

把握创新投资的新主题

——张江高科（600895）调研快报

2011年1月18日

推荐/维持

房地产行业

调研快报

郑闵钢

房地产行业分析师

执业资格证号:S1480208060050

Zhengmg@dxzq.net.cn

电话: 010-66507310

事件:

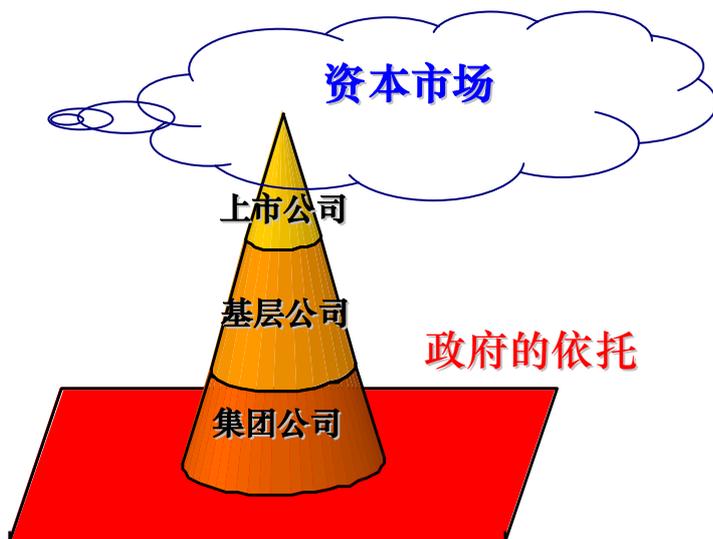
17日,参加张江高科集团和张江高科在上海举办的《张江高科投资者交流会暨2011迎新晚会》。会上公司董事长刘小龙就公司经营情况向各方作了有关报告。

1、公司上接资本市场的天,下依托政府的有力支持大地发展有保障

目前,张江高科已形成良好的金字塔结构,其中张江高科上市公司处在宝塔的金顶位置,便于上市公司直接与资本市场这片蓝天紧密相连;宝塔的底部是张江集团,集团依托政府各方面的有力支持在扩大张江园区建设以及向全国其它城市扩展过程中取得较好成绩。在浦东张江中区的推进已使得集团拥有进一步扩展的有效资源。在向全国扩展过程中,集团已在四川的成都和雅安与当地政府共同开发高新园区,目前又在向云南等地开拓。张江的发展已走出浦东面向全国,集团的发展将给上市公司带来强劲的成长保障。

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。

图1:张江的金字塔结构“上有天,下有地”



资料来源:东兴证券

2、创业投资进入快速发展期

公司从事创投具备很大优势，高新园区内拥有众多的新兴创业公司。张江高科从事创投业务的优势，一是可以从众多的创新企业中选择投资的标的；二是这些企业身处张江高新园区中，张江高科能更密切地关注到企业的发展和变动。这二个方面的优势能使得张江的创投业务收益更好，风险控制更及时。

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。公司直接持有的嘉实堂药业在 A 股发行上市。超日太阳（002506）也在深交所中小板上市。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和张江汉世纪基金的作用，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。张江高科深握张江高新产业园区，创投将成为公司持续的利润新来源。目前张江汉世纪基金部分投资项目见表 1。

表 1：张江汉世纪基金投资项目表

序号	公司名称	主要业务	持股比例
1	儒竞公司	空调变频设备	20.00%
2	万得公司	金融信息服务	6.44%
3	四维公司	特种汽车制造	6.00%
4	星飞公司	冷却塔	10.00%
5	鼎识公司	电子识别卡	5.66%
6	华亚微电子	机顶盒芯片	2.90%
7	鼎衡连投	特种船舶	8.00%
8	吉联新软件	物流软件	16.76%
9	品傲光电	光栅传感器	12.50%

资料来源：公司会议材料、东兴证券

结论：

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”。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%的嘉事堂于 2010 年 8 月 18 日在 A 股成功上市。公司通过下属于子公司投资参股 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。公司通过张江汉世纪基金间接持股 6.47%超日太阳（002506）也已在深交所中小板上市。

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仍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。公司创投进入收获期，并由进入良性循环、稳步增长。

公司大股东张江集团有着深厚的政府背景，上海市政府和浦东新区区政府等一直以来对张江园区给予大力支持。目前张江集团不但张江园区拥有以张江中区等为主的新增开发资产，还在四川与当地建设起高新区，另外还将在云南等地开拓新市场。大股东走出浦东的战略将获得更大的市场发展空间。张江高科上市公司一方面可以跟随大股东取得更多商业机会，包括房高新地产开发和新高新园中的创投机会。另一方面大股东资产得到扩张也为今后资产注入到上市公司提供机会。上市公司的扩张得到很好的保障。

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。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。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。我们预测公司 2010 年至 2012 年的每股收益分别为 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。

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					
	2009A	2010E	2011E	2012E	净利率(%)	37%	39%	37%	36%
经营活动现金流	-679	559	-67	-118	总资产净利润(%)	5%	6%	7%	8%
净利润	793	984	1356	1965	ROE(%)	12%	12%	16%	21%
折旧摊销	43.16	0.00	22.50	22.50	偿债能力				
财务费用	147	159	226	335	资产负债率(%)	58%	44%	51%	57%
应付帐款的变化	0	76	188	280	流动比率	1.95	1.90	1.67	1.52
预收帐款的变化	0	92	133	197	速动比率	1.18	1.05	0.90	0.81
投资活动现金流	0	155	174	192	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.17	0.18	0.24	0.28
长期投资	2058	2058	2058	2058	应收账款周转率	3.16	3.31	6.17	6.24
投资收益	61	160	176	194	应付账款周转率	5.09	7.29	7.66	7.66
筹资活动现金流	0	-992	1375	2260	每股指标(元)				
短期借款	2046	2836	5011	8483	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.56	0.80	1.19
长期借款	1955	1995	2035	2075	每股净现金流(最新摊薄)	1.05	-0.18	0.96	1.51
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.74	4.61	5.01	5.60
资本公积增加	62	878	0	0	估值比率				
财务费用	0.00	-159	-226	-335	P/E	20.30	16.81	11.73	7.85
现金净增加额	-679	-278	1482	2334	P/B	2.50	2.03	1.86	1.67
					EV/EBITDA	14.70	10.82	8.20	6.05

分析师简介

郑闵钢

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处置和管理工作。

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。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。