

2011年5月3日

张江高科

业绩大幅低于预期

A
持有 (买入)

600895.SS - 人民币 11.03

目标价格: 人民币 11.06 (14.72)

田世欣

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	26	(7)	27	(6)
相对新华富时A50指数(%)	20	(8)	20	(5)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,549
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	17,085
3个月日均交易额(人民币 百万)	286
11年预测净负债比率(%)	93
11年评估净资产值	13.02
主要股东(%)	
上海张江集团有限公司	54

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公司2010年主营业务收入同比下滑37%至13.62亿元, 净利润下滑32%至4.78亿元, 合每股收益0.31元, 11年一季报业绩亦同比下滑77.7%, 大幅低于我们的预期。受房地产政策调控影响, 公司金秋大厦销售结算进度大幅下滑, 对10-11年业绩都将产生影响, 我们出于谨慎考虑下调了盈利预测, 并将目标价由14.72元调降至11.06元, 下调评级至**持有**。

支撑评级的要点

- 由于2010年房地产行业调控政策, 公司园区物业销售未完成年度计划, 结算进度放慢导致物业销售收入大幅下滑, 但租赁收入依然保持稳健增长。
- 三项费用率大幅提升, 负债率亦有大幅上升。
- 创投业务对投资收益的贡献增长迅猛。

评级面临的主要风险

- 房地产行业的宏观调控政策和公司以现房整售为主的销售方式导致我们预测的不确定性。

估值

- 公司2011年每股NAV13.02元。我们将目标价由14.72元下调至11.06元, 相当于23.5倍的2011年市盈率和15%的NAV折价, 下调投资评级至**持有**。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,159	1,362	1,717	2,346	3,204
变动(%)		(37)	26	37	37
净利润(人民币 百万)	717	776	726	986	1,423
全面摊薄每股收益(人民币)	0.463	0.501	0.469	0.637	0.919
变动(%)		8.2	(6.4)	35.8	44.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.722	0.892	
调整幅度(%)	-	-	(35.1)	(28.6)	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	23.8	22.0	23.5	17.3	12.0
每股现金流量(人民币)	(0.44)	(0.55)	(0.12)	(0.33)	0.28
价格/每股现金流量(倍)	(25.1)	(20.1)	(93.2)	(33.6)	38.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.1	28.3	22.0	16.2	11.4
每股股息(人民币)	0.300	0.100	0.164	0.255	0.414
股息率(%)	2.7	0.9	1.5	2.3	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩下滑，大幅低于预期

公司 2010 年主营业务收入同比下滑 37%至 13.62 亿元，净利润下滑 32%至 4.78 亿元，合每股收益 0.31 元，低于我们的预期 47%，公司拟每 10 股派现 1 元。

公司业绩下滑的主要原因是部分项目销售进度有所延后，未能在年度内达到会计确认条件，园区物业销售收入大幅萎缩，同比下降 55%至 7.25 亿元。

物业租赁收入依然保持稳定增长，同比上涨 8%至 3.95 亿元。受益于张江园区成熟的产业发展环境及区位优势，园区物业的附加值不断提升，公司拥有的租赁物业在 2010 年继续保持较高的出租率。

2010 年度公司预算主营业务收入为 24-25 亿，实际完成了 13.18 亿，仅完成全年计划的 55%。

图表 2. 年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动%
营业收入	2,159	1,362	(37)
营业成本	(841)	(617)	(27)
营业税金及附加	(127)	(74)	(42)
毛利润	1,191	670	(44)
销售费用	(47)	(63)	34
管理费用	(84)	(101)	20
经营利润	1,060	506	(52)
财务费用	(147)	(297)	102
投资收益	61	339	456
其他	6	4	(33)
税前利润	980	552	(44)
所得税	(187)	(60)	(68)
少数股东权益	(86)	(13)	(85)
净利润	707	478	(32)
主要比率 (%)			
毛利润率	55	49	
经营利润率	49	37	
净利润率	33	35	

资料来源：公司数据，中银国际研究

2011 年 1 季度公司营业收入 2.83 亿元，同比下滑 38%，实现净利润 3,143 万元，同比下滑 77.7%。

图表 3. 一季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 1 季度	2011 年 1 季度	同比变动%
营业收入	457	283	(38)
营业成本	(191)	(126)	(34)
营业税金及附加	(22)	(14)	(36)
毛利润	243	143	(41)
其他业务收入	(0)	0	(200)
销售费用	(9)	(4)	(55)
管理费用	(18)	(17)	(9)
经营利润	215	122	(43)
财务费用	21	17	(19)
投资收益	(57)	(86)	52
其他	1	0	(65)
税前利润	179	53	(71)
所得税	(37)	(5)	(86)
少数股东权益	(2)	(16)	784
净利润	141	31	(78)
主要比率 (%)			
毛利润率	53	50	
经营利润率	47	43	
净利润率	31	11	

资料来源：公司数据，中银国际研究

销售模式导致盈利预测不确定性较大 2010 年末，公司预收帐款为 2.81 亿元，2011 年 1 季度末，预收帐款增至 3.13 亿元，对我们调整后的盈利预测的锁定率约为 47%，预售锁定情况不佳。

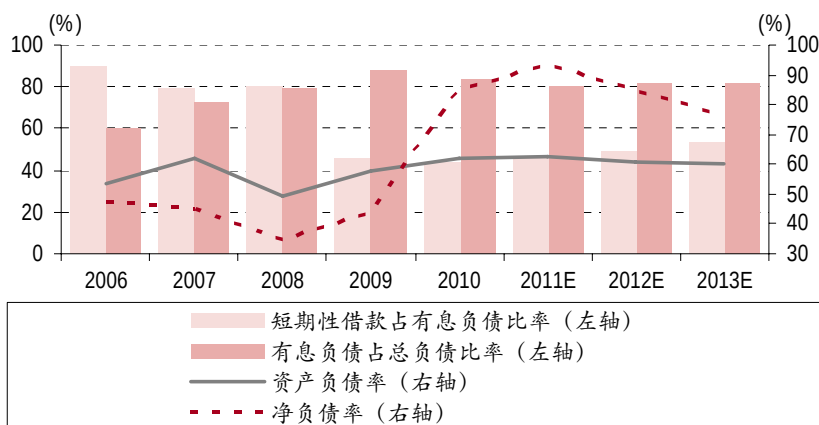
公司物业销售基本为现房销售和商办楼的大宗销售，从预收帐款上很难对预测业绩做出判断。例如，对 2010 年盈利预测造成较大偏差的项目为 2010 年末签约，是公司的全资子公司张江集电公司向宿迁中华工业园转让“金秋大厦”项目，项目总建筑面积 90,543.59 平方米，帐面成本约为 5.5 亿元，交易价格 11 亿元，交易对方在 2010-2013 年间分别支付给集电公司 1、3.3、3.7 和 3 亿元，该项目是否今年全额结算对公司的开发业务部分盈利预测盈利影响较大。

财务分析

2010 年公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别提高了 2.50、3.48、15.02 个百分点至 4.66%、7.38%和 21.83%。其中财务费用上升的幅度最大，主要原因是公司在 2010 年经营所需的资金需求量较大，大规模开发建设和高强度的产业投资使得公司年末有息负债同比增加了 16.28 亿元，2010 年公司计入财务费用的利息支出较上年度增加了 14,738 万元。

公司 2010 年期末的资产负债率同比上升 4.2 个百分点至 61.8%，净负债率较 2009 年提高 41.1 个百分点至 84.8%，2011 年 3 月末，净负债率继续上升至 90.1%。2010 年和 11 年 1 季度，公司每股经营性现金流出分别为 0.55 元和 0.22 元，持续的销售放缓和现金流出对公司的资产负债表造成了压力。

图表 4. 负债结构和负债率变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

创投业务对投资收益的贡献提升

公司依托张江高科技园区的高科技企业集聚优势，抓住园区内现有和新增企业的快速成长机遇，通过浩成创投和汉世纪基金等平台积极开展创投业务，获得了很高的投资回报。2010 年公司投资参股的嘉事堂、微创医疗和超日太阳在 A 股和香港市场成功上市，创投业务已经进入丰收期。

2010 年公司投资收益达 3.39 亿元，主要来自于参股公司权益法投资收益的增长。公司目前参股的上市公司包括复旦张江、中芯国际、川河集团、嘉事堂、微创医疗和超日太阳共 6 家，按当前市值计算，这部分股权投资的每股 NAV 为 1.19 元。

另外，作为“新三板”扩容实际受惠最大的公司，张江高科技园区内产业集群已经达到一定规模，大量高新技术企业可能成为挂牌交易公司，这将有利于提高园区物业的租金水平和销售价格，同时通过参股这些拟上市企业也能为公司带来不菲的投资回报。

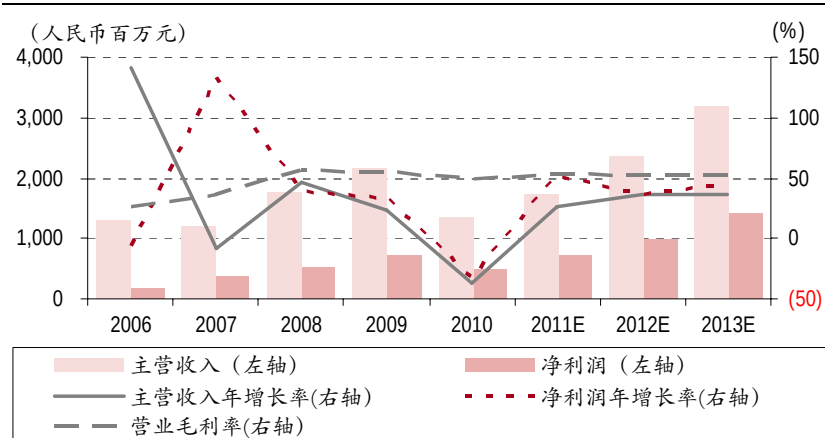
下调投资评级至持有

2011 年, 公司计划园区物业租售收入在 2010 年基础上争取实现适度的增长。公司未来可结算资源依然比较丰富, 只要开发和销售进度能够加紧提升, 未来业绩的稳健增长是有保障的。今年张江高科技园区入选国家自主创新示范区, 对于公司的高科技和房地产主业投资将带来机遇。

结合公司年报情况, 我们更新了张江高科的财务模型。出于谨慎性考虑, 我们下调了对公司 2011-12 年的结算进度, 将全面摊薄每股收益分别下调 35% 和 29% 至 0.47 元和 0.64 元。

我们同样按照假设开发法计算公司的持有物业价值, 预计公司 2011 年每股 NAV 为 13.02 元, 我们将目标价由 14.72 元下调至 11.06 元, 相当于 23.5 倍的 2011 年市盈率和 15% 的 NAV 折价, 下调投资评级至**持有**。

图表 5. 张江高科收入、净利润及增长率预测



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 6. 评估净资产估值 (单位: 百万元, 百万股, 元)

	2011E
自持物业价值	20,936
开发物业价值	2,679
其它业务(主要为证券、股权投资)	2,035
总资产价值(GAV)	25,650
预计净负债	5,490
评估净资产价值(NAV)	20,160
总股本	1,549
每股评估净资产值	13.02

资料来源: 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,159	1,362	1,717	2,346	3,204
销售成本	(968)	(692)	(804)	(1,138)	(1,518)
经营费用	(108)	(141)	(174)	(192)	(222)
息税折旧前利润	1,083	530	739	1,016	1,465
折旧及摊销	(23)	(23)	(15)	(19)	(19)
经营利润(息税前利润)	1,060	506	723	997	1,446
净利息收入/(费用)	(142)	0	(285)	(308)	(316)
其他收益/(损失)	72	343	425	470	551
税前利润	990	849	863	1,158	1,681
所得税	(187)	(60)	(94)	(127)	(184)
少数股东权益	(86)	(13)	(43)	(46)	(74)
净利润	717	776	726	986	1,423
核心净利润	718	776	348	568	933
每股收益(人民币)	0.463	0.501	0.469	0.637	0.919
核心每股收益(人民币)	0.463	0.501	0.225	0.366	0.602
每股股息(人民币)	0.300	0.100	0.164	0.255	0.414
收入增长(%)	n.a.	(37)	26	37	37
息税前利润增长(%)	n.a.	(52)	43	38	45
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(51)	39	38	44
每股收益增长(%)	n.a.	8	(6)	36	44
核心每股收益增长(%)	n.a.	8	(55)	63	64

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3,586	3,323	3,433	3,520	4,157
应收帐款	1,100	1,065	1,355	1,508	1,739
库存	3,231	4,413	5,493	6,570	7,691
其他流动资产	334	60	68	73	67
流动资产总计	8,251	8,861	10,350	11,670	13,654
固定资产	170	201	187	169	152
无形资产	24	22	21	20	19
其他长期资产	5,835	8,102	8,445	8,031	8,001
长期资产总计	6,028	8,325	8,653	8,220	8,171
总资产	14,279	17,186	19,003	19,890	21,825
应付帐款	679	1,212	1,229	1,346	1,590
短期债务	2,298	3,940	4,918	5,016	5,656
其他流动负债	1,261	290	424	457	621
流动负债总计	4,238	5,442	6,571	6,819	7,867
长期借款	3,932	4,944	5,125	5,125	5,125
其他长期负债	59	240	208	157	157
股本	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549
储备	4,245	4,660	5,172	5,835	6,680
股东权益	5,794	6,209	6,720	7,384	8,229
少数股东权益	257	351	379	406	447
总负债及权益	14,279	17,186	19,003	19,890	21,825
每股帐面价值(人民币)	3.74	4.01	4.34	4.77	5.31
每股有形资产(人民币)	3.73	4.00	4.33	4.75	5.30
每股净负债(现金)	1.71	3.59	4.27	4.28	4.28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	990	849	863	1,158	1,681
折旧与摊销	23	23	15	19	19
净利息费用	142	0	285	308	316
运营资本变动	(1,597)	(1,352)	(1,305)	(1,105)	(973)
税金	(187)	(60)	(94)	(127)	(184)
其他经营现金流	(51)	(312)	53	(762)	(420)
经营活动产生的现金流	(679)	(852)	(183)	(508)	439
购买固定资产净值	(35)	(499)	31	28	29
投资减少/增加	18	148	0	0	0
其他投资现金流	(217)	(44)	(307)	575	113
投资活动产生的现金流	(234)	(395)	(276)	603	142
净增权益	2	112	0	0	0
净增债务	3,110	1,880	978	98	640
支付股息	(535)	(950)	(254)	(394)	(641)
其他融资现金流	(325)	(59)	(154)	288	57
融资活动产生的现金流	2,251	983	570	(9)	56
现金变动	1,338	(263)	110	86	637
期初现金	2,248	3,586	3,323	3,433	3,520
公司自由现金流	(913)	(1,247)	(459)	95	581
权益自由现金流	2,197	634	518	193	1,221

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	50.2	38.9	43.0	43.3	45.7
息税前利润率	49.1	37.2	42.1	42.5	45.1
税前利润率	45.9	62.3	50.3	49.4	52.5
净利率	33.2	57.0	42.3	42.0	44.4
流动性(倍)					
流动比率	1.9	1.6	1.6	1.7	1.7
利息覆盖倍数	6.1	n.a.	2.3	3.0	4.2
净权益负债率(%)	43.7	84.8	93.1	85.0	76.3
速动比率	1.2	0.8	0.7	0.7	0.8
估值(倍)					
市盈率	23.8	22.0	23.5	17.3	12.0
核心市盈率	23.8	22.0	49.1	30.1	18.3
目标价对应市盈率	23.9	22.1	49.3	30.2	18.4
市净率	2.9	2.8	2.5	2.3	2.1
价格/现金流	(25.1)	(20.1)	(93.2)	(33.6)	38.9
企业价值/息税折旧前利润	13.1	28.3	22.0	16.2	11.4
周转率					
存货周转天数	1,218.0	2,017.0	2,247.7	1,933.9	1,714.8
应收帐款周转天数	185.9	290.1	257.3	222.7	184.9
应付帐款周转天数	114.7	253.4	259.6	200.3	167.2
回报率(%)					
股息支付率	64.8	20.0	35.0	40.0	45.0
净资产收益率	12.4	12.9	11.2	14.0	18.2
资产收益率	6.0	3.0	3.6	4.6	6.2
已运用资本收益率	8.9	3.7	4.6	5.8	7.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371