

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 8.89  
合理价格区间(元): 12.06~13.01

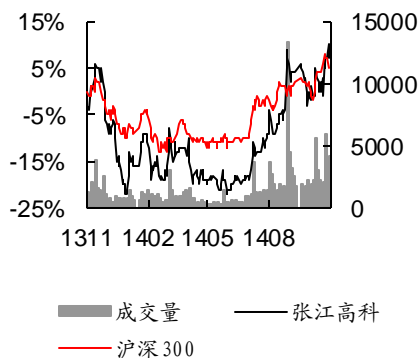
曹光亮 执业证书编号: S0570513070001  
研究员 0755-82493656  
caoguangliang@mail.htsc.com.cn

赵翔 0755-82125064  
联系人 zhaoxiang@oamail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《张江高科(600895):结算进度延后 业绩低于预期》2011.05
- 2《张江高科(600895):一体两翼奠定发展基础 创投业务收益大幅提升》2011.03
- 3《张江高科(600895):价值明显低估 把握低吸机会》2010.03

股价走势图



# 战略调整, 产业运营商再出发

## 张江高科(600895)

### 投资要点:

**“地产+服务+投资”相辅相成。**伴随管理层的调整变更, 公司在新战略中加大投资占公司运营中的比重, 要求员工具备投行思维, 服务好园区企业, 且未来将积极对园区内部企业进行股权投资; 完善的产业链、高规格的产业布局一直是奠定张江高新技术园区产业地位的基础, 也是实现园区物业及土地的升值的支撑; 一方面, 投资是前端业务的衍生, 凭借产业链的理解和运作, 公司已积累丰富产业链经验, 依靠该优势扩大投资, 将更充分释放公司作为产业服务商的潜力; 另一方面, 类政府职能的园区服务(含孵化器)能够解决众多中小企业的后顾之忧, 也进一步提升园区的综合竞争力。

**投资策略调整, 更直接的拥抱产业。**投资方法上, 由先前侧重投资 FOF (以基金为投资标的) 的方式, 转向重视直投; 独立运作的投资基金无法与公司掌握的资源形成无缝的对接, 会产生效率和优势的损失, 直投更能依托园区和产业链优势, 集中力量投大优势项目; 过去几年, 张江高科的 FOF 投资鲜有丰厚的回报, 流失了较大的资金时间价值; 新三板及未来的注册制已经预示我国资本市场将会是多层次的格局, 股票上市一夜暴富的 PE 投资将会是过去时, 未来投资的重点是项目和时机, 因此, 采取多种灵活方式进行投资, 才能最大程度拥抱未来的产业升级和资本市场转型; 当前公司的战略乘时趁时, 资金收益效率有望进一步提升。

**资源优势显著, 聚焦医药、集成电路、文化和新材料。**经过 20 年的开发, 园区构筑了生物医药创新链和集成电路产业链的框架; 其中, 医药生物和集成电路已经成为园区主导产业, 也是我国产业链升级中较有前景的行业; 定位于金融、贸易及航运中心的上海, 在高科技方面一直缺乏竞争力, 未来政府依托其经济中心的地位、本地丰富的科研和高校资源, 在医药生物和集成电路方面有望投入更多资源, 对公司具有长远利好作用。

**维持公司“增持”评级。**伴随张江高科用租赁物业支持运行成本, 用销售物业获取的现金流进行 TMT 领域 PE、VC 投资的战略运行渐入良好阶段, 上海国资改革的后续推进有望带来公司在人才引进及激励机制方面的突破, 此外, 公司投资策略的调整也将提升资金效益, 维持公司“增持”评级。

**风险提示:** 公司业务转型成效低于预期。

公司基本资料

总股本(百万)	1,548.69
流通 A 股(百万)	1548.69
52 周内股价区间(元)	6.22-9.16
总市值(百万)	13,767.85
总资产(百万)	17,710.40
每股净资产(元)	4.41

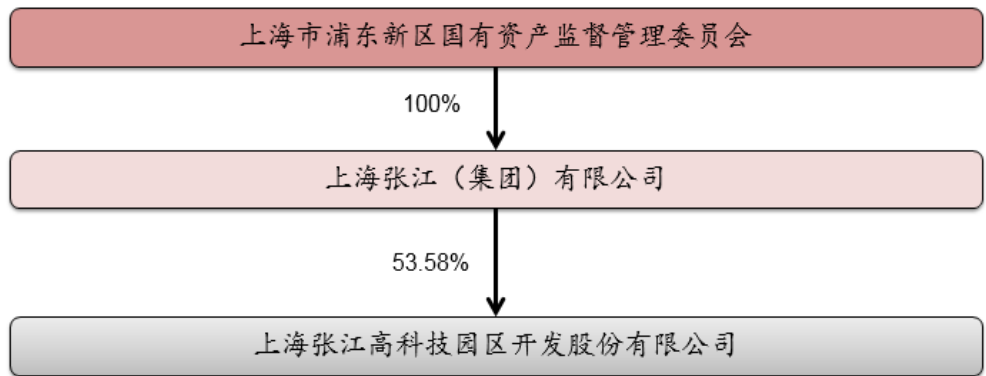
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1919	1961	3021	4210
+/-%	-15.30%	2.19%	54.05%	39.36%
净利润(百万)	373	415	497	761
+/-%	0.70%	38.37%	20.03%	46.61%
EPS	0.24	0.27	0.32	0.49
PE	36.92	33.16	27.72	18.09

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图 1: 张江高科股权结构图



资料来源: 华泰证券研究所

图 2: 张江高科的地理位置



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

表格1: 园区类地产公司各业务板块参与方式

	地产开发	物业租赁	市政	环保	建筑(园林)	餐饮旅游	银行保险	其他金融	创投平台	交通物流	贸易批发	有色金属	医药	TMT
南京高科	控股	控股	控股	控股、参股	控股、参股		参股	控股、参股	参股				控股、参股	参股
张江高科	控股、参股	控股、参股						控股、参股	控股、参股				参股	参股
东湖高新	参股	控股	控股	控股、参股	控股		参股			参股	控股			参股
华夏幸福	控股、参股	控股	控股			控股							控股	
外高桥	控股	控股				控股	参股		控股	控股、参股	控股		参股	
陆家嘴	控股、参股	控股、参股				控股	参股	参股	参股					参股
市北高新	公司、参股	控股												参股
浦东金桥	控股	控股				控股		参股			参股			
空港股份	控股	控股			控股									
电子城	控股	控股										参股		
长春经开	控股	控股			控股									
津滨发展	控股、参股	控股			参股			控股	控股			控股		
苏州高新	控股	控股	控股	控股	控股、参股	控股	参股	参股	参股	参股		控股		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

表格2: 园区地产所属区域、定位及存量

公司	所属区域	园区定位	工业地产存量
南京高科	南京经济技术开发区, 属南京“一主两副”中的一副仙林区域	重点发展光电显示、生物医药、高端装备、现代物流、科技服务等产业	截至2014年6月底, 可供出租厂房19.45万平方米
张江高科	上海张江高新技术开发区, 上海高新技术产业中心	以集成电路、软件、生物医药为主导产业	截至2014年上半年, 在建及完工建筑面积200多万平方米
东湖高新	武汉东湖新技术开发区, 地处武汉市七大中心区之一洪山, 属东南新城组群的核心区域	软件新城、生物医药加速器	2013年底, 园区面积超过500万平方米
华夏幸福	环北京区域为核心, 将“固安模式”复制至上海、无锡、武汉、南京、沈阳等地	三四线城市产业新城, “工业园区”+“地产”	委托开发区区域面积接近1500平方公里, 其中环北京占比超过90%。
外高桥	上海外高桥保税区	自由贸易区	截至2013年底, 公司拥有3.14平方公里的森兰地块、2.73平方公里的物流园二期

陆家嘴	陆家嘴金融贸易区	国际金融中心	的大部分土地尚未开发和销售，此外还拥有 220 万方自有厂房和保税区内的一部分零散的未销售土地 截至 2014 年 6 月，公司主要在营物业面积达 102 万平方米，主要在建物业 260 万平方米，50% 的上海国际展览中心股权
市北高新	上海市市北高新技术服务业园区	“都市型产业园区”综合运营商和服务集成商	截至 2013 年底，拥有 3.13 平方公里的上海闸北市北高新产业园和 5.2 平方公里南通科技城产业园
浦东金桥	上海金桥出口加工区	向跨国公司总部、研发总部和新兴产业链提供综合配套服务	2013 年，公司工业物业包括厂房和工业土地，总储备建面约 113 万平。
空港股份	北京首都国际机场工业园区	临空产业载体开发	2013 年底，公司拥有接近 4000 亩的土地一级开发项目。
电子城	以北京中关村电子城科技园区为起点，成功开发了多个主题园区	科技产业地产开发及运营	截至 2013 年底土地储备 277,750 平方米，持有房产总面积 175,910 平方米。

资料来源：华泰证券研究所

## 盈利预测

**资产负债表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	8337	10356	16142	18425
现金	1195	2795	3184	3517
应收账款	1462	1325	2452	2918
其他应收账款	98	117	139	165
预付账款	12	14	16	18
存货	5529	6010	7421	7684
其他流动资产	41	96	2931	4123
非流动资产	9956	9669	8845	9050
长期投资	9499	8147	8148	8214
固定投资	277	183	176	175
无形资产	12	40	41	48
其他非流动资产	168	1299	480	613
资产总计	18293	20025	24987	27475
流动负债	6153	7137	8279	8942
短期借款	3130	3321	3354	3019
应付账款	819	1001	1223	1495
其他流动负债	2204	2815	3702	4428
非流动负债	4854	6850	6976	8470
长期借款	2570	3361	3641	4012
其他非流动负债	2284	3489	3335	4458
负债合计	11006	13987	15255	17412
少数股东权益	379	457	587	727
股本	1549	1549	1549	1549
资本公积	3115	3115	3115	3115
留存公积	2356	917	4481	4672
归属母公司股	6908	5581	9145	9336
负债和股东权益	18293	20025	24987	27475

**现金流量表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	148	240	517	541
净利润	384	531	638	935
折旧摊销	97	95	87	88
财务费用	521	354	511	487
投资损失	-566	-420	-332	-331
营运资金变动	-475	544	-531	76
其他经营现金	291	-806	676	-226
投资活动现金	475	308	321	319
资本支出	72	53	62	44
长期投资	251	-124	124	247
其他投资现金	296	485	259	116
筹资活动现金	-1560	-1688	-1671	-1417
短期借款	-390	-422	-418	-354
长期借款	-1170	-1266	-1253	-1063
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	0	0	0	0
现金净增加额	-937	-1140	-833	-557

**利润表单位：百万元**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1919	1961	3021	4210
营业成本	1103	826	1302	1833
营业税金及附加	200	204	315	439
营业费用	59	158	172	195
管理费用	102	132	228	261
财务费用	521	354	511	487
资产减值损失	41	7	(72)	0
公允价值变动收	21	59	14	10
投资净收益	566	420	332	331
营业利润	480	759	911	1336
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	14	0	0	0
利润总额	469	759	911	1336
所得税	85	228	273	401
净利润	384	531	638	935
少数股东损益	12	116	141	174
归属母公司净利	373	415	497	761
EBITDA	1098	1208	1509	1911
EPS	0.24	0.27	0.32	0.49

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-15.30%	2.19%	54.05%	39.36%
营业利润	11.34%	58.13%	20.03%	46.61%
归属母公司净利	0.70%	38.37%	20.03%	46.61%
获利能力				
毛利率(%)	42.52%	57.90%	56.90%	56.45%
净利率(%)	19.44%	21.18%	16.44%	18.08%
ROE(%)	5.40%	7.44%	5.43%	8.15%
ROIC(%)	7.00%	6.95%	10.35%	11.12%
偿债能力				
资产负债率(%)	60.17%	69.85%	61.05%	63.37%
净负债比率(%)	61.82%	64.38%	39.16%	34.92%
流动比率	1.35	1.45	1.95	2.06
速动比率	0.46	0.61	1.05	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.10	0.10	0.12	0.15
应收账款周转率	1.31	1.48	1.23	1.44
应付账款周转率	2.34	1.96	2.47	2.82
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.24	0.27	0.32	0.49
每股经营现金流	0.10	0.15	0.33	0.35
每股净资产(最新)	4.46	3.60	5.90	6.03
估值比率				
PE	36.92	33.16	27.72	18.09
PB	1.99	2.47	1.51	1.48
EV EBITDA	17.26	17.36	15.82	15.82

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82492388/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn