

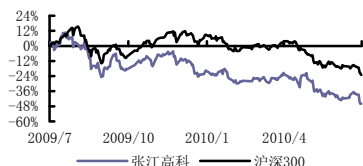
房地产 - 园区土地开发

## Real estate — land park development

2010 年 7 月 2 日

市场数据	2010 年 7 月 2 日
当前价格 (元)	8.85
52 周价格区间 (元)	8.65-17.68
总市值 (百万)	13705.90
流通市值 (百万)	13705.90
总股本 (百万股)	1548.69
流通股 (百万股)	1548.69
日均成交额 (百万)	223.65
近一月换手 (%)	15.28%
Beta (2 年)	0.99
第一大股东	上海张江 (集团) 有限公司
公司网址	http://www.600895.com

### 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
张江高科	-8.76%	-28.51%	-44.65%
沪深 300	-8.10%	-25.63%	-22.80%

执业证书号:

S1030210050005

王斌卿

+86 755 83199599ext8280

wangbq1@csc.com.cn

### 分析师声明

本人, 王斌卿, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 一体两翼, 公司进入快速发展期

—张江高科调研报告

评级: 买入

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2159.37	2618.00	3276.00	3734.00
净利润 (百万元)	706.91	1050.39	1311.38	1498.95
每股收益 (元)	0.46	0.61	0.76	0.87
净利润增长率%	33.81%	32.74%	24.82%	14.34%
每股净资产 (元)	3.94	4.55	5.31	6.18
市盈率	19.24	14.51	11.64	10.17
市净率	2.37	1.95	1.67	1.43

资料来源: 世纪证券研究所

- 公司可租售面积将会持续增长。**公司土地储备 260 万平方米, 可租售面积 100 万平方米, 随着集电港 B 区开发加快, 预计未来 2 年可租售面积增加到 200 万平方米, 张江集团主导的张江中区建设是未来张江园区开发的重点, 在条件成熟的时候可能会注入上市公司, 届时公司的土地储备将会显著增长。
- 园区主导产业发展前景广阔。**园区 3 大主导产业为集成电路、生物医药和软件业, 此外还有包括金融信息、液晶显示、新能源、物联网、现代农业、商用大飞机等行业, 园区主要行业处于高速扩张和快速发展过程中, 未来发展前景广阔。
- 公司投资业务发展迅速。**公司旗下汉世纪基金 (持股 30%) 的股权投资达到 10 家, 其中 5 家已经上市或筹备上市, 浩成基金 (持股 100%) 投资的微创医疗、嘉世堂、康德莱都在积极筹划上市, 此外公司直接投资的中芯国际、展讯、复旦张江等已经上市。
- 盈利预测与投资评级。**预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.61 元、0.76 元和 0.87 元, 不考虑股权投资业务, 公司每股 RNAV 为 15.12 元, 当前股价相对 RNAV 有较大的折价, 考虑到公司未来可租售面积持续增长, 浦东新区扩容、迪斯尼和世博会都对公司发展形成利好, 给予公司“买入”的投资评级。
- 风险提示。**经济增长放缓和宏观经济政策的变化将对公司业绩产生较大影响。

公司概况

张江高科技园区座落于上海浦东的中部，核心区规划面积 25 平方公里，位于上海市商业中轴线，交通便利，园区分为技术创新区、高科技产业区、科研教育区、生活区等功能小区。1999 年 8 月，上海市委、市政府颁布了“聚焦张江”的战略决策，明确园区以集成电路、软件、生物医药为主导产业，集中体现创新创业的主体功能，张江园区步入了快速发展阶段。

随着浦东新区的崛起，张江高科技园区迅速发展壮大，截止 2008 年底，园区进驻企业达 1,540 家，园区工业总产值 421.4 亿元。

Figure 1 张江高科技园区地理位置



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

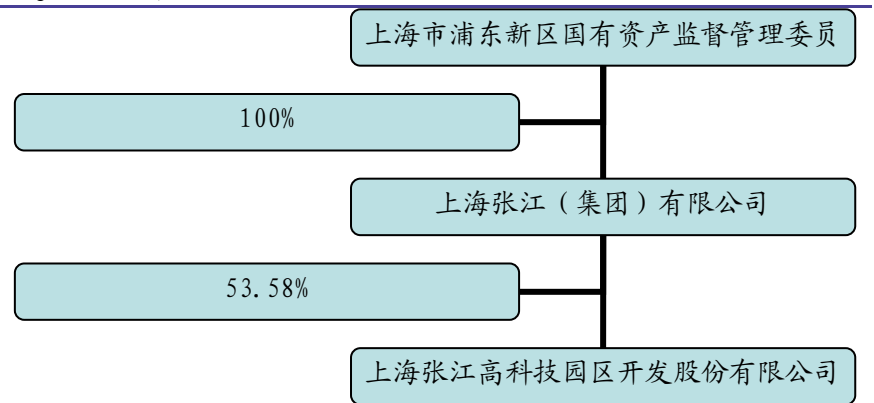
Figure 2 张江高科技园区交通便利



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

公司大股东为上海张江（集团）有限公司，实际控制人为上海市浦东新区国资委：

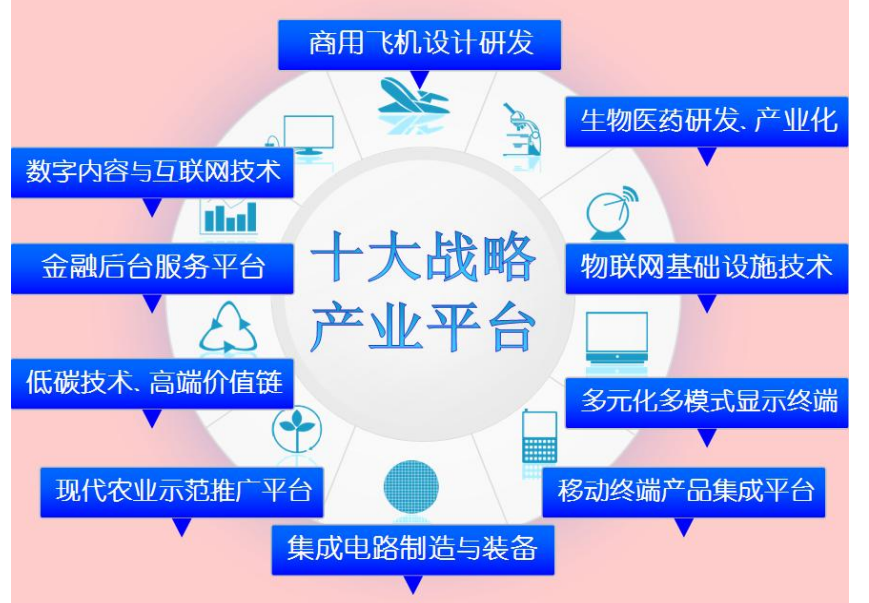
Figure 3 公司股权结构



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

张江高科技园区成立于 1992 年，经过 18 年的发展，目前已经形成了以生物医药、软件、集成电路为主，包括金融服务、液晶显示、互联网、现代农业示范区、商用大飞机项目等 10 大战略产业平台的高科技园区。

Figure 4 公司十大战略产业平台



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

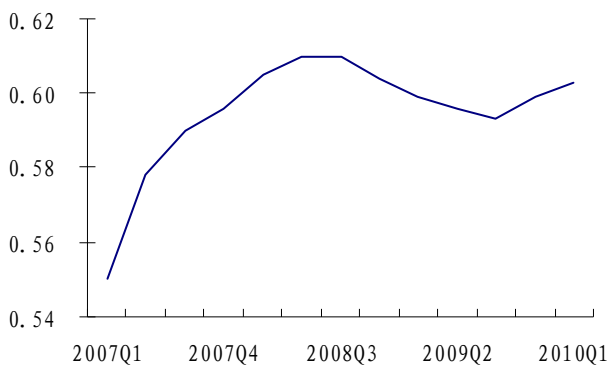
**公司所处行业背景**

**上海市工业物业租金稳定增长，浦东新区租金水平最高**

公司所处行业为园区土地开发，主要从事工业用地的开发和厂房的投资，通过租赁和销售的方式获取稳定的回报。

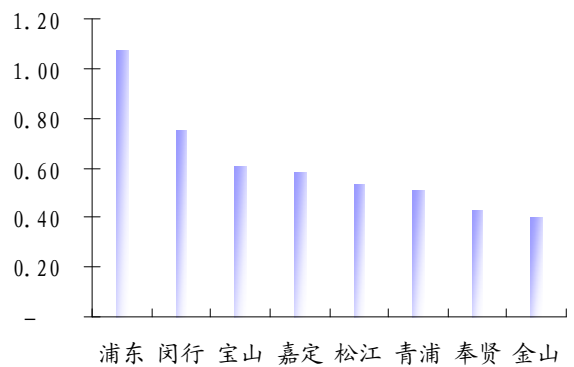
2007年以来，上海市工业物业租金水平保持稳定，浦东新区的工业物业租金水平在上海市处于最高水平。（单位：元/平米/天）

Figure 5 2007年以来上海市工业物业平均租金



数据来源：世纪证券研究所

Figure 6 2010年1季度上海市各区工业物业租金



数据来源：世纪证券研究所

**公司充分享受浦东新区区域优势和政策优势**

公司处于浦东新区张江高科技园区，区域优势明显，同时公司可以享受浦东新区的政策优势，包括所得税优惠政策、关税优惠政策等。

未来促进浦东新区的发展，近年来浦东新区陆续出台一系列的区域性法规，对于外商投资、金融机构入驻、自主创业、人才引进以及子女入学等出台相应的配套优惠政策。

### 南汇区并入浦东新区为公司带来新的发展契机

2009年，国务院正式批复同意撤销南汇区建制，原南汇区并入浦东新区。数据显示，原浦东新区面积为532.75平方公里，户籍人口194.29万，原南汇区面积677.66平方公里，户籍人口74.31万，合并以后的浦东新区面积1,210.41平方公里，户籍人口268.60万人。

合并南汇区以后，浦东新区土地不足的问题将在很大程度上得到改善，浦东新区的高科技产业和南汇临港新城的装备业有效结合，同时原南汇区将享受浦东新区的优惠政策扶持，“大浦东”将会成为上海未来经济快速发展的新引擎，公司将会显著受益。

Figure 7 原南汇区并入浦东新区

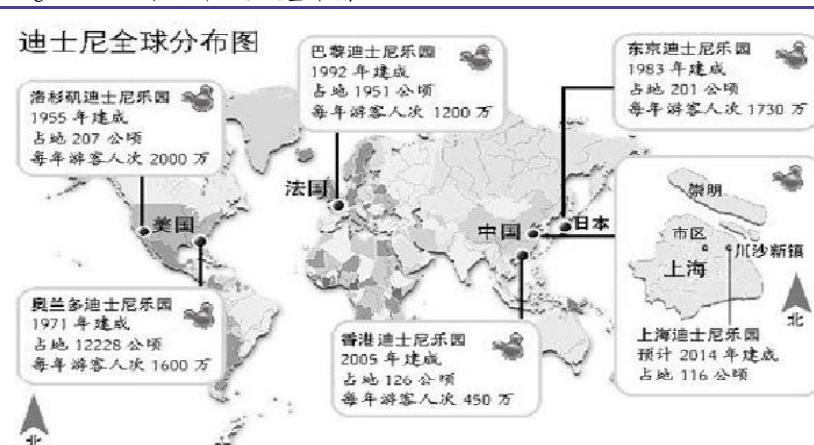


数据来源：世纪证券研究所

### 迪斯尼公园建设提升公司项目价值

2009年11月上海市政府宣布中央正式批准上海迪斯尼项目，上海将成为全球第六个迪斯尼度假区（Disneyland Resort），项目位于浦东新区川沙镇，项目建设内容包括游乐区、后勤配套区、公共事业区和一个停车场。目前已经建成的迪斯尼乐园一共有5个，分别位于美国佛罗里达、美国加利福尼亚、法国巴黎、日本东京和中国香港。

Figure 8 全球迪斯尼乐园基本情况



数据来源：世纪证券研究所



根据国家发改委的批复，上海市迪斯尼乐园占地面积116公顷，项目建设内容包括游乐区、后勤配套区、公共事业区和一个停车场。上海迪斯尼乐园预计在2013年以后建成投入运行，迪斯尼乐园的建成和运行，将会极大地提升川沙镇及周边的土地价值。

Figure 9 上海迪斯尼地理位置



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

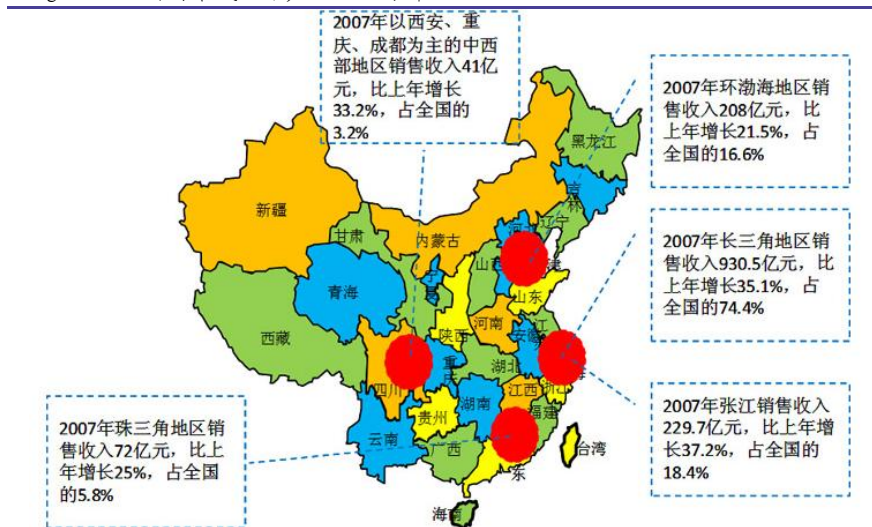
### 张江园区入驻企业所处行业发展前景广阔

#### 集成电路产业

马来西亚、菲律宾和中国台湾等国家和地区的封装测试业已占全球份额的85%以上，CSP（芯片级封装）、MCP/MCM（多芯片封装）、TSV（穿透硅通孔技术）等多种封装形式正在普及。2007年国内集成电路市场规模为5,623.7亿元，比上年增长18.6%，约占全球市场规模的30.4%，已成为全球最大的集成电路市场。

2007年张江高科技园区集成电路产业营业收入达229.7亿元，比上年增长37.2%，远超国内其他地区，占上海的59%，占全国的18.4%。

Figure 10 国内集成电路产业地理分布



数据来源：张江园区网站、世纪证券研究所

集成电路的主要应用包括移动通信、数字电视、消费类电子和无线

射频识别等领域:

Figure 11 张江园区集成电路产业链

行业	细分行业	代表企业
3G手机产业链	芯片设计	展讯、锐迪科等
	芯片加工、封装测试	中芯国际、华虹、宏力、日月光等
	系统及应用软件平台	科泰世纪等
	手机整体设计	华讯等
数字电视 消费类电子	手机研发	中兴、UT斯达康、联想等
		上海高清、卓胜微
无线射频识别	标准制定	华亚微
	芯片设计与制造	华虹集成电路、坤锐、坤远等
	无线与制造	希硕
	芯片封装	集速、祺新等
	终端设备制造	坤远、坤锐、申博、希硕、AUTO ID实验室
	系统集成 系统开发	集速、中交国科、唯深张江射频

数据来源: 张江园区网站、世纪证券研究所

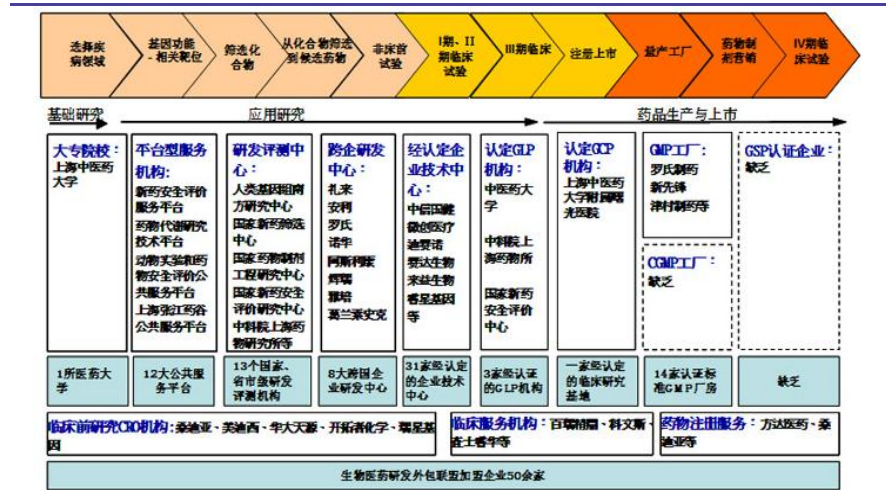
我国集成电路产业发展迅速, 技术水平与欧美和台湾的差距不断缩小, 随着我国经济的发展和 3G 技术的不断普及, 人民群众对 3G、数字电视、消费类电子等的需求不断增长, 行业发展前景广阔, 张江园区作为国内最大的集成电路产业园, 将会取得快速的发展。

生物医药产业

2007 年全球药品市场规模创历史新高, 全球处方药销售收入增长 6.4%, 达 7,120 亿美元。抗肿瘤药物、自体免疫疾病治疗药、抗糖尿病药以及疫苗类产品在生物医药市场占据主要地位。未来两年有望上市的生物技术产品主要在呼吸道融合瘤病毒治疗药、黑色素瘤治疗药和骨质疏松症治疗药等领域。

2007 年, 张江园区生物医药科研项目开发数 2083 项, 生物医药科研项目完成数 827 项, 实现销售收入达到 31 亿元人民币。经过多年的研发创新积累, 大量医药研发创新项目进入产业化阶段: 一方面, 园区已经研发出一批国家一二类新药, 已进入市场; 另一方面, 园区一批新药项目在国内、国际进入临床阶段, 其中一些将在 2-3 年内进入市场。

Figure 12 张江园区生物医药产业链初步形成



数据来源: 张江园区网站、世纪证券研究所

软件业

近五年来，国内电子信息产业销售收入年均增长 27%，产业规模扩大了 3.3 倍。其中，软件产业销售收入年均增长 40%，产业规模扩大了 5.3 倍，截至 2007 年底，国内软件产业销售收入达 5,834 亿元。

张江园区聚集了大批国内\国际知名的软件企业研发中心，如中兴通讯、毕博全球软件研发中心、花旗亚太研发中心及惠普全球软件服务中心等。

Figure 13 张江园区软件产业链

行业	企业
系统软件	科泰世纪、微软
支撑软件	普元、宝信、ILOG
应用软件	盛大、九城、复旦金仕达、花旗软件、徕卡测量
嵌入式软件	中兴软件、电装创智

数据来源：张江园区网站、世纪证券研究所

借助通讯、新媒体行业的崛起以及三网融合，园区争取通讯产品制造商、电信营运商、数字电视运营商和电脑制造商等产业生态系统的关键环节把软件开发中心独立设于园区内，形成高端软件产业集群，未来发展前景广阔。

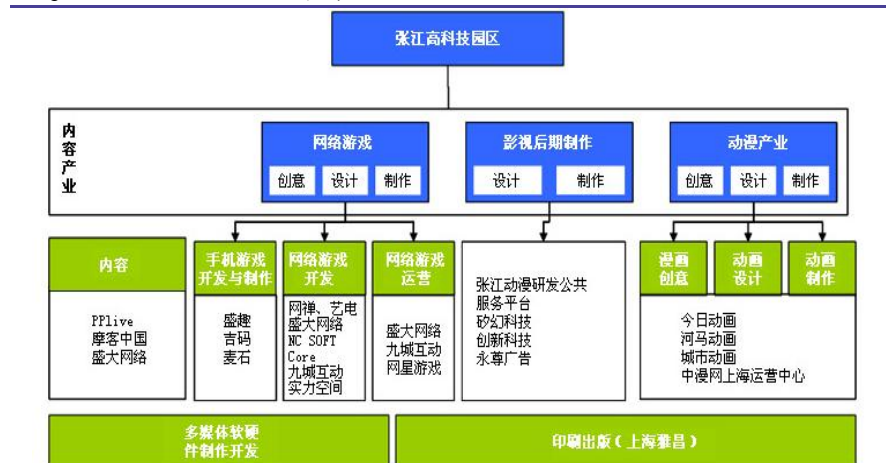
光电子产业

以信息光电子为代表的园区光电子产业从 1999 年“聚焦张江”开始，从无到有，发展势头强劲，产业规模迅速扩张，初步形成半导体照明和液晶显示两大重点领域。在半导体照明和液晶显示领域形成明显的比较优势，蓝光和字体拥有国内一流、国际先进的 LED 外延片和芯片技术，液晶显示领域上天马、剑腾在规模和技术上都居国内前列。

文化科技创意

文化科技创意产业是园区近年发展最为迅速的产业领域，目前形成“科技+创意+内容”的产业融合发展模式，形成以盛大为代表的商业模式创新、以 PPlive 为代表的技术创新和以《爱情国境线》为代表的资源整合创新三种具有代表性的企业发展模式。

Figure 14 张江园区文化创业产业链



数据来源：张江园区网站、世纪证券研究所

随着世博会开幕、各级政策支持以及企业前期创作产品市场价值的兑现，园区将有更多动漫作品投入制作；随着影片制作的科技含量要求越来越高，将带动园区影视后期制作行业的快速发展。

### 新能源与环保

目前园区已经集聚了一批具有代表性的发展领域和企业群体。在太阳能光伏领域，中芯国际利用来自核心业务的再生硅等原材料生产太阳能电池和电池板，已经研制出在12英寸芯片上生产太阳能电池。在生物燃料领域，以杜邦中国研究中心和凯赛控股为核心，以生物发酵技术为依托，在纤维素乙醇和丁醇的研发技术方面逐渐形成特色。在水处理和生物脱硫领域，惠生化工、凯能科技和立源水业等代表性企业，技术研发表现突出，形成较强的竞争力。

新能源与环保产业的发展已经提升到国家战略的高度，张江园区作为实施国家能源环保战略的载体，积极推动新能源环保产业的发展将具有重要的战略意义。张江园区努力推动新能源与环保产业发展，已在太阳能光伏、生物燃料、水处理、生物脱硫、环保设备、环保服务等细分产业领域形成了一定的产业基础，新能源与环保产业将成为张江新的增长点。

### 金融信息服务

目前园区已经集聚了一批具有代表性的发展领域和规模型企业群体。在金融BPO领域，聚集了积分通、quattro（印度著名的BPO企业）、宜保投资咨询、日本岛津研发等金融外包服务机构。在银行卡领域，中国银联（全球第三大发卡行）是内地唯一一家拥有自主品牌的银行卡组织。在支付系统、征信领域，中国人民银行的支付系统、征信系统和反洗钱监控系统、国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心等入驻园区，进一步增强了上海国际金融中心的凝聚力和影响力。Wind资讯是国内领先的金融信息服务企业，国内第二大的保险公司中国平安在张江建立了后援中心。

张江园区依靠上海金融中心，临近陆家嘴金融圈，正在向国际金融信息产业园迈进。

### 现代农业示范区

张江园区的现代农业产业结构逐步完善，形成了种子种苗、设施农业、工厂化农业、农产品加工、生物技术、观光旅游等六大核心产业；在技术应用方面，主要研究解决沙漠种植问题，目前已经形成了循环可持续沙漠种植生态圈；园区已在全国建设了十几个农业基地，并且在蔬菜、水果、稻米、瘦肉猪等方面拥有了一批创新技术和成果；并形成一批代表性企业，如上海众伟生化有限公司、上海汉枫缓释肥料有限公司、



上海孙桥农业技术有限公司等。

### 商用大飞机项目

2009年，中国商飞总装制造中心落户浦东，标志着大飞机在上海的研制版图基本确定，大飞机上海规划建设包括设计研究、总装制造、客户服务三大中心。

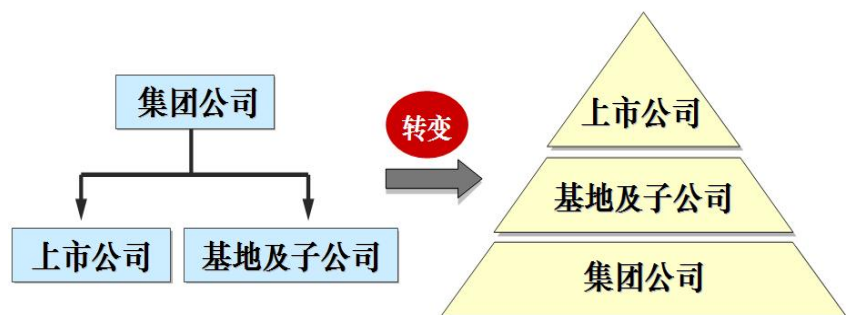
张江南区以大型客机（支线飞机）设计研究中心为主，主要承担大型客机、直线飞机的设计、实验、预研、关键技术攻关和工程发展，根据规划，2014年我国商用大飞机完成总装基地建设，实现飞机研制保障能力；2020年实现150座级单通道大型客机生产；2025年实现250座双通道大型客机生产。

### 依靠张江集团，未来可租售面积将会大幅增长

#### 金字塔结构有利于集团优质资源向上市公司集中

公司已经完成了从扁平化结构向金字塔结构的转变，张江集团在整个结构的最底层，基地及子公司处于中间，上市公司在最顶层，依靠张江集团的优势，不断为上市公司注入优势资源。

Figure 15 公司完成向金字塔结构的战略转型



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

自2006年以来，张江集团已先后三次向公司注资，使公司目前拥有集电港250万平方米建筑面积的存量物业、在建项目、土地储备以及微电子港汤臣豪园三、四期项目10万平方米的权益面积，以及其他优质的房地产资源。

Figure 16 近年来张江集团资产注入情况

时间	受让资产
2006年	受让国信安基地13761.69平方米土地
	受让集电港2期69107.62平方米土地
	教育基地3号地70258.30平方米土地使用权
2007年	受让银行卡“乾园”17770.70平方米土地
	受让银行卡“乾园”29564.43平方米土地
2008年	受让集电港60%股权
	快标厂房10386平方米土地
2009年	受让集电港40%股权，集电港成为公司全资子公司
	受让微电子港31.40%的股权
	受让张江管理中心10%股权

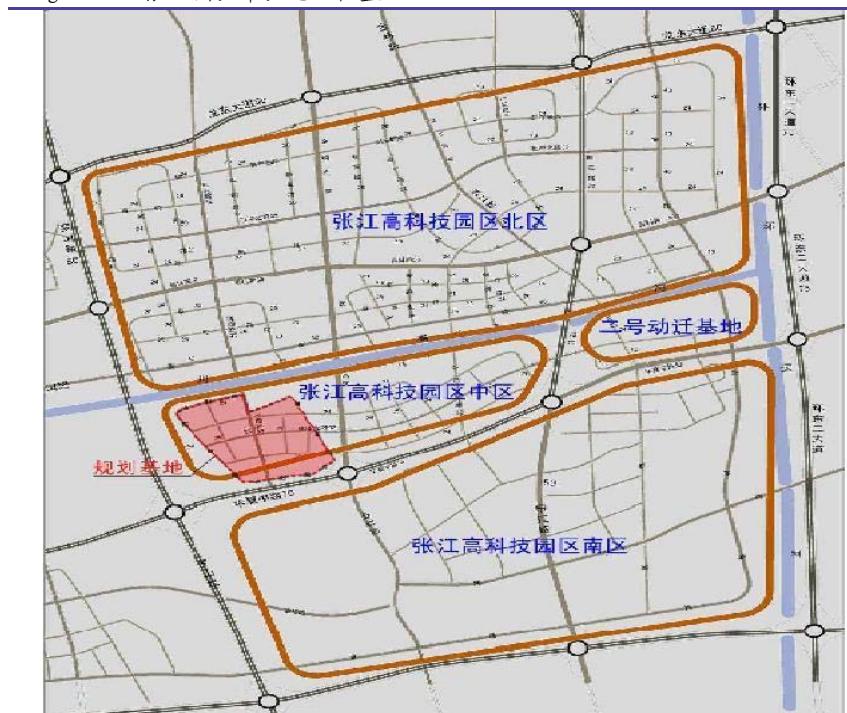
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

张江集团已向公司承诺：对于张江园区内经张江集团及/或控股子公司初步培育形成的有效优质资产，张江集团将促使上市公司在同等条件下取得优先权，即该等优质资产在条件成熟时首先选择向上市公司注入。

目前公司的开发重点是集电港B区，集电港B区面积120万平方米，集电港A区面积154万平方米，在集电港全部完成开发以后公司可租售面积将会达到274万平方米。

张江集团主导开发的张江中区是张江科技园未来的开发重点，在未来条件成熟的时候可能会注入上市公司，届时公司的项目储备资源将会明显增长。

Figure 17 张江园区中区地理位置



数据来源：上海市规划局网站、世纪证券研究所

### 未来可租售资源将会大幅增长

目前公司拥有可租售资源100万平方米，随着集电港B区和张江中区的建设，以及张江技术创新区的改造，未来公司可租售面积将会大幅增长，预计年底可租售面积达到140万平方米，2011年底达到200万平方米以上。

## 公司主营业务分析

### “一体两翼”的发展战略

2006年公司正式提出“一体两翼”的发展战略：

一体：以特色房产运营为主导，扩大房产租售规模和资源整合能力，为公司提供稳定的盈利基础，并为创新服务和产业投资提供稳定的现金

流。

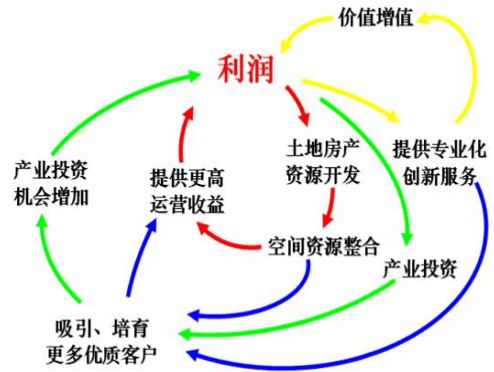
两翼：一是通过提供创新服务获得增值收益，并为产业投资提供深层的客户关系支撑，帮助公司识别高价值客户、协助风险控制，发展产业投资；二是通过产业投资提升公司经营业绩，并促进专业化服务提供和园区企业成长，最终增加房产运营收入。

Figure 18 “一体两翼”的发展战略



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 19 公司盈利模式



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

### 公司房地产开发与运营业务

公司目前拥有的可租售储备 100 万平方米,预计 2010 年底达到 140 万平方米, 2011 年底达到 200 万平方米。

公司大部分项目用于自主经营,以租为主,租售结合,已出租面积在 60 万平方米,平均租金 2.5 元-3 元/平方米/天,由于新建成的项目培育期比较长,因而公司整体出租率在 60%左右,已经建成和成熟的项目出租率在 95%以上。

Figure 20 公司主要物业分布情况



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

### 投资业务

公司通过吸引高科技企业入驻并且提供相应的配套服务,对入驻的高科技企业有比较深刻的了解,在此基础上,公司通过旗下的产业基金



和创投公司选择优质企业进行投资，公司的投资业务主要通过旗下的汉世纪（持股比例 30%）和浩成基金（持股 100%）进行，同时公司新成立 HAO CAPITAL 和上海张江磐石葆琳基金。

Figure 21 公司主要股权投资

投资标的	持股比例	上市进程
<b>由公司全资控股的浩成投资持有</b>		
嘉事堂药业	20.96%	首发通过证监会审批
康德莱医疗器械	16.50%	辅导期
微创医疗	24.40%	拟在纳斯达克上市
<b>上市公司直接持有</b>		
上海数讯信息技术有限公司	58.47%	拟上市
中芯国际	2.76%	在香港和美国上市
张江生物医药股份有限公司	14.92%	香港上市
展讯通讯	0.06%	美国纳斯达克上市

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

公司股权投资价值较高，其中微创医疗植入式支架类产品国内市场占有率第一，已经进入全国一千多家医院，中芯国际已经在美国和香港两地上市，3G 的发展为公司带来新的契机，公司首次成功通过 40 纳米低漏电工艺等晶圆产品测试，进一步缩小了与美国和台湾的差距，嘉事堂药业首发申请已经通过了中国证监会的审批，全资拥有销售网点 200 家以上，复旦张江 2007 年上市的尖锐湿疣治疗方案入选皮肤病用药第一名，同时公司是继美国强生公司以后全球第二个生产“阿霉素”导弹抗肿瘤药物的公司。

**公司为园区企业提供全方位的服务平台**

Figure 22 公司为园区企业提供全面的服务平台



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

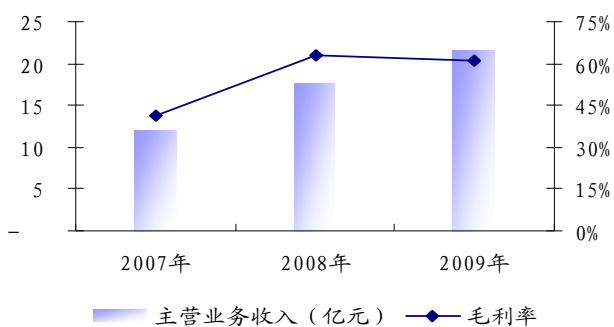


## 公司财务状况良好

### 盈利能力

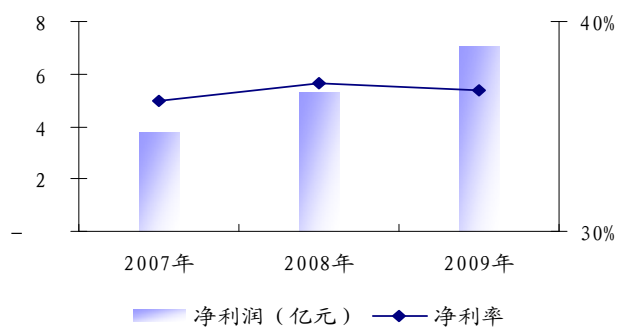
公司主营业务收入和净利润增长稳定，毛利率和净利率维持在较高的水平。

Figure 23 最近3年主营业务收入和毛利率



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 24 最近3年净利润和净利率

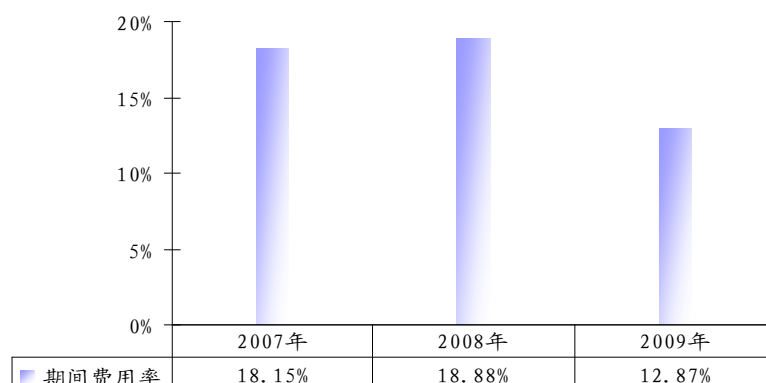


数据来源: wind、世纪证券研究所

### 成本控制出色

公司成本控制能力较高，期间费用率不断下降。

Figure 25 最近3年公司期间费用率

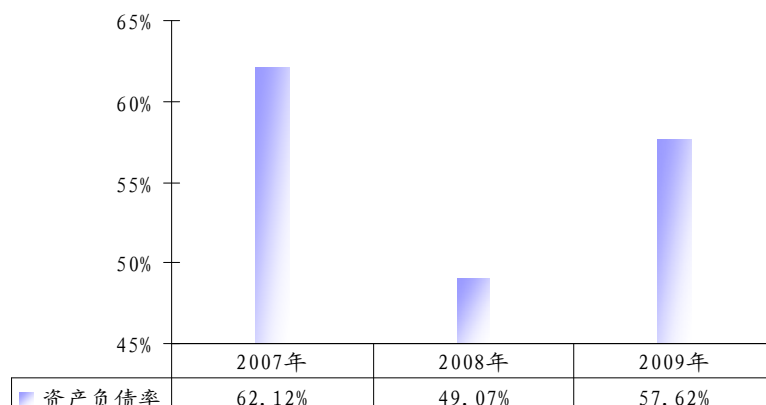


数据来源: wind、世纪证券研究所

### 偿债能力较好

公司资产负债率较低，在房地产企业中处于较低水平。

Figure 26 最近3年公司资产负债率



数据来源: wind、世纪证券研究所

## 盈利预测

### 房地产销售

公司销售的项目主要包括集电港三期的天子骄子创业公寓、43#地块、集电港B区的1-6北地块和1-7北地块、创业园、领袖之都等项目，公司主要项目靠近上海地铁2号线广兰路，项目地价成本较低，销售价格一般在2万元-3万元以上，销售毛利率在60%以上。

Figure 27 公司主要销售项目结算进度表

项目	销售均价	结算面积 (万平方米)			结算收入 (亿元)		
		2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
创业园	20,000	1.00	1.00	1.00	2.00	2.00	2.00
1-6北地块	20,000	1.00	1.50	1.50	2.00	3.00	3.00
1-7北地块	20,000	1.00	1.50	2.00	2.00	3.00	4.00
天子骄子	25,000	2.00	2.50	3.00	5.00	6.25	7.50
43#地	20,000	2.00	2.50	2.50	4.00	5.00	5.00
领袖之都	30,000	2.00	2.20	2.40	6.00	6.60	7.20
<b>合计</b>		<b>9.00</b>	<b>11.20</b>	<b>12.40</b>	<b>21.00</b>	<b>25.85</b>	<b>28.70</b>

数据来源：世纪证券研究所

### 房地产出租

目前公司可租售面积在100万平方米，已出租面积在60万平方米以上，平均日租金2元/平方米，假设2010年、2011年、2012年公司平均可租售面积分别为120、160、200万平方米，实际出租面积分别为72、96、120万平方米，我们预计未来3年公司租金收入分别为5.18亿元、6.91亿元和8.64亿元。

Figure 28 公司租金收入预测表

项目	2010年	2011年	2012年
平均出租面积 (万平方米)	72.00	96.00	120.00
租金收入 (亿元)	5.18	6.91	8.64

数据来源：世纪证券研究所

### 股权投资

随着创业板不断扩容和园区企业加速上市，公司投资收益将会呈现不断增长的态势，2009年公司实现投资收益60,914,693.18元，其中主要为按照权益法核算的投资收益：

Figure 29 按照权益法核算的长期股权投资收益

被投资单位	2009年	2008年
上海张江微电子港置业有限公司	28,144,441	73,334,468
ShanghaiZJHi-TechInvestmentCorporation	13,405,240	
嘉事堂药业有限责任公司	8,976,502	7,744,100
川河集团有限公司	8,721,068	21,467,894
上海鲲鹏投资发展有限公司	5,831,845	3,981,559

数据来源：公司年报、世纪证券研究所

假设公司未来投资收益稳定增长，年增长率20%，2010年、2011年、2012年投资收益分别为0.73亿元、0.88亿元和1.05亿元。

## 利润表预测

根据以上盈利假设, 预计2010年、2011年、2012年每股收益分别为0.61元、0.76元和0.87元。

Figure 30 利润表预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入(元)	21.59	26.18	32.76	37.34
营业收入(元)	21.59	26.18	32.76	37.34
二、营业总成本(元)	12.51	13.88	17.36	19.79
营业成本(元)	8.41	9.95	12.45	14.19
营业税金及附加(元)	1.27	1.31	1.64	1.87
销售费用(元)	0.47	0.79	0.98	1.12
管理费用(元)	0.84	0.79	0.98	1.12
财务费用(元)	1.47	1.05	1.31	1.49
资产减值损失(元)	0.04	-	-	-
三、其他经营收益(元)	-	-	-	-
公允价值变动净收益(元)	0.03	-	-	-
投资净收益(元)	0.61	0.73	0.88	1.05
四、营业利润(元)	9.73	13.04	16.27	18.60
加: 营业外收入(元)	0.08	0.10	0.13	0.15
减: 营业外支出(元)	0.01	0.01	0.01	0.01
其中: 非流动资产处置净损失(元)	0.00	-	-	-
五、利润总额(元)	9.80	13.13	16.39	18.74
减: 所得税(元)	1.87	2.63	3.28	3.75
六、净利润(元)	7.93	10.50	13.11	14.99
减: 少数股东损益(元)	0.86	1.05	1.31	1.49
归属于母公司所有者的净利润(元)	7.07	9.46	11.80	13.50
七、每股收益:	0.46	0.61	0.76	0.87

数据来源: 世纪证券研究所

## 估值

### 房地产开发业务估值

不考虑张江中区注入, 以公司现有的260万平方米土地储备为基础, 采用假设销售法, 假设贴现率为8%, 得出公司主要项目净利润现值为173.11亿元, 每股净利润现值为11.18元。

Figure 31 公司主要项目净利润现值

项目	净利润现值(亿元)
集电港二期	11.25
43#地	5.51
创业园	3.20
创新园	6.41
张江大厦	3.35
sohu	27.35
联想大厦	6.63
集电港3期	7.38
集电港4期	3.06
集电港B期1-6地块	0.97
集电港B期1-7地块	1.12
福尼克斯厂房	1.64
创想北园	1.34
创想南园	1.34
933项目	5.37
张江高科苑	9.32
川沙欣凯元项目	8.87
张江中区地块	6.48
集电港B区剩余地块	55.37
都江堰走马河	7.15
合计	173.11
每股	11.18

数据来源: 世纪证券研究所

公司 RNAV=每股净利润现值+每股净资产=11.18+3.94=15.12 元。

## 股权投资估值

由于部分公司未上市，无法取得相应的经营数据，我们仅以可以取得公开资料的公司为基础计算公司股权投资的价值，按照 2 倍 PB 对所持股权进行估值，公司股权投资估值为 11.54 亿元，由于部分公司没有覆盖，估值结果仅供参考。

Figure 32 公司部分股权投资估值

投资标的	持股比例	估值 (亿元)
嘉事堂药业	20.96%	2.67
康德莱医疗器械	16.50%	0.49
上海数讯信息技术有限公司	58.96%	1.05
中芯国际	2.76%	6.94
张江生物医药股份有限公司	14.92%	0.25
展讯通讯	0.06%	0.14
<b>合计</b>		<b>11.54</b>

数据来源：世纪证券研究所

## 总结

即使不考虑张江中区资产注入预期和股权投资的价值，公司现有物业的重估价值也达到每股 15.12 元，公司当前股价相对 RNAV 折价率达到 58%，具有很高的安全边际。

## 投资建议

### 主要投资亮点

#### 1. 未来可租售面积将会持续增长

公司目前公司土地储备 260 万平方米，可租售面积 100 万平方米，随着集电港 B 区开发加快，预计未来 2 年可租售面积增加到 200 万平方米，张江集团主导开发的张江中区将近 160 万平方米土地未来可能会注入上市公司，公司的土地储备将持续增长。

#### 2. 园区主要产业发展前景广阔

园区 3 大主导产业为集成电路、生物医药和软件业，此外还包括金融信息、液晶显示、新能源、物联网、现代农业、商用大飞机等行业，园区主要行业处于高速扩张和快速发展过程中，未来发展前景广阔。

#### 3. 股权投资价值高

公司通过吸引高科技企业入驻园区并且提供相关的配套服务，对园区企业的经营情况有比较深入的了解，旗下汉世纪基金的股权投资达到 10 家，其中 5 家已经上市或筹备上市，浩成基金投资的微创医疗、嘉事堂、康德莱都在积极筹划上市，此外公司直接投资的中芯国际、展讯、复旦张江等已经上市。

#### 4. 南汇区并入浦东新区、迪斯尼、世博会受益明显

南汇区并入浦东区，很大程度上解决了浦东新区土地瓶颈问

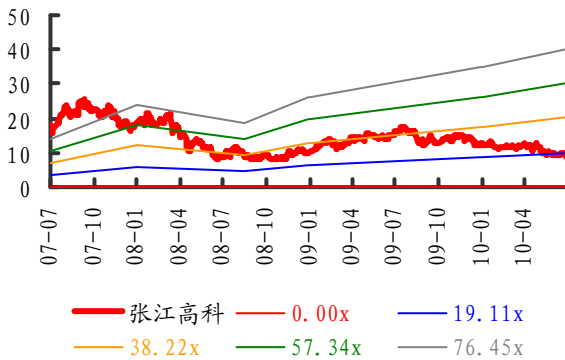


题，同时原南汇区可以享受浦东新区的优惠政策扶持，“大浦东”将会成为上海经济增长的新引擎；迪斯尼正式落户上海浦东新区川沙镇和世博会的召开，为公司土地价值提升和园区加速开发都有积极的促进作用。

**投资建议**

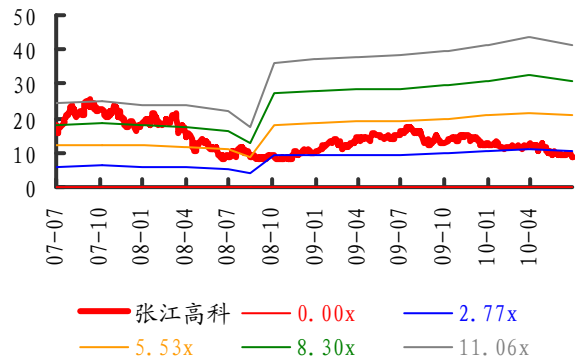
公司未来可租售资源大幅增长可期，园区主导产业发展前景良好，浦东新区扩展、迪斯尼、世博会对公司发展形成多重利好，未来业绩增长明确，公司当前估值水平较低，给予“买入”的投资评级。

Figure 33 张江高科 PE Bands



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 34 张江高科 PB Bands



数据来源: wind、世纪证券研究所

**风险提示**

**经济下滑风险**

当前国际经济形势仍然比较严峻，国内经济复苏的基础还不稳定，如果经济下滑程度超过普遍预期，可能会导致园区企业经营出现困难，进而影响公司销售和租赁收入。

**政策风险**

宏观经济政策和税收政策等的变化，可能会对公司经营情况产生较大影响，公司目前享受浦东新区一系列优惠政策，未来浦东新区相关政策的变化可能会对公司业绩产生较大影响。

附录 1: 公司部分项目效果图

Figure 35 集电港 2 期领袖之都 (张江高科办公地)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 36 张江创新园



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 37 张江高科苑



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 38 天子骄子公寓（集电港3期南块）



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

## 附录 2：集电港整体概况

Figure 39 集电港园区概况



数据来源：公司网站、世纪证券研究所

## 公司主要股权投资标的简介

### 中芯国际

中芯国际集成电路制造有限公司（“中芯国际”，纽约证交所股票代码：SMI，香港联合交易所股票代码：981），是世界领先的集成电路芯片代工企业之一，也是中国内地规模最大、技术最先进的集成电路芯片代工企业。中芯国际向全球客户提供 0.35 微米到 45 纳米芯片代工与技术服务。

随着我国 3G 的快速发展，大唐电信入股 16.6% 的股权成为单一最大股东，中芯有望成为大唐旗下多家 TD 为主半导体设计企业的制造业核

心平台。公司首次通过 40NM 低漏电工艺等晶圆产品良率测试，进一步缩小了与美国、台湾等企业的差距。

#### **微创医疗**

公司主要产品有冠脉药物支架系统、冠脉金属支架系统、颅内动脉支架系统、腹主动脉瘤和胸主动脉瘤等支撑型人造血管支架、球囊（PTCA）扩张导管、造影导管及其相关 PTCA 手术附件、胰岛素泵、射频消融电生理导管等；它们中绝大多数填补了国内空白，达国际先进水平，已进入中国一千多家知名医院，并出口日本、欧洲、拉美等二十几个国家与地区。

#### **嘉事堂药业**

北京市最大的直营药店，2009 年销售收入超过 11 亿元。

#### **复旦张江**

2002 年成功登陆香港联交所，公司主要产品包括：1）艾拉（外用盐酸氨酮戊酸）2007 年 2 月 14 日获得新药证书、生产批文，并于 2007 年 5 月上市销售，成为治疗尖锐湿疣的首选疗法；2）里葆多®（脂质体多柔比星）已经获得中国国家食品药品监督管理局(SFDA)批准于 2009 年 7 月在国内上市。是国内第一个也是唯一一个成功投产的脂质体化疗药物。里葆多®通过控制药物粒径，大大增强药物的抗肿瘤活性，同时减少了药物原有的心脏、骨髓以及脱发等毒副作用，是目前较理想的蒽环类化疗药物。公司上述两个产品 2010-2013 年为成长期，2014 年以后进入成熟期。



---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.