

张江高科深度报告： 深握高新产业“高科技地产+创投”

2010年9月27日

推荐/维持

张江高科

深度报告

报告摘要:

- **做高新地产，发展空间大。**张江园区凭借国家高新开发区快速发展的天势，依托长江三角洲历史、地理以及人文的地理优势，并通过公司管理人员的共同努力，已在张江筑起我国优质高新产业的平台。经过近 20 年的开发，张江高新区已拥有近 20 个基地品牌，十大产业平台。已培育出以集成电路、软件、生物医药、金融服务和文化创新五大具有专业化、集中化的高端特色主导产业集群，并在园区内构筑了生物医药创新链和集成电路产业链的框架。国家高新区已经成为我国高新技术产业发展的一面旗帜。
- **盈利模式由好房东向好股东发展。**随着高新产业的集群，园区内高新企业创新的环境越来越好，吸引着更多的高新创业企业的入驻。张江高科以拥有几十年对高新公司的了解和培育经验积累，间接或直接地对新兴高新企业进行培育。对于具备成长能力的好企业，张江在当好“房东”的同时，直接参股当好“股东”。张江高科已从一个开发高新地产为主业的园区“开发商”成功地跃为向高新产业的创业“投资商”。深握张江高新园区，创投将成为公司持续的利润新来源。另外公司所开发的项目多数为低密度，这些项目不但给高新企业提供一个更好的研发生产环境，而且具备更好的升值空间。
- **投资建议。**公司以开发高科技地产为主业，客户群优质，成长性好。公司在做好高科技园区“房东”的同时努力向好“股东”方向发展，创业投资的嘉士堂、微创医疗近期已分别在 A 股创业板和香港上市。公司利用张江园区高新企业聚集的优势，已加大创业投资力度。另外，公司不但已向浦江新区发展扩张，并已在西部开拓。目前已在成都和雅安拥有 300 亩的房地产开发项目。我们预测公司 2010 年至 2012 年公司营业总收入分别达 25.44 亿元、36.84 亿元和 54.80 亿元。公司的每股收益分别为 0.56 元、0.80 元和 1.19 元，相对应的 PE 是 16.81、11.73 和 7.85。公司成长性和盈利性在加强，目标价 13 元，我们维持“推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入(百万元)	1,757	2,159	2,544	3,684	5,480
增长率(%)	46%	23%	18%	45%	49%
净利润(百万元)	528	707	861	1,233	1,842
增长率(%)	39%	34%	22%	43%	49%
每股收益(元)	0.38	0.46	0.56	0.80	1.19
净资产收益率(%)	10%	12%	12%	16%	21%
PE	24.58	20.30	16.81	11.73	7.85
PB	2.78	2.50	2.03	1.86	1.67

郑闵钢

房地产行业分析师

010-66507310

zhengmg@dxzq.net.cn

执业资格证号:S1480208060050

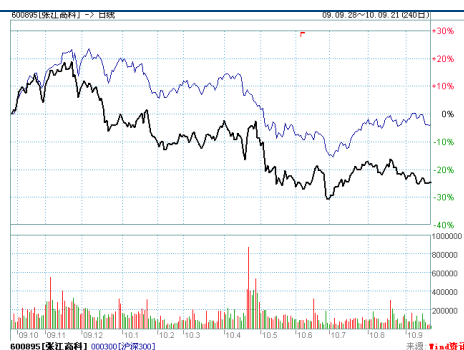
资产负债表数据

	15,053.16	15,053.16
	5,901.92	5,901.92
	3.66	3.66
	2.57	2.57
	52.84	52.84

交易数据

52周股价区间(元)	8.57	15.55
总市值(万元)	1,460,414.25	
流通市值(万元)	1,460,414.25	
总股本/流通 A 股(万股)	154,869	154,869
流通 B 股/H 股	0.00	
52 周日均换手率	0.97	

52 周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

1. 《广宇集团(002133): 打造易居品质, 增发来助推》2010-08-24
2. 《鲁商置业(600223): 优势的鲁商模式, 进军区域龙头》2010-07-16
3. 《房地产: 政策预期趋松, 把握投资机会》2010-07-12
4. 《房地产: 拐点已显, 波动将减弱》2010-06-11
5. 《房地产: 销售已“折腰”, 迎来喘息机会》2010-06-8

目 录

1. 高新产业聚集张江高科.....	4
1.1 已筑起优质的高新产业平台.....	4
1.2 已培养成高新产业集群.....	5
1.3 高新产业集群在向新兴产业扩展.....	9
2. 园区无法替代，价值无限.....	9
2.1 地处浦东中心区位优势独特.....	9
2.2 拥有业内核心客户共创辉煌.....	11
2.3 特色服务构筑起园区的经济血脉.....	12
3. 当好“房东”增强好“股东”的新盈利模式.....	12
3.1 高科技地产“开发商”已成为高新产业的“投资商”.....	12
3.2 创投项目已开花结果.....	14
4. 做高科技地产，增长空间大.....	15
4.1 高新产业集群在园区仍需要不断发展.....	15
4.2 园区高新房产开发资产充足.....	16
5. 盈利预测和估值.....	20
5.1 盈利预测.....	20
5.2 估值与投资评级.....	22

表格目录

表 1: 张江园区五大产业集群分类.....	6
表 2: 张江园区五大产业集群主要企业.....	11
表 5 公司投资的上市公司和近期拟上市公司.....	15
表 3 2006 年至今张江高科三次收购张江集团资产情况.....	16
表 4 中区规划方案表.....	19
表 6 2010 年至 2012 年公司物业出租收入测算.....	21
表 7 2010 年至 2012 年公司物业销售收入测算.....	21
表 8 2010 年至 2012 年公司财务指标测算.....	22
表 9 公司相对估值比较.....	22
表 10 公司 NAV 测算.....	23
表 11 公司持有部分上市公司价值测算.....	23

插图目录

图 1: 张江高科十大战略产业平台.....	5
图 2: 近几年张江高科每股收益不断加大.....	6
图 3: 近几年张江高科净利润增长加速.....	6
图 4: 张江园区集成电路产业链.....	7
图 5: 张江园区医药产业链.....	7
图 6: 张江园区软件产业结构和企业分布.....	8
图 7: 张江园区文化创意产业构成.....	8
图 8: 张江园区文化创意产业平台化发展.....	8
图 9: 浦东新区近几年生产总值及增长.....	10
图 10: 张江高科园区位居浦东中心.....	11
图 11: 张江高科园区综合服务高水平.....	12
图 12: 张江高科园区综合服务高水平.....	13
图 19: 中国创业投资基金平均投资规模.....	14
图 20: 张江汉世纪基金运用示意.....	14
图 13: 张江园区文化创意产业构成.....	16
图 14: 张江园区文化创意产业平台化发展.....	16
图 15: 集电港是公司近期利润主要来源.....	17
图 16: 张江高科川沙经济园区位置示意图.....	18
图 17: 张江高科园区中区规划示意图.....	19
图 18: 张江高科园区中区规划示意图.....	19
图 21: 近几年张江高科物业租赁收入情况.....	20
图 22: 近几年张江高科物业销售收入情况.....	20

1. 高新产业聚集张江高科

1.1 已筑起优质的高新产业平台

国家已把发展高新产业提升到一个新的高度，明确提出国家高新区要充分发挥在引领高新技术产业发展、支撑地方经济增长中的集聚、辐射和带动作用，促进国民经济平稳较快发展。高产业的发展对于坚持中国特色自主创新道路、实现国民经济实现依靠创新驱动发展具有重要意义。张江高科技园区成立于1992年7月，位于浦东新区中部，规划面积25平方公里。从创建园区开始至今，张江园区凭借国家高新开发区快速发展的天势，依托长江三角洲历史、地理以及人文的地利优势，并通过公司管理人员的共同努力，已在张江筑起我国优质高新产业的平台。截止到2009年，张江园区全年的经营总收入达到1021亿元，同比增长21%；税收总额达到87亿元，同比增长11%。经过近20年发展，国家高新区已经成为我国高新技术产业发展的一面旗帜。

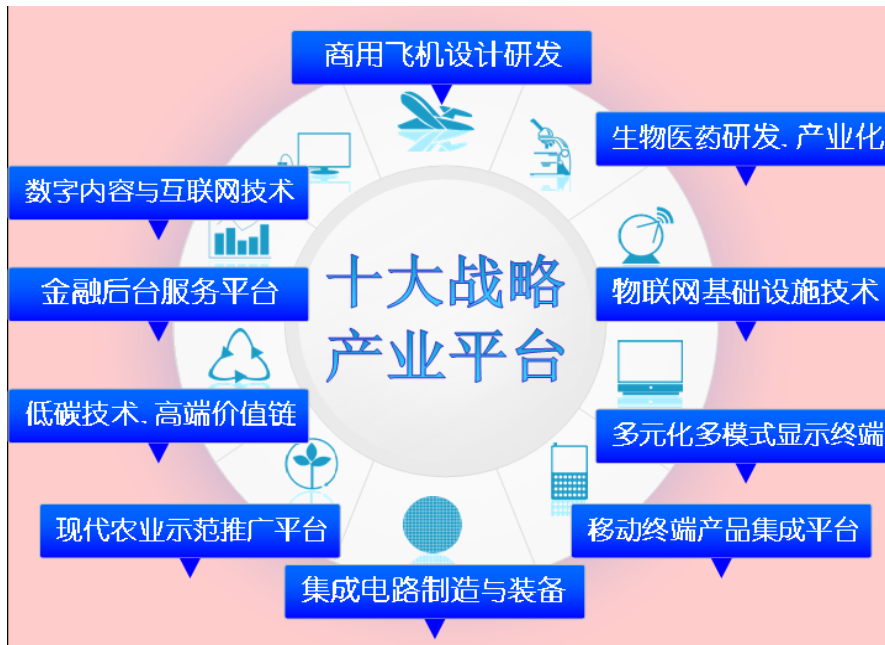
经过近20年的开发，张江高新区已拥有近20个基地品牌，使得张江高新区强劲起搏，成为优质高科技产业发展的强大平台：

- “中国国家微电子产业基地”
- “国家电子信息产业基地”
- “国家集成电路产业基地”
- “国家软件产业基地”
- “国家软件出口基地”
- “国家半导体照明工程产业化基地”
- “国家863信息安全成果产业化（东部）基地”
- “文化产业示范基地”
- “国家网络游戏动漫产业发展基地”
- “上海文化科技创意产业基地”
- “国家上海生物医药科技产业基地”
- “国家医药出口基地”
- “上海市金融信息服务产业基地”
- “国家高科技研究发展计划信息安全成果产业化基地”

目前，张江园区已形成十大产业平台。包括集成电路制造与装备、生物医药研发与产业化、物联网基础设施技术、多元化多模式显示终端、移动终端产品集成平台、现代农业示范推广平台、低碳技术、高端价值链、金融后台服务平台、数字内容与互联网技术和商用飞机设计研发。另外，张江高科园区作业国家级高新区海已成联接海内外

的主要平台。金蝶软件、通用电气中国研发中心、中兴通讯中国研发中心、联想电脑、永好科技、中芯国际、傲通网络、麒麟鲲鹏、展讯通信、美敦力、鼎芯半导体、上海天士力药业有限公司等。园区内的高新企业表现出很好的增长性，在资本市场上也有很好的表现，如宝信软件等。

图 1：张江高科十大战略产业平台

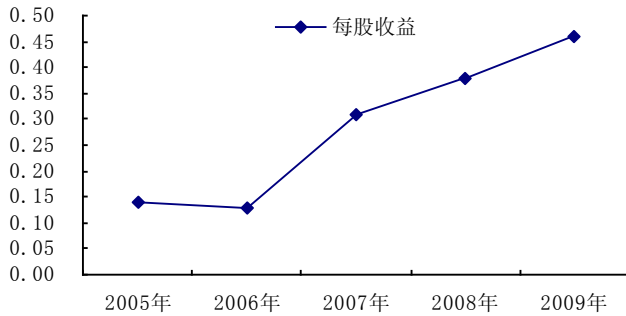


资料来源：公司材料，东兴证券研究所

1.2 已培养成高新产业集群

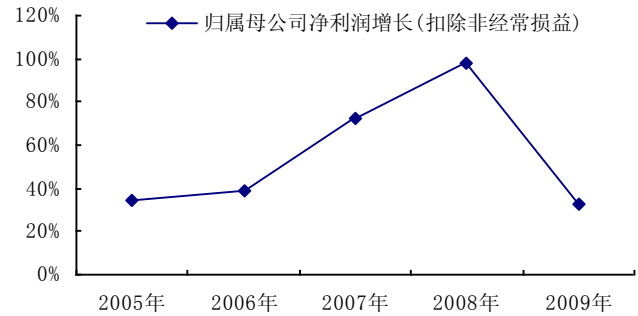
在张江高科构筑的这一优质高新产业平台上，通过“聚焦张江”、“一体两翼”战略，已培育出以集成电路、软件、生物医药、金融服务和文化创新五大具有专业化、集中化的高端特色主导产业集群，并在园区内构筑了生物医药创新链和集成电路产业链的框架。2009年，生物医药产业继续快速增长，年增幅达28.9%；集成电路行业稳步回升，手机基带、射频、多媒体等方面快速发展，多个领域超过10%市场份额。金融服务逐步完成由“产业基地”向“产业社区”拓展与提升，目前已基本建成“国际金融信息服务产业社区”，并成为张江的新亮点之一。公司也由此进入一个很好增长期，近几年每股收益不断加大，2009年每股收益0.46元相比2005年的0.14元/股增长了228%。近五年扣除非经常损益后归属母公司净利润平均增长在55%以上。

图 2：近几年张江高科每股收益不断加大



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

图 3：近几年张江高科净利润增长加速



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

表 1：张江园区五大产业集群分类

集群名称	集群内容	备注
集成电路集群	芯片设计	有 150 多家企业，包括：移动终端、消费类电子、汽车电子、导航系统和 RFID
	制造代工	总投资超过 100 亿美元，占全国的一半左右
生物医药集群	新药研发外包	
	抗体类生物技术产品	
	中药类	医药销售排名世界前 20 位的企业近一半入住张江园区
软件集群	医疗器械类	
	嵌入式软件	经认定的企业达 380 家，占上海总数的 30% 以上，其中营业收入超亿元的 10 家以上。
金融集群	五联新营运模式	
	银行、保险、期货后台及信用卡运营系统	中国银联、中国银行、交通银行、中国平安
	各类金融外包服务系统	证券基金、银行、保险
	支付系统、征信与反洗钱监控	中国人民银行上海总部营运中心
文化创意集群	金融信息服务	万德资讯、大智慧
	网络游戏	盛大网络、第九城市
	动漫研发	今日动漫
	影视新媒体	上海电影艺术学院

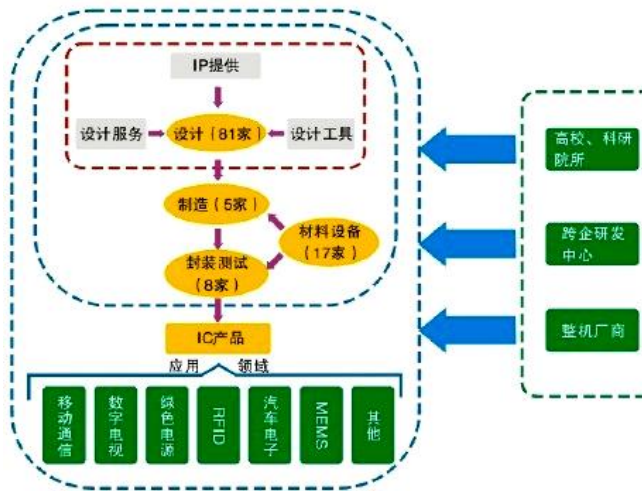
资料来源：公司材料，东兴证券研究所

1.2.1 集成电路集群竞争力不断提升

经过多年的发展，园区内集成产业逐步形成了以设计为龙头、以制造为基础，带动相关设备业发展。目前已很好地组成了以高校、研发机构、整机厂商为主相对完整的产业链，产业在国内以及国际上的竞争力不断提升。在 IC 设计领域，张江引进了象 VIA、NVIDIA 等一批国际知名设计企业，威盛、飞思卡尔、IBM 等世界著名企业在张江设立研发中心。园区还自主培育了展讯、锐迪科等一批国内企业。在产业平台方面，园

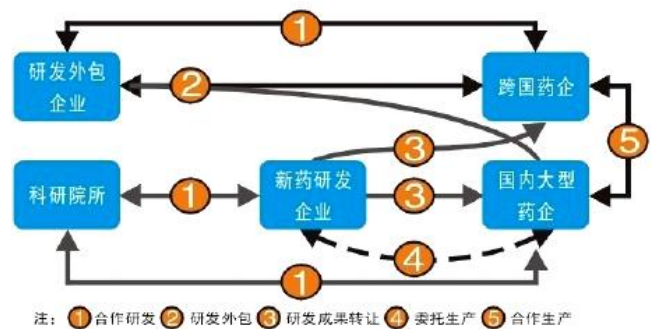
区拥有上海集成电路研发中心这一国内唯一的国家级公共服务平台，并聚集了国内著名的清华、北大、中国科技大学、复旦大学、上海交通大学等在园区内设立的微电子研究院（所）。在张江园区集成电路产业显现晶圆代工引领产业链升级、注重多功能集成芯片的研发的应用、联合研发发创新渐渐成为主流三大新特点。

图 4：张江园区集成电路产业链



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

图 5：张江园区医药产业链



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

1.2.2 生物医药创新成效显著，产业化加速

张江生物医药产业在抗体药物、基因工程药物、生物芯片和诊断试剂、抗癌药物、心血管医疗器械、天然药物提取、创新中药等领域形成技术优势和特色，创新出一批达到国际标准、填补国内空白的创新药物产品。现在园区内医药创新成效显著，进入产业化加速期。集聚国内外生物医药领域企业 400 余家，其中国家级、市级科研机构（研发中心、工程中心、企业研发中心）40 余家。2008 年，张江园区生物医药产业共申请专利 519 件。目前，张江园区已经成为国内以美国、欧盟市场为目标国际新药研发注册最多的区域。张江园区生物医药企业已累计形成新药产品 229 个，单个药物产品产值超亿元的企业达 14 家，涉及 163 个药品。以中信国健为代表的抗体药物产品占据国内市场的 50%左右；微创医疗的冠脉药物系统、球囊扩张导管等手术器械达到国际先进水平，并占国内市场的近 40%。

1.2.3 软件与信息服务产业研发实力强

张江软件产业发展保持平稳快速的增长，2008 年张江软件产业实现营业收入 83.51 亿元，同比增长 11.6%。园区拥有软件服务外包企业 50 家，其中宝信软件、花旗软件等 9 家企业通过上海市重点企业认定。全球 08 年福布斯全球软件企业 30 强有 12 家在张江设立研发中心，如中兴通兴、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。园区在软件的互联网服务、移动互联网、金融信息服务、支撑软件和行业应用软件等多个领域形成较强的研发实力和发展势头。

图 6：张江园区软件产业结构和企业分布



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

1.2.4 文化科技创意产业进入新一轮快速发展

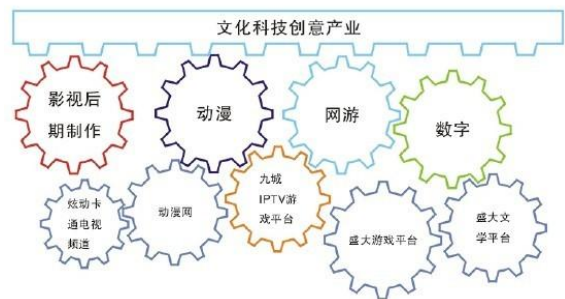
2006 年张江园区全国第一个国家数字出版基础，并从“3+1”产业布局发展为“四位一体”的产业格局。网络游戏、动漫、数字出版和影视后期制作四大产业板块，这四大板块在张江形成了我国最大的文化科技创意平台。截止 2008 年底。张江园区累计引进各类文化科技创意企业 200 多家，其中有自主创新产品的企业占到 75%以上。2008 年，张江园区科技创意产业实现营业收入 66.39 亿元，同比增长 28.6%，利润总额 13.84 亿元，同比增长 7.3%。拥有盛大和九城等知名企业。

图 7：张江园区文化创意产业构成



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

图 8：张江园区文化创意产业平台化发展



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

1.3 高新产业集群在向新兴产业扩展

园区除已形成以上五大产业外，张江园区依靠现有高新产业聚集的优势，新兴产业正在迅速崛起。通过产业间相互融合和上下游的延伸，又在新能源、数字出版、航空等新兴产业方面取得了新的聚集效果。2009 年累计引进 30 多家具系统知识产权的新能源和节能环保企业。

- 新能源聚集是以中科院太阳能电池研发中心为核心，以薄膜太阳能电池及设备研发为重点的太阳能光伏产业集群。
- 数据出版聚集是以国内第一个国家级数字出版基地为核心，开启了园区文化科技创意产业发展的新时期。
- 航空聚集将以商业飞机研发中心落户园区为契机，并整合园区现有相关航空产业资源，带动园区航空产业进入新的发展阶段。
- 总部位于美国硅谷、全球最大半导体公司之一的美满电子科技有限公司（MRVL），近期签约张江高科技园区，将在“张江硅谷”建立全球最大的绿色环保智能型研发中心，将致力于开发智能手机、电子书等减少碳排放的产品。

张江高科具备很强的高新产业聚集力，每年有许多新入园企业。2008 年，在经济不景气的背景下，张江园区共引进外资 13.25 亿美元，内资注册资本 16.85 亿元。园区引进投资项目 506 个，其中外商投资项目 121 个，内资项目 385 个。在科技创新方面，园区拥有多模式、多类型的孵化器，建有国家火炬创业园、国家留学人员创业园。园区最终将建设成为国家自主创新示范基地，具有国际竞争力的科学城。

2. 园区无法替代，价值无限

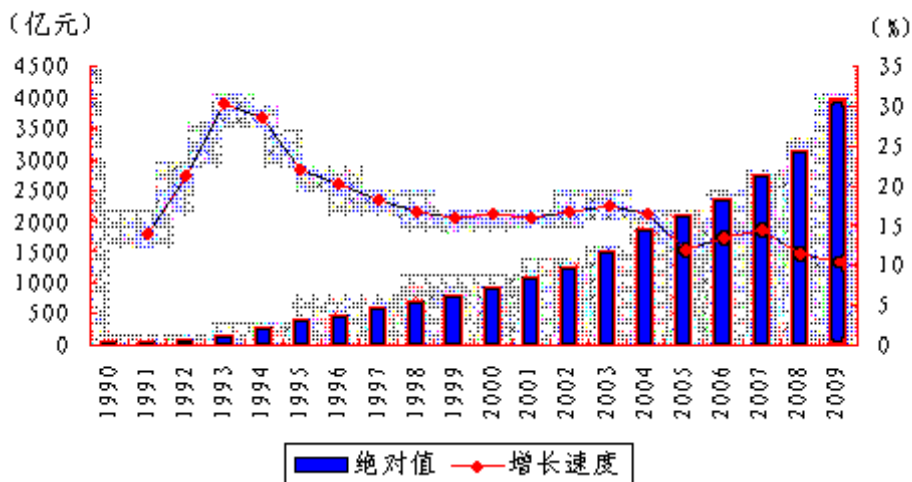
2.1 地处浦东中心区位优势独特

张江高科所在的高科技园区是我国重要高新经济开发区，更是上海经济发展的主动力来源。从创建园区开始至今，张江园区凭借国家高新开发区快速发展的天势，依托长江三角洲历史、地理以及人文的地利优势，已在张江筑起我国优质高新产业的平台。

- 上海浦东新区经济实力强，张江是强有力的“发动机”

浦东新区成立于 1990 年，根据上海市统计局的数据，二十年间浦东新区的经济总量得到迅速扩大。截止 2008 年，浦东新区生产总值达到 3150.99 亿元，是 1990 年生产总值 90 亿元的 50 多倍，年均增长 18%。2009 年随着将上海南汇区并入浦东后，生产总值达到了 4001.39 亿元。目前，浦东占全市土地面积 19%却创造出占全市近 27%的产出。从全国来看，浦东新区的经济总量已经超过不少省份，在 31 个省市中排名可以排到第 26 位；在前 100 名大城市中排名可排名至第 12 位。

图 9：浦东新区近几年生产总值及增长



资料来源：上海统计局，东兴证券研究所

1999 年，上海推出“聚焦张江”战略，将在张江构建区域创新体系、提高国内自主创新能力提升到上海市发展战略的高度，并因此大大推动了浦东创新功能的深入发挥。截止 2009 年浦东新区设立研发机构 340 家，比 2000 年增加 300 家左右。科技化成果产业化水平不断提高，专利申请量从 2003 年的 2580 件上升到 2009 年 14645 件，年均增长在 40% 以上；发明专利从 1064 件上升到 5372 件。作为上海市创新核心区的张江高科技园区，已相继建立了软件、集成电路和生物医药等一大批国家级产业基础。2009 年，张江园区内集成电路产业实现销售 229.8 亿元，占全国份额 20%。手机基带、射频、多媒体等方面快速发展，多个领域超过 10% 市场份额；生物医药销售收入 105 亿元，约占上海市医药产业 25%；软件产业经营收入 180 亿元，同比增长 20.8%；文化创意产业营收 80 亿元，同比增长 21.2%。累计引进 30 多家具系统知识产权的新能源和节能环保企业。

● 张江在浦东的区域位置好

张江高科地处浦东新区中部，西北与陆家嘴紧相邻，东南方位为浦东机场和拟建设的迪士尼乐园，区域位置优越。随着浦东新区基础设施的不断完善，目前地铁二号线已通达张江并在园区内设有三个站，二号线的东延伸端是浦东国际机场。另外内环浦东段高架（罗山路、龙阳路）贯通园区，中环贯通园区内的华夏路。2007 年园区内开始建设有轨电车，线路起自张江高科地铁站、终点位于张江集电港，全长约 9.8 公里，设 15 座车站。2010 年有轨电车正式运营后进一步提升了张江高科技园区与外界的有效连接。随着浦东新区的不断发展，张江园区的区域优势将会得到更加地提高，这是其它城市或地区无法得到的优势条件。另外地处浦东新区的张江高科所开发的项目多数为低密度，这些项目不但给高新企业提供一个更好的研发生产环境，而且具备更好的升值空间。

图 10：张江高科园区位居浦东中心



资料来源：东兴证券研究所

2.2 拥有业内核心客户共创辉煌

截至 2009 年年底，张江高科已集聚起各类高新技术企业 5800 余家，其中：拥有中国军事医学科学院生物防护装备工程技术研究中心、国家生物芯片上海工程研究中心、中药标准化国家工程实验田等国家研发中心、评测机构近 20 家和 20 多个上海本地的市级和浦东新区研发中心和研发平台。在张江园区形成的五大产业集群中大多是国际和国内的核心企业，如展讯通信、中芯国际、阿里软件、盛大网络、EA、第九城市、blizzard、硅谷动力、ncsoft、sierra、sts、天士力、诺华研发中心、中信国健、雷允上、中国银联产业发展基地、万得资讯和大智慧等一大批高新龙头企业。

表 2：张江园区五大产业集群主要企业

集群名称	主要企业
集成电路集群	展讯通信、VIA、NVIDIA、MARVELL、方泰电子、锐迪科微电子、格科微电子、泰景科技、埃培克森、卓胜微电子、博通集成电路、华亚微电子、晶晨半导体、中芯国际、华宏、宏力
生物医药集群	诺华研发中心、辉瑞研发中心、阿斯利康研发中心、中信国健、雷允上、和记黄埔、中科院药物所、天士力、微创医疗、新波生物
软件集群	摩客中国、宝信软件、中信软件、华讯网络、火速软件、阿里软件
金融集群	中国平安全国、交通银行数据中心、中国银行、中国银联产业发展基地、中国人民银行、万得资讯、大智慧
文化创意集群	盛大网络、EA、第九城市、blizzard、硅谷动力、ncsoft、sierra、sts

资料来源：公司材料，东兴证券研究所

2.3 特色服务构筑起园区的经济血脉

园区产业发展阶段已经度过初创期，简单的物业出租，出售服务早已不能满足园区高新企业的需要。张江高科园区在夯实基础配套服务的基础上，经过多年的建设和努力已培育出高端物业管理和服务的市场品牌，服务配套已形成了一个完善系列。

公司由一般的工业与商业房出租、出售方，跃向了园区综合运营发展商的一个高新平台。在公共服务上，建设有浦东软件公共技术服务、知识产权公共服务、高新产业咨询服务等平台以及数据支持中心。在金融服务上，建设有浩成创投、张江企业易贷通、张江小额贷款、张江科投、货兑兑换等机构。另外在园区的休闲、居住、出行等方面建设起多种配套设施。

完善和高水平的服务体系，一方面提高了园区满足高新企业的种种高需要，另一方面也提高了园区的高品质和增强了园区内的经济效率。其结果不但使目前园区中的高新企业直接受益，而且大大提高园区对未来更多潜在客户的强大吸引力。

上海政府和当地政府非常重视张江的发展。2007年，上海市、浦东新区和张江园区出台了系列鼓励和支持产业发展的政策，主要包括针对创新人才的税收补贴政策、针对行业协会的鼓励政策和推进建设国家高新技术产业标准化示范区（试点）的实行政策，还有《上海市张江高科技园区激励资助创新人才发展的暂行办法及实施细则》和《张江高科技园区关于进一步支持行业协会发展的实施办法》等，进一步增强了张江园区对优秀企业和高端人才的吸引力。

图 11：张江高科园区综合服务高水平



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

3. 当好“房东”增强好“股东”的新盈利模式

3.1 高科技地产“开发商”已成为高新产业的“投资商”

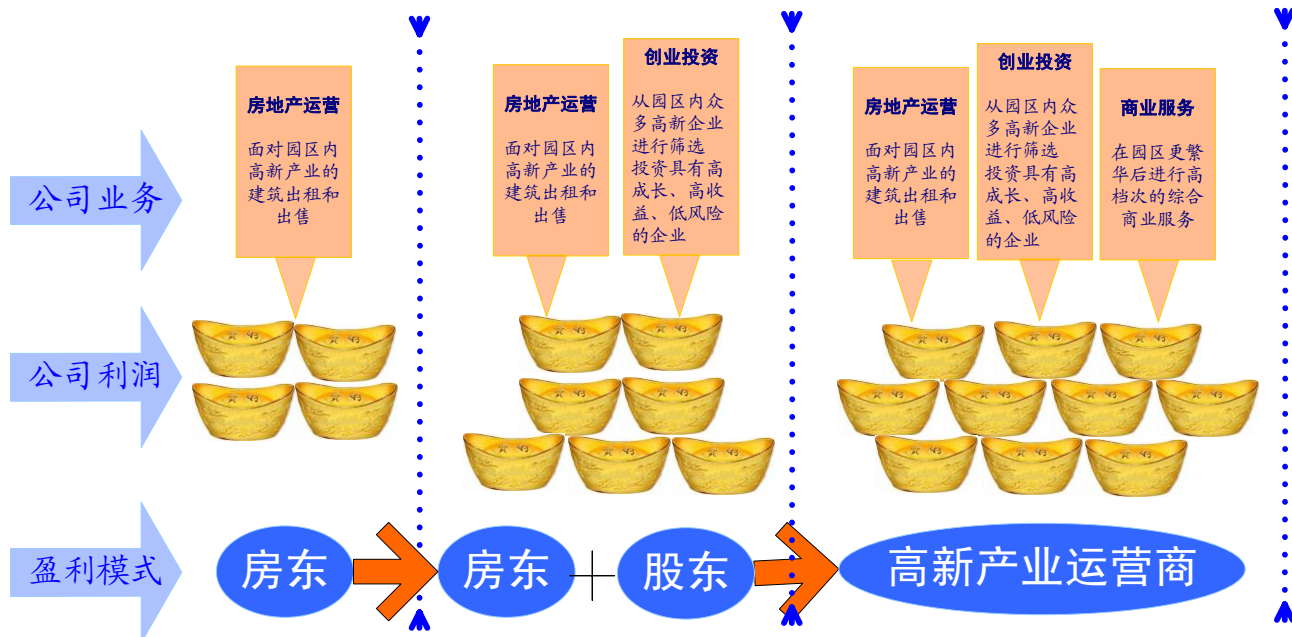
园区高新产业的成熟已使公司的盈利模式发生根本性改变。公司以前的利润来源主要是通过开发与建设高新企业经营所用研发楼等建筑项目，以通过向高新企业出售和出租的经营方式取得盈利。随着园区的发展，张江园区的高新产业已经集群，园区内高新企业创新的环境越来越好，由此吸引着更多的高新创业企业的入驻。张江高科以拥

有几十年对高新公司的了解和培育经验积累，间接或直接地对新兴高新企业进行培育。对于具备成长能力的好企业，张江在当好“房东”的同时，直接参股当好“股东”。

新兴高新创投公司进入园区，一方面需要园区的研发孵化环境；另一方面更需要拥有一定高新企业管理和经验者的有力支持，并希望能在资金、管理等上提供扶持。张江高新具备充当这样一个重要角色的能力，一方面张江高科建设的园区拥有成熟的研发孵化条件，公司可以积极当好好“房东”；另一方面公司拥有几十年高新园区企业管理经验，并拥有许多有效资源，参股当“股东”对创投企业有直接的帮助和支持，反过来这些创投企业成长后会给张江高科带来满意的经济效益回报。2010年，公司投资的创投企业开始取得很好成绩。张江高科作为第二大股东持股21%的嘉事堂，经多年培育今年正式通过IPO并在2010年8月18日在A股成功上市。嘉事堂2009年全年医疗销售超11亿元，目前市值达50亿元。根据公司最新公告，公司通过下属子公司投资参股12.715%的微创医疗科学有限公司已于2010年9月24日在香港联交所主板上市。公司创投进入收获期，并由进入良性循环、稳步增长。

经过近20年的发展，张江高科已从一个开发高新地产为主业的园区“开发商”成功地跃为向高新产业的创业“投资商”，将来将发展成为高新产业的运营商。公司确立“房地产开发经营+股权投资+服务提供商”的业务架构定位，希望长期形成“433”的利润贡献构成。虽然公司目前收入主要以房地产开发和运营为主，经过多年培育创投收获已开始并进入持续的增长中。由于园区内入驻有一大批高新企业，涉及到3G、物联网、3D、三网融合、移动支付和新能源等领域，公司有着投资新兴产业的天然优势。随着今后服务提供商业务的增强，公司有望成为国内高端高新园区的建设和经营的第一品牌公司。

图 12：张江高科园区综合服务高水平



资料来源：东兴证券研究所

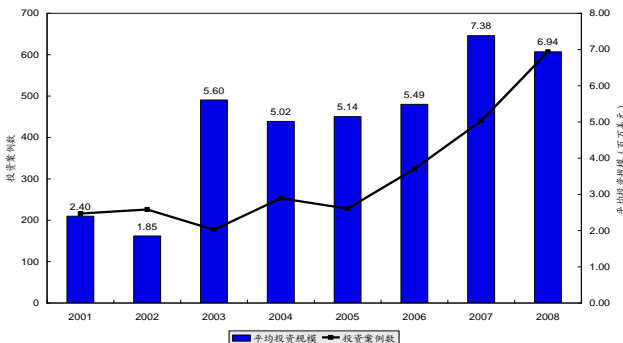
3.2 创投项目已开花结果

在我国创投行业已逐步壮大，2008年中国创业投资基金平均投资规模近700亿美元，投资案例在600个以上。公司在“一体两翼”战略指导下，通过设立基金积极投身于创业投资事业，一方面为进入园区企业提供扶持，另一方面在对高新企业的扶持过程公司通过持股当股东直接享受高新企业的成长收益。公司重点以园区内企业为目标，把握战略新兴产业的投资机会。张江高科与政府和集团一起成立了“以政府基金为指导，充分发挥社会资金积极作用”的张江汉世纪基金，帮助高新企业在创业中穿过“死亡之谷”。

2007年，张江高科又出资1.65亿元，成立了全资控股子公司上海浩成创业投资有限公司。2009年出资1.98亿元成立上海浩凯投资有限公司，浩凯基金将专注于优质成长性企业。将带动和引导对中小企业，特别是中小高新技术等优质企业的投资，支持和加快这些企业的创新和发展。今年6月，浩成创投一次性出资10.2亿，设立上海张江成创投资有限公司并出资5000万元投资磐石葆霖基金，作为公司用于投资医药、医疗器械和金融板块优质项目的专门投资载体。7月公司董事会通过上海张江成创投资有限公司在上海张江高科技园区内设立上海金融发展投资基金的议案。公司还出资1600万元参股上海股权托管交易中心。公司的创投业务通过前几年的发展，从2009年开始进入一个全面发展阶段。

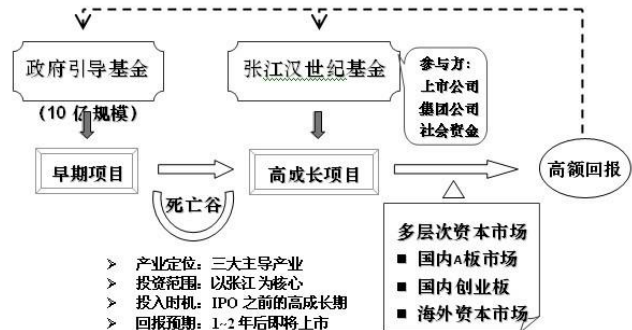
目前，公司的先期投资的创投项目已开始开花结果。通过张江汉世纪投资十个项目已有5个已完成股改，公司投资的微创医疗已成功在香港上市。扣除成本，以9月25日8.29元的股价计浮盈7亿元多。公司直接持有的嘉实堂药业已先于今后8月份的创业板发行上市，公司的初始投资成本仅为2670万元，按照9月21日的收盘价25.14元/股来计，公司持有嘉事堂2,514.86万股份的市值为6.32亿元现已增值6亿元多。另外公司还直接持有中芯国际、展讯通讯、复旦张江等上市公司股权。公司将充分发挥浩成创投作用，培育壮大公司创投能力，努力推动园区内高新项目与资本市场紧密结合，在加快园区高新项目IPO进程中为公司获取丰厚的投资收益。张江高科深掘张江高新产业园区，创投将成为公司持续的利润新来源。

图 19：中国创业投资基金平均投资规模



资料来源：清科创投

图 20：张江汉世纪基金运用示意



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

表 5 公司投资的上市公司和近期拟上市公司

参股公司名称	持股比例	上市情况	备注
嘉事堂	15.72%	上市公司（A股）	公司直接持有
中芯国际	2.28%	上市公司（美国和香港）	公司直接持有
复旦张江	14.92%	上市公司（香港）	公司直接持有
川河集团	29.90%	上市公司（香港）	公司直接持有
展讯通讯	0.26%	上市公司（美国）	公司直接持有
微创医疗	24.40%	上市公司（香港）	浩成投资持有
上海超日太阳能科技股份公司	6.47%	发审委已通过	江汉世纪持有
康德莱医疗器械	16.50%	拟上市	浩成投资持有
上海数讯信息技术有限公司	58.47%	拟上市	公司直接持有

资料来源：东兴证券研究所

4. 做高科技地产，增长空间大

我国房地产行业经过几十年的发展已进入成长后期，行业整体增长速度在减缓。商品住宅的销售价格经历几年的高速上涨，相对居民收入房价已处在高位区域。商品住宅销售价格进一步上涨已面临巨大的压力，政府已将调控商品房价列为调控经济的政治任务。我们认为政府对房地产的调控将步入常态化，今后较长一段落时间内，商品住宅开发企业的经营将持续地受到来自的政策影响。张江高科以高科技地产为主要业，服务的对象是国内受鼓励的高新产业。随着我国对产业结构调整迫切需要，以及对新兴产业发展的扶持，园区内高新产业蓬勃发展进入新台阶。张江科技园区发展空间大，并已积蓄了不少具备高成长的战略性，实现了高新技术产业化发展的有效机制，这些都将给张东高科的发展提供一个很好的保障。

4.1 高新产业集群在园区仍需要不断发展

张江园区具有产业的发展空间，几大主要产业集群有着很好的发展趋势：

- 集成电路聚集。芯片设计与整机厂商联合发展趋势形成；生活科技成为主要发展方向；技术研发和自主创新力度进一步加大。
- 医药生物聚集。一批内生式的生物医药龙头企业将崛起，张江园区已形成一批拥有自主创新成果、处于加速产业化阶段的潜力企业。创新成果对外辐射效应不断放大，将通过多种方式在园外部进行转化。医疗器械将成为重要的增长点，部分美国公司已扩大外包研发的范围，园区将公吸引一批将承揽西方国家的大宗精密医疗器械和电子设备的外包业务订单的企业进驻张江孵化和发展。
- 软件与信息集群。移动互联网服务将快速发展，电信研究院浦东分院、科泰世界以及其它电信增值服务商入驻张江，园区内手机终端、手机认证、手机软件等领域将获得更大发展动力。互联网服务成为园区重要发展方向。嵌入式软件将有快速发展，一批国有大型制造企业集团的 IT 部门将是入驻园区很好的潜在客户。金融信息服务基地战略优势不断增强，将进一步吸引国际知名金融 BPO 企业以及国际金融机构自建中心入驻园区。

4.2 园区高新房产开发资产充足

4.2.1 增发项目给予公司带来优质资产

张江高科目前已建成产业集群的高新产业园，软件产业和技术创业产业主要集中在园区的西北部和中区、集电港位于园区东北部、张江高科苑和科技教育产业在园区的西南部、生物医药产业在园区的正南位。目前在建项目主要分布在东北部的集电港四期以及生物医药的创想园、汤臣豪园三期、天之骄子公寓等区。建设开发较早的中区和科技创新区也需要改造升级，进行二次开发、改造和拓建。公司现有储备在 300 万平方米以上，其中集电港超过 100 万平方米。今年销售的主要为天之骄子、创想园项目，明年销售为 c、g、h 地块。

图 13：张江园区文化创意产业构成



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

图 14：张江园区文化创意产业平台化发展



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

近几年公司通过直接收购和配股收购的形式取得大股东优良资产，使上市公司的经营能力得到了提高。从大股东得到的主要资产是张东集电港公司的股权、微电子港股权和其它项目资产。

张江创新园总投资 3.9 亿元，建筑面积 11 万平方米，分南、北两个区域建设。南区 2.5 万平方米已完成竣工备案验收，北区 8.7 万平方米客户将于年底入驻。可租售面积已预定一空，销售单价 15000 元以上。目前已经引进了 IBM 办公中心（用房 4.1 万平方米）、杜邦中国总部（1.5 万平方米）、Marvell 芯片设计中心等国际大公司。

建设的精品高端楼盘张江创业源总投资 2.4 亿元，总建面 6 万平方米，分南、北两个区域建设南区 3.2 万平方米，已通过建设工程规划验收北区 3.2 万平方米。目前引入有凯赛生物和安捷伦等公司。张江高科苑总建筑面积：124,754 平方米，共有住房 830 户，小户一室一厅，大户三室两厅两卫。天之骄子国际人才公寓是为了园区的生活配套需要而建，总用地面积 82,100 平方米，总建筑面积 164,200 平方米的。

表 3 2006 年至今张江高科三次收购张江集团资产情况

次 数	收 购 时 间	收 购 方 式	收 购 资 产 概 况
第 一 次	2006.3	以 10.96 亿元收购集团控股子公司张江集电、863 信息安全基地、银行卡产业园的经营物业。	物业总面积 13.6 万平米，收购价相比评估价有 8.3 折；收购完成后由三家公司包租 18-33 个月；集团承诺包租期满后内涵报酬率在 7.89% 以上。
第 二 次	2007.1	增资 6.74 亿元获得集团原全资子公司张江集电 60% 权益	张江集电的资产 18 万平米优质经营物业资产，31 万平米在建项目，110 万平米土地储备。
第 三 次	2008.8	收购集团张江集电 40% 权益、微电子港 31.4% 权益、快标厂房和一期标准厂房	张江集电总面积 3 平方公里，拥有芯片设计 70% 高端客户，最终人口达 9.7 万。微电子港有 1.33 平方公里土地。快标厂房占地面积 8000 平方米，总建筑面积 10386 平方米。一期标准厂房总建筑面积 35840 平方米。

数据来源：张江高科公告，东兴证券

张东集电港是张江高新区近期发展一个新的重点，第三次收购集电港 40% 后，张江高科将 100% 持有张江集电港的股权。张江集电港地处张江高新区核心区，集电港重点发展集成电路、信息技术，软件等相关产业。2 号线延伸段直达集电港，将建成现代化符合国际标准的生产和科研用房、SOHO 研发园区、16 万平米配套服务的社区。

由于定位明确，产业特色鲜明，产业发展的集聚效应已经形成并在不断扩大。目前，集电港一期和二期建成并投入使用，入驻企业已达近 150 家，园区从业人员 1 万类企业 20 多家。先后有德信通讯、施耐德电气、中国网通、高知特信息技术、OTIS 电梯、AMD、国家 RFID 产业基地、达能研发中心、Infosys、Rockwell、Sharp、51job、美国国家仪器有限公司等国内外知名公司落户集电港，北京大学和清华大学的有关科研机构也将集聚在此。目前集电港一期 100% 入驻，二期入驻也远过半，43# 地块项目也已投入使用。第三期和第四期正在建设。1-6 北项目和 1-7 北项目正在建设中，“天之骄子人才公寓”已基本具备发售条件。“科技领袖之都”可出租面积在 100 万平方米，已出租近 60% 左右。

图 15：集电港是公司近期利润主要来源



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

今年3月份公司通过以承担债务方式收购上海杰昌实业有限公司，杰昌公司拥有位于上海张江高科技产业东区内约91.58亩土地。上海张江高科技产业东区是张江高科技园区的重要组成部分，现已形成汽车及零部件、电力电子电气及通讯器材、新型材料和新型设备、现代物流、医疗器械和光电子等六大产业板块，具有良好的发展潜力。此次收购的资产具有土地成本和实际容积率低的优势，有利于后期改造、提升和升值。

4.1.2 身处浦东新区扩张拥有更多商机

2009年2月，公司通过收购上海欣凯元投资有限公司股权的方式，获得该公司拥有浦东川沙工业区内占地面积为119146平方米的项目。该项目坐落在川沙经济园区内，地块在浦东国际机场通往浦东新区和上海浦西的沿线上。距离张江集电港约15公里，距离浦东国际机场约6公里，距离迎宾大道1.5公里。目前，川沙经济园区内企业总数已经达到90余家。根据已经引进项目的布局和未来引进项目的导向，整个川沙经济园区内园区初步形成三大板块：一是机电信息产业板块，二是数码智能产业板块，三是时尚文化产业板块。

公司在享受张江园区内高新技术产业所创造经济收益的同时，进一步享受来自张江以外浦东新区经济发展的经济成果。在浦东新区的川沙区，随着周边大项目的推进，尤其是其北靠川沙新城区，南望洋山深水港，东临浦东国际机场，西衔大型主题公园等独特的区位和品位优势，使川沙经济园区日益成为浦东投资热土中的热点。南汇并入浦东后，张江高科园面积将从25平方公里扩张到75平方公里，未来大股东拥有的这些资源必给上市公司带来更多的机会。

图 16：张江高科川沙经济园区位置示意图



资料来源：东兴证券研究所

4.1.3 中区和南区仍有大量优质资产可开发

根据远期规划，园区还将开发张江的中区。中区将以硅谷为目标，是张江功能区区域中心、商业中心、商务中心，具有科技园区特征的城市中心。总用地466.77公顷，总建筑量327.70万平方米，净容积率1.63（总建筑量/建设地块），工作人口11.1万人。

公司在2008年已拍得中区的四宗土地，地块面积约28535.8平方米，折成楼面价仅为3068元/平方米。根据中区的规划，总用地面积约466.77公顷。张江中区将在突

出其高科技研发核心功能的基础上，以城市区域的概念重新整合土地资源，营造符合国际惯例的商务环境、中西交融的人文环境、人与自然和谐的生活环境。

据预测，至 2015 年，将有约 50 万人在张江园区内工作、学习、生活。下一步还公司将对园区的老区进行部分改造，改造的面积约有 40 万平方米，这些改造的项目无需再支付土地费用，且原来的土地成本很低，新建后的房屋销售和出租收入利润会更好。未来全部物业建成后，公司的年租金收入将达到 14-18 亿。

表 4 中区规划方案表

建筑使用性质	建筑容量(万 m ²)	(m ² /人)	工作人口(万人)
科教研发	298.16	30	9.9
商务办公	11.43	25	0.5
商业文化娱乐体育	18.11	25	0.7
合计	327.7		11.1

资料来源：东兴证券研究所

图 17：张江高科园区中区规划示意图


资料来源：东兴证券研究所

除已在开发的中区外，张江园区还有东区和南区的发展空间。园区将通过区镇联动来保障园区扩张需要的更大发展空间。园区还将进一步向外延伸，与张江镇进行联动，建设园区的东区和南区。东区将发展医疗器械和光电子产业，南区将随中区的开发进行现代农业和生物技术产业的发展。区镇联动将给予园区扩张提供更大的发展空间。

图 18：张江高科园区中区规划示意图


资料来源：东兴证券研究所

4.1.4 向全国拓展寻找新的成长方式

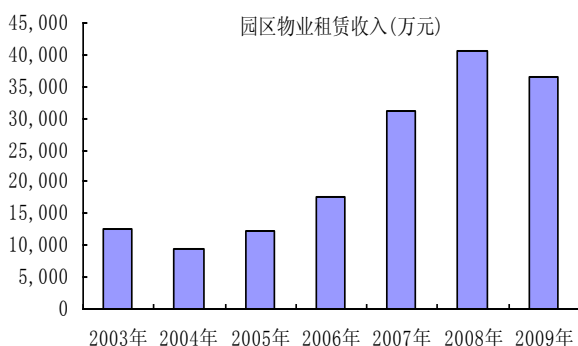
目前，张江已在筹谋布局全国。公司大股东已在西部地区与当地政府共同开发科技产业园。借大股东走向全国发展的良机，2009年12月公司控股子公司上海张江集成电路产业区开发有限公司向成都张江房地产开发有限公司增资1.2亿元占48%股权，以开发都江堰走马河地块商住项目，项目共计拥有299.1亩。今年3月份上市公司再次通过增资的方式持有雅安张江房地产发展有限公司51%的股权。此次增资使公司取成新增储备87亩。随着国家西部大开发的深入，公司高科技产业在西部有很大的成长空间。公司在成都和雅安二地新增386.1亩的项目土地，为公司今后二年的发展增添很好的盈利资产。

5. 盈利预测和估值

5.1 盈利预测

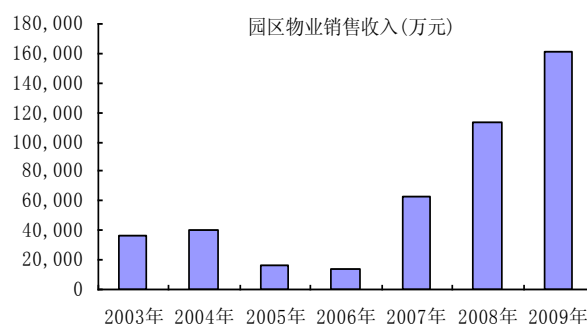
由于公司开发的高科技地产面对的是园区内高新企业，近向年房屋的出租和出售很快。2009年公司物业租赁收入达3.67亿元，相比2005年的1.23亿元增长198%；公司高新地产销售达到16.14亿元，相比2005年的1.64亿元增长了884%。公司高新地产开发业务稳定增长，近五年扣除非经常损益后归属母公司净利润平均增长在55%以上，公司享受着园区内高新企业快速增长带来的收益。

图 21：近几年张江高科物业租赁收入情况



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

图 22：近几年张江高科物业销售收入情况



资料来源：公司材料，东兴证券研究所

租金也保持较好水平，一般在2元以上/平方米，高的如领袖之都可达4元//平方米。公司目前可出租物业面积近150万平方米，今后出租业务收入仍将是公司稳定的收入之一。公司房屋的销售仍将保持较好水平，经测算，2010年至2012年公司物业出租收入分别为5.84亿元、6.79亿元和8.10亿元。

表 6 2010 年至 2012 年公司物业出租收入测算

项目名称	2010E	2011E		2012E
		出租年收入 (亿元)		
张江大厦	0.56	0.56	0.61	
创新园北区 1	0.55	0.69	0.75	
集电港一期	0.50	0.79	0.87	
技术创新园政府租赁用地	0.18	0.46	0.51	
集电港 43 号地块研发楼	0.00	0.39	0.39	
张江高科苑	0.00	0.30	0.53	
四期标准厂房	0.30	0.30	0.33	
创业园南区	0.29	0.31	0.34	
SOHO 二期	0.27	0.27	0.30	
科技领袖之都西区	0.25	0.29	0.46	
天之骄子创业公寓	0.00	0.23	0.26	
四期标准厂房 (二期)	0.22	0.22	0.24	
三期标准厂房	0.21	0.21	0.23	
四期孵化楼	0.20	0.20	0.22	
科技领袖之都东区	0.18	0.28	0.32	
银行卡产业区综合楼	0.13	0.18	0.20	
创想园	0.00	0.16	0.22	
创业公寓	0.12	0.12	0.13	
创新园北区 2	0.09	0.19	0.20	
创业园北区	0.09	0.11	0.24	
银行卡研发楼	0.09	0.07	0.10	
其它	0.30	0.47	0.64	
小计	5.84	6.79	8.10	

资料来源：东兴证券研究所

公司今年销售的项目主要有天之骄子公寓和创想园以及创业园、创新园项目，销售价格 在 2 万平方米以上。明年销售的项目有 993 项目 (c)、集电港四期 (g) 和 B 区) h) 地块项目。2010 年 3 月公司向集团转让了金秋路 158 号盛夏路 61 号 1-5 幢房屋及该房屋占用范围内的土地使用权，转让收益 1.9 亿元。经测算，2010 年至 2012 年公司物业销售收入分别为 17.70 亿元、26.90 亿元和 40.10 亿元。我们预计公司 2010 年至 2012 年公司营业总收入分别达 25.44 亿元、36.84 亿元和 54.80 亿元。公司的每股收益分别为 0.56 元、0.80 元和 1.19 元，相对应的 PE 是 16.81、11.73 和 7.85。

表 7 2010 年至 2012 年公司物业销售收入测算

项目名称	2010 年	2011 年	2012 年	2010 年	2011 年	2012 年
	销售面积 (万平方米)			销售收入 (亿元)		
科技领袖之都	1.00	1.00	1.00	3.50	3.80	4.00
创业园	2.50	2.00	2.00	5.00	4.40	4.80
创新园	1.00	1.00	1.00	2.00	2.20	2.30
创想园	1.00	1.00	1.00	2.00	2.20	2.40
天之骄子公寓	2.00	2.00	2.00	5.20	5.40	5.60
集电港四期	0.00	1.50	3.00	0.00	3.45	7.20
993 项目	0.00	1.00	3.00	0.00	2.30	7.20
B 区	0.00	1.50	3.00	0.00	3.15	6.60
小计	7.50	11.00	16.00	17.70	26.90	40.10

资料来源：东兴证券研究所

表 8 2010 年至 2012 年公司财务指标测算

财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	1,757.23	2,159.37	2,544.38	3,684.40	5,479.77
主营收入增长率	46.39%	22.88%	17.83%	44.81%	48.73%
EBITDA（百万元）	1,018.34	1,163.42	1,485.76	2,049.75	2,970.42
EBITDA 增长率	70.84%	14.25%	27.71%	37.96%	44.92%
净利润（百万元）	528.28	706.91	860.65	1,233.14	1,841.79
净利润增长率	39.18%	33.81%	21.75%	43.28%	49.36%
ROE	10.17%	12.20%	12.05%	15.89%	21.22%
EPS（元）	0.380	0.460	0.556	0.796	1.189
P/E	24.58	20.30	16.81	11.73	7.85
P/B	2.78	2.50	2.03	1.86	1.67
EV/EBITDA	16.06	14.70	10.82	8.20	6.05

资料来源：东兴证券研究所

5.2 估值与投资评级

我们预测公司 2010 年至 2012 年公司营业总收入分别达 25.44 亿元、36.84 亿元和 54.80 亿元。公司的每股收益分别为 0.56 元、0.80 元和 1.19 元，相对应的 PE 是 16.81、11.73 和 7.85。根据与相类同公司比较，公司应该可以给予 20 倍的 PE，相对应 2010 年和 2011 年每股收益的股价为 11 元和 16 元。

表 9 公司相对估值比较

上市公司	每股收益		市盈率 PE		9 月 27 日 股价
	10E	11E	10E	11E	
金融街	0.60	0.67	28.85	25.66	17.22
陆家嘴	0.54	0.67	12.20	9.88	6.62
浦东金桥	0.48	0.56	19.50	16.61	9.34
张江高科	0.56	0.80	16.81	11.73	9.52
平均	0.54	0.67	19.34	15.97	10.68

资料来源：东兴证券研究所

我们对张江高科所持有的资产进行重估并按 8%折现，得到公司的增值为 184 亿元，另外公司投资的上市公司增值为 13.41 亿元。张江高科重估净资产为 254.14 亿元，公司的 NAV 为 15.54 元。

表 10 公司 NAV 测算

名称	净收益（亿元）
成都项目	29.51
创新园北区	8.52
雅安项目	8.51
川沙产业园	8.34
技术创新园政府租赁用地	8.23
张江大厦	8.21
人才公寓	8.16
天之骄子创业公寓	7.97
张江高科苑	7.92
集电港一期	7.35
酒店公寓	6.12
集电港 43 号地块研发楼	5.30
科技领袖之都西区	5.29
创新园北区 1	5.04
创业园南区	4.94
联想大厦	4.71
天之骄子公寓式酒店	4.24
SOHO 二期	3.94
科技领袖之都东区	3.70
创新园南区	3.67
创想园	3.33
创业园北区	2.88
其它	28.10
小计	183.97
公司净资产	56.75
投资部分上市增值	13.41
公司 NAV(元/股)	15.54

资料来源：东兴证券研究所

表 11 公司持有部分上市公司价值测算

简称	持股数量(股)	占该公司股权比例	9月25日股价(元)	净增值(亿元)
嘉士堂	25148600	15.72%	25.14	6.06
复旦张江	112703096	15.87%	1.54	1.33
展讯通信	364963	5%以下	14.14	0.27
川河集团	779955407	29.90%	0.34	0.48
中芯国际	435650144	5%以下	0.52	-2.19
微创医疗	146395315	12.72%	8.29	7.47
增值				13.41

资料来源：东兴证券研究所

我们预测公司 2010 年至 2012 年公司营业总收入分别达 25.44 亿元、36.84 亿元和 54.80 亿元。公司的每股收益分别为 0.56 元、0.80 元和 1.19 元，相对应的 PE 是 16.81、11.73 和 7.85。公司以开发高科技地产为主业，客户群优质，成长性好。公司在做好高科技园区“房东”的同时努力向好“股东”方向发展，创业投资的嘉士堂、微创医疗近期已分别在 A 股创业板和香港上市。公司利用张江园区高新企业聚集的优势，已加大创业投资力度。另外，公司不但已向浦江新区发展扩张，并已在西部开拓。目前已在成都和雅安拥有 386 亩的房地产开发项目。公司成长性和盈利性在加强，目标价 13 元，我们维持“推荐”的投资评级。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	8251	7492	10803	15878	营业收入	2159	2544	3684	5480
货币资金	3586	3308	4790	7124	营业成本	841	941	1400	2082
应收账款	1050	488	707	1051	营业税金及附加	127	127	184	274
其他应收款	36	42	61	91	营业费用	47	69	99	148
预付款项	329	301	259	196	管理费用	84	102	147	219
存货	3231	3353	4987	7416	财务费用	147	159	226	335
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	4.40	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	6028	6039	6016	5994	公允价值变动收益	3.47	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2058	2058	2058	2058	投资净收益	60.91	160.00	176.00	193.60
固定资产	169.60	149.46	129.32	109.18	营业利润	973	1305	1801	2613
无形资产	24	21	19	17	营业外收入	7.74	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	1	0	0	0	营业外支出	0.64	3.00	3.00	3.00
资产总计	14279	13530	16819	21872	利润总额	980	1312	1808	2620
流动负债合计	4238	3946	6452	10416	所得税	187	328	452	655
短期借款	2046	2836	5011	8483	净利润	793	984	1356	1965
应付账款	311	387	575	856	少数股东损益	86	123	123	123
预收款项	131	222	355	552	归属母公司净利润	707	861	1233	1842
非流动负债合计	3990	2062	2105	2151	EBITDA	1163	1486	2050	2970
长期借款	1955	1995	2035	2075	EPS (元)	0.46	0.56	0.80	1.19
其他非流动负债	1	2	5	11	主要财务比率				
负债合计	8228	6009	8558	12567		2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	257	380	503	626	成长能力				
实收资本(或股本)	1549	1549	1549	1549	营业收入增长	22.9%	17.83%	44.81%	48.73%
资本公积	2564	3442	3442	3442	营业利润增长	385.7%	34.05%	38.07%	45.06%
未分配利润	1384	1728	2222	2958	归属于母公司净利润增长	244.7%	21.75%	43.28%	49.36%
归属母公司股东权益合计	5794	7142	7758	8679	获利能力				
负债和所有者权益	14279	13530	16819	21872	毛利率(%)	61%	63%	62%	62%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	37%	39%	37%	36%
	2009A	2010E	2011E	2012E	总资产净利润(%)	5%	6%	7%	8%
经营活动现金流	-679	559	-67	-118	ROE(%)	12%	12%	16%	21%
净利润	793	984	1356	1965	偿债能力				
折旧摊销	43.16	0.00	22.50	22.50	资产负债率(%)	58%	44%	51%	57%
财务费用	147	159	226	335	流动比率	1.95	1.90	1.67	1.52
应付帐款的变化	0	76	188	280	速动比率	1.18	1.05	0.90	0.81
预收帐款的变化	0	92	133	197	营运能力				
投资活动现金流	0	155	174	192	总资产周转率	0.17	0.18	0.24	0.28
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	3.16	3.31	6.17	6.24
长期投资	2058	2058	2058	2058	应付账款周转率	5.09	7.29	7.66	7.66
投资收益	61	160	176	194	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	-992	1375	2260	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.56	0.80	1.19
短期借款	2046	2836	5011	8483	每股净现金流(最新摊薄)	1.05	-0.18	0.96	1.51
长期借款	1955	1995	2035	2075	每股净资产(最新摊薄)	3.74	4.61	5.01	5.60
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	62	878	0	0	P/E	20.30	16.81	11.73	7.85
财务费用	0.00	-159	-226	-335	P/B	2.50	2.03	1.86	1.67
现金净增加额	-679	-278	1482	2334	EV/EBITDA	14.70	10.82	8.20	6.05

分析师简介

郑冈钢

房地产行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所。之前在中国东方资产管理公司负责股权资产的管理和处置工作。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。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。

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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。