(摊薄/元)	1.18	0.48	0.34	0.75	0.78
P/E(倍)	9.9	24.3	34.5	15.5	14.9
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、 国资背景，浦东科创中心建设区核心载体.....	4
2、 践行“空间服务商+时间合伙人”理念，新三商战略助力公司转型升级.....	5
2.1、 科技地产护航，开发与出租并举，稳健经营规模放缓.....	6
2.1.1、 地产开发：战略转型小而精定位，在建面积大幅提升.....	7
2.1.2、 地产租赁：加大园区保有量，租金规模保持稳健.....	8
2.2、 产业投资：享受园区高新企业发展红利，投资收益波动较大.....	9
2.3、 创新服务：园区客户价值的二次开发.....	11
3、 产业链、政策、融资、管理、合作研发多重优势迸发.....	13
3.1、 产业链集聚优势，头部效应明显.....	13
3.2、 政府支持力度较大，充分享受政策红利.....	14
3.3、 融资渠道畅通，融资成本逐年降低.....	15
3.4、 管理经验丰富，激励到位.....	16
3.5、 探索技术创新，合作打造智己汽车.....	17
4、 盈利预测与投资建议.....	19
5、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1： 张江高科实际控制人是浦东新区国资委.....	4
图 2： 2019-2020 年张江企业融资轮次集中在 A、B 轮.....	5
图 3： 2019-2020 年张江融资行业主要集中在医疗健康、集成电路.....	5
图 4： 张江高科 2021 年营收大幅增长.....	6
图 5： 张江高科营收主要源自房地产开发及租赁业务.....	6
图 6： 张江高科 2021 年归母净利润下滑.....	6
图 7： 张江高科近年来综合毛利率、净利率维持高位.....	6
图 8： 张江高科 2021 年房地产业务收入增长迅猛.....	7
图 9： 张江高科房地产出租、开发业务毛利率持续高位.....	7
图 10： 张江高科近两年项目在建面积大幅提升.....	7
图 11： 张江高科销售状况相对波动较大.....	7
图 12： 张江高科 2021 年出租建面维持稳定.....	9
图 13： 张江高科 2021 年后租赁收入占比下滑至 42%.....	9
图 14： 张江高科 2021 年投资收益损失 4.87 亿元.....	10
图 15： 张江高科对外股权投资额近三年增长较快.....	10
图 16： 张江高科 895 创业营已举办十一季.....	12
图 17： 张江高科孵化联盟投资对接会如火如荼.....	13
图 18： 张江高科 2021 年服务收入有所萎缩.....	13
图 19： 张江高科服务业务毛利率处于高位.....	13
图 20： 张江高科集成电路集聚效应明显.....	14
图 21： 张江高科生物医药集聚效应明显.....	14
图 22： 张江高科融资总额近三年平稳增长.....	16
图 23： 张江高科融资成本近年来保持低位.....	16
图 24： 张江高科本科以上学历员工占比持续提升.....	17

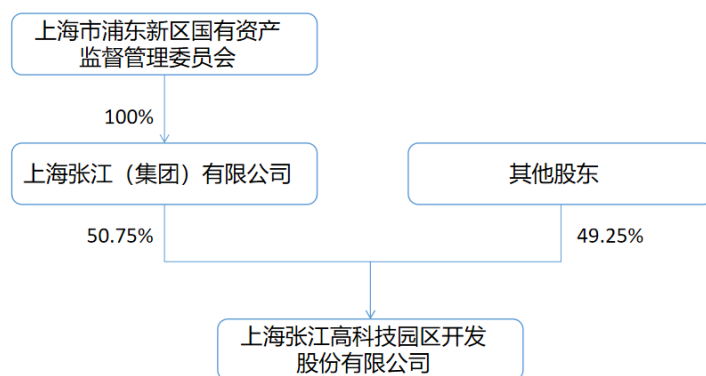
图 25: 张江高科间接持有智己汽车 18% 股份	18
图 26: 2022 年智己汽车首款旗舰车型智己 L7 顺利交付	18
图 27: 2024 年智己汽车预计推出合作设计车型 Airo	19
表 1: 2021 年张江高科已销售项目建面达 3.89 万平米	8
表 2: 2021 年张江高科在建项目建面达 225 万平米	8
表 3: 2021 年末公司出租项目租金收入 8.4 亿元	9
表 4: 2021 年公司产业投资仍然集中在集成电路、新一代信息技术、生物医药、金融和智能制造等领域	11
表 5: 张江高科衍生增值服务种类众多	12
表 6: 上海关于张江区域政策指引积极	14
表 7: 上海张江高科技园区企业充分享受政策红利	15
表 8: 上海张江高科现有存量债券规模较低	16
表 9: 智己汽车 A 轮融资金额约 30 亿	19
表 10: 主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 7.1 倍	20

1、 国资背景，浦东科创中心建设区核心载体

上海张江高科技园开发股份有限公司（以下简称“张江高科”）于 1996 年 4 月在上交所挂牌上市。经过二十余载发展，公司已成为上海科创中心建设核心区的重要上市开发主体，从主要依靠房地产出售为主的传统科技园开发运营商成功转型为集高科技产业园开发运营、科技产业投资和创新服务为一体的集成服务商。

公司控股股东是张江集团，截至 2022 年一季度末，张江集团持股占比 50.75%，实际控制人为上海浦东新区国资委，张江集团自成立以来就主要从事张江高科技园区内的市政基础设施开发建设，工业厂房、商业办公房的开发与经营。公司产权结构清晰，组织架构较为完善。

图1：张江高科实际控制人是浦东新区国资委



资料来源：公司公告、开源证券研究所

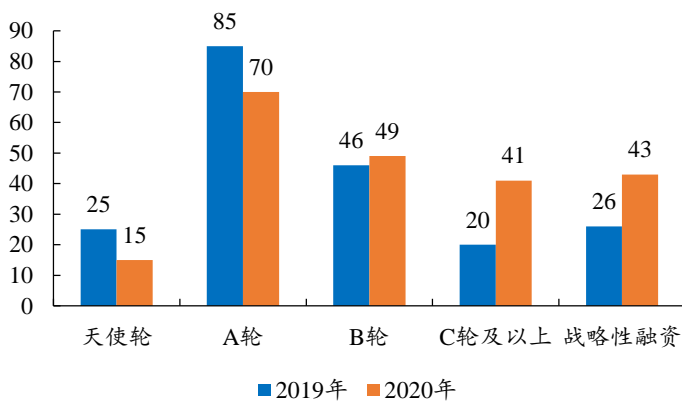
张江科学园全力推进世界级硬核产业集群建设，聚焦集成电路、生物医药、人工智能等领域。上海科创办的数据显示，聚焦“0 到 1”、强化创新策源功能，目前张江科学城已建、在建和规划的国家重大科技基础设施达到 12 个，拥有集成电路企业约 500 家，自 2017 年起，张江累计推进三轮“五个一批”重点项目 257 个，总投资约 3800 亿元。

根据上海浦东政府信息，张江地区已汇聚企业 2.3 万余家，包括 1800 家高新技术企业和 179 家外资研发中心，从业人员约 50 万，2021 年企业总营收突破万亿元，呈现年均 10% 以上的高增长态势。园区企业也备受资本市场青睐，2019 年 7 月 22 日科创板开市当日，安集科技、乐鑫科技、中微公司和心脉医疗成为张江第一批登陆科创板的张江企业，当年又有 5 家企业接连上市。此后，多家张江企业加入科创板“闯关大军”，2020 和 2021 年分别有 10 家张江企业“通关”成功，仅 2022 上半年，已有 5 家张江企业于科创板上市。截至 2022 年 7 月底，累计共有 34 家张江企业成功登陆科创板，占上海市科创板企业总数的 52%，占科创板的 7%；IPO 总募金额超过 1100 亿元，占科创板 IPO 募集总额的 17%；总市值超 8000 亿元，占科创板总市值的 14%。从行业分布来看，已在科创板上市的 34 家张江企业集中于集成电路和医疗健康两大领域，合计约占张江科创板上市公司总数的 79.4%。

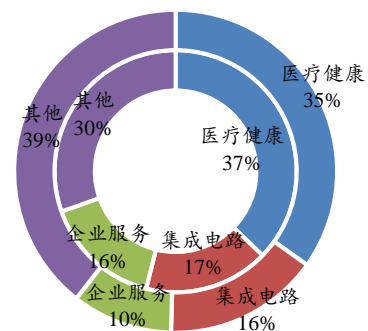
2021 年，浦东新区的 28 家上市企业中，有 18 家企业来自张江科学城，涵盖医疗健康、集成电路、智能硬件、汽车交通等 8 个行业，其中 11 家企业登陆科创板。生物医药与集成电路作为张江两大优势支柱性产业，表现仍然抢眼，其中医疗健康

领域张江 2021 年上市有 9 家，占比高达 50%，分别是之江生物、心通医疗、皓元医药、腾盛博药、厦泰生物、和誉生物、微创医疗机器人、迪哲医药、南模生物；集成电路领域上市 3 家，占比 17%，分别是普冉股份、盛美上海、芯导科技。

根据张通社《2019-2020 年张江企业融资榜单》，张江企业在融资环境严峻情况下仍然逆势成长，2020 年张江地区共发生 218 起融资事件，同比增长 7.35%，融资总额约为 726 亿，资本加持促使园区发展更加迅速。从融资轮次看，融资主要集中在 A、B 轮，同时获得 B 轮及 B 轮以后的企业数量明显增加，这也说明了张江企业成长的可持续性较强。

图2：2019-2020 年张江企业融资轮次集中在 A、B 轮


数据来源：张通社《2019-2020 年张江企业融资榜单》、开源证券研究所

图3：2019-2020 年张江融资行业主要集中在医疗健康、集成电路


数据来源：张通社《2019-2020 年张江企业融资榜单》、开源证券研究所（圈内为 2019 年数据，圈外为 2020 年数据）

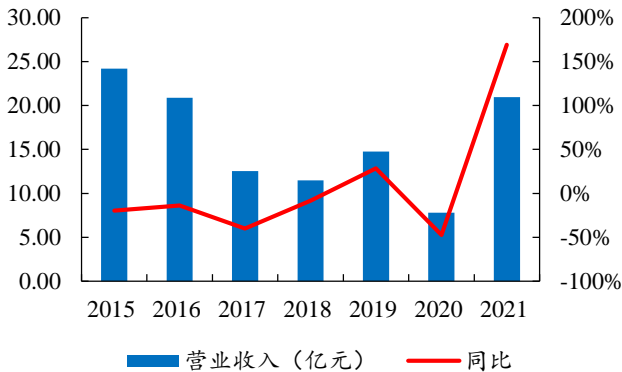
2、践行“空间服务商+时间合伙人”理念，新三商战略助力公司转型升级

2014 年，张江高科从此前的“一体两翼”发展战略升级为以“科技投行”为发展方向，着力打造“新三商”战略，即全产品线的科技地产商，全创新链的产业投资商和全生命周期的创新服务商。公司通过打造全生命周期空间载体，为科技企业提供从孵化到研发办公的全产业产品线空间体系；通过布局全产业链的投资基金，发挥创投功能，以直投+基金的方式助推企业发展；通过提供无限链接的创新服务，全力打造张江科学城的创新生态圈。

公司主要业务有科技地产、产业投资及创新服务三大类。从会计入账方式看，公司产业投资收入未体现在营收中，而是主要体现在投资收益上。2021 年，公司实现营业收入 20.97 亿元，同比增长 169%，主要为 2020 年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收入基数偏低所致；从收入结构看，公司房地产开发、房地产租赁、服务业和其他业务分别占比 57.4%、41.7%、0.1%和 0.8%。服务业收入占比较低主要源于自 2016 年底公司出售数讯信息部分股权后不再纳入合并范围、目前该项主要包含少量基金管理费、物业管理费等收入；其他业务主要来源于代收代付水电燃气费等。公司 2020 年归母净利润达 18.22 亿元，主要因为下属合营企业

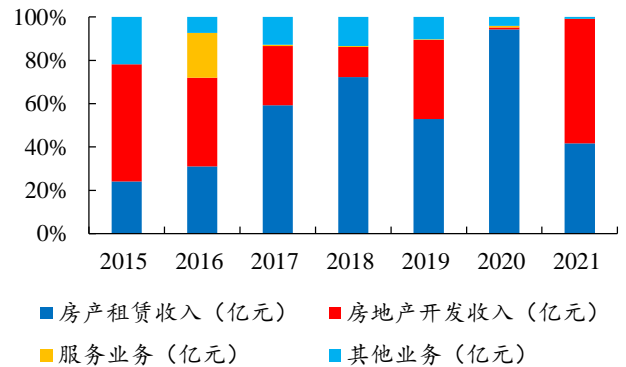
金融资产本期公允价值大幅上升，使得长期股权投资收益大幅增长。2021 年公司最终实现归母净利润 7.41 亿元，同比下滑 59%，但仍高于 2018-2019 年同期水平。

图4：张江高科 2021 年营收大幅增长



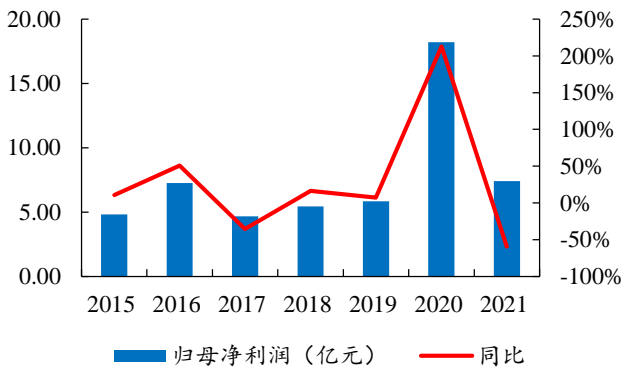
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：张江高科营收主要源自房地产开发及租赁业务



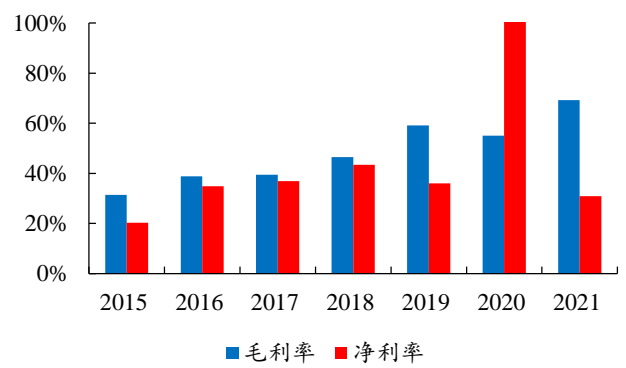
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：张江高科 2021 年归母净利润下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：张江高科近年来综合毛利率、净利率维持高位

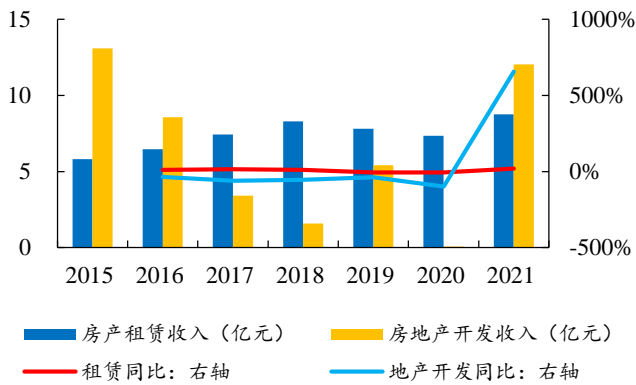


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1、科技地产护航，开发与出租并举，稳健经营规模放缓

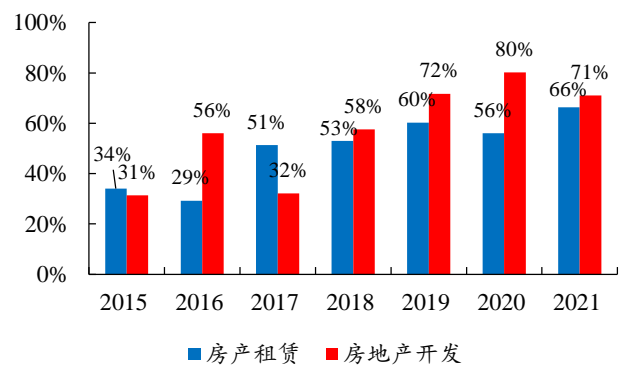
近年来张江高科从传统的产业地产开发商转变为科技地产商，打造了一批具有区域影响力的产品，形成了科创区、集电港、张江中区等多个特色产品区域集聚地。从房地产业务来看，2021 年房地产业务收入 20.79 亿元，占公司总营收的 99.1%，房地产开发、出租服务分别占总营收的 57.4%、41.7%。整体来看，出于战略转型要求，公司开发业务定位小而精，随年份波动影响较大，2021 年开发收入仅 0.07 亿元；出租物业近五年收入均保持在 7 亿元以上，逐渐贡献更为稳定的现金流。从毛利率水平看，开发、出租两大业务毛利率均维持高位，2021 年房地产开发、租赁毛利率分别达 71%、66%，房地产出租业务毛利率同比提升 10 个百分点，开发业务毛利率远超 2015-2017 年，也远超过头部房企 20% 左右的毛利率水平。

图8：张江高科2021年房地产业务收入增长迅猛



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：张江高科房地产出租、开发业务毛利率持续高位

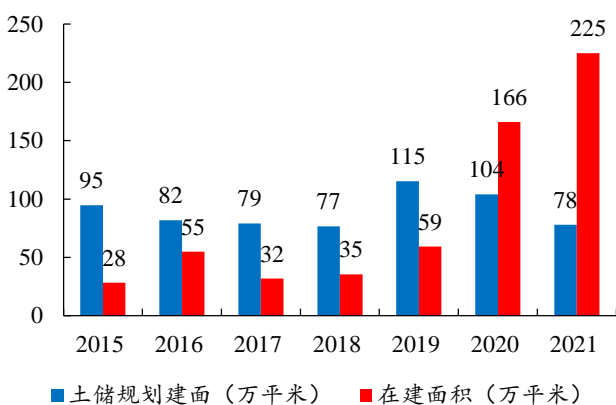


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.1、地产开发：战略转型小而精定位，在建面积大幅提升

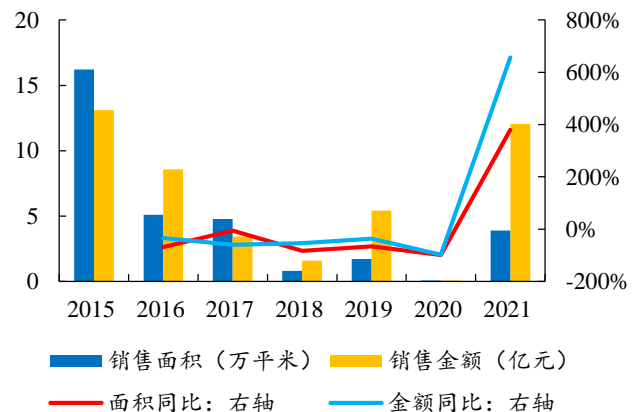
公司一直专注于从事张江高科技园区内的各类物业开发，作为定制化产品，相关项目周期较长，加之体量较大，销售及交房时点在各年度间不均衡（园区内物业一般都需要经过浦东新区区委、区政府及相关单位集体审议并在满足各项准入条件后方可完成销售）。2021年公司分别实现销售金额、销售面积12.04亿元、3.89万平方米，同比增速分别为657%、380%，主要以上海商办项目及工业厂房和雅安的车库为主。截至2021年末，公司待开发项目建面78万平方米，在建项目建面达225万平方米，同比提升35%，房地产开发业绩有望持续提升。公司在建项目主要以张江集电港、张江中区和西北区的研发和商办类项目为主，持有待开发土地主要分布在集电港和欣凯元，集电港待开发土地计容面积达72.5万方，占比93%。

图10：张江高科近两年项目在建面积大幅提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：张江高科销售状况相对波动较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表1：2021年张江高科已销售项目建面达3.89万平方米

序号	地区	项目	经营业态	可供出售面积 (万平方米)	已销售面积 (万平方米)
1	上海	法拉第路56号、李冰路576号	工业厂房	1.22	1.22
2	上海	祥科路287号、海科路1158号	商业办公用房	2.19	2.19
3	上海	张东路1761号10幢1层	商业办公用房	0.47	0.47
4	雅安	御景雅苑车位	车库	0.65	0.00
5	雅安	山水豪庭二期车库	车库	0.57	0.01
合计				5.09	3.89

资料来源：公司公告、开源证券研究所

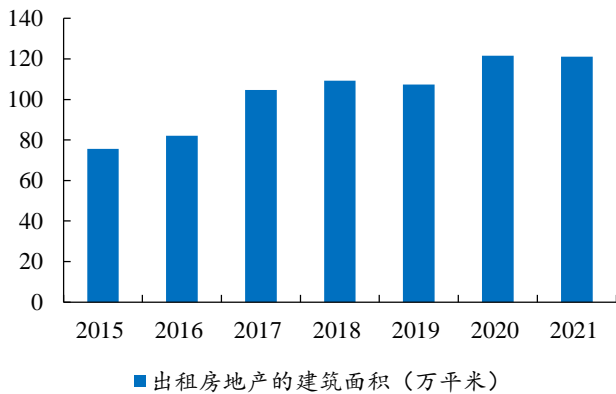
表2：2021年张江高科在建项目建面达225万平方米

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	竣工	5.8	17.3	26.5	26.5	24.9
2	集电港	集电港B区3-7地块	绿地车库	在建	1.1	0.0	1.7	1.7	0.8
3	集电港	3-2项目	研发楼	在建	3.8	15.2	23.9	23.9	28.4
4	集电港	3-4项目	科研办公	在建	4.0	16.1	25.2	25.2	30.6
5	集电港	4-2项目	科研办公	在建	3.5	14.0	22.0	22.0	24.5
6	西北区	07-03项目	科研办公	在建	1.6	4.7	7.6	7.6	13.9
7	中区	58-01地块项目	商办、文体	在建	2.5	22.3	30.5	30.5	89.2
8	中区	76-02地块项目	商办、租赁住宅、文体	在建	1.5	10.3	15.4	15.4	40.1
9	中区	77-02地块项目	商办、文体	在建	1.9	9.9	13.4	13.4	39.2
10	集电港	集电设计产业园B区5-1项目	商办	新开	2.9	13.1	20.9	20.9	19.9
11	西北区	张江西北片区24-03项目	研发楼	新开	1.8	3.8	5.8	5.8	8.2
12	西北区	张江西北片区09-02项目	研发楼	新开	1.7	4.1	7.0	7.0	9.6
13	周浦	周浦镇03单元41-01项目	商办	新开	4.9	10.2	19.6	19.6	27.9
14	中区	中区C-6-3项目	商办	新开	0.9	2.5	4.0	4.0	4.8
15	中区	中区C-6-7项目	商办	新开	0.4	1.1	1.7	1.7	2.1
合计					38.1	144.8	225.0	225.0	364.0

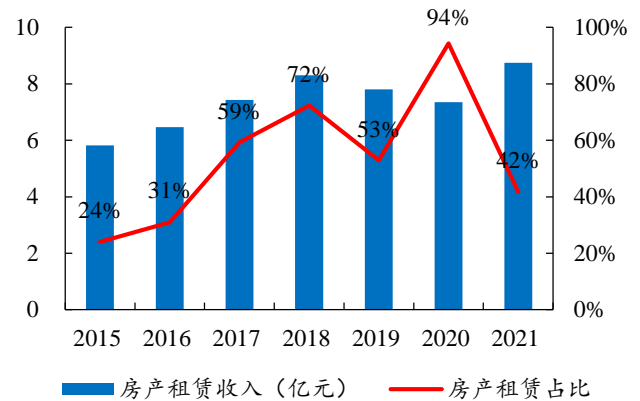
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.2、地产租赁：加大园区保有量，租金规模保持稳健

相较于地产开发而言，公司租金收入增长较为稳定。截至2021年末，公司出租物业建面121.1万平方米，均位于张江地区，房地产租赁收入达8.75亿元，同比提升19%，受开发业务收入大幅提升影响租赁收入占比略有下滑。公司租赁业务以为园区产业客户提供研发、办公空间及配套服务为主，租赁物业主要是研发办公楼、厂房、商业物业及配套人才公寓类。公司积极盘活存量资产，不断加大招商引资工作力度，并加强对入驻企业的增值服务。

图12: 张江高科 2021 年出租建面维持稳定


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 张江高科 2021 年后租赁收入占比下滑至 42%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司土储充沛, 待开发、在建项目中仍有较多项目业态为研发楼、商办, 预计土储中仍有较大部分将继续作为投资物业进行租赁业务。稳定的租金收益有力地保障公司的收入来源, 也可为公司的产业投资业务和创新服务业务提供强大的资金支持。

表3: 2021 年末公司出租项目租金收入 8.4 亿元

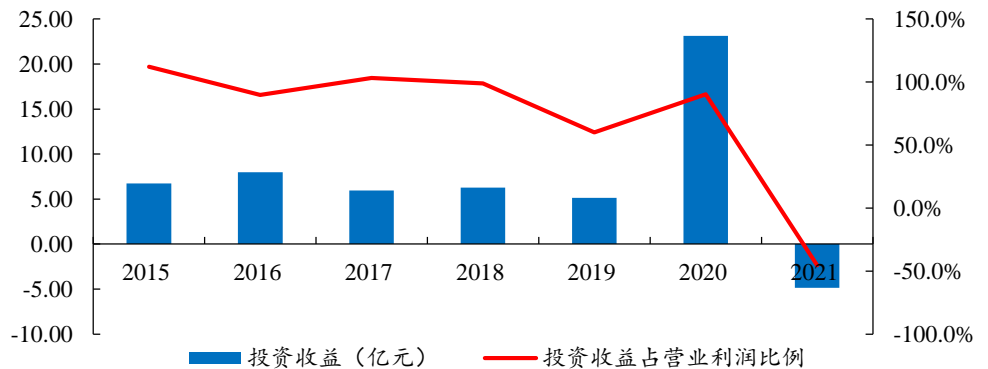
序号	项目	经营业态	出租建面(万平方米)	租金收入(亿元)	序号	项目	经营业态	出租建面(万平方米)	租金收入(亿元)
1	科创区	厂房	7.23	0.69	17	梦想园	研发楼	3.51	0.30
2	四标一期	厂房	3.32	0.34	18	天之骄子北	公寓	7.66	0.38
3	四标二期	厂房	2.37	0.22	19	天之骄子南	公寓+商业+研发	6.63	0.44
4	张江大厦	办公楼	2.10	0.25	20	43#地块	厂房	2.05	0.21
5	领袖之都东	研发楼	7.61	0.79	21	礼德国际	研发楼	5.52	0.36
6	银行卡	厂房	4.06	0.15	22	矽岸国际	研发楼	4.62	0.27
7	夏新楼	厂房	0.76	0.12	23	樟盛苑商业	商业	0.41	0.05
8	863 基地	研发楼	1.38	0.09	24	创企天地	研发楼	8.07	0.29
9	高科苑	公寓+商业	11.18	0.59	25	集创公园	研发楼	3.98	0.36
10	创业公寓	公寓+商业	2.32	0.14	26	SOHO 二期	研发楼	2.51	0.32
11	创新园北	厂房	0.44	0.02	27	三期标房	厂房	2.22	0.22
12	休闲中心	体育	0.86	0.03	28	佑越国际	办公楼+商业	4.04	0.39
13	SOHO 三期	工业用地	0.10	0.01	29	壹领域	厂房	6.30	0.09
14	集电一期	厂房+研发楼	4.52	0.29	30	杰昌项目	工业用地	8.32	0.33
15	领袖之都西	厂房+研发楼	1.98	0.26	31	创业源项目	办公楼	1.14	0.13
16	北大项目	研发楼	3.90	0.27	合计			121.1	8.4

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、产业投资: 享受园区高新企业发展红利, 投资收益波动较大

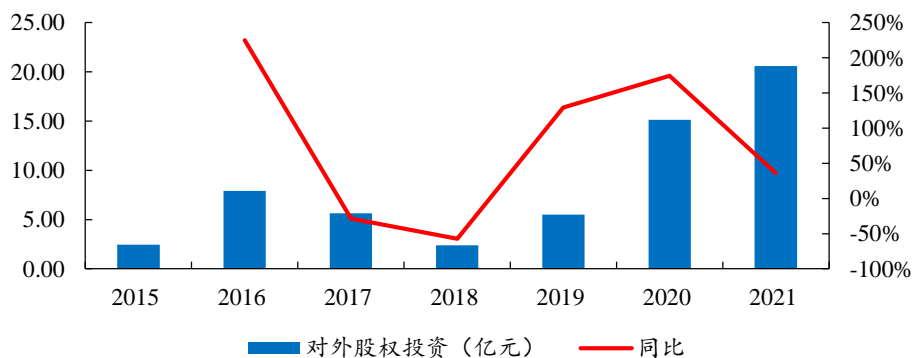
产业投资是公司“新三商”战略的核心, 是公司营业利润的重要组成部分。公

司通过地产开发运营和服务吸引大量高新企业入驻园区，随后挖掘优质标的企业，对其进行资本投入，进而分享公司的成长红利。2015-2019年，公司的投资收益累计达到了32.04亿元，占营业利润的比重每年均超过了60%；2020年公司下属合营企业已上市金融资产公允价值上升幅度较大导致投资收益增长至23.12亿元；2021年由于下属企业金融资产公允价值大幅减少9.44亿元，导致公司投资收益损失4.87亿元。总体来看2015-2021年公司投资收益总额达50.29亿元，占公司营业利润总额的70%，推动公司业绩快速增长。

图14：张江高科2021年投资收益损失4.87亿元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

全方位融入产业链和产业生态，以“直投+基金+895孵化器”的方式，聚合市场资源助推产业发展。2021年公司累计对外股权投资20.6亿元，同比增长36%。截至2021年底，公司累计产业投资77亿元，其中直投项目49个，投资金额17亿元；参股投资的子基金23个，认缴出资60亿，撬动了537亿的资金规模；在张江直投的企业达29家，在张江通过基金投资的企业有45家。

图15：张江高科对外股权投资额近三年增长较快


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：2021年公司产业投资仍然集中在集成电路、新一代信息技术、生物医药、金融和智能制造等领域

公司名称	主要经营活动	投资额（万元）	股权占比
上海浦东科技创新投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资及投资管理	8,000.00	7.27%
上海张江燧锋创新股权投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资及投资管理	22,500.00	24.99%
上海元界智能科技股权投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资及投资管理	108,000.00	25.00%
上海科创中心二期私募投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资及投资管理	6,000.00	3.45%
上海锐翌生物科技有限公司	医疗器械生产及经营	2,000.00	6.89%
上海成为创伴创业投资合伙企业（有限合伙）	股权投资及投资管理	1,250.00	21.19%
上海芯之钦创业投资管理中心（有限合伙）	股权投资及投资管理	1,500.00	27.47%
上海火山石二期创业投资合伙企业（有限合伙）	股权投资及投资管理	6,000.00	21.13%
上海智驾汽车科技有限公司	自动驾驶/ADAS 系统方案	2,000.00	2.79%
上海博志研新药物技术有限公司	药物研发和生产	3,500.00	4.21%
上海芯元基半导体科技有限公司	第三代芯片研发和生产	3,000.00	6.93%
格兰康希通信科技（上海）有限公司	芯片设计和销售	3,000.00	0.96%
上海赛默罗生物科技有限公司	药物研发和生产	5,000.00	4.32%
华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	股权投资及投资管理	14,950.00	10.00%
格科微有限公司	CMOS 图像传感器、显示驱动 IC 及相关产品的设计、封测和销售服务	3,015.00	0.08%
上海武岳峰三期私募投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资及投资管理	10,000.00	15.45%
上海灵动微电子股份有限公司	MCU 产品设计及推广	4,998.00	1.91%
上海集挚咨询管理有限公司	企业管理咨询，非居住房地产租赁，住房租赁，本市范围内公共租赁住房的建设、租赁经营管理，物业管理。	225	45.00%
上海张江智荟科技有限公司	从事网络科技、智能科技、电子科技（增值电信业务除外）领域内的技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流等	1,000.00	40.00%
合计		205938	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

目前公司仍直接或间接持有、川河集团、汉世纪创投等多家企业或股权投资基金的股份。一般以在被投企业发展早期认购或介入，初始成本较低，后续伴随被投企业发展成长，实现股权转让后，将给公司带来较好的投资回报。

2.3、创新服务：园区客户价值的二次开发

张江高科的服务业务为公司进行产业投资打下了良好基础。早期，公司通过帮助企业进行注册、提供报税、人事招聘等服务来接近企业，了解企业经营状况。之后，公司不断挖掘客户的潜在需求，创新服务种类，形成了多项衍生增值服务，覆盖了咨询、金融、孵化、物流仓储、园林绿化等各个方面。

公司通过开展创新服务业务，一方面可以帮助园区企业快速成长，另一方面公

司可以挖掘到有成长潜力的优质企业，进而对其投资实现收益。公司提供的优质服务还有助于提升园区的口碑，吸引更多优质企业入驻，形成良性循环。

表5: 张江高科衍生增值服务种类众多

企业服务平台	服务内容
咨询服务	从为企业提供创业导师服务开始，逐渐发展为向企业提供各项咨询、投融资业务的资本及综合服务提供商，一站式咨询服务平台(包括企业设立、财务管理、政策咨询、工程咨询及配套服务等)
金融服务	张江高科成立有中小企业信贷担保公司及产权交易中心，为企业提供超短期资金融通、融资担保、小额贷款等服务，并通过建立中小企业信用评价体系，为中小企业技术创新提供产权、股权、投融资配套服务
孵化服务	张江高科在提供集约式空间服务的基础上，还提供包括物业、公关、行政、会计、法律、投融资在内的一系列专业服务，并为企业不同的发展阶段提供针对性的阶梯式孵化服务。
PE/VC	通过直接投资以及与各类基金合作等渠道和方式，实施从天使、VC、PE 到产业并购的投资链布局，投资设立了金融和集成电路领域的专业投资平台，并积极启动推进生物医药投资平台和高科技应用技术转化服务平台的投资工作
物流仓储	可为企业提供寄售维修型保税仓库、公共型保税仓库、普通货物仓库三种类型仓库
园林绿化	注重园区绿化服务质量与环境保护工作，主要服务于园区的征地安置、超市以及市政绿化工程和养护
通讯服务	可依靠开放式通信平台“张江新网”覆盖张江高科技园区内每一栋楼宇，为用户提供多种方式的接入服务，同时，也为客户提供网络管理和安全检测等增值管理服务

资料来源：公司公告、开源证券研究所

895 创业营是公司作为创新创业服务集成商的特色项目。该项目于 2015 年推出，为入营企业提供产品研发、商业模式、资源对接等辅导。895 创业营十季以来，入营项目累积达到 304 个，60%企业获得社会融资，13 家企业获得张江高科投资，25 家企业拟未来三年内冲刺科创板，为园区初创企业提供了上下游专业服务，为张江园区培育一批具有全球影响力的本土引擎企业蓄力。2022 年 7 月，张江科学城 895 创业营第十一季揭幕，26 家成功晋级入营的汽车电子企业线上开营。

图16: 张江高科 895 创业营已举办十一季

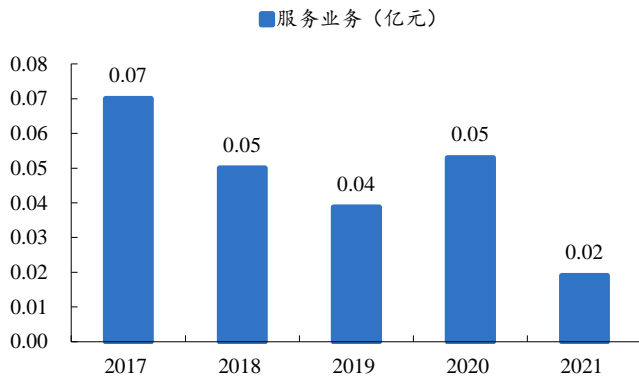


资料来源：公司官网

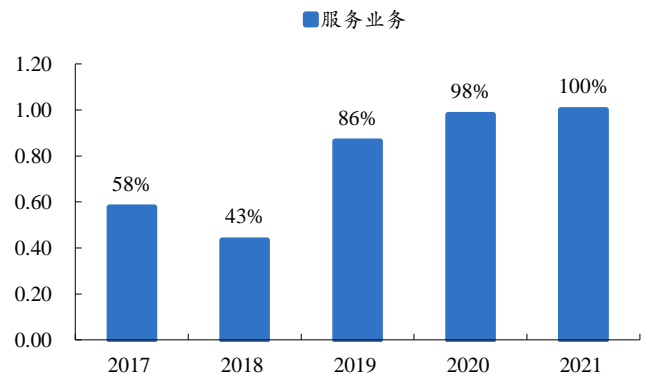
图17：张江高科孵化联盟投资对接会如火如荼


资料来源：公司官网

目前公司创新服务业务收入体量一般，主要包含少量基金管理费、物业管理费等收入。从盈利能力看，公司服务业务毛利率高企，2021年服务毛利率达到100%，同比提升2个百分点。

图18：张江高科 2021 年服务收入有所萎缩


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：张江高科服务业务毛利率处于高位


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、产业链、政策、融资、管理、合作研发多重优势迸发

3.1、产业链集聚优势，头部效应明显

园区产业链优势明显。张江高科专注于生物医药、集成电路、信息技术等领域，在园区内打造了一批完整的产业链，形成了产业集聚效应，上下游企业之间协同发展，在不同环节发挥各自的“长板效应”。

园区内的集成电路产业形成了包括集成电路设计、芯片制造、封装测试、设备材料在内的完整产业链，覆盖企业逾 250 家，2021 年全球芯片设计 10 强企业有 7 家在张江设立研发中心、总部，全国芯片设计 10 强企业有 7 家总部位于张江，全国已上市的 30 家集成电路企业有 17 家位于张江，张江全年集成电路设计企业销售额

812.61 亿，同比增长 40.03%，产业比重占上海 66.48%。

图20：张江高科集成电路集聚效应明显



资料来源：公司官网

园区内的生物医药行业形成了从新药研发、药物筛选、临床研究、中试放大、注册认证到量产上市在内的完备创新链，是中国研发机构最集中、研发链条最完善、创新活力最强、新药创制成果最突出的标志性区域。

图21：张江高科生物医药集聚效应明显



资料来源：公司官网

3.2、政府支持力度较大，充分享受政策红利

自 1999 年上海市委、市政府决定实施“聚焦张江”战略以来，高新技术企业纷纷入驻园区，各类科研机构纷纷向张江集聚、资本及人才纷纷涌入张江。张江高科作为张江园区唯一的上市实体，是张江园区开发、运营、服务的主力军，得到了各级政府的大力支持，政策优势明显。

表6：上海关于张江区域政策指引积极

时间	相关政策
1999 年	上海市委、市政府决定实行“聚焦张江”战略
2011 年	国务院批准建设“张江国家自主创新示范区”
2013 年	国务院、科技部批复同意《上海张江国家自主创新示范区发展规划纲要（2013-2020 年）》，明确张江示范区“开放创新先导区、战略性新兴产业集聚区、创新创业活跃区、科技金融结合区、文化和科技融合示范基地”的战略定位。
2014 年	中国（上海）自由贸易试验区扩区至张江片区
2015 年	上海市委、市政府提出加快建设具有全球影响力的科技创新中心
2016 年	国家发改委、科技部批复同意建设张江综合性国家科学中心
2017 年	上海市政府批复原则同意《张江科学城建设规划》
2018 年	上海集成电路设计产业园正式揭牌
2021 年	审批通过《上海市张江科学城专项发展资金管理暂行办法》

资料来源：政府官网公告、公司公告、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

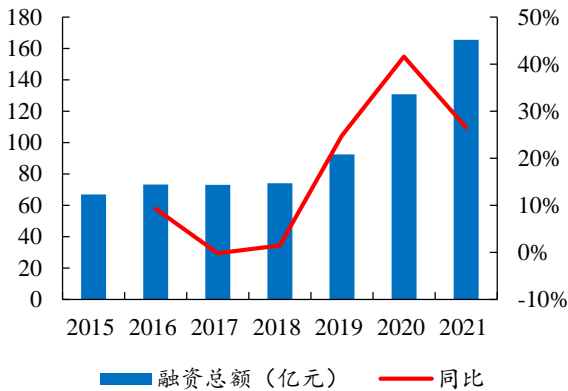
表7：上海张江高科技园区企业充分享受政策红利

时间	政策名称	政策细则
2021-08-02	浦府规〔2021〕4号 《上海市张江科学城专项发展资金管理办法》	适用区域： 适用于张江科学城先导区和张江核心园。 使用原则： 专项资金使用应当符合国家、本市、浦东新区及张江科学城发展的政策导向，与“十四五”张江科学城发展规划紧密结合，聚焦提升创新策源能力，发展创新型产业，优化创新生态，完善城市功能。符合财政预算管理的有关规定，坚持公开、公平、公正的原则，确保专项资金规范、安全和高效使用。
2019-04-28	上海推进科技创新中心建设办公室 《上海张江国家自主创新示范区专项发展资金使用和管理实施细则（修订）》	适用对象： 张江专项资金适用于经市政府批准纳入张江高新技术产业开发区范围的各个分园（张江核心园、临港园另列）； 资金安排： 2016年至2020年，张江专项资金由市财政与各分园所在区财政每年预算安排，累计安排不低于85亿元。其中，市级财政每年安排10亿元（包括用于市委、市政府批准实施的重大项目3亿元，用于支持各分园的重点项目7亿元）。各分园需要市级资金支持的重点项目，由分园所在区财政按不低于1:1的比例安排配套资金，每年合计安排不低于7亿元。
2018-08-30	沪浦知局〔2018〕34号 《上海市张江科学城专项发展资金支持知识产权发展实施细则》	资助对象： 为工商注册和税收户管均在张江科学城和张江核心园范围内的企事业单位、社会团体及其他独立法人实体。 资助项目： 1.对国外发明专利获得授权的，给予一次性奖励每件10万元；对国外发明专利授权的，自授权之日起，给予连续六年50%的年费资助；对进入国际、国家标准制定组织的标准必要专利，每件给予一次性30万元的奖励。 2.对企事业单位实施专利导航引领科技创新工作，经综合评定，给予50%资助，单个项目资金支持总额不超过30万元。 3.对通过《企业知识产权管理规范》（GB/T29490-2013）等认证的企事业单位，给予20万元的一次性支持。 4.对获得国家、上海市版权管理部门认定的版权示范单位，分别给予30万、20万元的一次性支持。
2018-06-25	浦府规〔2018〕1号 《上海市张江科学城专项发展资金管理办法》	适用对象： 规定专项资金适用于经市政府批准的张江科学城和张江核心园； 资金安排： 明确专项资金2016-2020年按累计不低于50亿元安排，其中包括市级专项转移支付和区级专项配套； 支持方式： 规定采用股权投资、项目奖补、政府购买服务等方式予以支持。

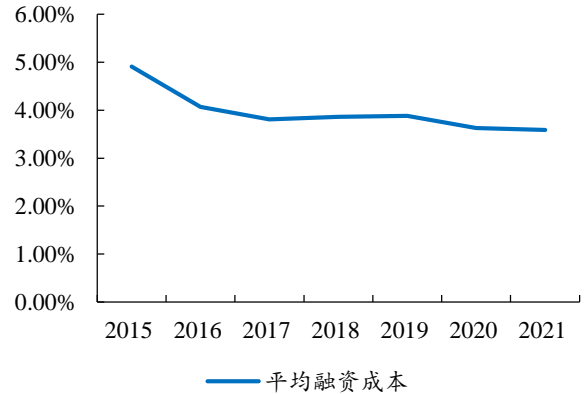
资料来源：政府官网公告、开源证券研究所

3.3、融资渠道畅通，融资成本逐年降低

公司融资规模平稳增长，成本显著降低。2021年公司融资规模达165.51亿元，同比增长27%；公司整体融资成本持续呈下降趋势，2021年仅为3.59%。2022年2月，公司发行一笔规模7亿元的中期票据，发行利率低至2.92%，创历史新低，融资优势明显。

图22：张江高科融资总额近三年平稳增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：张江高科融资成本近年来保持低位


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表8：上海张江高科现有存量债券规模较低

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)
188888.SH	21 张江 03	一般公司债	2021-10-18	5.0	3.37
188406.SH	21 张江 02	一般公司债	2021-07-15	5.0	3.49
188405.SH	21 张江 01	一般公司债	2021-07-15	10.0	3.20
188126.SH	G21 张江 1	一般公司债	2021-05-21	10.8	3.68
102280285.IB	22 张江高科 MTN001	一般中期票据	2022-02-16	7.0	2.92
163099.SH	20 张江 01	一般公司债	2020-01-10	3.7	3.40
102102300.IB	21 张江高科 MTN003	一般中期票据	2021-11-11	8.0	3.16
155836.SH	19 张江 01	一般公司债	2019-11-07	7.7	3.60
102102206.IB	21 张江高科 MTN002	一般中期票据	2021-11-01	8.0	3.18
102101407.IB	21 张江高科 MTN001	一般中期票据	2021-07-26	10.0	3.17
102001979.IB	20 张江高科 MTN002	一般中期票据	2020-10-22	10.0	3.70
102000694.IB	20 张江高科 MTN001	一般中期票据	2020-04-14	10.0	2.55
012281803.IB	22 张江高科 SCP001	超短期融资债券	2022-05-11	8.0	2.00

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司融资渠道丰富。从直接筹资来看，公司股权和债权融资并重，并不断开拓新的融资工具，如自贸试验区专项债务融资工具和双创专项债务融资工具等。从间接融资来看，公司与多家银行合作关系良好。公司对接多层次资本市场的通道优势明显，通过发挥产业资源优势，与各类金融机构积极尝试境内外各种资本和货币市场融资工具创新，加大融资力度，降低融资成本，确保公司资金状况长期稳健。

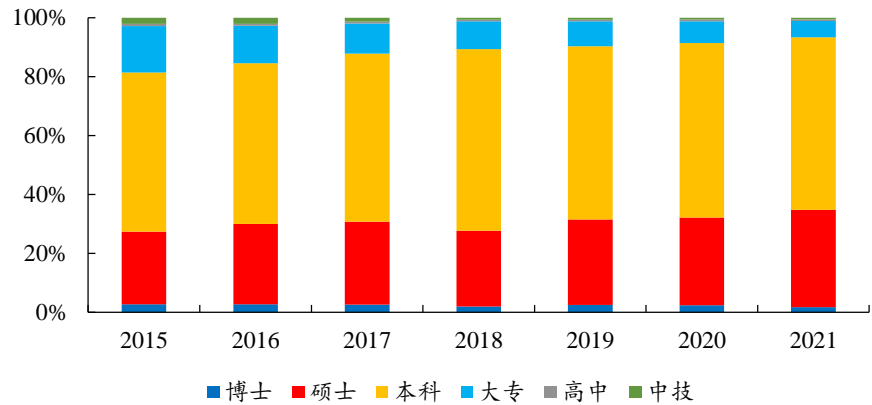
3.4、管理经验丰富，激励到位

管理层经验丰富。自2014年葛培健先生接手公司以来，公司从以工业地产开发运营为主导的“高投资、重资产、慢周转”模式，逐渐向“股权化、证券化、品牌化”转型，并提出“新三商”战略。管理层挑选标的独具慧眼，成功投资喜马拉雅、

天天果园、唱吧等一批独角兽企业。

人才梯队储备较优。公司员工学历结构不断优化，2021 年公司本科及以上学历员工比例达 94%，连续 7 年保持增长趋势。

图24：张江高科本科以上学历员工占比持续提升



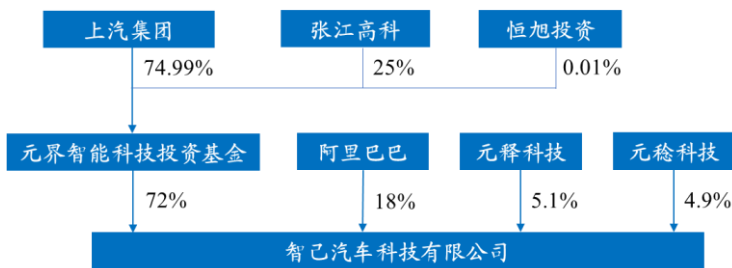
数据来源：公司公告、开源证券研究所

市场化激励机制持续发力。公司以保障性与激励性结合的薪酬分配制度为核心，建立兼顾内部公平性和市场竞争性的薪酬体系，提供有市场竞争力的薪酬水平，福利待遇完善，晋升体系多元化，吸引优秀人才加入。员工绩效考核实施中长期激励机制，公司 2014-2016 年连续三年提取了超额净利润的 5% 用于对员工的中长期激励，将员工利益与公司长期发展挂钩，形成命运共同体，促使员工关注公司长远发展。

3.5、探索技术创新，合作打造智己汽车

2020 年 11 月，张江高科联合上海汽车集团股份有限公司、上海上汽恒旭投资管理有限公司共同出资设立上海元界智能科技股权投资基金合伙企业，总认缴出资总额为人民币 72 亿元，其中上汽集团认缴出资 53.99 亿元，张江高科认缴出资 18 亿元，恒旭资本认缴出资 0.01 亿元，张江高科通过元界基金对智己汽车间接持有 18% 股份。智己汽车是上汽集团自主高端智能纯电汽车品牌，将全新打造电子电器架构，从底层打通整车与驾乘体验高度相关的电子控制单元，应用数据驱动，聚焦客户感知，重构用户体验，实现汽车智能化宽度和深度的突破，是国内首个创始轮即达百亿量级的汽车科创公司。

图25：张江高科间接持有智己汽车 18%股份



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2022 年是汽车产业技术转型和商业落地的重要一年，上海市政府于 5 月发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，支持汽车、集成电路等龙头企业以点带链，实现产业链供应链上下游企业协同复工。未来车是浦东建设引领区的六大硬核产业之一，张江高科也正积极布局智能网联汽车产业，联合智己汽车打造未来车专场，895 创业营（第十季）“未来车专场”就是张江高科重点支持汽车半导体企业的有力体现。智己汽车的总部也在张江科学城内，张江拥有世界级的高科技产业生态，尤其是在智能电动车所依赖的未来核心技术，例如芯片、ai、大数据、云计算、人工智能等方面都具有行业领先优势，在智能数据构架、功能跨域融合、智能驾驶等多方面为智己汽车提供世界前沿 AI 及芯片等核心技术的支持。

在项目进度方面，目前智己汽车包含 L7 在内的多款车研发工作按计划有序推进，并创新打造了“一横三纵”的研发体系，智己汽车首款产品 L7 首批体验版产品正式下线。2022 年 6 月 18 日正式启动全国用户交付的首款旗舰车型智己 L7，截止到 7 月底已累计向用户交付超过千台，成为国内 35 万元以上豪华纯电车型中累计交付量最快破千车型，预计四季度交付能力还将进一步提升。同时智己汽车 IM Care 服务也将全面启程，截至 7 月底智己汽车体验及交付服务中心已经开业近 70 家，预计在年底达到 120 家。

图26：2022 年智己汽车首款旗舰车型智己 L7 顺利交付



资料来源：公司官网

继智己 L7 之后，智己汽车计划 2022 年下半年上市并启动交付 L7 同平台 SUV 车型智己 LS7，2023 年智己汽车还将导入两款豪华纯电智能 B 级车型，此外智己汽车计划于 2024 年量产和全球著名设计工作室 Heather wick Studio 合作设计的车型 Airo。

图27：2024 年智己汽车预计推出合作设计车型 Airo


资料来源：公司官网

智己汽车 2020 年 11 月创始轮融资规模为 100 亿元，由上汽集团、张江高科和阿里巴巴集团共同投资打造。2022 年 8 月 1 日智己汽车宣布完成 A 轮融资协议签署，首轮市场化融资由交银集团旗下股权投资平台交银资本管理有限公司领投，上汽集团继续追加投资，同时还引入了工银投资、国家绿色发展基金、知友创投、上海国资国企综改基金、中信证券投资等多家投资机构。

表9：智己汽车 A 轮融资金额约 30 亿

序号	日期	产品名称	融资轮次	融资金额	投资机构
					领投机构：交通银行
1	2022-08-01	智己汽车	A 轮	30 亿	跟投机构：工商银行、上汽投资、中信证券投资、国家绿色发展基金、中国国新、恒基浦业
2	2020-11-26	智己汽车	天使轮	100 亿	阿里巴巴、上汽投资、张江高科

资料来源：公司公告、上汽集团公众号、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

公司目前主要利润源自房地产业务及产业投资业务，其中营收主要体现在房地产及服务两大业务，而产业投资更多体现在投资收益上。

地产租赁：业务相对稳定，公司目前在建及新开项目有 14 个，在建建面达 225 万平米，均是非住宅项目。根据目前项目投资额进度，我们预计未来五年内开发完，出租面积稳定上升，此外单位面积租金水平预计年均增速 2% 左右。

地产开发：业务定位小而精、随年份波动影响较大；但考虑公司有充足的待开发项目，预计未来三年增速均为 10% 左右。

产业投资：主要通过直投、参股基金和管理基金投资等形式开展，2015-2021 年，公司的投资收益累计达到 50.29 亿元，占营业利润的比重达到 70%，考虑目前公司投资项目主要包含长期股权投资、可供出售金融资产、交易性金融资产、其他非流动金融资产等科目，且投资收益增值空间可观，预计未来三年将扭亏为盈，2023-2024 年增速保持 5%。

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。我们选取同样在产业园及地产运营服务领域发展较成熟的地方企业浦东金桥、陆家嘴和中新集团进行比较，张江高科以其稳健增长的开发业务、持续稳定的租赁业务和在政策支持下产业投资收益预期，我们预计公司估值高于可比公司平均水平。

受公司在建项目增加及 2021 年投资净收益下滑影响，我们将公司 2022-2023 年预测归母净利润由 14.45 和 15.42 亿元调整至 5.23 和 11.67 亿元，并新增 2024 年公司预测归母净利润为 12.14 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 0.34、0.75、0.78 元，当前股价对应 PE 为 34.5、15.5、14.9 倍，鉴于公司国资背景及多重优势助力营收增长，2022 年 PE 估值高于可比物管公司平均估值。公司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，我们预计公司业绩将保持稳中有升态势，维持“买入”评级。

表10：主流物管公司对应 2022 年 PE 均值 7.1 倍

代码	公司	评级	归母净利润（亿元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600639.SH	浦东金桥	未评级	16.2	23.2	29.5	28.4	7.4	5.2	4.1	4.2
600663.SH	陆家嘴	未评级	43.1	40.4	43.3	65.0	8.2	8.8	8.2	5.5
601512.SH	中新集团	未评级	15.2	17.7	20.5	23.6	8.6	7.4	6.4	5.5
均值							8.0	7.1	6.2	5.1
600895.SH	张江高科	买入	7.4	5.2	11.7	12.1	24.3	34.5	15.5	14.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：未评级公司预测使用 Wind 一致预期，日期截至 2022 年 9 月 5 日）

5、风险提示

- (1) 行业销售规模下行：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) 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的经营恶化。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11841	12855	33867	24724	41192
现金	2255	2435	13150	15317	17994
应收票据及应收账款	43	47	126	12	163
其他应收款	170	182	206	219	245
预付账款	11	6	12	8	14
存货	7829	9076	19102	7795	21393
其他流动资产	1533	1109	1271	1373	1383
非流动资产	20979	24396	25547	27372	29103
长期投资	5286	3961	3512	3672	3682
固定资产	71	67	131	226	338
无形资产	5	4	2	2	2
其他非流动资产	15617	20364	21903	23472	25081
资产总计	32820	37251	59414	52096	70295
流动负债	10493	8765	31693	24921	43980
短期借款	2669	2831	23459	16491	34007
应付票据及应付账款	576	1188	0	724	62
其他流动负债	7249	4746	8233	7706	9912
非流动负债	7815	13978	12968	11644	9992
长期借款	6417	12429	11370	9995	8290
其他非流动负债	1398	1549	1598	1649	1702
负债合计	18308	22744	44661	36565	53973
少数股东权益	3707	3614	3568	3466	3359
股本	1549	1549	1549	1549	1549
资本公积	2636	2636	2636	2636	2636
留存收益	6732	6915	7244	7977	8739
归属母公司股东权益	10805	10893	11184	12065	12964
负债和股东权益	32820	37251	59414	52096	70295

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	165	-428	-9094	12133	-11631
净利润	1733	648	477	1064	1107
折旧摊销	14	18	18	24	35
财务费用	323	393	538	595	716
投资损失	-2312	487	144	-548	-557
营运资金变动	-232	-1587	-10129	11191	-12669
其他经营现金流	639	-387	-142	-193	-264
投资活动现金流	-2807	-1669	-1238	-1109	-847
资本支出	542	990	246	206	157
长期投资	-2484	-1116	450	361	-10
其他投资现金流	-4749	-1795	-542	-541	-701
筹资活动现金流	3284	2286	338	-1849	-2381
短期借款	-1	162	-81	41	-20
长期借款	716	6012	-1059	-1375	-1705
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	2568	-3888	1477	-515	-655
现金净增加额	633	183	-9995	9176	-14859

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	779	2097	2310	2532	2763
营业成本	350	645	873	941	1022
营业税金及附加	13	47	45	53	56
营业费用	14	20	31	29	35
管理费用	85	86	138	160	188
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	323	393	538	595	716
资产减值损失	-1	-0	1	0	1
其他收益	43	20	24	26	29
公允价值变动收益	209	627	193	242	318
投资净收益	2312	-487	-144	548	557
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2558	1073	756	1571	1651
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	190	201	114	139	161
利润总额	2368	873	643	1433	1490
所得税	636	224	165	368	383
净利润	1733	648	477	1064	1107
少数股东损益	-89	-92	-46	-103	-107
归属母公司净利润	1822	741	523	1167	1214
EBITDA	2769	1581	1381	2295	2517
EPS(元)	1.18	0.48	0.34	0.75	0.78

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-47.2	169.1	10.2	9.6	9.1
营业利润(%)	199.5	-58.1	-29.5	107.8	5.1
归属于母公司净利润(%)	212.6	-59.4	-29.4	123.1	4.0
获利能力					
毛利率(%)	55.1	69.3	62.2	62.8	63.0
净利率(%)	233.8	35.3	22.6	46.1	43.9
ROE(%)	11.9	4.5	3.2	6.9	6.8
ROIC(%)	8.7	4.3	2.1	4.0	3.1
偿债能力					
资产负债率(%)	55.8	61.1	75.2	70.2	76.8
净负债比率(%)	70.0	93.1	166.8	93.1	171.4
流动比率	1.1	1.5	1.1	1.0	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.7	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
应收账款周转率	6.7	46.6	26.7	36.7	31.7
应付账款周转率	0.8	0.7	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.18	0.48	0.34	0.75	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	-0.28	-5.87	7.83	-7.51
每股净资产(最新摊薄)	6.98	7.03	7.22	7.79	8.37
估值比率					
P/E	9.9	24.3	34.5	15.5	14.9
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.0	21.8	32.9	15.3	19.3

数据来源：聚源、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