

投资高新产业收获已在显现

——张江高科（600895）季报点评

2010年10月27日

推荐/维持

张江高科

财报点评

郑闵钢	房地产行业分析师	执业资格证号:S1480208060050
	Zhengmg@dxzq.net.cn	010-66507310

事件:

公司发布2010年三季度报告,截止三季度公司实现营业收入11.53亿元,同比减少24.03%;实现净利润4.78亿元,同比基本持平;基本每股收益为0.31元,同比持平。

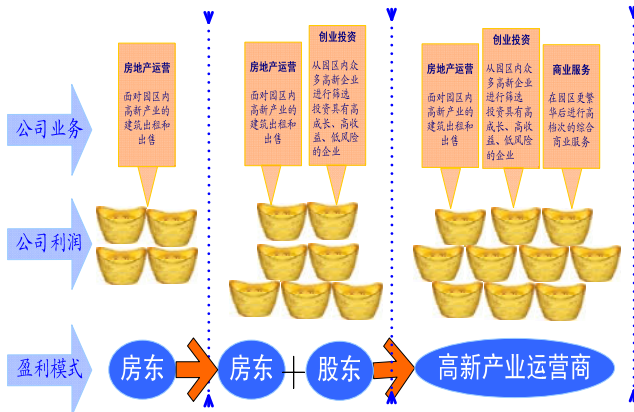
公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
营业收入(百万元)	333.36	633.57	550.95	641.49	457.05	407.88	288.17
增长率(%)	23.23%	2.11%	-4.99%	124.02%	37.10%	-35.62%	-47.70%
毛利率(%)	63.79%	58.08%	53.40%	69.14%	58.11%	64.21%	44.13%
期间费用率(%)	15.81%	9.54%	10.80%	16.40%	18.53%	24.97%	41.56%
营业利润率(%)	45.02%	48.37%	39.80%	46.36%	39.11%	54.45%	61.81%
净利润(百万元)	121.84	252.79	177.28	241.41	142.78	191.35	172.91
增长率(%)	63.62%	12.22%	-30.78%	152.32%	17.19%	-24.30%	-2.46%
每股盈利(季度,元)	0.077	0.116	0.114	0.149	0.091	0.105	0.112
资产负债率(%)	51.13%	52.18%	52.84%	57.62%	55.34%	60.79%	61.45%
存货周转率(%)	2.21%	4.49%	3.14%	3.99%	2.27%	3.24%	2.79%
应收帐款周转率(%)	1.08%	2.15%	1.48%	1.69%	1.01%	1.27%	1.08%

积极因素:

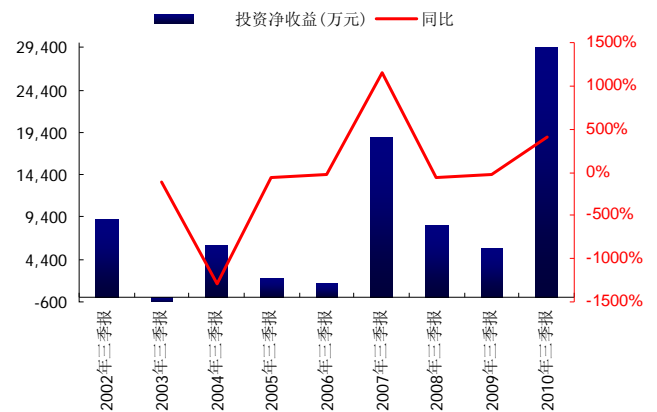
- **高科技地产“开发商”已成为高新产业的“投资商”。**上半年主要业务的营业收入公司,虽然有较大下降,但公司的投资收益大幅增加410.58%至2.94亿元。这主要公司确认的参股公司权益法投资收益较上年同期增加22357万元。另外本期公司利润总额中免于补税的参股公司权益法投资收益所占比重较上年同期增加,相应计提缴纳的企业所得税费用较上年同期减少。目前园区高新产业的成熟已使公司的盈利模式发生根本性改变。公司以前的利润来源主要是通过开发与建设高新企业经营所用研发楼等建筑项目,以通过向高新企业出售和出租的经营方式取得盈利。随着园区的发展,张江园区的高新产业已经集群,园区内高新企业创新的环境越来越好,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”。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,经多年培育于今年正式通过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。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。另外,上海超日太阳能科技股份有限公司已通过发审委已审查将上市发行交易。公司还投资一批公司,如万德资讯等。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。

图 1：张江高科盈利模式



资料来源：东兴证券研究所

图 2：张江高科近几年投资收益情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

- **创投业务能力在进一步加强。**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，最早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。

表 1 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

消极因素：

- **经营性现金流支出较大。**公司本期借款规模较上年同期增长，计入财务费用的利息支出较上年同期增加10919万元，前三季度财务费用同比增107.30%至2.12亿元。另外由于本期部分工程竣工按合同计划列应付工程款。应付账款同比增长105.14%达63836.03万元。公司投资的现金流在增长，但经营性现金流的流出在加大。截止三季度经营性现金净流量达-635,331,023.40，同比为-76.84%。这主要是因为用于土地出让、项目开发建设的现金支付较上年同期增长4.12亿导致本期经营性现金净流出较上年同期有所上升。

业务展望:

- **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。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。
- **出售项目确定，出租项目稳定。**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。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、创新园和创想园项目，销售价格都在 2 万平方米以上。明年销售的项目还有 993 项目（c）、集电港四期（g）和 B 区 h）地块项目。经我们测算，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。

盈利预测

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。

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 386 亩的房地产开发项目。公司成长性和盈利性在加强，我们维持“推荐”的投资评级，目标价 13 元。

分析师简介

郑闵钢

房地产行业研究员，2007 年加盟东兴证券股份有限公司研究所。

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。

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	BPS (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

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

行业及公司投资评级的量化标准

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%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

回避：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。